



La reactivación de la inflación es un riesgo de primer orden en 2025

Perspectivas del equipo de inversión en renta fija de Fidelity International

Exclusivamente para profesionales de la inversión

Resumen

El Partido Republicano se hizo con la Casa Blanca y con el control de la Cámara de Representantes y el Senado en las elecciones estadounidenses, lo que otorga al presidente electo Trump un amplio margen para desarrollar su agenda política. Los mercados respondieron con previsiones de mayores tasas de crecimiento, financiadas en parte con un aumento del déficit público, y los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. subieron. Sin embargo, cambiaron rápidamente de dirección tras el nombramiento de Scott Bessent como Secretario del Tesoro. Bessent pasa por tener una postura más moderada en relación con los aranceles y el déficit presupuestario. Eso provocó que el bono a 10 años del Tesoro de EE.UU. comenzara noviembre en el 4,29%, tocara techo en el 4,47% a mediados de mes y cerrara el periodo con un descenso hasta el 4,18%.

Estos giros tal vez sean ilustrativos de la falta de concreción que existe actualmente sobre las políticas de la próxima administración estadounidense. Los plazos y la magnitud de las políticas en torno a los aranceles, las guerras comerciales, el gasto y la regulación serán importantes cuando nos adentremos en el nuevo año.

Los mercados esperan tres recortes de los tipos de interés hasta finales de 2025, con un tipo terminal en torno al 3,5-3,75%. Sin embargo, si la inflación se reactiva, tal vez a causa de los aranceles, el tipo terminal podría terminar siendo más alto. Otros factores podrían complicar las perspectivas.

La trayectoria del crecimiento será clave. Por el momento, la economía estadounidense marcha bien y la previsión más reciente de la Fed de Atlanta cifra el crecimiento del cuarto trimestre en el 3,2%, lo que indicaría que la actividad está acelerándose. Sin embargo, existe un gran número de riesgos que podrían hacer descarrilar a la economía: los aranceles, las guerras comerciales, los sucesos geopolíticos y un mercado laboral en franca desaceleración son algunos de ellos. También cabe destacar que la mayoría de estadounidenses de a pie sienten que no están progresando económicamente. No suele ser una señal favorable que el crecimiento esté concentrado en determinadas regiones o sectores del país.

China también es un riesgo. Los mercados esperan estímulos presupuestarios y nuevos recortes de tipos el próximo año para sacar a la economía de la deflación, pero el país se encuentra sumido en una recesión de balance tras la implosión de la burbuja inmobiliaria. El yuan puede ser objeto de nuevas depreciaciones y eso podría desencadenar devaluaciones competitivas en otras partes de la región, algo a lo que hay que prestar atención.

Los mercados parecen estar subestimando el riesgo de recesión, algo que se observa de forma más clara en el tirón alcista de la renta variable estadounidense desde las elecciones. Parece prudente contratar protección frente a la desaceleración del crecimiento y los activos defensivos en dólares estadounidenses con calificación *investment grade* pueden ofrecer refugio frente a un crecimiento más débil de lo previsto. Los bonos indexados a la inflación podrían proporcionar cierta protección frente a las presiones inflacionistas. En cuanto a los rendimientos "todo incluido" atractivos, los activos de duración corta están bien posicionados.



Steve Ellis

CIO global del área de Renta Fija

Índice

5

Resumen de la estrategia

Hemos pasado a neutral en duración en USD a la vista del riesgo de repunte de la inflación. Hemos pasado a neutral en tipos en euros (núcleo), ya que pensamos que el mercado está descontando en exceso los recortes de tipos. Seguimos sobreponderados en bonos IG en euros, pero hemos reducido selectivamente nuestro riesgo de crédito. Mantenemos la infraponderación en bonos HY de EE.UU., ya que los diferenciales se mantienen cerca de los mínimos absolutos e incluso los bonos con calificación CCC están relativamente caros en estos momentos desde una óptica histórica. En el universo de la deuda de los mercados emergentes, la duración en moneda nacional sigue siendo nuestra apuesta preferida.

7

Perspectiva general sobre el entorno macroeconómico y los tipos de interés

Apenas se sabe nada de los detalles y los plazos de las posibles medidas de la nueva administración estadounidense. El peor desenlace para la mayoría de las áreas de la renta fija es una subida de la inflación a raíz de los aranceles y/o las guerras comerciales. El riesgo de que repunte la inflación nos lleva a adoptar una postura neutral en duración estadounidense. Pasamos a neutral en tipos en euros (núcleo) a la vista de la magnitud de los recortes de tipos por parte del BCE que descuenta el mercado. Mantenemos una ligera sobreponderación en duración en GBP a tenor de las favorables perspectivas en materia de recortes de tipos y dado que el Reino Unido podría estar relativamente más aislado de la política arancelaria de EE.UU.

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.

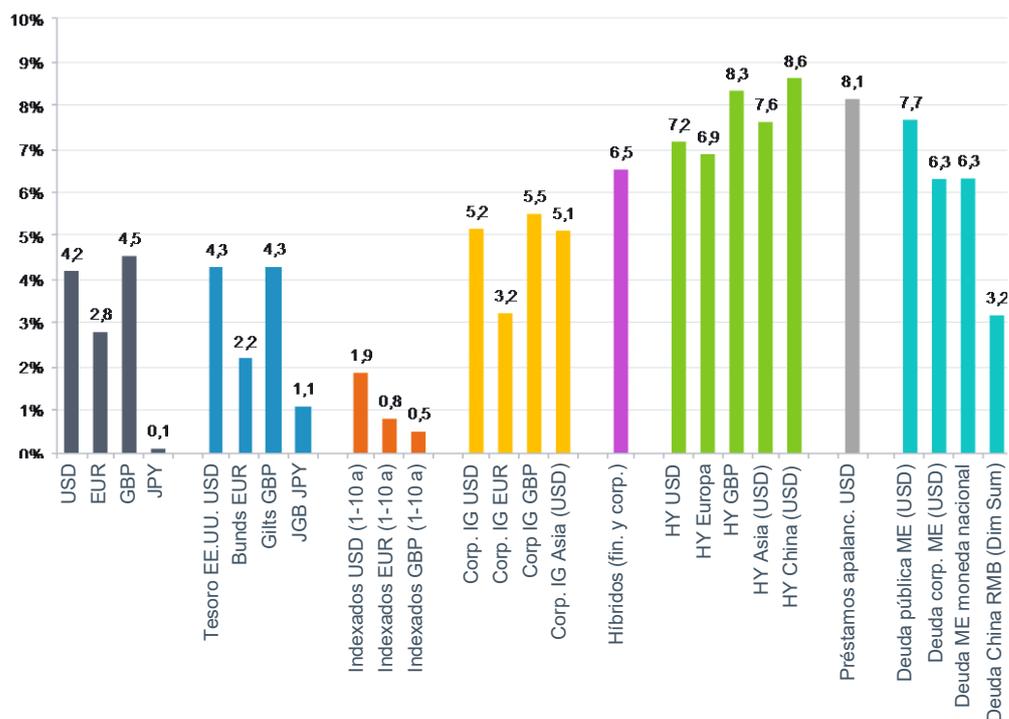
Resumen de la estrategia

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"> ▪ Pasamos a neutral en bonos del Tesoro estadounidense ante el riesgo de repunte de la inflación con la nueva administración.
Tipos EUR - Núcleo			●	←	←	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pasamos a neutral en tipos en euros (núcleo), ya que los mercados podrían estar sobreestimando las probabilidades de recortes de tipos.
Tipos EUR - Periferia		●				<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mantenemos una pequeña sobreponderación en duración británica, ya que las condiciones siguen siendo favorables a los recortes de tipos.
Tipos GBP				●		
Inflación	--	-	=	+	++	
Inflación implícita			●			
Indexados - USD				●		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Seguimos estando largos en duración británica, pero hemos recogido beneficios en nuestra posición larga en duración en euros tras un periodo de mejor comportamiento relativo.
Indexados - EUR		●				<ul style="list-style-type: none"> ▪ Seguimos largos en inflación implícita de EE.UU. y el Reino Unido y estamos dispuestos añadir más riesgo en EE.UU. Los aranceles con efectos inflacionistas podrían estar a la vuelta de la esquina, pero, además, la inflación subyacente en los servicios está estabilizándose a un nivel elevado y la inflación subyacente de los bienes está empezando a rebotar. Por consiguiente, podríamos ver un repunte de la inflación subyacente de EE.UU.
Indexados - GBP				●		<ul style="list-style-type: none"> ▪ La duración australiana es atractiva y lo estamos aprovechando, poniéndonos largos en duración nominal en AUD y cortos en duración nominal en USD.
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"> ▪ Por regiones, seguimos prefiriendo los bonos IG en euros, donde esperamos que los diferenciales muestren resistencia a corto-medio plazo.
Bonos IG en EUR				●		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Somos más cautos en bonos IG de EE.UU., donde los diferenciales están en mínimos extremos, mientras que en bonos IG en GBP somos neutrales.
Bonos IG en GBP			●			<ul style="list-style-type: none"> ▪ A pesar de los aranceles propuestos, somos neutrales en bonos IG de Asia y trataremos de reforzarnos selectivamente donde las valoraciones den apoyo.
Bonos IG asiáticos (USD)			●			
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 corp., 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. debido a las exigentes valoraciones, a pesar de sus sólidos fundamentales y factores técnicos.
Bonos <i>high yield</i> europeos				●		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aunque los diferenciales han estrechado, mantenemos una visión positiva sobre los bonos HY en euros debido a sus factores técnicos, sus sólidos fundamentales y su baja duración.
Bonos <i>high yield</i> asiáticos			●			<ul style="list-style-type: none"> ▪ A pesar de los estrechos niveles de los diferenciales, mantenemos una postura neutral en bonos HY de Asia en un contexto con fundamentales atractivos y rendimientos por encima de la media.
Mercados emergentes	--	-	=	+	++	
Deuda pública en divisa fuerte		●				<ul style="list-style-type: none"> ▪ Preferimos duración emergente en moneda nacional, ya que estos mercados siguen ofreciendo rendimientos reales elevados. Recortamos la duración durante las últimas semanas mientras el mercado reevaluaba la trayectoria futura de la Fed en una dirección menos expansiva.
Deuda corporativa en divisa fuerte		●				<ul style="list-style-type: none"> ▪ En deuda corporativa, estamos infraponderados en beta, ya que a medio plazo vemos más riesgo de ampliación de los diferenciales que de estrechamiento.
Duración en divisa nacional				●		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Seguimos siendo neutrales en monedas emergentes y preferimos las apuestas de valor relativo a las grandes posiciones direccionales.
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, 27 de noviembre 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 30 de noviembre de 2024 (%)

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

Fuente: Fidelity International, ICE, Bloomberg, 30 de noviembre 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

- Los republicanos se impusieron con claridad en las elecciones estadounidenses. La Fed estadounidense recortó tipos 25 pb hasta el 4,5-4,75%. Con un 2,6%, el IPC de EE.UU. de octubre estuvo en sintonía con las previsiones.
- La inflación de la zona euro subió hasta el 2,3% en noviembre, por lo que superó el 2,0% de octubre, pero estuvo en sintonía con las previsiones.
- El Banco de Inglaterra rebajó el precio del dinero 25 pb, hasta el 4,75%. El IPC del Reino Unido subió hasta el 2,3% en octubre, frente al 1,7% anterior.

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

Perspectivas

Los mercados respondieron a la clara victoria de los Republicanos con previsiones de mayores tasas de crecimiento, financiadas en parte con un aumento del déficit público, de ahí que los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. subieran. El nombramiento de Scott Bessent como Secretario del Tesoro ha sido bien recibido por los mercados. La percepción es que tiene unos planteamientos más moderados en materia presupuestaria, lo que tiró a la baja de los rendimientos de los bonos.

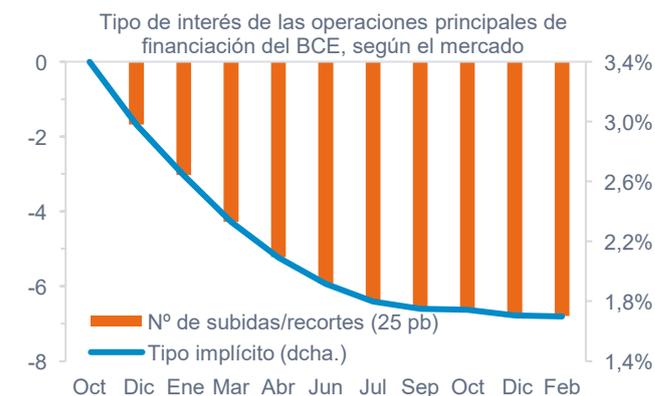
La Fed estadounidense recortó su tipo de referencia 25 pb en noviembre. El IPC de EE.UU. de octubre subió hasta el 2,6% y la inflación subyacente dejó una lectura del 3,3%. Esta persistente inflación está en consonancia con las actas de la reciente reunión del FOMC, que revelaron que una mayoría cada vez mayor de miembros apuesta por una normalización más gradual de los tipos. Los mercados están descontando actualmente una probabilidad del 90% de que la reunión del 18 de diciembre se salde con un recorte de tipos, después de que los últimos datos de empleo no agrícola rebotaran tras el mal dato de octubre y se acercaran a las previsiones.

Más allá de eso, apenas se sabe nada de los detalles y los plazos de las posibles medidas de la nueva administración estadounidense. El peor desenlace para la mayoría de las áreas de la renta fija es una subida de la inflación a raíz de los aranceles y/o las guerras comerciales. Aunque es evidente que los rendimientos de la deuda pública se mueven en mínimos históricos, el debate en torno a si estos niveles están justificados admite más matices.

Pensamos que podría darse un aumento de los estímulos presupuestarios, aunque estos podrían equilibrarse con posibles recortes del gasto público, e incluso si la nueva administración puede aplicar estímulos presupuestarios, la economía está funcionando casi a plena capacidad, lo que implica que los estímulos adicionales tienen menos probabilidades de incrementar el crecimiento y más de aumentar la inflación. El riesgo de que la inflación acelere de nuevo modera nuestras perspectivas sobre los bonos del Tesoro estadounidense y pasamos a una posición neutral en duración en USD a corto-medio plazo.

En la zona euro, el mercado ahora descuenta otro recorte de tipos de 25 en enero. La inflación está cerca del objetivo y las inquietudes en torno al crecimiento persisten; así, el dato más reciente del PMI compuesto de noviembre fue inferior a lo esperado y tocó mínimos de 10 meses. El fantasma de los aranceles estadounidenses también supone una amenaza para la actividad empresarial. Sin embargo, la inflación superior al objetivo en noviembre, con un 2,3%, y los niveles históricamente bajos de desempleo complican la visión. Aunque los tipos podrían bajar 50 pb, da la sensación de que el mercado lo ha descontado en exceso, por lo que ahora somos más cautelosos en duración en euros y hemos pasado a neutral.

El recorte de 50 pb del BCE en diciembre ya está prácticamente descontado

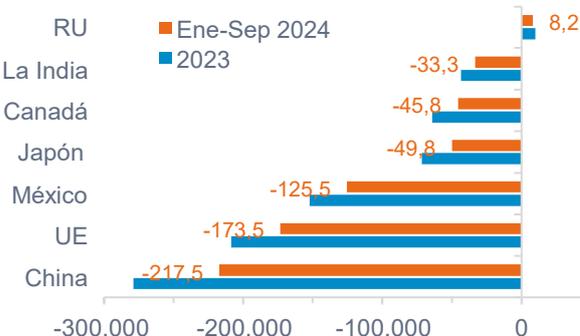


Fuente: Eikon, diciembre de 2024.

A diferencia de la zona euro, el Reino Unido probablemente esté más protegido de los posibles aranceles de EE.UU., dado que este país presenta un superávit comercial con su socio británico. Sin embargo, el Reino Unido tiene otros problemas. La inflación se situó por encima del objetivo en octubre y el IPC subyacente es del 3,3%, con una inflación del 5% en los servicios. Esperamos que los tipos sigan descendiendo en el Reino Unido, aunque a un ritmo más gradual. Un riesgo clave es que la confianza empresarial se resienta a raíz del aumento de las cotizaciones a la Seguridad Social de los empresarios. Mantenemos una ligera sobreponderación en duración en GBP.

El Reino Unido probablemente esté más protegido frente a los aranceles estadounidenses

Balanza comercial de EE.UU. con varios socios (mill. USD)



Fuente: Oficina del Censo de EE.UU., diciembre de 2024.

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).

24ES245 / FIPM 8678