



Atentos a la liquidez

Perspectivas del equipo de inversión en renta fija de Fidelity International

Exclusivamente para profesionales de la inversión

Resumen

Después de caer en la primera mitad de mayo, el bono a 10 años de EE.UU. subió durante la segunda mitad del mes para cerrar el periodo en el entorno del 4,6%. Como sospechaba, los bonos del Tesoro estadounidense se han mantenido dentro de un canal estrecho debido a los encontronazos entre la política monetaria y presupuestaria en EE.UU. Por otro lado, los activos de riesgo no dejan de dar alegrías. Las bolsas siguieron subiendo a lo largo del mes de mayo y a comienzos de junio, registrándose nuevos máximos históricos en el S&P 500 y el Nasdaq. Haciendo un análisis somero, eso apunta a unas perspectivas favorables para la economía, aunque yo sugeriría cierto escepticismo.

La fortaleza de los activos de riesgo queda en entredicho por la falta de amplitud. Si comparamos el S&P 500 con un índice equiponderado, vemos que la amplitud del mercado está en su nivel más bajo desde el punto álgido de la crisis financiera mundial y es más baja que en el momento en que estalló la pandemia de COVID. En otras palabras, el comportamiento de las bolsas está concentrado en un puñado de valores y, más concretamente, en torno a la temática de la IA.

Además, hemos visto que la liquidez aumentaba en mayo, y eso está transmitiéndose a los mercados financieros. La Cuenta General del Tesoro (TGA) es la que utiliza el gobierno de EE.UU. para pagar los gastos del país y el nivel de fondos en esta cuenta afecta a las reservas en el sistema financiero. La TGA se situaba en 941.000 millones de dólares a finales de abril después de inflarse con los ingresos tributarios, pero durante el mes de mayo descendió 235.000 millones de dólares, lo que indica que el gobierno inyectó liquidez en la economía. Esta retirada de fondos de la TGA impulsa la oferta monetaria y parte termina llegando a los mercados financieros, lo que tira al alza de los activos de riesgo.

Otra dinámica de la liquidez es el nivel de la línea de repos inversos a un día de la Fed. Esta línea puede entenderse como un indicador del excedente de reservas en el sistema financiero y de la evolución de las condiciones generales de liquidez. Esta línea ha caído por debajo de 400.000 millones de dólares, cuando hace un año superada los 2 billones. Este rápido descenso podría plantear un riesgo para el funcionamiento fluido del sistema financiero. De hecho, la Fed podría haberlo tenido en cuenta cuando anunció el mes pasado que reduciría el ritmo de endurecimiento cuantitativo de 60.000 millones de dólares al mes en bonos del Tesoro de EE.UU. hasta 25.000 millones de dólares. Sin embargo, eso tal vez no sea suficiente y podríamos ver pronto otro cambio en esta cifra.

Hacer un seguimiento de las condiciones de liquidez durante el verano y el otoño será importante para entender la trayectoria de los mercados financieros. No queda mucho gasto público pendiente y, ante el actual endurecimiento de la política monetaria, las presiones deflacionistas podrían aparecer y lastrar los activos de riesgo. Sin embargo, la campaña de las presidenciales estadounidenses estará pronto a pleno rendimiento y podríamos ver más gasto vinculado a las elecciones y, al mismo tiempo, más atención al déficit presupuestario por parte del mercado de renta fija.

Steve Ellis

CIO global del área de Renta Fija



Índice

5

Resumen de la estrategia

Mantenemos nuestra premisa de que la Fed no recortará los tipos este año. El BCE bajó los tipos 25 pb y el Banco de Inglaterra debería seguir sus pasos este verano. Seguimos sobreponderando la duración de EE.UU. y la zona euro y somos neutrales en duración británica. Pasamos de infraponderación a neutral en bonos *high yield* europeos debido a los factores técnicos favorables y la resistencia de esta clase de activos. En bonos indexados a la inflación, estamos poniéndonos largos en las expectativas de inflación en USD a 30 años (inflación implícita) y cortos en sus equivalentes en EUR.

7

Perspectiva general sobre el entorno macroeconómico y los tipos de interés

Seguimos apostando por que la Fed no recortará tipos en 2024, pero reconocemos que la trayectoria de los tipos depende mucho de los datos. Las presiones de financiación podrían mantener los tipos reales a largo plazo más elevados de lo que se espera y eso podría generar una desaceleración más amplia a finales de este año. A consecuencia de ello, mantenemos la sobreponderación en duración estadounidense a medio plazo. En Europa, han aparecido señales de aceleración del crecimiento y avances en la desinflación y eso ha permitido al BCE iniciar su ciclo de recorte de tipos en junio, lo que provoca que sobreponderemos la duración de los países del núcleo del euro. La duración británica cotiza en un precio razonable y mantenemos una ponderación neutral.

Información importante

Las referencias a valores específicos no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta de dichos valores y constituyen menciones con carácter exclusivamente ilustrativo.

Se informa a los inversores de que las opiniones expresadas pueden no estar actualizadas y pueden haber sido tenidas ya en cuenta.

El valor de las inversiones y las rentas derivadas de ellas pueden bajar o subir y el inversor puede recibir menos de lo que invirtió inicialmente. Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de los resultados futuros.

Inversiones en bonos: El precio de los bonos depende de los movimientos de los tipos de interés, los cambios en la calificación crediticia de los emisores y otros factores, como la inflación y la dinámica del mercado. En general, cuando los tipos de interés suben, el precio de los bonos cae. El riesgo de impago está ligado a la capacidad del emisor para satisfacer los pagos de intereses y devolver el préstamo al vencimiento. Por lo tanto, el riesgo de impago puede variar entre diferentes gobiernos emisores, del mismo modo que entre diferentes empresas emisoras.

Bonos corporativos: Debido a las mayores probabilidades de impago, una inversión en un bono corporativo es generalmente menos segura que una en deuda pública.

Bonos *high yield*: Los bonos de baja calidad crediticia se consideran bonos de mayor riesgo. Presentan un mayor riesgo de impago que podría afectar a las rentas y al valor del fondo que invierte en ellos.

Mercados extranjeros: Las variaciones de los tipos de cambio afectarán a las inversiones en el extranjero. El valor de las inversiones puede verse afectado por las variaciones de los tipos de cambio.

Coberturas de divisas: La cobertura de divisas se utiliza para reducir de forma sustancial el riesgo de pérdidas derivadas de movimientos desfavorables de los tipos de cambio en las posiciones en monedas que no sean la moneda de contratación. La cobertura también tiene como efecto limitar las ganancias cambiarias potenciales que se pueden conseguir.

Mercados emergentes: Las inversiones en los mercados emergentes pueden ser más volátiles que en otros mercados más desarrollados.

Derivados: Algunas inversiones en renta fija pueden emplear derivados y ese hecho puede conllevar apalancamiento. En estas situaciones, la rentabilidad puede aumentar o disminuir en mayor medida que en otras circunstancias y exponer a los inversores al riesgo de pérdidas económicas si una contraparte utilizada para los instrumentos derivados se ve imposibilitada para afrontar sus obligaciones de pago.

Títulos híbridos: Los títulos híbridos generalmente combinan sensibilidades y exposiciones tanto a la renta variable como a la deuda. Los bonos híbridos son instrumentos subordinados que tienen características propias de la renta variable. Generalmente presentan vencimientos largos (o estos no están acotados) y un calendario de amortización anticipada que aumenta el riesgo de reinversión. Su carácter subordinado los coloca a medio camino entre las acciones y otros títulos de deuda subordinada. Así, además de los factores de riesgo típicos de los bonos, los títulos híbridos también conllevan riesgos como el diferimiento de los pagos de intereses, la volatilidad bursátil y la falta de liquidez. Los bonos convertibles contingentes (CoCos) son títulos de deuda híbridos cuya finalidad es convertirse en acciones o bien ser objeto de amortización del principal cuando ocurren determinados "factores desencadenantes" vinculados a los umbrales de capital regulatorio o cuando las autoridades reguladoras de la entidad bancaria emisora lo consideran necesario. Los CoCos poseen rasgos únicos de conversión en acciones o amortización del principal que están adaptados a la entidad bancaria emisora y a sus obligaciones normativas.

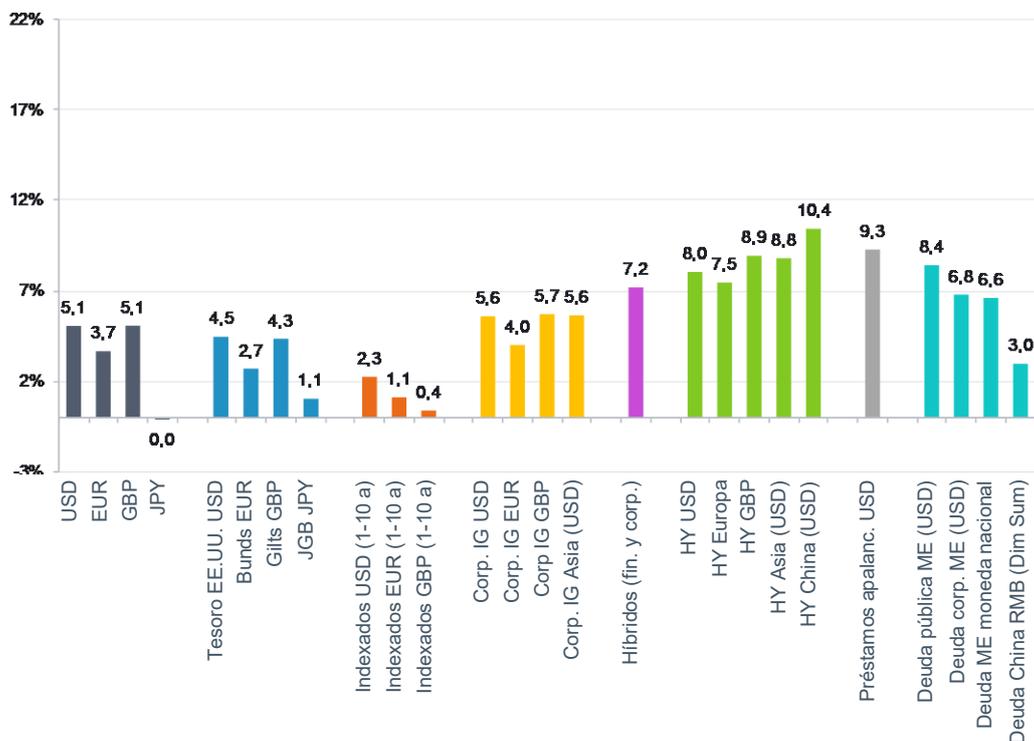
Resumen de la estrategia

El Mensual de Renta Fija contiene un resumen de las perspectivas a medio plazo del equipo de renta fija de Fidelity. Nuestro enfoque de inversión es multiestrategia y los gestores de fondos están sujetos a un marco claro de rendición de cuentas y responsabilidad fiduciaria que cubre todas las decisiones de inversión que se toman en una cartera. Debido a esta discrecionalidad en el trabajo de los gestores de fondos, a veces pueden surgir diferencias entre las estrategias aplicadas y la visión presentada en este documento. Creemos en la gestión de carteras combinando diferentes estrategias de inversión activa, basadas tanto en el análisis descendente como ascendente, de modo que el riesgo no esté dominado por una única estrategia.

Tipos	--	-	=	+	++	Ideas clave
Duración				●		
Tipos del Tesoro de EE.UU.				●		<ul style="list-style-type: none"> Mantenemos la sobreponderación en bonos del Tesoro de EE.UU., a tenor de su potencial a medio plazo, derivado de las presiones sobre el crecimiento económico.
Tipos EUR - Núcleo					●	<ul style="list-style-type: none"> Mantenemos la sobreponderación fuerte en los tipos en EUR (núcleo europeo), dado que la aceleración del crecimiento y el avance en la desinflación han permitido al BCE rebajar los tipos.
Tipos EUR - Periferia		●				<ul style="list-style-type: none"> Infraponderamos la duración de la periferia europea, donde las valoraciones siguen estando forzadas y el perfil riesgo-recompensa está orientado a la baja, a la vista de que la oferta prevista provocará una importante ampliación de los diferenciales.
Tipos GBP			●			<ul style="list-style-type: none"> Mantenemos la neutralidad en duración británica debido a su valoración razonable.
Inflación	--	-	=	+	++	
Inflación implícita			●			
Indexados - USD				●		<ul style="list-style-type: none"> A pesar de que los datos de inflación en el Reino Unido y Europa sorprendieron al alza, en conjunto la inflación sigue descendiendo y acercándose a los objetivos.
Indexados - EUR		●				<ul style="list-style-type: none"> La inflación estadounidense estuvo en sintonía con las previsiones, lo que redujo la incertidumbre en torno a los recortes de tipos de la Fed y justificó nuestra posición larga en duración real de EE.UU.
Indexados - GBP			●			<ul style="list-style-type: none"> Las tasas de inflación implícita nos siguen pareciendo atractivas, ya que el mercado está descontando unas perspectivas de inflación benignas. Esperamos que las dinámicas a más largo plazo, como los costes de la transición ecológica, la desglobalización y las tensiones geopolíticas, planteen amenazas a estas perspectivas.
Indexados - JPY			●			
Bonos corporativos <i>investment grade</i>	--	-	=	+	++	
Beta de bonos corp. <i>investment grade</i>			●			
Bonos IG en USD			●			<ul style="list-style-type: none"> El punto de partida de los bonos corporativos IG se caracteriza por un apalancamiento bajo y unos márgenes elevados, por lo que creemos que esta clase de activos está bien situada para soportar cualquier presión que surja.
Bonos IG en EUR					●	<ul style="list-style-type: none"> La deuda corporativa IG en euros sigue siendo nuestra región preferida atendiendo a la valoración, sobre todo la deuda sénior del sector financiero, ya que los diferenciales están todavía muy por encima de los niveles históricos.
Bonos IG en GBP			●			
Bonos IG asiáticos (USD)			●			<ul style="list-style-type: none"> Las valoraciones de los bonos IG asiáticos están ajustadas, pero el cuadro de oferta neta es negativo y eso es favorable para los diferenciales.
Híbridos corp. y del sector financiero	--	-	=	+	++	
Híbridos corp. y del sector financiero			●			
Bonos convertibles contingentes			●			<ul style="list-style-type: none"> Los títulos con fecha de amortización anticipada próxima son atractivos debido a la inversión de las curvas de rendimientos y al perfil de convexidad favorable en caso de amortización anticipada.
Híbridos corporativos <i>investment grade</i>			●			<ul style="list-style-type: none"> Después de su <i>beta rally</i>, vemos poco margen para que estrechen de forma considerable, pero nos siguen gustando los AT1 con amortizaciones anticipadas próximas, por su gran propensión a amortizarse anticipadamente. Neutrales en híbridos corporativos, que han mostrado una relativa resistencia.
Bonos <i>high yield</i>	--	-	=	+	++	
Beta de bonos <i>high yield</i>		●				
Bonos <i>high yield</i> estadounidenses		●				<ul style="list-style-type: none"> Mantenemos una infraponderación táctica en bonos HY de EE.UU., ya que actualmente los diferenciales no son atractivos desde una óptica histórica.
Bonos <i>high yield</i> europeos		→	●			<ul style="list-style-type: none"> Los factores técnicos son favorables y confiamos en la resistencia de esta clase de activos, por lo que en bonos HY europeos pasamos de infraponderación a neutral.
Bonos <i>high yield</i> asiáticos		●				<ul style="list-style-type: none"> La posibilidad de que dé marcha atrás la recuperación observada en algunas áreas del mercado HY de Asia nos hace mantener la infraponderación en esta clase de activos.
Mercados emergentes	--	-	=	+	++	
Deuda pública en divisa fuerte				●		<ul style="list-style-type: none"> Pequeña sobreponderación en deuda pública emergente en moneda fuerte, pero hemos reducido dicha sobreponderación en fechas recientes.
Deuda corporativa en divisa fuerte		●				<ul style="list-style-type: none"> Somos neutrales en monedas emergentes, mientras que estamos largos en el dólar estadounidense y somos selectivos en monedas de los países frontera.
Duración emergente en divisa nacional				●		<ul style="list-style-type: none"> Desde comienzos de año, hemos recortado la sobreponderación en tipos de los mercados emergentes en moneda nacional.
Divisas emergentes			●			
Deuda china en RMB			●			

Rendimientos en las diferentes clases de activos de renta fija

- Activos monetarios
- Deuda pública
- Bonos indexados a la inflación
- Bonos corp. *investment grade*
- Híbridos
- Bonos *high yield*
- Préstamos
- Deuda emergente



Fuente: Fidelity International, Bloomberg, basado en índices de bonos JPM e ICE BofA Merrill Lynch, 31 de mayo de 2024. Se utiliza la TIR a vencimiento en todos los instrumentos excepto los bonos HY y los mercados emergentes (*yield to worst*), los préstamos en USD (rendimiento a tres años) y los bonos indexados a la inflación (rendimiento real). El universo de títulos híbridos se define como un 50% híbridos corporativos y un 50% híbridos del sector financiero.

Resumen de las rentabilidades a 31 de mayo de 2024 (%)

	1 mes	En el año	2023	2022	2021	2020	2019
Deuda pública							
Bonos del Tesoro de EE.UU.	1,5	-1,8	3,9	-12,9	-2,4	8,2	7,0
Deuda pública alemana EUR	-0,3	-3,4	5,1	-17,6	-2,6	3,0	3,1
Deuda pública del Reino Unido	0,8	-4,2	3,7	-25,1	-5,3	8,8	7,3
Bonos indexados a la inflación							
USD	1,7	0,1	3,6	-12,6	6,0	11,5	8,8
EUR	-0,2	-1,2	5,0	-8,1	6,2	3,1	6,0
GBP	1,5	-4,6	0,7	-34,4	3,9	11,3	6,5
Bonos corporativos <i>investment grade</i>							
USD	1,9	-0,6	8,4	-15,4	-1,0	9,8	14,2
EUR	0,2	-0,2	8,0	-13,9	-1,0	2,6	6,3
GBP	1,0	-0,9	9,7	-19,5	-3,0	8,7	10,8
Asiáticos en dólares	1,5	0,1	7,5	-11,0	0,0	7,6	11,5
Híbridos corporativos y del sector financiero							
Bonos convertibles contingentes	1,9	5,0	5,7	-11,4	4,7	6,8	17,6
Híbridos corporativos <i>investment grade</i>	0,8	2,6	10,2	-12,9	1,4	3,8	14,2
Bonos <i>high yield</i>							
EE.UU.	1,1	1,6	13,5	-11,2	5,4	6,2	14,4
Europa	1,1	2,1	13,1	-13,9	3,3	3,6	13,8
Asia	3,5	9,6	-0,1	-13,3	-6,2	8,4	13,2
Mercados emergentes							
Deuda pública emergente en USD	1,4	1,7	11,1	-17,8	-1,8	5,3	15,0
Deuda corporativa emergente en USD	1,4	2,9	9,1	-12,3	0,9	7,1	13,1
Deuda emergente en divisa nacional (sin cubrir en USD)	1,2	-2,7	12,7	-11,7	-8,7	2,7	13,5
Bonos RMB chinos	2,9	9,1	4,8	1,9	3,2	3,7	5,6

Fuente: Fidelity International, ICE, Datastream, 31 de mayo de 2024. Se utilizan los índices de bonos de JPM e ICE BofA para las rentabilidades totales. Se utiliza el índice ICE BofA Merrill Lynch Q490 para los bonos *high yield* asiáticos.

Perspectiva general sobre el entorno macroeconómico y los tipos de interés

Análisis mensual

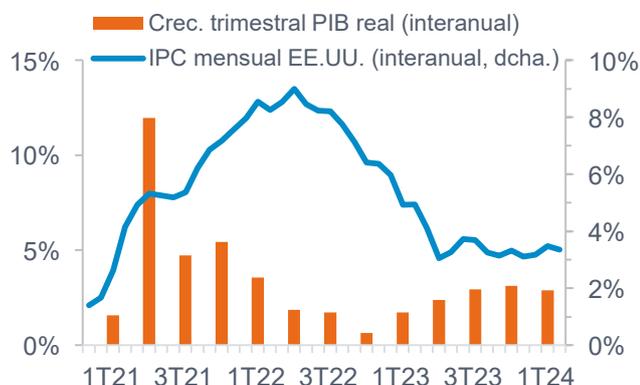
- El dato mensual del deflactor del consumo privado estadounidense se mantuvo en el 2,7% en el acumulado anual hasta abril, mientras que el IPC descendió ligeramente hasta el 3,4% desde el 3,5% de marzo.
- En su reunión de junio, el BCE recortó su tipo de referencia 25 pb, hasta el 3,75%, a pesar de que la inflación de la zona euro subió hasta el 2,6% en mayo, frente al 2,4% de abril.
- El IPC británico descendió hasta el 2,3% en abril, pero este dato fue superior a la previsión del 2,1% del Banco de Inglaterra.

Perspectivas

Las divergencias en las políticas monetarias son una temática incipiente de este trimestre, ya que los bancos centrales de países desarrollados como Suiza, Suecia, Canadá y el BCE están empezando a recortar los tipos. El Banco de Inglaterra podría ser el próximo, lo que dejaría a la Fed en una inusual posición de rezagado. En muchos ciclos de tipos anteriores, la Fed ha ido por delante en las subidas o bajadas.

Los mercados siguen oscilando entre la ausencia de aterrizaje y el aterrizaje suave en un momento en el que se está calentando el debate y la comunicación de la Fed ha cambiado bruscamente. La inflación está resultando ser muy persistente, pero en abril vimos una mejor combinación de datos de inflación y crecimiento, lo hizo que la atención gravitara de nuevo hacia el aterrizaje suave. En fechas más recientes, varios miembros de la Fed realizaron declaraciones en las que moderaron las expectativas de recortes de tipos al afirmar que tendrían que ver más meses de datos de inflación antes de que se produzca una bajada.

La inflación estadounidense se aplana



Fuente: Refinitiv, junio de 2024.

Seguimos apostando por que la Fed no recortará tipos en 2024, pero reconocemos que la trayectoria de los tipos depende mucho de los datos. Los riesgos políticos siguen contribuyendo a la incertidumbre en las perspectivas y la volatilidad de los mercados. Las próximas elecciones estadounidenses en noviembre y los conflictos geopolíticos en marcha son las principales fuentes de posibles convulsiones y estamos atentos a ellas, sobre todo a su efecto sobre los mercados energéticos, que repercute en toda la economía. A medida que cobre impulso la campaña electoral, la política presupuestaria probablemente adquiere mayor relevancia para el mercado.

Vemos que existen presiones de financiación que podrían mantener los tipos reales a largo plazo más altos de lo que cabría esperar en otras circunstancias. Aunque este hecho

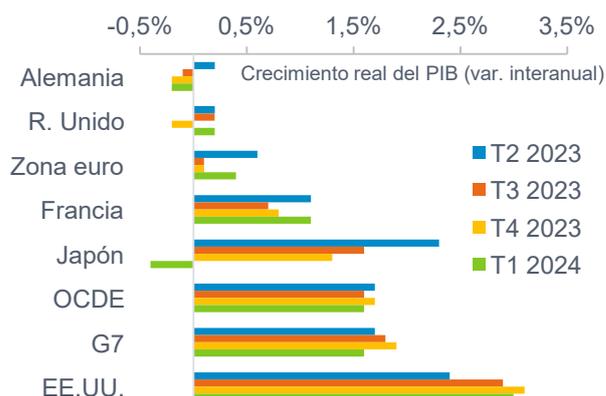
Estrategia	--	-	=	+	++
Duración				●	
Tipos Tesoro de EE.UU.				●	
EUR núcleo					●
EUR periferia		●			
Tipos GBP			●		

todavía no está manifestándose en los datos de crecimiento, no debemos descartar la posibilidad de una desaceleración más amplia a finales de este año. A consecuencia de ello, mantenemos la sobreponderación en duración estadounidense a medio plazo.

En Europa, el cuadro está más claro: observamos señales de aceleración del crecimiento que se suman a los nuevos avances en la desinflación y eso ha permitido al BCE iniciar su ciclo de recorte de tipos en junio, lo que ha provocado que sobreponderemos la duración del núcleo de la zona euro. Sin embargo, dado que los recortes de tipos de la Fed son menos probables, otros bancos centrales podrían tener que rebajar sus propios planes de recorte de tipos para evitar grandes divergencias en política monetaria frente a EE.UU.

La economía británica salió de la recesión técnica en el primer trimestre después de una fuerte subida trimestral del 0,6%, pero en tasa interanual el PIB creció tan solo el 0,2%, que es menos que EE.UU., la zona euro y las economías del G7. En abril, la inflación británica fue del 2,3%, más alta de lo esperado por segundo mes consecutivo, y la inflación de los servicios se situó en el 5,9%, ligeramente por debajo del dato de marzo, pero todavía bastante por encima de la propia previsión del 5,5% del Banco de Inglaterra.

El crecimiento de la economía británica es relativamente débil



Fuente: OCDE, mayo de 2024.

Aunque se conocerá otra lectura de inflación antes de la reunión del MPC de junio, es improbable que el banco central actúe en junio, sobre todo habida cuenta de que se han convocado elecciones generales en el Reino Unido el 4 de julio. De producirse un cambio en el tipo de referencia, probablemente sea en agosto. El mercado de duración británica ha descartado recortes en junio y parece cotizar a un nivel razonable, o incluso ligeramente barato, en este entorno. Mantenemos nuestro posicionamiento neutral en duración británica.

Información importante

Este material está destinado exclusivamente a profesionales de la inversión y no debe distribuirse al público en general ni ser utilizado por inversores particulares.

Este material se facilita únicamente con fines informativos y está destinado exclusivamente a la persona o entidad a la que se envía. No debe reproducirse ni distribuirse a terceros sin la autorización previa de Fidelity.

Este material no constituye una distribución, oferta o solicitud de contratación de los servicios de gestión de inversiones de Fidelity, ni una oferta de compra o venta o solicitud de oferta de compra o venta de valores en ninguna jurisdicción o país donde dicha distribución u oferta no esté autorizada o sea contraria a las leyes o normativas locales. Fidelity no garantiza que los contenidos sean apropiados para su uso en todos los lugares o que las operaciones o servicios analizados estén disponibles o sean apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones o países o por todos los inversores o contrapartes.

Esta comunicación no está dirigida a personas que se encuentren en los EE.UU. y no debe ser tenida en cuenta por dichas personas. Está dirigida exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde los fondos correspondientes se hayan autorizado para su distribución o donde no se requiere dicha autorización. Este material puede contener materiales de terceros suministrados por empresas que no están afiliadas a ninguna entidad de Fidelity (Contenido de terceros). Fidelity no ha participado en la preparación, adopción o edición de dichos materiales de terceros y no respalda ni aprueba explícita o implícitamente dichos contenidos. Fidelity International no se hace responsable de los errores u omisiones relacionados con la información específica proporcionada por terceros.

Fidelity International es el nombre del grupo de empresas que forman la sociedad internacional de gestión de activos que ofrece información sobre productos y servicios en jurisdicciones específicas fuera de Norteamérica. Fidelity International no presta asesoramiento de inversión basado en circunstancias individuales. Los servicios, valores, inversiones, fondos o productos mencionados o descritos en este documento podrían no ser adecuados para usted y podrían no estar disponibles en su jurisdicción. Es su responsabilidad asegurarse de que los servicios, valores, inversiones, fondos o productos descritos en el presente documento están disponibles en su jurisdicción antes de dirigirse a Fidelity International.

Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de los resultados futuros. A menos que se indique lo contrario, todos los productos son suministrados por Fidelity International y todas las opiniones expresadas pertenecen a Fidelity International.

Fidelity, Fidelity International, el logo de Fidelity International y el símbolo F son marcas registradas de FIL Limited. Fidelity se limita a ofrecer información acerca de sus propios productos y servicios, y no presta asesoramiento de inversión basado en circunstancias individuales.

Emitido por FIL (Luxembourg) S.A. (autorizada y supervisada por la CSSF, Commission de Surveillance du Secteur Financier).

24ES113 / FIPM 8214

