

28 de junio de 2017

Análisis de renta fija de ETF Securities:

El rendimiento de las Treasuries sugiere que la economía de EE.UU está llegando a un pico

Resumen

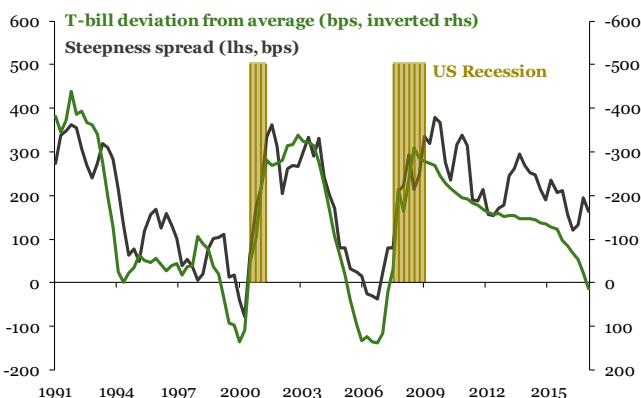
- El bajo nivel de prima que los bonos del Tesoro Americano ofrecen actualmente, sugiere que el crecimiento de la economía de EE.UU se acerca a un pico.
- Aunque la prima de inflación es el principal impulsor de los rendimientos de los bonos, su calificación crediticia podría a futuro convertirse en el nuevo factor direccional.
- El riesgo por duración es mejor recompensado en los vencimientos de los bonos de corto plazo que en los de largo.

La curva de rendimiento y las estimaciones de las primas de plazo son útiles para la previsión de las rentabilidades futuras de los bonos. Además, la identificación de los factores macroeconómicos de las rentabilidades de los bonos ayuda a detectar los cambios de rumbo en el ciclo económico y en el mercado de bonos.

¿Qué nos está diciendo la curva de rendimiento de los bonos de EE.UU?

La forma de la curva de rendimiento está estrechamente relacionada con los ciclos empresariales, crediticios y de política monetaria. La pendiente de la curva de rendimiento, definida por el diferencial de rendimiento entre los títulos del Tesoro a 10 y 3 meses, tiene una relación negativa con el nivel de los tipos de interés a corto plazo. En otras palabras, cuando los intereses de corto plazo son bajos, la inclinación de la curva es elevada o la curva de rendimiento es empinada. Las variaciones en la forma de la curva de rendimiento se explican en parte por el hecho de que las expectativas de los inversores sobre los intereses a corto plazo, tienden a revertirse a la media desde niveles extremadamente bajos o altos¹.

Mean-reverting of short-rate expectations



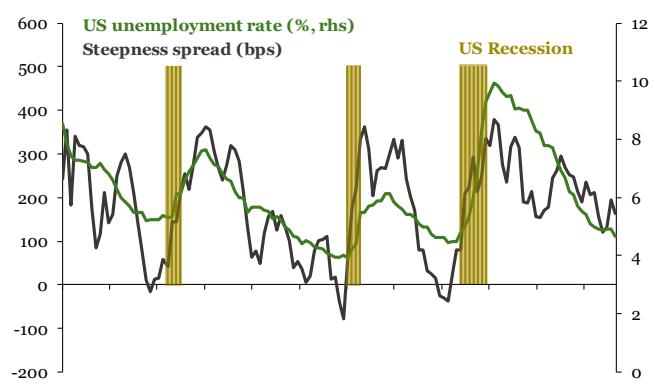
Source: Bloomberg, NBER, ETF Securities, data available as of close 16 June 2017

¹ Ilmanen (2012)

El gráfico anterior muestra la relación negativa entre el spread de pendiente de la curva de rendimientos y la brecha entre el interés actual de corto plazo y su promedio de 10 años. Cuanto mayor es la brecha, mayores son las expectativas de los inversores acerca de un aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. La reducción de esta brecha en los últimos dos años, sugiere que los inversores han descontado casi por completo en el mercado de bonos del Tesoro el actual ciclo de ajuste de intereses por parte de la Fed.

Una curva empinada generalmente coincide con una alta tasa de desempleo y un fuerte crecimiento económico. Los diferenciales de la pendiente de los títulos del Tesoro de Estados Unidos han estado cayendo en los últimos cinco años a medida que los inversores descontaban dicho ajuste monetario. Aunque el spread de la pendiente actualmente se sitúa en 160 puntos básicos, esperamos que se comprima aún más hasta ser negativo a medida que la Fed aumenta gradualmente los tipos de interés.

Yield curve to detect economic trend reversal



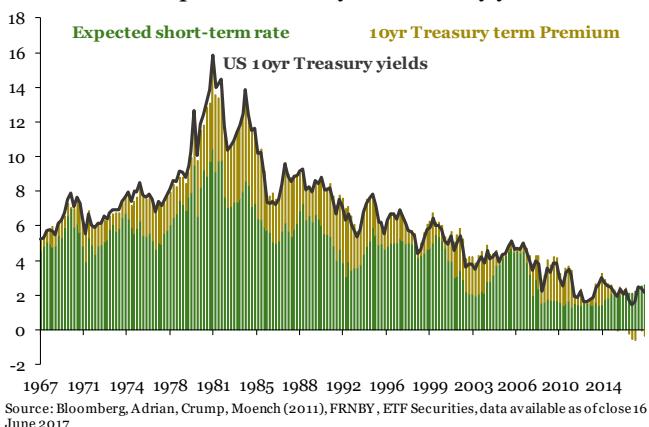
Source: Bloomberg, ETF Securities, data available as of close 16 June 2017

La tasa de desempleo de Estados Unidos está ahora cerca de su nivel estructural y previo a la crisis del 4,6%, mientras que su economía está creciendo cerca de su tasa potencial del 2% anual. Esto, combinado con el aplanamiento de la curva de rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense, sugiere que la economía estadounidense se acerca a un pico. El cambio en el nivel de la pendiente es una herramienta útil para anticipar con precisión la próxima recesión (es decir, la próxima recesión es inminente si la pendiente se vuelve negativa).

Prima de plazo negativa

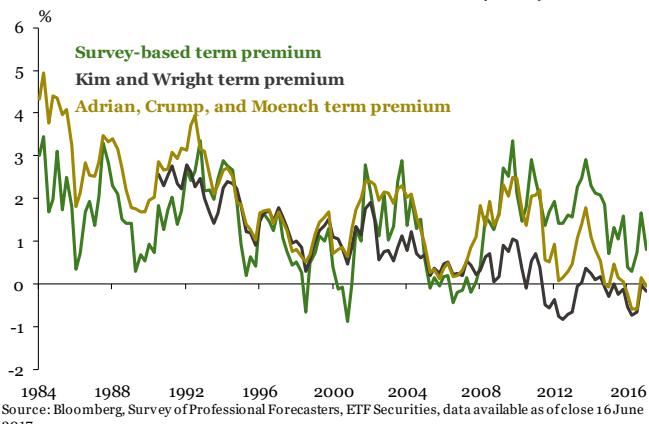
La curva de rendimiento también es útil para predecir los rendimientos de los bonos a corto plazo. Los rendimientos de los bonos a largo plazo son función de dos componentes no observables: el promedio esperado de los tipos de interés futuros a corto plazo y la duración o la prima a plazo. Esta última compensa a los inversores por renunciar a su consumo actual para invertir en rendimientos a largo plazo que son inciertos. Una simple variable de aproximación de prima de término se puede obtener restando las expectativas de los participantes del mercado acerca de los tipos de interés futuros, de los rendimientos de los bonos a largo plazo. El principal desafío es estimar las expectativas de los mercados en el largo plazo sobre los tipos de corto plazo. La mayoría de las variables se derivan de encuestas realizadas a los analistas o de las estimaciones estadísticas.

Decomposition of 10-year Treasury yield



Aunque las estimaciones de la prima de plazo pueden diferir por magnitud, tienden a tener la misma tendencia direccional debido a que se mueven en tándem con el nivel de los tipos de corto plazo. Los inversores requieren una prima de largo plazo cuando la economía está cerca de un punto deprimido en un ciclo y la curva de rendimiento es empinada. Por el contrario, los inversores aceptan primas de plazo bajas o negativas cuando la economía está cerca de un pico y la curva de rendimiento está plana o invertida.

Estimates of Bond Risk Premium (BRP)



Los factores macro que impulsan los bajos rendimientos a largo plazo

El riesgo de inflación es el factor más importante de los

rendimientos de los bonos reales esperados². La mejora de la credibilidad de los bancos centrales desde los años ochenta ha contribuido a reducir la volatilidad de las expectativas de inflación y por tanto, de los rendimientos de los bonos. Sin embargo, el nivel de endeudamiento y solvencia de los gobiernos también puede afectar a las primas de bonos. Los desafíos estructurales a largo plazo, como el exceso de deuda, el envejecimiento de la población y la menor productividad en las economías desarrolladas, podrían hacer que el factor fiscal reemplace al factor inflacionario como el principal motor de los rendimientos de los bonos soberanos. Este ha sido el caso en Europa desde la crisis financiera.

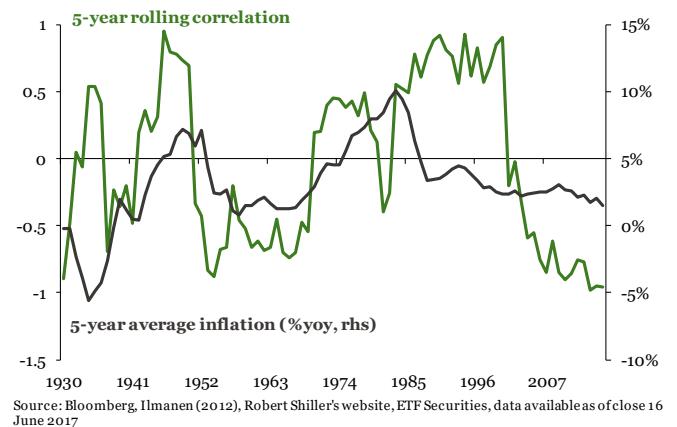
La demanda de bonos a largo plazo durante la última década ha ido creciendo debido a factores estructurales, regulatorios y cíclicos. En particular, los programas de compra de activos a gran escala llevados a cabo por los principales bancos centrales, han provocado una escasez de bonos soberanos en el mercado y han hecho bajar los rendimientos. El efecto combinado del "ahorro excesivo"³ a nivel mundial y las regulaciones más estrictas, también explican en parte por qué la curva de rendimiento es típicamente plana o invertida a vencimientos largos. Los inversores están dispuestos a aceptar primas de plazo negativo para cumplir con sus obligaciones o restricciones regulatorias.

Como resultado, los rendimientos promedio históricos muestran que la relación riesgo-recompensa es positiva pero no lineal, ya que tiende a ser plana o negativa para los vencimientos a largo plazo. La recompensa por extender la duración es mayor que en vencimientos cortos (menores a 7 años) y disminuye a vencimientos más largos⁴. En otras palabras, los inversores reciben una rentabilidad mejor ajustada al riesgo a plazos más cortos.

Protegiendo la cartera con los bonos soberanos

De nuestro análisis de los datos macro estadounidenses y la curva de rendimiento de los títulos del Tesoro, concluimos que la economía estadounidense podría estar acercándose a un pico. Con el mercado de valores de Estados Unidos en máximos históricos y con una tasa de inflación baja, los inversores aceptan una prima de plazo negativa ya que la ven como el coste de proteger sus carteras de una caída en la renta variable y de una recesión. La actual relación negativa entre los bonos del gobierno de Estados Unidos y la renta variable de este país, refuerza este punto de vista, ya que los bonos del gobierno estadounidense exhiben propiedades de diversificación.

Stock-Bond correlation, 1930-2016



² D'Amico and Orphanides, 2008

³ When the global supply of savings exceeds desired investment, leading to larger US current account deficit and lower long-term yields. Bernanke (2005)

⁴ Ilmanen (2012)

Información Importante

Este comunicado ha sido emitido y aprobado de acuerdo con el Art. 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros del 2000 por ETF Securities (UK) Limited (en adelante, "ETFS UK"), entidad autorizada y registrada en la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (United Kingdom Financial Conduct Authority ("FCA")).

La información contenida en esta comunicación es sólo para su información general y no será considerada una oferta de venta ni una solicitud de oferta para que compre valores. Esta comunicación no deberá ser utilizada como base de una decisión de inversión. El rendimiento histórico no es indicativo del rendimiento futuro y cualquier inversión puede perder valor.

Este documento no es, y en ningún caso deberá considerarse como un anuncio o cualquier otro paso en la consecución de una oferta pública de acciones o valores en los Estados Unidos ni provincia ni territorio del mismo. Ni este documento ni ninguna copia del mismo deberá ser usado, transmitido o distribuido (directa o indirectamente) en los Estados Unidos.

Este comunicado puede contener comentarios independientes del mercado elaborados por ETFS UK basados en información disponible al público. Aunque ETFS UK se esfuerza por asegurar la exactitud del contenido para este comunicado, ETFS UK no garantiza su exactitud o veracidad. Cualquier proveedor de información utilizado como fuente de la información de este comunicado no representa de ninguna manera ni garantiza dicha información. ETFS UK ha expresado su propia opinión relacionada a determinados productos o actividades de mercado, si bien, este punto de vista podría cambiar. Ni ETFS UK, ni ninguna filial, ni ninguno de sus respectivos ejecutivos, directores, socios o empleados acepta ninguna responsabilidad de ningún tipo de cualquier pérdida directa o indirecta derivada del uso de este comunicado o de su contenido.

La FCA requiere a ETFS UK para que aclare que no está actuando en su nombre en relación con la inversión o inversiones a que se refieren este comunicado. En particular, ETFS UK no le proveerá de ningún servicio de inversión, ni asesoramiento, ni recomendación para ninguna transacción. Ningún representante de ETFS UK estará autorizado para hacerle creer lo contrario. Por lo tanto, ETFS UK no será responsable de proporcionarle la protección ofrecida a sus clientes y usted deberá buscar su propio asesor legal, de inversiones, fiscal o el que usted considere.



The
intelligent
alternative

ETF Securities (UK) Limited
3 Lombard Street
London
EC3V 9AA
United Kingdom

t +44 (0)207 448 4330
f +44 (0)207 448 4366
e info@etfsecurities.com
w etfsecurities.com