



Cautela y equilibrio de cara al último trimestre

Perspectivas del equipo de inversión en renta fija de Fidelity International

Exclusivamente para profesionales de la inversión

Resumen

He pasado mis primeras semanas como CIO global del área de Renta Fija reuniéndome con los equipos de gestión de fondos, análisis y negociación en las distintas regiones. La profundidad del talento es revitalizante, y necesaria, ya que septiembre fue otro mes que nos dejó muchas cosas para procesar.

Aunque no conocimos la última lectura del empleo no agrícola de EE.UU. debido al cierre de la administración, los datos de empleo privado de ADP registraron un descenso de 32.000 puestos de trabajo en septiembre, lo que ahonda el deterioro de los mercados laborales. Fue el énfasis en el desempleo lo que motivó el reciente recorte de tipos de 25 pb de la Fed y las proyecciones actualizadas esbozaron una trayectoria con más rebajas. Los mercados ahora deben conciliar unos tipos de referencia más bajos en el extremo corto con unos rendimientos a largo plazo todavía elevados y las dinámicas de la prima a plazo.

A finales de mes, las nuevas medidas arancelarias se sumaron al cóctel macroeconómico. Se anunciaron aranceles del 100% sobre los productos farmacéuticos de marca, junto con gravámenes a los camiones pesados, los muebles de cocina y los muebles de baño, mientras que México va a aplicar un arancel del 50% a los coches chinos tras las presiones de EE.UU. De mantenerse, estos cambios probablemente se trasladen con el tiempo a los precios de los productos comercializables.

Europa merece mención aparte. La inestabilidad política de Francia se agravó después de que el primer ministro François Bayrou no superase una moción de confianza y su sucesor durase menos de un mes. Después ha venido la presión sobre las calificaciones crediticias, con Fitch rebajando la nota del estado francés. Los bonos franceses a diez años (OAT) ahora cotizan a niveles similares a los BTP italianos, con lo que se ha invertido la jerarquía tradicional, e incluso algunos emisores corporativos franceses sólidos, entre ellos AXA, mi anterior empresa, cotizan por debajo de la deuda del estado.

En general, las valoraciones son estrechas en el conjunto de la renta fija, sobre todo en la deuda corporativa *investment grade* (IG) de EE.UU. Los diferenciales de los bonos IG se mueven en torno a 75 pb, por lo que están caros comparados con su media a diez años de 168 pb y dejan poco margen para nuevas compresiones, de ahí que el riesgo se incline hacia las ampliaciones. Sin embargo, dado que los tipos básicos se mueven todavía en niveles elevados, las rentas totales siguen siendo atractivas: el rendimiento efectivo de los bonos IG ronda el 4,8% y el bono del Tesoro de EE.UU. a diez años ronda el 4,15%. Esa combinación justifica respetar el *carry*, incluso donde los diferenciales son estrechos.

De cara al futuro, la sensación es de cautela y equilibrio. En conjunto, nuestros equipos siguen siendo cautos en riesgo y las oportunidades más interesantes por fundamentales proceden de Asia, donde las tendencias de las políticas monetarias y los balances están mejorando paulatinamente.

La relajación monetaria de los bancos centrales debería ser favorable para las rentabilidades totales de la renta fija y, desde la perspectiva del rendimiento todo incluido, esta clase de activo sigue destacando como fuente de rentas y seguridad en caso de que el crecimiento defraude. Entretanto, el cierre de la administración pública de EE.UU. se perfila más como un suceso de política interna y la historia sugiere que el impacto en el mercado suele ser limitado y breve, pese a que el flujo inmediato de datos se ha interrumpido.

Considero que el principal riesgo a corto plazo es que la inflación estadounidense sea superior al consenso a finales de año. Las repercusiones de los aranceles ya están notándose en la inflación de los bienes y los indicadores subyacentes parece que se orientan al alza a partir de ahora. Este hecho justifica mantener el equilibrio: respetar el *carry*, pero mantener munición en la recámara, apostar por la deuda corporativa de mayor calidad allí donde la compensación sea escasa y utilizar selectivamente la duración de tipos de interés.

Marion Le Morhedec

CIO global del área de Renta Fija



Índice

5

Resumen de la estrategia

La cautela en torno a los riesgos potenciales derivados del cierre de la administración estadounidense nos ha llevado a adoptar una postura general de neutralidad en tipos estadounidenses. Recortamos la exposición a los tipos británicos, pero mantenemos una visión general positiva, a la vista de los precios de los *gilts* con vencimientos largos. Estamos infraponderados en bonos IG en euros, a la vista de que los diferenciales están en mínimos históricos en este entorno de riesgo geopolítico elevado. Estamos sobreponderados en monedas emergentes ante la resistencia del crecimiento mundial, la relajación monetaria de la Fed y la baja volatilidad, lo que crea una coyuntura favorable.

7

Macro y sin restricciones

Los mercados siguen influenciados por las incertidumbres presupuestarias y políticas ante la cercanía del cierre de la administración estadounidense, lo que pone a prueba la confianza de los inversores y la resistencia de los activos de riesgo. A pesar de estos obstáculos, varias áreas de la economía estadounidense siguen mostrando fortaleza, lo que amenaza las expectativas de recortes de tipos rápidos y mantiene la presión al alza sobre los rendimientos de la renta fija mundial. La dinámica de la oferta sigue siendo un factor clave del comportamiento de los mercados desarrollados, mientras que los diferenciales de deuda corporativa continúan siendo estrechos, lo que refleja que el mercado mantiene el optimismo en un contexto de riesgos macroeconómicos crecientes.

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.

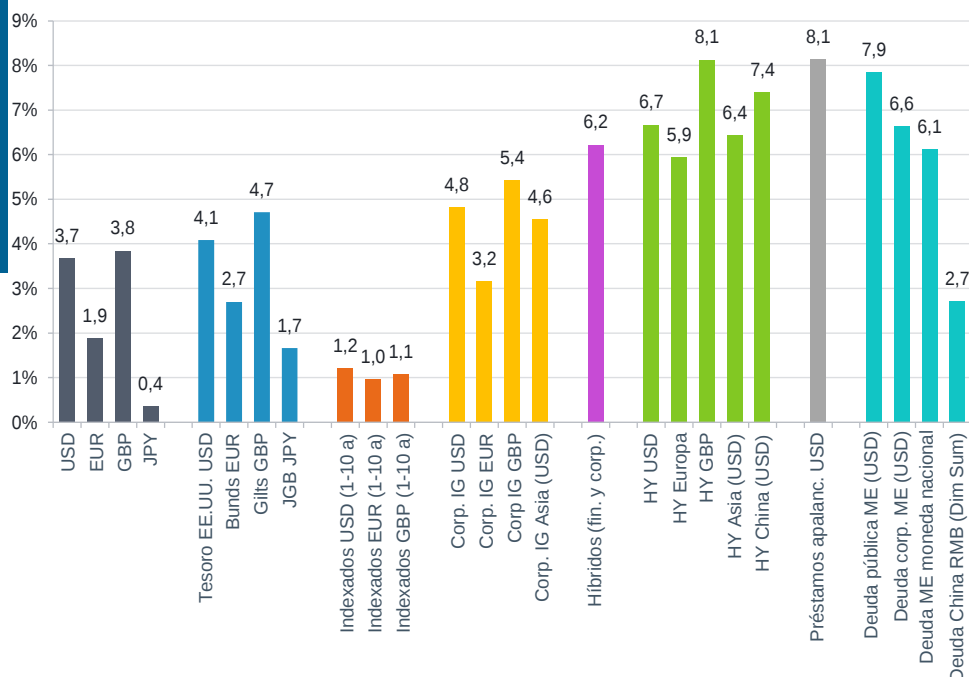
Resumen de la estrategia

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			●			- El inminente cierre de la administración estadounidense ha elevado las incertidumbres sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas, a pesar de que algunos segmentos de la economía siguen emitiendo señales de resistencia. - Los sólidos indicadores de crecimiento de EE.UU. continúan poniendo en tela de juicio las expectativas de recortes inminentes de los tipos que maneja el mercado, lo que invita a las autoridades y a los inversores a mantener la cautela. - Los bonos a largo plazo de los mercados desarrollados han ampliado su racha de fuertes ventas ante las persistentes presiones en el plano de la oferta y la reducción de la demanda. - Los mercados de bonos corporativos siguen en niveles estrechos y los diferenciales se mueven cerca de mínimos históricos, a pesar del aumento de la incertidumbre macroeconómica.
Duración en USD		→	●			
Duración en EUR		●				
Duración en GBP				●		
Inflación				●		
Deuda corporativa		●				
Bonos corp. investment grade	--	-	=	+	++	
Beta de bonos corp. IG		●				- En septiembre, el estrechamiento de los diferenciales volvió a los mercados de bonos IG mundiales, donde hubo un repunte de las nuevas emisiones y menos noticias. - Mantenemos un sesgo general hacia un posicionamiento defensivo y preferimos reducir el riesgo ante las subidas del mercado. - Las noticias sobre los aranceles siguen sucediéndose, pero la actualidad informativa y los movimientos de los mercados han estado dominados por los recortes de la Fed este mes. Se esperan más recortes antes de finales de este año, pero dependerán de los datos del empleo estadounidense.
Bonos IG en USD		●				
Bonos IG en EUR		●				
Bonos IG en GBP		●				
Bonos IG asiáticos (USD)			●			
Bonos high yield	--	-	=	+	++	
Beta de bonos high yield			●			- Estamos gravitando hacia una postura ligeramente negativa en bonos HY de EE.UU., ya que las valoraciones exigentes, el deterioro de los indicadores técnicos y el aumento de los riesgos macroeconómicos dejan poco margen de error. - Ante la fortaleza de los fundamentales y los indicadores técnicos, mantenemos la neutralidad en bonos HY europeos, ya que vemos poco margen para nuevos estrechamientos de los diferenciales. - Seguimos siendo neutrales en bonos HY asiáticos ante las valoraciones exigentes, pero su baja duración y sus elevadas rentas dificultan adoptar una postura netamente bajista.
Bonos high yield estadounidenses		●	←			
Bonos high yield europeos			●			
Bonos high yield asiáticos			●			
Mercados emergentes	--	-	=	+	++	
Deuda pública en divisa fuerte		→	●			- Somos neutrales en deuda pública de los mercados emergentes en divisa fuerte atendiendo a sus aceptables fundamentales, pero las valoraciones siguen siendo exigentes. - Seguimos sobreponderados en duración emergente en divisa nacional en previsión de que algunos bancos centrales de estos mercados sigan relajando su política monetaria. - Seguimos siendo optimistas sobre la exposición a las monedas nacionales a medio plazo.
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

- Liquidez
- Renta fija pública
- Bonos indexados a la inflación
- Bonos corporativos *investment grade*
- Híbridos
- Bonos *high yield*
- Préstamos
- Deuda de los mercados emergentes



Fuente: Fidelity International, Bloomberg, basado en índices de bonos JPM e ICE BofA Merrill Lynch, 2 de octubre 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 – 30 de septiembre de 2025 (%)

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

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

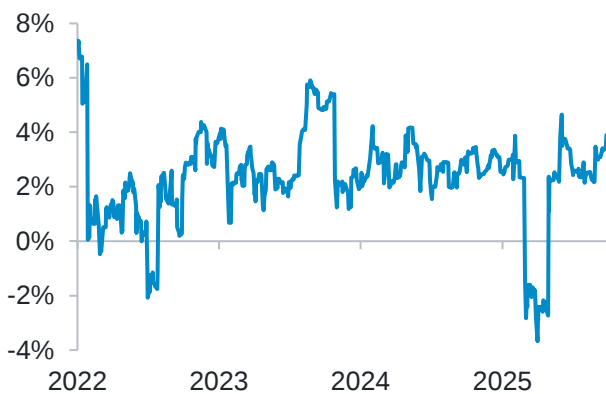
- El cierre del gobierno de EE.UU. es un asunto prioritario mientras el Congreso sigue bloqueado en lo que respecta a la financiación, lo que agudiza la presión sobre las cuentas públicas del país.
- Sin embargo, varias áreas de la economía estadounidense aguantan y algunos indicadores siguen mostrando sólidas tasas de crecimiento. No obstante, sigue preocupando la debilidad del mercado laboral y la vivienda.
- En los mercados desarrollados fuera de EE.UU., los rendimientos de los vencimientos largos han seguido registrando fuertes ventas tras un aluvión de papel.
- Los diferenciales de deuda corporativa se han movido lateralmente en su mayor parte, manteniendo de este modo sus niveles históricamente bajos.

Perspectivas

Obviamente, el cierre de la administración pública estadounidense preocupa a los mercados, ya que probablemente se retrasen los datos económicos y los servicios públicos no esenciales podrían verse perturbados. Esta cautela nos ha llevado a una postura general de neutralidad en los tipos estadounidenses, aunque pensamos que podría surgir alguna oportunidad infraponderando esta área mientras la economía sigue creciendo a unas tasas persistentemente fuertes. Por el momento no estamos expresando esta visión, ya que la posibilidad de que se produzcan grandes perturbaciones económicas a corto plazo, aunque es poco probable, podría ser favorable a la duración estadounidense.

El *GDP Nowcast* de la Fed de Atlanta, que trata de presentar la tasa actual de crecimiento de la economía estadounidense en función de un conjunto de indicadores, se sitúa actualmente en torno al 3,8%, lo que no pinta bien para un mercado que está descontando recortes de tipos.

El *GDP Nowcast* de la Fed de Atlanta, cerca del 4%



Fuente: Banco de la Reserva Federal de Atlanta, octubre de 2025.

Durante el verano, elevamos nuestra exposición a duración en el Reino Unido, donde pensamos que la oleada de ventas de bonos a largo plazo proporcionó un punto de entrada atractivo. Aunque hemos recortado ligeramente esta posición desde entonces, seguimos manteniendo una visión positiva sobre los tipos en libras esterlinas.

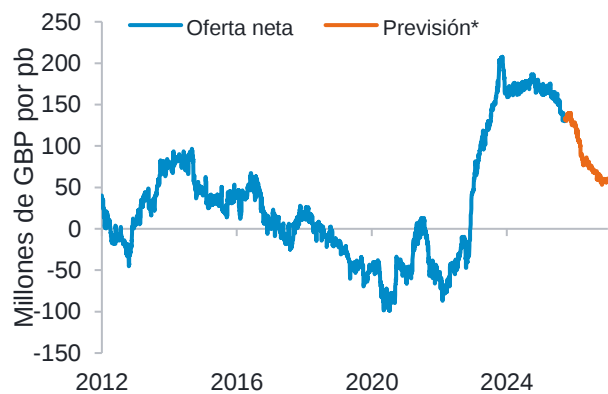
Muchas economías desarrolladas, incluida el Reino Unido, han experimentado elevaciones de la curva este año mientras los mercados intentaban absorber los volúmenes récord de oferta. Pensamos que eso explica la mayor parte del movimiento de los *gilts*, más que cualquier relato sobre las cuentas públicas del país, que están presionadas como las de la mayoría del resto de países del G7, a excepción de EE.UU. y Alemania.

7 Cautela y equilibrio de cara al último trimestre

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

Los factores relacionados con la oferta también sostienen la duración, pues el Banco de Inglaterra ya ha reducido su programa de endurecimiento cuantitativo de un ritmo de 100.00 millones de libras al año hasta 70.000 millones. Al mismo tiempo, se prevé que la Oficina de Gestión de la Deuda reduzca su “oferta de duración” al mercado, lo que significa que acortará de forma efectiva el vencimiento medio de las emisiones debido a la elevación de la curva que hemos experimentado en lo que llevamos de año.

“Oferta de duración” en *gilts*, efectiva y prevista



Fuente: Goldman Sachs, septiembre de 2025. * Previsiones de Goldman Sachs

También nos gusta la exposición a la inflación implícita del Reino Unido, ya que el mercado de *swaps* descuenta muy poco comparado con EE.UU., que está descontando en realidad cierto grado de reflación, como hemos comentado antes. Esta posición nos brinda una cobertura indirecta frente a un posible pico de inflación que obligue al Banco de Inglaterra a mantener su tipo de referencia relativamente alto.

Nos siguen gustando los tipos y las monedas emergentes, aunque hemos recortado algo el riesgo debido a la posibilidad de que el dólar se revalorice a corto plazo si la Fed no puede recortar tipos tan rápido como esperan los mercados.

En cuanto a la deuda corporativa, estamos cortos en bonos *high yield* y *crossover* atendiendo a unos diferenciales históricamente estrechos que ofrecen muy poco *carry*. Pensamos que existen riesgos sustanciales que podrían ampliar los diferenciales, pero que no están adecuadamente descontados. Es destacable que, durante los últimos 30 años, los diferenciales BBB de EE.UU. en sus niveles actuales nunca han batido a la deuda pública de duración equivalente durante los siguientes dos años.

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).

25ES209 / FIPM 9377

