



Riesgos de estanflación en el horizonte

Perspectivas del equipo de inversión en renta fija de Fidelity International

Exclusivamente para profesionales de la inversión

Resumen

El mes pasado asistimos a un cambio acelerado en el sentir del mercado. El optimismo en torno a las políticas favorables al crecimiento de la administración Trump ha dado paso al examen de los efectos negativos de sus medidas, donde la estanflación se ha situado como inquietud clave.

En la economía, el crecimiento del PIB está situado cómodamente por encima del 2%, pero la instauración de aranceles está generando un elevado nivel de ruido e incertidumbre en el mercado. El aplazamiento durante un mes de los aranceles fijados inicialmente para arrancar en febrero había inspirado en el mercado la falsa seguridad de que las negociaciones desembocarían en un acuerdo. Cuando la posibilidad de un acuerdo se fue alejando, brotó el miedo a que se resintiera el crecimiento.

Conviene reiterar que los aranceles ya en vigor están teniendo un efecto importante en la tasa arancelaria efectiva. Los aranceles que se pusieron en marcha antes de marzo (10% sobre China y 25% sobre el acero y el aluminio) elevaron la tasa arancelaria efectiva de EE.UU. del 2,2% al 4%. Si tenemos en cuenta que, de acuerdo con la regla general, 10 pb de aranceles aportan 1 pb a la inflación, entonces el sistema ha recibido una dosis de 18 pb de inflación adicional.

También se generaron dudas en torno a la resistencia del gasto de consumo. Hace tiempo que sabemos que el grupo de consumidores de mayor renta estaba impulsando el consumo, pero el dato reciente de ventas minoristas de enero de EE.UU., que registró un descenso del 0,9%, sugería que el importante segmento de los hogares estaba emitiendo señales de fragilidad. Probablemente hayan influido en el dato los incendios y la meteorología, así como algunos ajustes estacionales, por lo que el dato de febrero será importante. Sin embargo, las previsiones de beneficios del primer trimestre de 2025 en los sectores del consumo discrecional y el consumo básico se contrajeron un 8,8% y un 5,6%, respectivamente, y las medidas de recorte de gastos del DOGE todavía no se han dejado sentir, lo que agrava las inquietudes.

En cuanto a la inflación, el IPC se ha movido en dirección contraria a lo que quería la Fed. Desde septiembre, se han registrado aumentos mensuales en la tasa interanual. El índice PCE de enero sí mostró algún avance y se situó en el 2,5%. Generalmente, este hecho alimentaría las esperanzas de un recorte de tipos por parte de la Fed en su reunión del 19 de marzo, pero la resaca arancelaria podría llevar a la Fed a esperar acontecimientos. Lo que podríamos estar viendo es un estancamiento de la desinflación en los servicios y una reflación en los bienes. El riesgo de inflación está orientado al alza y la estanflación es una amenaza.

El mercado de bonos corporativos mantiene su fortaleza, lo que resulta inusual. En febrero, se llegó a emitir deuda en EE.UU. por valor de 30.000 millones de dólares en una semana, uno de los volúmenes más altos de la historia, pero el efecto sobre los precios del mercado fue escaso. En cuanto a la duración estadounidense, después de que los bonos a 10 años cayeran 32 pb en febrero, seguimos sobreponderados debido a los riesgos de estanflación.

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 infraponderación desde neutral atendiendo a los riesgos crecientes para el crecimiento europeo, principalmente derivados de los aranceles planteados, mientras que los diferenciales siguen descendiendo.

7

Macro y sin restricciones

El posicionamiento a favor de la “excepcionalidad de EE.UU.” (largo USD, largo activos de riesgo de EE.UU., corto duración estadounidense) se ha deshecho a medida que se ha desvanecido la euforia, pero pensamos que los mercados estadounidenses ya lo descuentan. Preferimos posiciones que se beneficien de una desaceleración del crecimiento en el resto del mundo, principalmente duración nominal y real más larga. Encontramos oportunidades más atractivas en los activos de los mercados emergentes.

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.

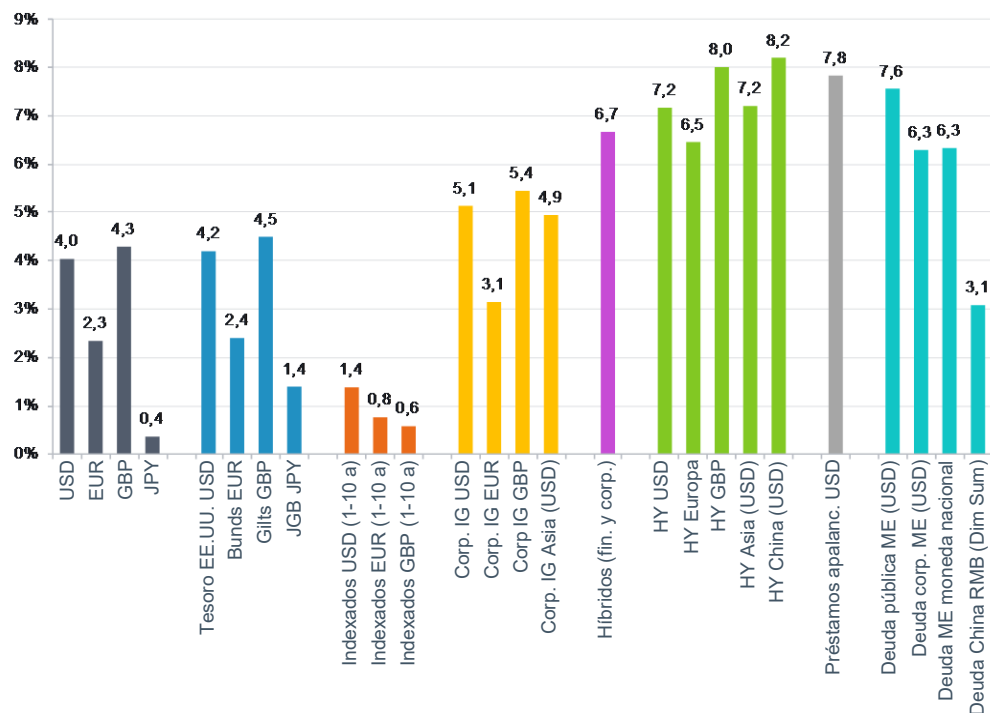
Resumen de la estrategia

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
Duración global				●		<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 beneficiarían de un descenso del dólar; en muchos casos, las valoraciones están muy baratas desde una óptica histórica.
Duración en USD				●		
Duración en EUR			●			
Duración en GBP					●	
Inflación				●		
Deuda corporativa		●				
Bonos corp. investment grade						
	--	-	=	+	++	
Beta de bonos corporativos IG				●		<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 infraponderación desde neutral 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. en un contexto de valoraciones elevadas.
Bonos IG en USD		●				
Bonos IG en EUR		●	←			
Bonos IG en GBP				●		
Bonos IG asiáticos (USD)				●		
Bonos high yield						
	--	-	=	+	++	
Beta de bonos high yield				●		<ul style="list-style-type: none"> Mantenemos una infraponderación táctica en bonos HY de EE.UU. debido a los diferenciales estrechos y las presiones estanflacionistas, que ofrecen menos incentivos para invertir en deuda de mayor riesgo. Mantenemos una visión favorable sobre los bonos HY en euros, ya que los factores técnicos positivos siguen dominando y el carácter eminentemente interno de los emisores de estos títulos ofrece protección frente a los riesgos arancelarios. Mantenemos una postura neutral en bonos HY asiáticos debido a los sólidos factores técnicos, los aceptables rendimientos "todo incluido" y la baja duración de diferencial, que contrarrestan unos diferenciales estrechos y los riesgos derivados de las políticas de las autoridades.
Bonos high yield estadounidenses		●				
Bonos high yield europeos				●		
Bonos high yield asiáticos				●		
Mercados emergentes						
	--	-	=	+	++	
Deuda pública en divisa fuerte		●				<ul style="list-style-type: none"> Seguimos infraponderados en beta de deuda pública y corporativa en moneda fuerte, ya que las valoraciones parecen ajustadas. Continuamos estando sobreponderados en duración local emergente, donde los tipos reales siguen siendo elevados o están menos correlacionados con los mercados desarrollados. Seguimos siendo neutrales en monedas emergentes y preferimos las apuestas de valor relativo a las grandes posiciones direccionales.
Deuda corporativa en divisa fuerte		●				
Duración en divisa 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, 28 de febrero 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 - 28 de febrero de 2025 (%)

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

Fuente: Fidelity International, ICE, Bloomberg, 28 de febrero 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

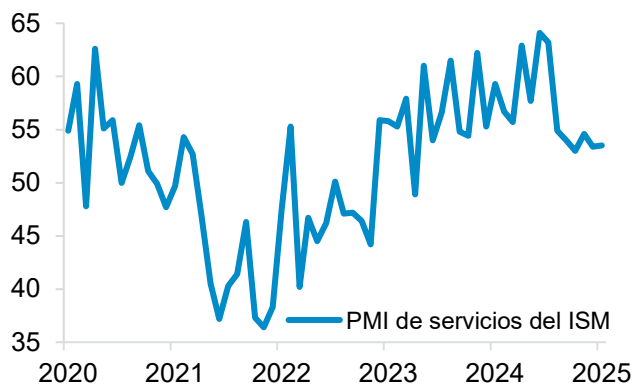
- El posicionamiento a favor de la “excepcionalidad de EE.UU.” (largo USD, largo activos de riesgo de EE.UU., corto duración estadounidense) se ha deshecho a medida que se ha desvanecido la euforia, pero pensamos que los mercados estadounidenses ya lo descuentan.
- Consideramos que el mercado es demasiado optimista sobre las perspectivas de crecimiento del resto del mundo.
- Encontramos oportunidades más atractivas en los activos de los mercados emergentes.

Perspectivas

El mes pasado comentábamos cómo los actores de los mercados financieros apostaban decididamente por el discurso de la “excepcionalidad de EE.UU.” Los inversores estaban posicionados en su mayor parte a favor de un crecimiento económico más fuerte en EE.UU. que en otras economías, mediante posiciones largas en el dólar y en activos de riesgo estadounidenses, y a favor de un ascenso de los tipos de los bonos del Tesoro de EE.UU.

Durante la primera presidencia de Trump, el discurso macro similar en torno a sus políticas económicas tardó alrededor de tres meses en perder fuerza. En el mejor de los casos, ha sido aún más rápido en el segundo mandato de Trump. El abandono de la apuesta por la excepcionalidad de EE.UU. ha tirado al alza con fuerza de los precios de los bonos del Tesoro de EE.UU. al moverse los inversores para volver a descontar algunos de los recortes de tipos de la Fed que se habían descartado en el T4 2024. A consecuencia de ello, la corrección ha ascendido a más de la mitad de las fuertes ventas de bonos del cuarto trimestre.

La confianza de las empresas estadounidenses se ha deteriorado



Fuente: Bloomberg, marzo de 2025.

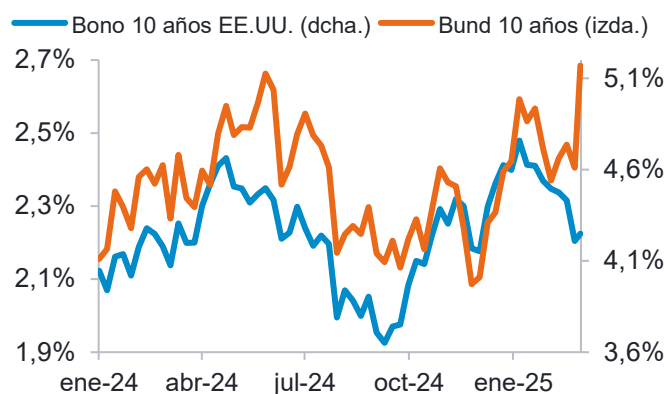
La euforia expresada en varios sondeos de confianza empresarial tras las elecciones estadounidenses ha desaparecido rápidamente y ha pasado de indicar un fuerte rebote de la economía estadounidense a una acusada desaceleración. Hubo un momento en el que se alabaron los derechos aduaneros como dinamizadores de la economía estadounidense, pero ahora las empresas están señalando que la incertidumbre arancelaria está lastrando sus planes de inversión. Entretanto, la política económica de EE.UU. hasta ahora ha girado menos en torno a reducir los impuestos para impulsar el crecimiento y más en torno a recortar el empleo en el sector público, lo que probablemente lastre el crecimiento.

Aunque los mercados de bonos de EE.UU. han vivido un buen arranque de 2025, los mercados europeos han sufrido. La actividad económica no ha sido tan mala como se había pronosticado y la perspectiva de que los gobiernos europeos tengan que financiar la

Estrategia	--	-	=	+	++
Duración global				●	
Duración en USD				●	
Duración en EUR			●		
Duración en GBP					●
Inflación				●	
Deuda corporativa		●			

guerra en Ucrania con entre poca y ninguna ayuda de EE.UU. ha contribuido al mal comportamiento relativo de la deuda pública europea con vencimientos largos, ya que el mercado descuenta un gran aumento de la oferta.

Los bonos del Tesoro estadounidense se han recuperado frente a los Bunds alemanes



Fuente: Bloomberg, marzo de 2025.

Aunque seguimos creyendo que el crecimiento estadounidense puede volver a defraudar las previsiones durante lo que queda de año, hemos adoptado una postura un poco menos alcista en bonos del Tesoro estadounidense ahora que las expectativas de crecimiento se han recortado y se descuentan más recortes de tipos de Fed. Por otro lado, los actores del mercado parece que en estos momentos albergan demasiado optimismo sobre las perspectivas de crecimiento en el resto del mundo, sobre todo en Europa, por lo que hemos estado incorporando duración de tipos de interés en el Reino Unido y la zona euro.

Resulta extremadamente difícil predecir cómo va a evolucionar la geopolítica durante los próximos meses. Algunos indicadores de incertidumbre política se encuentran en niveles similares o superiores a los de la pandemia de COVID, pero los activos de riesgo no están descontando el riesgo de una sorpresa a la baja del crecimiento ni ningún otro tipo de conmoción, a juzgar por el diferencial de rendimiento de los bonos corporativos, que está cerca de mínimos históricos. Por lo tanto, nos siguen preocupando las valoraciones de los bonos corporativos y mantenemos unas exposiciones moderadamente infraponderadas.

Nos parece que los mercados emergentes presentan unas valoraciones más favorables, especialmente si la economía estadounidense se adentra en una desaceleración leve en lugar de algo más grave, que es nuestra hipótesis de trabajo. La debilidad del dólar y el descenso de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. que acompaña a este escenario probablemente sea una situación ideal para los activos emergentes.

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).

25ES059 / FIPM 8886