



## Los mercados están cayendo en la complacencia

Perspectivas del equipo de inversión en renta fija de Fidelity International

Exclusivamente para profesionales de la inversión

# Resumen

Aunque la Fed mantuvo los tipos sin cambios en su reunión de junio, el mercado apenas se inmutó al conocerse que el nivel terminal del tipo objetivo de los fondos de la Fed subió 50 puntos básicos durante el mes. Los activos de riesgo siguieron escalando e incluso el amago de golpe de estado en Rusia a finales de mes apenas perturbó los precios de los activos. Entretanto, los tipos de los bonos estadounidenses a diez años siguieron subiendo y se aproximan ya al 4%.

La largamente esperada recesión no ha llegado todavía y los mercados podrían estar suspirando de alivio. Los operadores de bonos esperan otra subida de tipos completa de 25 pb en EE.UU. este año (en la reunión de julio) y asignan una probabilidad del 50% a una última subida en noviembre, para después describir un giro gradual a partir del segundo trimestre de 2024. Se trata de unas perspectivas bastante halagüeñas, suponiendo que, si hay recesión, esta será moderada. Sin embargo, lo que está ocurriendo en los mercados financieros podría estar desvinculándose de las señales que emite la economía real.

A pesar de los tipos de interés más altos, los créditos del sector financiero están creciendo mucho en realidad, aunque esta divergencia no es inhabitual en el sector, dado que la relación es más compleja. El importante volumen de bonos del Tesoro tras el acuerdo sobre el techo de la deuda está desplazando actividad de las repos inversas de la Fed hacia los préstamos dentro del sector financiero. Los bancos están prestando servicios similares a las repos a los fondos, que pueden utilizar el dinero para comprar activos financieros. Eso ayuda a explicar el buen comportamiento de los activos de riesgo, pero no ayuda necesariamente a la economía real.

La magnitud de la inversión de la curva de rendimientos también es una señal de alarma. La inversión que muestra el diferencial entre 3 meses y 10 años es el mayor que hemos visto, superando incluso la de diciembre de 1980, cuando el entonces presidente de la Fed, Paul Volcker, volvió a endurecer la política monetaria y los tipos de interés se acercaron al 20% después de que la inflación se situara en el 14,8%. Después, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años superaron el 15% y el paro terminó subiendo hasta casi el 11%. Es improbable que se repitan unas condiciones económicas tan extremas, pero la magnitud de la inversión no debe desatenderse.

La inversión de la curva, que pasa por ser un indicador de recesión, también podría autoalimentarse. La inversión pone presión sobre el sector financiero al agravar el desajuste entre los activos y los pasivos, que fue lo que provocó el hundimiento de Silicon Valley Bank en marzo. A la vista de la magnitud de la inversión de la curva, sería una sorpresa si no hay consecuencias y ya han aparecido las primeras señales de tensiones en las empresas.

De acuerdo con la Fed, alrededor del 37% de las empresas no financieras estadounidenses sufre dificultades económicas, cifra que supera la mayoría de los episodios de endurecimiento monetario desde la década de 1970. Pero, de nuevo, esto no está reflejándose en los mercados financieros; por ejemplo, los diferenciales de la deuda corporativa *high yield* estadounidense se mantienen estables. Sin embargo, los precios de la deuda pública estadounidense se debilitaron en junio, por lo que siguen ofreciendo rentabilidades futuras potencialmente atractivas. Las letras del Tesoro de EE.UU. a tres meses y los bonos *investment grade* de EE.UU. ofrecen un rendimiento superior a la rentabilidad por beneficios del S&P 500.

**Steve Ellis**

CIO global del área de Renta Fija



# Índice

---

5

## Resumen de la estrategia

Mantenemos la sobreponderación en bonos del Tesoro de EE.UU. y en deuda pública en EUR (núcleo europeo). Pasamos a neutral en duración británica atendiendo a los precios de los Gilts y las nuevas subidas previstas de los tipos. Pasamos de neutral a ligeramente positivos en bonos *high yield* europeos en un contexto en el que se alejó la perspectiva de impagos, se redujo mucho el riesgo para los beneficios del segundo trimestre y las valoraciones eran razonables. La deuda pública en moneda nacional es nuestra mayor convicción dentro de los mercados emergentes.

7

## Perspectiva general sobre el entorno macroeconómico y los tipos de interés

El exceso de ahorro durante la pandemia y las persistentes tensiones en los mercados laborales hacen que el endurecimiento de las condiciones financieras esté tardando más en golpear, pero probablemente caigamos en la recesión cuando arraiguen los efectos retardados de la política monetaria. Seguimos sobreponderados en duración de EE.UU. y en euros. Volvimos a neutral en duración británica, dado que el bono a 10 años sigue estando por debajo del 4,5%, mientras que el Banco de Inglaterra está debatiendo sobre tipos más altos durante más tiempo.

## 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.

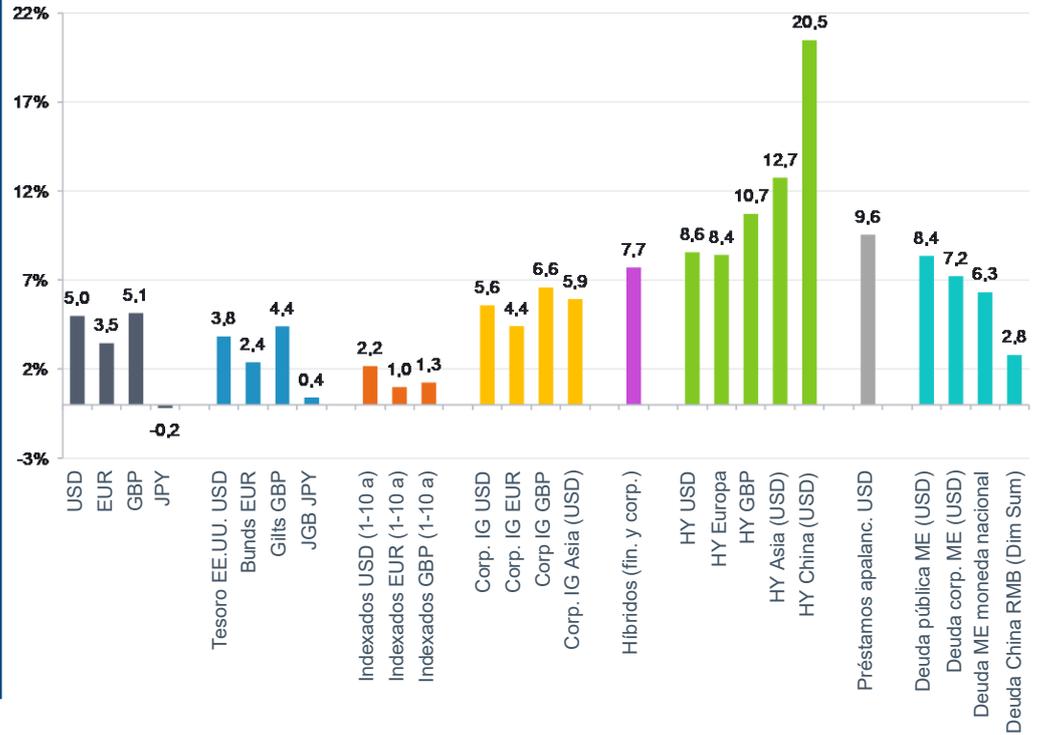
# Resumen de la estrategia

El Mensual de Renta Fija contiene un resumen de las perspectivas a medio plazo del equipo de renta fija 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 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
<b>Duración</b>				●		
Tipos del Tesoro de EE.UU.				●		<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantenemos la sobreponderación en bonos del Tesoro de EE.UU. y en deuda pública en EUR (núcleo europeo), dado que pensamos que la recesión es la evolución más probable durante los próximos doce meses.</li> <li>Seguimos infraponderados en duración de la periferia europea, ya que el mayor coste de la deuda castiga especialmente a las economías del sur de Europa y la oferta prevista de bonos probablemente lastrará los diferenciales.</li> <li>Pasamos a neutral en duración británica desde una ligera sobreponderación. La inflación no decae y se esperan más subidas de tipos, por lo que resulta complicado que los bonos británicos puedan subir desde los niveles actuales.</li> </ul>
Tipos EUR - Centro				●		
Tipos EUR - Periferia		●				
Tipos GBP			●	←		
<b>Inflación</b>	--	-	=	+	++	
<b>Inflación implícita</b>			●			<ul style="list-style-type: none"> <li>La inflación británica volvió a sorprender al alza, pero durante el mes surgieron señales más positivas en las lecturas de inflación de EE.UU. y Europa.</li> <li>Pasamos a una posición larga en duración real de EE.UU. de 0,25 años después de que las lecturas de inflación emitieran señales positivas. Mantenemos una posición larga en duración real británica de 0,5 años y trataremos de reforzar esta posición cuando la inflación se ralentice.</li> <li>Seguimos apreciando riesgo alcista para la duración real europea y mantenemos la cautela. En inflación implícita, nuestro posicionamiento no varió durante el mes.</li> </ul>
Indexados - USD			→	●		
Indexados - EUR		●				
Indexados - GBP				●		
Indexados - JPY			●			
<b>Bonos corporativos <i>investment grade</i></b>	--	-	=	+	++	
<b>Beta de bonos corp. <i>investment grade</i></b>				●		<ul style="list-style-type: none"> <li>Seguimos siendo optimistas sobre los bonos IG mundiales, dado que los diferenciales reflejan mejor una desaceleración económica que otras clases de activos.</li> <li>Seguimos siendo muy optimistas sobre los bonos IG europeos a la vista de las valoraciones atractivas de los diferenciales corporativos desde una perspectiva histórica y frente a otras regiones.</li> <li>Mantenemos unas perspectivas neutrales sobre los bonos IG estadounidenses, asiáticos y en libras esterlinas a tenor de la ralentización del crecimiento económico y la subida de los tipos.</li> </ul>
Bonos IG USD			●			
Bonos IG EUR					●	
Bonos IG GBP			●			
Bonos IG asiáticos (USD)			●			
<b>Híbridos corp. y del sector financiero</b>	--	-	=	+	++	
<b>Híbridos corp. y del sector financiero</b>				●		<ul style="list-style-type: none"> <li>Los AT1 se mueven en niveles atractivos a raíz del ajuste que sufrieron recientemente los precios tras la amortización aplicada en Credit Suisse, pero los fundamentales siguen siendo fuertes.</li> <li>Los AT1 en dólares se han comportado peor que sus homólogos en euros y ahora están baratos.</li> <li>Seguimos neutrales en híbridos corporativos, que recientemente han mostrado una resistencia relativamente mayor.</li> </ul>
Bonos convertibles contingentes					●	
Híbridos corporativos <i>investment grade</i>			●			
<b>Bonos <i>high yield</i></b>	--	-	=	+	++	
<b>Beta de bonos <i>high yield</i></b>			●			<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantenemos el posicionamiento defensivo y una postura neutral en bonos <i>high yield</i> estadounidenses ante el aumento de los impagos y los posibles riesgos de retiradas de liquidez.</li> <li>Pasamos de neutral a ligeramente positivos en bonos <i>high yield</i> europeos en un contexto en el que se alejó la perspectiva de impagos, se redujo mucho el riesgo para los beneficios del segundo trimestre y las valoraciones eran razonables.</li> <li>Mantenemos una postura neutral en bonos <i>high yield</i> asiáticos, ya que la volatilidad sigue siendo elevada, especialmente en el sector inmobiliario chino.</li> </ul>
Bonos <i>high yield</i> estadounidenses			●			
Bonos <i>high yield</i> europeos			→	●		
Bonos <i>high yield</i> asiáticos			●			
<b>Mercados emergentes</b>	--	-	=	+	++	
Deuda pública en divisa fuerte			●	←		<ul style="list-style-type: none"> <li>En cuanto a la deuda pública emergente en moneda fuerte, ahora estamos cerca de la neutralidad en lo que se refiere al posicionamiento en la beta; seguimos reduciendo el riesgo y subiendo por el espectro de calidad.</li> <li>La deuda pública en divisa nacional es nuestra mayor área de convicción y preferimos los mercados con rendimientos reales positivos y bancos centrales rigurosos.</li> <li>Actualmente estamos neutrales en monedas emergentes; seguimos siendo ágiles y nos centramos en el atractivo relativo.</li> </ul>
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, 30 de junio de 2023. Muestra el *yield to worst* para la deuda *high yield* y emergente, el rendimiento a tres años para los préstamos en USD, el rendimiento real para los bonos indexados a la inflación y la TIR a vencimiento para el resto. La TIR a vencimiento (también conocida como rendimiento al reembolso o *redemption yield*) es la rentabilidad prevista de un bono expresada como una tasa anual basada en el precio de mercado en la fecha indicada, el tipo de interés del cupón y el plazo hasta el vencimiento. 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 junio de 2023 (%)

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

Fuente: Fidelity International, ICE, Datastream, 30 de junio de 2023. Las rentabilidades totales están basadas en los índices de bonos JPM e ICE BofA Merrill Lynch a 30 de junio de 2023. Para los bonos HY de Asia se utiliza un índice adaptado (ICE BofA Merrill Lynch Q490 Index).

# Perspectiva general sobre el entorno macroeconómico y los tipos de interés

## Análisis mensual

- La Fed se tomó un respiro en su trayectoria de subida de los tipos en su reunión de junio, mientras que el BCE los elevó 25 puntos básicos.
- El Banco de Inglaterra decretó una inesperada subida de tipos de 50 puntos básicos después de que el IPC de mayo superara las previsiones con un 8,7%.
- El intento de golpe de estado en Rusia se disipó casi con la misma rapidez con la que comenzó y los mercados respondieron sin apenas cambios.

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

## Perspectivas

Todavía seguimos esperando a que llegue la “recesión mejor telegrafiada de la historia”, pero estamos atentos a los efectos retardados de la política monetaria y al endurecimiento de la concesión de préstamos. El exceso de ahorro acumulado durante la pandemia, así como las constantes presiones que sufre el mercado laboral, hacen que las condiciones financieras estén tardando más de lo previsto en pasar factura. Este hecho ha sostenido el consumo y el sector empresarial, ha alejado los grandes volúmenes de vencimientos de deuda y ha retrasado el impacto de las subidas de tipos agresivas.

Sin embargo, probablemente caigamos en la recesión cuando los efectos retardados de las políticas monetarias arraiguen. La evolución más probable es una recesión cíclica en la que el desempleo en EE.UU. aumente hasta una horquilla entre el 4,4% y el 6,5% durante los próximos doce meses, lo que refuerza nuestras expectativas de aterrizaje forzoso en los mercados desarrollados.

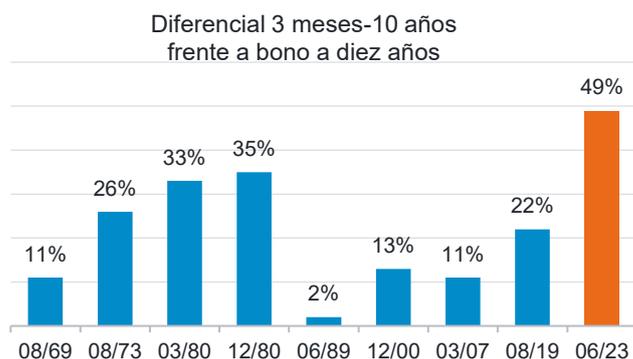
La reacción del mercado al breve intento de golpe de estado en Rusia fue escasa, pero es una situación inestable que no perdemos de vista. A pesar de la rápida resolución de la rebelión a favor de Putin, la sucesión es ya un tema candente. Las materias primas han guardado la calma, pero si la situación interna de Rusia se deteriorase, la energía y las materias primas agrícolas podrían reaccionar y provocar mayores presiones inflacionistas en todo el mundo.

La Fed mantuvo los tipos en su reunión de junio, pero adoptó un tono más restrictivo; así, apuntó a un tipo terminal más alto y la mediana del gráfico de puntos subió 50 puntos básicos. Creemos que existe la posibilidad de que la Fed tenga que subir tipos dos veces más en este ciclo.

El BCE también emitió un mensaje restrictivo y siguió adelante con otra subida de 25 pb que estuvo bien telegrafiada. El BCE insistió en que mantiene abiertas sus opciones. Aunque pensamos que el escenario más probable es otra subida, este no parece estar en consonancia con el objetivo de inflación del 2,2% en 2025, por lo que el riesgo está orientado al alza.

En conjunto, parece que los mercados de deuda pública carecen de dirección y que no existen catalizadores para el cambio. A la vista de las posturas basadas en los datos en EE.UU. y Europa, los mercados están expresando una mayor influencia de los datos recientes. En esta coyuntura, los discursos de los bancos centrales probablemente guíen los mercados. Mantenemos la sobreponderación en duración de EE.UU. y Europa. ante las dificultades económicas que se avecinan, como las nuevas presiones sobre el sistema bancario derivadas del máximo histórico que ha marcado la inversión de la curva de rendimientos entre los vencimientos a 3 meses y 10 años.

## La inversión de la curva de rendimientos de EE.UU. ha adquirido una magnitud histórica



Fuente: Research Affiliates, junio de 2023.

La inesperada subida de tipos de 50 pb decretada por el Banco de Inglaterra dio más credibilidad a su batalla contra la inflación. Inmediatamente después de la decisión, se produjo una oleada de ventas en el extremo corto de la curva, pero también una moderada recuperación en los Gilts con vencimientos más largos. El mercado descuenta todavía un tipo terminal del 6%, pero ahora prevé que se alcance antes.

Los mercados esperan otra subida de tipos de 25-50 puntos básicos en la reunión de agosto del Banco de Inglaterra, lo que significa que los tipos se moverán pronto entre el 5,25 y el 5,5%. Dado que los Gilts se encuentran todavía por debajo del 4,5% y el Banco de Inglaterra está debatiendo tipos más largos durante más tiempo, los inversores en bonos se enfrentan a un entorno complejo. Cambiamos a neutral nuestra ligera sobreponderación en duración británica.

## Los bonos británicos a 10 años siguen siendo inferiores al 4,5%, claramente por debajo del tipo terminal previsto



Fuente: Refinitiv, junio de 2023.

### Información importante

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.

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. Este documento no puede reproducirse o difundirse sin permiso expreso. 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.

Este documento no puede reproducirse o difundirse sin permiso expreso. Ni Fidelity ni el destinatario de la información quedan legalmente obligados por las declaraciones o manifestaciones contenidas en este documento.

A los efectos de distribuir sus productos en España, Fidelity Funds, Fidelity Funds II, Fidelity Active Strategy y Fidelity Alpha Funds SICAV están inscritas con los números 124, 317, 649 y 1298, respectivamente, en el Registro de Instituciones de Inversión Colectiva Extranjeras de la CNMV, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. La adquisición o suscripción de participaciones de Fidelity Funds, Fidelity Funds II, Fidelity Active Strategy y Fidelity Alpha Funds SICAV debe efectuarse con base en el documento de datos fundamentales del inversor (DFI), que el inversor recibirá con carácter previo. El documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) se encuentra disponible gratuitamente en las oficinas de las entidades comercializadoras locales y en la CNMV. 23ES128 / FIPM 7311

