

Grabación del podcast *Talking Heads* con Olivier De Larouziere

Daniel Morris: Hola y bienvenidos al podcast *Talking Heads* de BNP Paribas Asset Management. Cada semana nuestro podcast ofrece a los inversores una visión y un análisis en profundidad de las cuestiones que realmente les interesan. En este episodio, hablaremos sobre los mercados de renta fija. Soy Daniel Morris, estratega jefe de mercado, y hoy me acompaña Olivier De Larouziere, director global de renta fija. Bienvenido, Olivier, y gracias por participar en el podcast de hoy.

Olivier De Larouziere: Es un placer para mí estar aquí.

DM: Han pasado muchas cosas en los dos últimos meses, Olivier. Los mercados no han evolucionado como se esperaba. Uno de los aspectos más notorios ha sido la gran divergencia entre el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense y el del bono alemán, que viene a reflejar cómo ha evolucionado la actitud de los mercados en relación con las perspectivas de la economía estadounidense frente a la de la eurozona. Déjame preguntarte tu opinión sobre lo que está sucediendo actualmente en los mercados de renta fija.

ODL: Vamos a hablar de algunos de los cambios que hemos visto el último mes. Empecemos, por ejemplo, por el mercado de tipos estadounidenses. Los tipos de los títulos del Tesoro a dos años han bajado 17 puntos básicos, mientras que los tipos de los bonos a 10 años han subido 18 puntos. ¿Han subido los tipos de manera generalizada? No, se observa un desajuste entre los títulos con vencimientos más cortos frente a los títulos a más largo plazo. Los inversores exigen una prima por invertir en títulos del Tesoro estadounidense con vencimientos más largos. ¿Pasa lo mismo en Europa? En absoluto. Los rendimientos han caído de manera considerable en todos los vencimientos. Si nos fijamos en la curva alemana, vemos que los tipos de los bonos a dos años han bajado 50 puntos básicos, y los tipos de los títulos a diez años han caído 30 puntos. Se trata de una interpretación de lo que está ocurriendo en todo el mundo. No cabe duda de que vamos a asistir a un escenario de ralentización de la economía debería ser más débil y, en Europa, ello conlleva recortes de tipos de interés. Esto es exactamente lo que el BCE decidió volver a hacer la semana pasada, cuando anunció un nuevo recorte de 25 puntos básicos. Eso en lo que respecta a los rendimientos de la deuda pública.

En el mercado de deuda corporativa, se ha registrado un aumento los diferenciales, es decir, de la diferencia de rendimiento entre la deuda corporativa y la deuda pública. En Estados Unidos, dicho aumento, que significa que los inversores exigen una prima por invertir en deuda corporativa, ha sido de 14 puntos básicos en el segmento de grado de inversión y de 94 puntos en el de alto rendimiento. Se trata de una situación a escala mundial que afecta tanto al mercado de crédito estadounidense como al europeo.

Lo que más me llama la atención, al margen de los tipos, es sin duda la divisa. El dólar se ha depreciado un 11% frente al euro en lo que va de año. Se trata de un cambio enorme. Probablemente se trate de la noticia con mayor impacto de todas las que nos ha dejado el gobierno de Trump.

DM: Veo muchos titulares o comentarios sobre las expectativas de recesión en Estados Unidos. ¿Crees que los mercados de renta fija descuentan una recesión en el país?

ODL: Sí y no. Pensemos en lo que la opinión de consenso señala sobre la actuación de los bancos centrales. Actualmente, las expectativas de la Reserva Federal apuntan a cuatro recortes de 25 puntos

básicos en 2025. Eso es bastante. Trump está presionando a la Reserva Federal en lo que se refiere a las fechas de dichos recortes, ya que quiere que la entidad actúe ya. Lo que dicen los mercados, y es nuestra hipótesis de base, es que los recortes aún tardarán un tiempo en llegar.

DM: ¿Podría interpretarse directamente como un escenario de recesión?

ODL: Creo que no. Si no fuera por el gobierno de Trump, ya estaríamos anticipando cierta flexibilización monetaria por parte de la Reserva Federal. La entidad está retrasando los recortes porque le preocupan los efectos temporales a corto plazo sobre la inflación que puede traer consigo la política arancelaria. Se trata de gestionar la magnitud de su actuación. El mercado no descuenta una recesión, sino más bien un escenario de estanflación en Estados Unidos. ¿Y una recesión en Europa? Tampoco lo creo, en realidad. Sin embargo, el BCE está flexibilizando su política porque la inflación se está acercando al objetivo y podría seguir bajando. Al banco central le preocupan las consecuencias de los aranceles en la economía europea y apunta a cifras de crecimiento bastante bajas, en torno al 1%, probablemente más cerca del 0%. ¿Registrará la región un crecimiento negativo y entrará oficialmente en recesión? No es nuestra hipótesis de base. Es un escenario que los mercados descuentan, pero no es nuestra hipótesis de base para los mercados de renta fija.

DM: Además de supervisar las carteras de inversión, también inviertes en ellas. ¿Qué puedes contarnos sobre la asignación de activos de renta fija en el contexto actual?

ODL: Me gustaría añadir algo antes. Hasta ahora hemos hablado de la situación macroeconómica, pero otra cosa que es absolutamente crucial para la asignación de activos es el nivel de liquidez y los flujos de capital. Si no hay flujos de capital, hay que descontar la aplicación de primas, y la liquidez se reduce de forma inmediata. Y eso justo lo que ha ocurrido en las últimas semanas. La liquidez, que marca la facilidad para comprar o vender, ha caído mucho en los mercados de renta fija. Es algo que debemos tener en cuenta antes de realizar nuestra asignación de activos.

Somos selectivos en lo que se refiere a los sectores, y somos gestores activos, por lo que buscamos las mejores oportunidades de liquidez. Teniendo en cuenta lo que he comentado sobre los tipos, lo más probable es que asistamos aún a un mayor impacto en los tipos a largo plazo en Estados Unidos, y posiblemente en la divisa. En general, estamos posicionados de forma muy diferente entre Europa y Estados Unidos en términos de exposición al país norteamericano. Hemos reducido en gran medida nuestra exposición porque sabíamos que los tipos bajarían, lo que siempre resulta muy favorable para el rendimiento. Ahora nos preocupa más el impacto desde el punto de vista de la credibilidad o del déficit sobre los vencimientos a largo plazo en Estados Unidos, lo que significa que no estamos invirtiendo tanto como antes. Pero que seamos selectivos no significa que estemos liquidando posiciones, sino que estamos buscando nuevas oportunidades. El nivel actual de rendimiento real nos resulta interesante. Estamos siendo muy selectivos en algunas áreas, con una exposición reducida en el mercado de crédito estadounidense, especialmente en el segmento de alto rendimiento.

En lo que se refiere a Europa, no diría que la situación es la contraria, sino que somos selectivos de una manera diferente porque los tipos están bajando. Estamos invirtiendo en toda Europa, favoreciendo los vencimientos a más corto plazo y buscando países de mayor rendimiento, como Francia o Italia. Gestionamos la volatilidad y nos mostramos selectivos en el mercado de crédito. Seguimos favoreciendo la deuda de grado de inversión frente a la de alto rendimiento, pero nuestras perspectivas no son tan negativas en el mercado europeo como en el estadounidense. En las últimas semanas hemos trabajado en estrecha colaboración con nuestros analistas de crédito. Este enfoque ha dado buenos resultados y lo mantendremos durante varios trimestres.

DM: Olivier, tomemos algo de perspectiva y pensemos en las consecuencias a largo plazo. Parece que se está produciendo un cambio más fundamental, sobre todo en lo que respecta a la percepción de los activos estadounidenses por parte de los inversores extranjeros. Por ejemplo, si nos fijamos en los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense, ¿hasta qué punto el aumento que han experimentado refleja las preocupaciones que puedan tener los inversores extranjeros? Parece haber indicios de que los inversores extranjeros están liquidando activos estadounidenses, lo que, como es lógico, está provocando un debilitamiento del dólar. Cuando piensas en las perspectivas a largo plazo de la inversión en renta fija, ¿cómo crees que han cambiado las cosas?

ODL: Todo lo ocurrido ha provocado una serie de cambios estructurales. He hablado ya del mercado estadounidense, pero aún no he mencionado al europeo. Lo que ha sucedido con los tipos alemanes a largo plazo es consecuencia de un nuevo plan de inversión para Europa: reindustrialización, más independencia y mayores déficits. Esto es muy importante, ya que tiene notables consecuencias en el enfoque de inversión en renta fija. Todo lo que he mencionado sobre los tipos a largo plazo frente a los tipos a corto se está normalizando. Los tipos a largo plazo están en niveles mucho más elevados que los tipos a corto plazo, lo que dice mucho sobre el enfoque en renta fija. El factor que impulsa en mayor medida el rendimiento de la renta fija es el *carry*. Si invertimos en renta fija y mantenemos las posiciones durante al menos unos años, nos beneficiamos de ese rendimiento diario. De ahí la importancia de ser selectivo, de buscar los activos que compensan los riesgos asumidos.

Se trata del componente de la generación de rentas, que podemos desarrollar de diversas formas, a través de la inversión pasiva, en el marco de una operación única o con productos de vencimiento fijo. Ahora puede ser un buen momento para aprovechar los rendimientos e invertir en productos de vencimiento fijo. Es una buena manera de empezar, para luego buscar el mejor momento para hacer el resto. En este sentido, tenemos fondos agregados que no permiten invertir de forma diversificada entre deuda pública y deuda corporativa. Algunos de los productos invierten en los mercados emergentes, que han sufrido enormemente el efecto del dólar. Hay muchas oportunidades en la región. Teniendo en cuenta las diferencias entre Estados Unidos y Europa y el resto del mundo, creo que los gestores activos deberíamos poder invertir en todos los sectores en productos agregados y centrarnos en aprovechar los niveles actuales de rendimientos.

DM: Muchas gracias, Olivier, por ayudarnos a tener más claro lo que está ocurriendo en los mercados. Me gustaría resumir todo lo que nos has contado hoy. Hemos asistido a un aumento de la pendiente de la curva de tipos estadounidense impulsado por el crédito, pero has comentado que el mayor cambio ha venido por el debilitamiento del dólar, sobre todo frente a las divisas de los mercados desarrollados. Cuando te he preguntado si los mercados descuentan una recesión, has contestado que no, ni en Europa ni en Estados Unidos. Has comentado que, en general, has reducido la exposición a Estados Unidos, que mantienes un enfoque selectivo y que favoreces la deuda de grado de inversión. Cuando has hablado sobre cómo invertir en el entorno actual, nos has recordado que el propósito de la renta fija es la generación de rentas. Los productos de vencimiento fijo o los fondos multiactivo, en los que la gestión activa te permite elegir los mejores segmentos del mercado, resultarían especialmente recomendables. Muchas gracias por acompañarme hoy.

ODL: Gracias, Daniel.

MD: Pues así terminamos el episodio de *Talking Heads* de esta semana. Si desean más información sobre nuestros recursos de renta fija no duden en ponerse en contacto con BNP Paribas Asset Management o consultar nuestro sitio web, Viewpoint, donde encontrarán información sobre inversiones @ viewpoint.bnpparibas-am.com. Antes de irnos, me gustaría mencionar que el podcast

Talking Heads está disponible en Spotify y YouTube. Para acceder a través de YouTube, visiten la dirección [youtube.com/BNPP AM](https://youtube.com/BNPPAM) y seleccionen la sección *Talking Heads*. Han escuchado el podcast *Talking Heads* de BNP Paribas Asset Management conmigo, Daniel Morris, y Olivier De Larouziere, director global de renta fija. Nos vemos la próxima semana. Hasta entonces, cúdense.