



Una economía a dos velocidades

Perspectivas del equipo de inversión en renta fija de Fidelity International

Exclusivamente para profesionales de la inversión

Resumen

El fuerte ascenso de los bonos a 10 años del Tesoro de EE.UU. que comenzó en diciembre se revertió en parte en la segunda mitad de enero, para cerrar el mes en el 4,54%. Este movimiento se inscribe en una tendencia alcista general en los bonos del Tesoro de EE.UU. que comenzó a finales del tercer trimestre del año pasado, cuando se hizo evidente que costaría que la inflación regresara al objetivo. De hecho, el IPC mensual ha subido gradualmente desde septiembre y el dato más reciente del mes de diciembre, que fue del 2,9%, fue un alivio para el mercado por no ser más alto y revivió las esperanzas de un recorte de tipos por parte de la Fed en enero.

Visto que la inflación, el crecimiento, el empleo y el consumo de los hogares emiten señales de fortaleza, los mercados han moderado sus expectativas de recorte de tipos hasta tan solo uno o dos durante los próximos doce meses, lo que equivale a un tipo terminal en torno al 3,5% o ligeramente superior. Aunque estas grandes cifras transmiten fortaleza, existen otras que sugieren unas perspectivas más dispares.

Los buenos datos de empleo se han concentrado en atención sanitaria, educación y administración pública. Los sectores cíclicos se han ralentizado y las tasas de bajas voluntarias han descendido durante la mayor parte del pasado año. Si las medidas de recorte del gasto del gobierno estadounidense se desarrollan, incluidos los despidos en el sector público, aumentarían las presiones sobre el empleo.

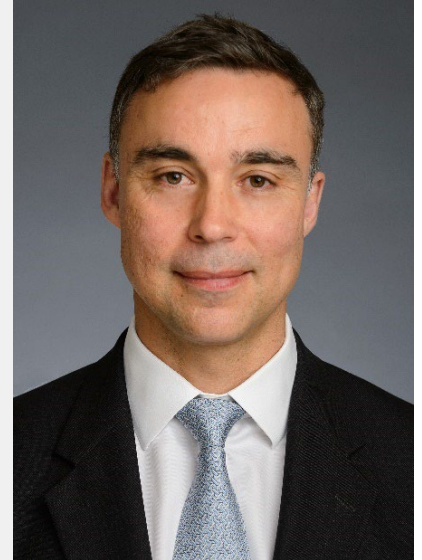
El consumo de los hogares ha estado movido por los grupos de rentas elevadas, que se han beneficiado de la subida de las bolsas y los precios de la vivienda, así como los tipos de interés más elevados sobre los depósitos y los activos líquidos. Para los segmentos de rentas medias y bajas, el ahorro acumulado durante el COVID se ha evaporado y la inflación se ha comido una parte mayor de su renta disponible. Estos grupos han pasado a comprar productos más baratos o han retrasado las grandes compras. Las tasas de morosidad en las tarjetas de crédito y los préstamos para la compra de automóviles se mueven en su nivel más alto de los últimos 14 años. Si aumentaran las dificultades en el mercado laboral, algo que podría manifestarse únicamente por debajo de las cifras generales, el gasto de los hogares se vería afectado.

Estas tendencias divergentes sugieren una economía a dos velocidades, denominada economía en K, donde no les va igual a todos los grupos. Los rendimientos más altos en los bonos agravarían esta tensión, ya que se encarece el coste de las refinanciaciones y el servicio de la deuda para las empresas y las familias (los pagos de las hipotecas residenciales estarían relativamente aislados del ascenso de los bonos, por los vencimientos más largos de los préstamos, pero eso también significa que los estímulos monetarios por la vía de los tipos de interés más bajos tendrían un efecto más limitado). Una preocupación a más largo plazo es el efecto de los rendimientos más altos en los bonos sobre el déficit presupuestario, que crecería con el paso del tiempo y traería consigo más emisiones de deuda, lo que agravaría aún más el déficit.

En los mercados de renta fija, con el bono a 10 años del Tesoro de EE.UU. por encima del 4,5%, es un momento oportuno para elevar la duración en dólares en las carteras, sobre todo a la vista de la incertidumbre en la esfera política y las relaciones internacionales y de que los rendimientos generalmente han descendido desde estos niveles durante los últimos dos años. En los mercados de deuda corporativa, los diferenciales se mueven en niveles extremadamente bajos, aunque los rendimientos "todo incluido" siguen siendo atractivos desde una óptica histórica. En este entorno de mercado, preferimos la deuda corporativa de mayor calidad a la vista de su perfil riesgo-recompensa y sus características más defensivas.

Steve Ellis

CIO global del área de Renta Fija



Índice

5

Resumen de la estrategia

Preferimos la duración larga en bonos del Tesoro estadounidense y el Reino Unido a tenor de los riesgos de estanflación y la desaceleración del crecimiento; pensamos que el mercado no está teniendo en cuenta estos riesgos. En los bonos IG en euros, hemos pasado a neutral desde sobreponderación atendiendo a los riesgos crecientes para el crecimiento europeo, principalmente derivados de los aranceles planteados, mientras que los diferenciales siguen descendiendo. Mantenemos una postura positiva en bonos *high yield* en euros a la vista de los buenos fundamentales, los bajos volúmenes de oferta y los niveles moderados de inflación implícita.

7

Macro y sin restricciones

Los riesgos de estanflación han aumentado tras la elección de Trump; parece que el mercado está descontando la inflación, pero no el estancamiento. Preferimos posiciones que se beneficien de una desaceleración del crecimiento, principalmente duración nominal y real más larga. Encontramos oportunidades más atractivas en deuda pública, tanto desarrollada como emergente, que en deuda corporativa.

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.

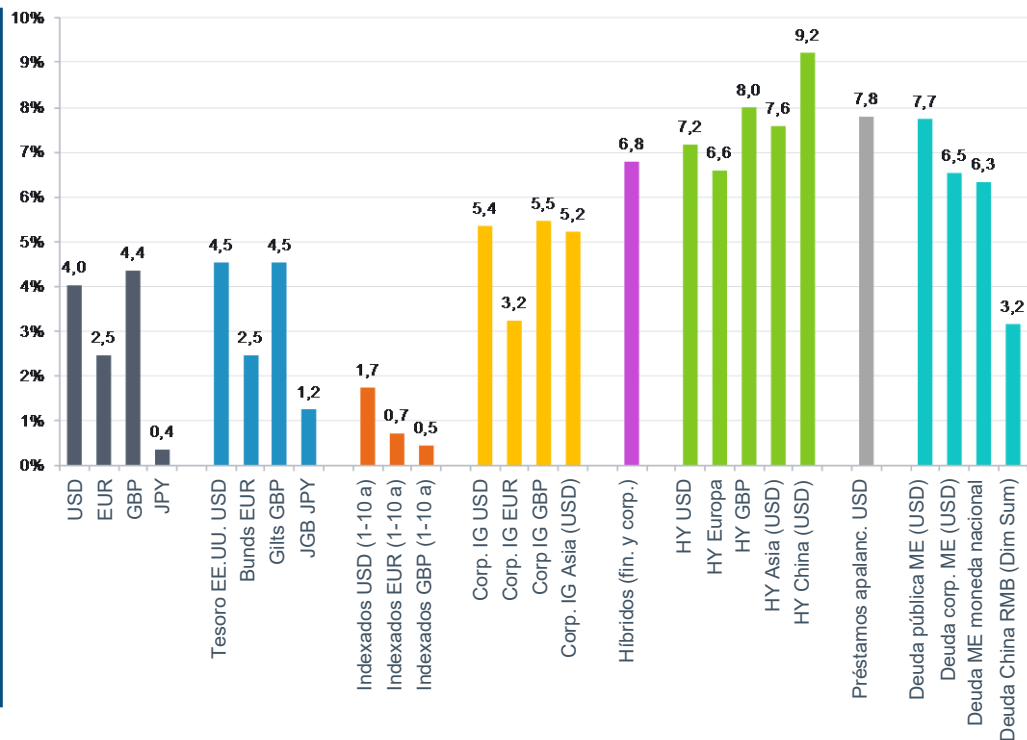
Resumen de la estrategia

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.

Macro y sin restricciones	--	-	=	+	++	Ideas clave
Tipos				●		<ul style="list-style-type: none"> Preferimos la duración larga en bonos del Tesoro estadounidense y el Reino Unido a tenor de los riesgos de estanflación y la desaceleración del crecimiento; pensamos que el mercado no está teniendo en cuenta estos riesgos. Mantenemos la infraponderación en deuda corporativa, dado que los diferenciales están en mínimos históricos. Preferimos las monedas emergentes, que se beneficiarán de un descenso del dólar y, en muchos casos, las valoraciones están muy baratas desde una óptica histórica.
Inflación				●		
Deuda corporativa		●				
Bonos corp. investment grade	--	-	=	+	++	<ul style="list-style-type: none"> En general, en un contexto de mayor incertidumbre económica y diferenciales en mínimos históricos, hemos reducido el riesgo de nuestras posiciones para reflejar esta dinámica de riesgo-recompensa menos favorable. Concretamente, en bonos IG de la zona euro hemos pasado a neutral desde sobreponderación atendiendo a los riesgos crecientes para el crecimiento europeo, derivados sobre todo de los aranceles planteados, mientras que los diferenciales siguen tendiendo a estrecharse. Dado que la opinión general es que las grietas que muestra el consumo estadounidense no harán sino agrandarse, seguimos infraponderados en bonos IG de EE.UU.
Beta de bonos corp. IG				●		
Bonos IG en USD		●				
Bonos IG en EUR			●	←		
Bonos IG en GBP			●			
Bonos IG asiáticos (USD)			●			
Bonos high yield	--	-	=	+	++	<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. Mantenemos una visión positiva sobre los bonos <i>high yield</i> en euros ante los fundamentales positivos, los bajos volúmenes de oferta y los moderados niveles de inflación implícita. 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.
Beta de bonos high yield				●		
Bonos <i>high yield</i> estadounidenses		●				
Bonos <i>high yield</i> europeos				●		
Bonos <i>high yield</i> asiáticos			●			
Mercados emergentes	--	-	=	+	++	<ul style="list-style-type: none"> Seguimos infraponderados en beta de deuda pública y corporativa en moneda fuerte, ya que las valoraciones parecen ajustadas. Seguimos sobreponderados en duración local emergente, ya que creemos que los tipos reales siguen siendo atractivos en algunas áreas allí donde la inflación ha descendido y los tipos de interés son elevados. Seguimos siendo neutrales en monedas emergentes y preferimos las apuestas de valor relativo a las grandes posiciones direccionales.
Deuda pública en divisa fuerte		●				
Deuda corporativa en divisa fuerte		●				
Duración en divisa nacional				●		
Dívidas 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 enero de 2025. 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 - 31 de enero de 2025 (%)

	1 mes	2024	2023	2022	2021	2020
Deuda pública						
Bonos del Tesoro de EE.UU.	0,6	0,5	3,9	-12,9	-2,4	8,2
Deuda pública alemana EUR	-0,4	0,5	5,1	-17,6	-2,6	3,0
Deuda pública del Reino Unido	0,8	-4,1	3,7	-25,1	-5,3	8,8
Bonos indexados a la inflación						
USD	1,3	2,0	3,6	-12,6	6,0	11,5
EUR	0,4	0,3	5,0	-8,1	6,2	3,1
GBP	1,3	-8,8	0,7	-34,4	3,9	11,3
Bonos corp. <i>investment grade</i>						
USD	0,6	2,8	8,4	-15,4	-1,0	9,8
EUR	0,5	4,7	8,0	-13,9	-1,0	2,6
GBP	1,2	1,9	9,7	-19,5	-3,0	8,7
Asiáticos en dólares	0,6	3,6	7,5	-11,0	0,0	7,6
Híbridos corp. y del sector financiero						
Bonos convertibles contingentes	1,4	12,2	5,7	-11,4	4,7	6,8
Híbridos corporativos <i>investment grade</i>	0,7	8,4	10,2	-12,9	1,4	3,8
Bonos <i>high yield</i>						
EE.UU.	1,4	8,2	13,5	-11,2	5,4	6,2
Europa	0,9	8,3	13,1	-13,9	3,3	3,6
Asia	0,9	16,5	-0,1	-13,3	-6,2	8,4
Mercados emergentes						
Deuda pública emergente en USD	1,4	6,5	11,1	-17,8	-1,8	5,3
Deuda corporativa emergente en USD	0,8	7,6	9,1	-12,3	0,9	7,1
Deuda emergente en divisa nacional (sin cubrir en USD)	2,1	-2,4	12,7	-11,7	-8,7	2,7
Bonos RMB chinos	0,1	3,8	4,8	1,9	3,2	3,7

Fuente: Fidelity International, ICE, Bloomberg, 31 de enero de 2025. 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.

Macro y sin restricciones

Análisis mensual

- Los riesgos de estanflación han aumentado tras la elección de Trump; parece que el mercado está descontando la inflación, pero no el estancamiento.
- Preferimos posiciones que se benefician de una desaceleración del crecimiento: duración real y nominal más larga.
- Apreciamos oportunidades más atractivas en la deuda pública de los mercados desarrollados y emergentes que en la deuda corporativa.

Estrategia	--	-	=	+	++
------------	----	---	---	---	----

Tipos				●	
Inflación				●	
Deuda corporativa		●			

Perspectivas

La historia se repite a menudo, como reza el dicho, pero ahora resuena con claridad. El primer mandato de Trump alumbró las *Trumponomics* a finales de 2016, cuando los mercados apostaron firmemente por los recortes de impuestos, el gasto en infraestructuras y un crecimiento fuerte en EE.UU., que no se materializó hasta 2021-2023. De vuelta al momento actual, tenemos el segundo mandato de Trump, con los mercados posicionados de nuevo para la “excepcionalidad de EE.UU.”: largos en activos de riesgo estadounidenses, largos en el dólar y tipos más altos en los bonos del Tesoro de EE.UU., arrastrados por las expectativas de crecimiento e inflación.

Sin embargo, la primera presidencia de Trump desembocó en una gran liquidación de posiciones en 2017. Después de una racha alcista inicial tras las elecciones, los bonos del Tesoro estadounidense cayeron con fuerza durante los tres primeros trimestres de 2017 al desinflarse el optimismo en torno al crecimiento. De hecho, la única gran moneda que se comportó peor que el billete verde durante este periodo fue el peso argentino. Aunque, a escala mundial los activos de riesgo se comportaron bien, podría afirmarse que se debió a la debilidad del dólar y a los ingentes estímulos aplicados en China, más que a las recetas económicas de Trump.

Expectativas de inflación en EE.UU. en torno al 3%, junto con un dólar fuerte



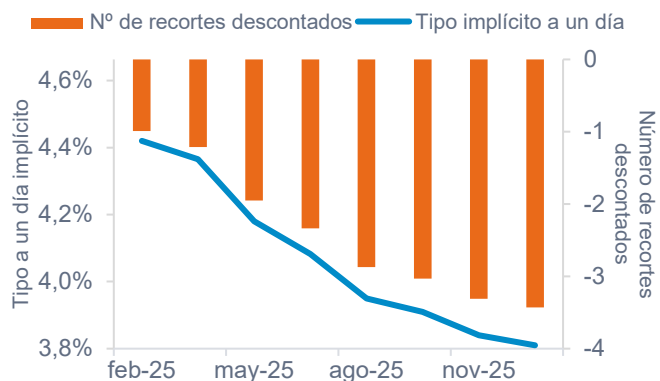
Fuente: LSEG Datastream/ Fathom Consulting, Bloomberg. Enero de 2025

Hoy parece que los mercados se perfilan para otra liquidación de posiciones a causa de Trump. Parece cada vez más improbable que EE.UU. mantenga el crecimiento del 3%, la relajación de las condiciones financieras y el fuerte repunte de la confianza de las empresas tras las elecciones ya están perdiendo fuelle y la fortaleza del dólar actuará como un freno para el crecimiento mundial. Si a ello le sumamos la incertidumbre en torno a los aranceles, los recortes del gasto público y las políticas de deportación, las perspectivas se

ensombrecen y, a corto y medio plazo, estos factores probablemente tengan un efecto negativo sobre el crecimiento.

La “estanflación” es un concepto mal definido, pero las políticas estadounidenses probablemente se traduzcan en un aumento de la inflación y un crecimiento más bajo. Se podría afirmar que la inflación estadounidense está descontada, a la vista de que la tasa implícita en el mercado es del 3%, y que el mercado está haciendo caso omiso al riesgo de estancamiento.

Los mercados esperan tres recortes de tipos en el Reino Unido en 2025



Fuente: Oficina del Censo de EE.UU., enero de 2025.

A consecuencia de ello, preferimos posiciones de duración larga, que se beneficiarían del deterioro de las perspectivas de crecimiento estadounidenses y mundiales, apostando especialmente por los bonos del Tesoro estadounidense y los *gilts* británicos. Creemos que la Fed y el Banco de Inglaterra podrían recortar los tipos de forma más agresiva de lo que espera el mercado y una mayor ralentización podría hacer que los tipos descendieran varios puntos porcentuales.

Esta desaceleración del crecimiento estadounidense y mundial sería especialmente negativa para el dólar estadounidense. Por el contrario, una depreciación del dólar podría impulsar las rentabilidades de los mercados emergentes, en especial la deuda emergente en moneda nacional, donde las valoraciones de muchas monedas y mercados de renta fija se encuentran en niveles extremadamente baratos.

La renta fija privada de los mercados desarrollados parece menos atractiva. Los rendimientos “todo incluido” son atractivos frente a las dos últimas décadas, pero ello se debe íntegramente a la elevada deuda pública “sin riesgo”. El hecho de que los diferenciales de deuda corporativa se muevan en mínimos históricos hace que sea mucho menos atractivo descender por el espectro de riesgos. En nuestra opinión, la deuda pública, tanto desarrollada como emergente, ofrece oportunidades mucho más convincentes en este entorno.

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).

24ES030 / FIPM 8817