



PERSPECTIVAS PARA 2024

RESEARCH POWERED INVESTMENT

Dirigido exclusivamente a profesionales de la inversión. No debe ser tomado como referencia por inversores particulares



Índice

Perspectiva general	3
La economía en 2024	5
Escenario 1: Recesión cíclica	9
Escenario 2: Aterrizaje suave	14
Escenario 3: Recesión de balance	18
Escenario 4: Sin aterrizaje	22
Asia	26
Sostenibilidad	30

Perspectiva general



Más riesgo, rendimientos más altos y cuatro trayectorias

Unos cambios extraordinarios en las economías y los mercados, sumados a un año de incertidumbre política, hacen que formular pronósticos sea inusualmente difícil en 2024. En lugar de eso, planteamos cuatro posibles vías por las que el mundo podría transitar, cada una de ellas con su propia probabilidad.



Andrew McCaffery
CIO global del área de Gestión de Activos

Nunca he gestionado activos sabiendo qué va a pasar en los 12 meses siguientes. Puedo manejar una visión, pero invertir bien requiere disciplina, una mente abierta y estar preparado para reaccionar ante los hechos conforme van cambiando.

A menudo resulta difícil comprender las grandes mutaciones económicas, sociales o políticas hasta que ya están en marcha y las nuevas tendencias están consolidadas. Nos encontramos en los primeros compases de un profundo cambio de régimen: desde la inflación baja y los tipos de interés en descenso hasta algo diferente. Ese algo diferente vendrá acompañado de una mayor volatilidad económica y la prima de riesgo por mantener activos será, por lo tanto, más alta. Esperamos que los tipos de interés tiendan al alza y que las rentabilidades sobre el capital estén mucho más diferenciadas entre países y regiones.

En este entorno, me parece más útil considerar diferentes escenarios, es decir, las trayectorias alternativas que las economías y los mercados podrían describir.

Mis compañeros y yo hemos estimado la probabilidad de cada escenario, lo que nos permite estar preparados y detectar, conforme va pasando el tiempo, las señales que confirman o desmienten un desenlace dado, para así adaptarnos en consecuencia.

En nuestras Perspectivas para el próximo año, planteamos los cuatro escenarios macroeconómicos en los mercados desarrollados que pensamos que los inversores deberían tener en mente a medida que avance 2024, mientras que nuestros responsables de inversiones explican qué consecuencias tendría cada uno de ellos para su clase de activo.

¡Vaya año nos espera! La ronda de elecciones que se celebrarán en todo el mundo será excepcional en 2024 y coincide con un renovado interés por la política presupuestaria. Existe voluntad política de mantener déficits presupuestarios elevados e intervenciones de los estados en diferentes formas. Los mercados comenzarán a exigir un precio más alto por ese gasto. En 2024 vamos a hablar largo y tendido sobre el coste del capital, tanto para las empresas como para los estados, y no solo sobre lo que provocarán los costes por intereses a corto plazo.

Las elecciones más importantes serán, naturalmente, las estadounidenses. El país lleva mucho tiempo siendo un destino para los capitales que buscan refugio y un sitio donde aparcarse los frutos de los superávits comerciales, lo que ayuda a financiar el gasto público y privado. En un mundo donde se repatrian industrias y cae la demanda china de productos estadounidenses, el denominado “privilegio desorbitado” que conlleva emitir la moneda de reserva del mundo parece estar menguando. Estas grietas podrían ampliarse fácilmente en 2024 y tentar a la Reserva Federal con pausar o incluso dar marcha atrás a sus medidas monetarias, como el endurecimiento cuantitativo.

El ciclo de China se encuentra en otro punto, lo que tiene implicaciones para otras economías asiáticas que pueden beneficiarse de la demanda del país. Nuestras Perspectivas para 2024 presentan diferentes escenarios aquí también. Entretanto, Japón, al igual que las economías occidentales, está adaptándose al final de una era y al arranque de otra.

Tal vez el mayor cambio de todos son los esfuerzos para edificar un mundo más sostenible y el trabajo de las autoridades para empujar a las empresas y a los inversores con más fuerza hacia una economía de transición. En 2024, y en años venideros, seguirá siendo importante dialogar con el amplio elenco de reguladores y asociaciones sectoriales mediante una “administración responsable en todo el sistema”, y esa es una cuestión que también abordamos en nuestras Perspectivas.

El mundo siempre es incierto, pero este es uno de esos periodos en los que no resulta exagerado utilizar el término “cambio de régimen”. Los inversores tendrán que ser ágiles en 2024 y estar listos para lidiar con los vaivenes que precederán a la materialización del escenario real.

La economía en 2024



Algo cederá

La economía sigue deparando sorpresas, pero estamos convencidos de una cosa: si los tipos de interés de EE.UU. y otros países desarrollados no han tocado techo, lo harán pronto y, en esta coyuntura, el crecimiento se estancará. Detallamos cuatro escenarios potenciales para 2024 y la próxima fase de un ciclo empresarial que ha sido testigo de la ronda de endurecimiento monetario más intensa en una generación.

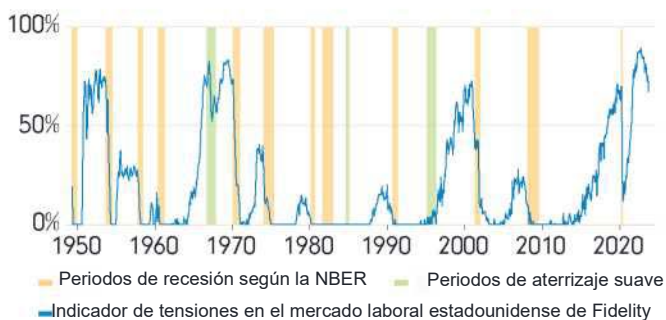


Salman Ahmed

Responsable global de Macroeconomía y Asignación Estratégica de Activos

Gran parte de lo que ha sorprendido a los responsables de los bancos centrales y a los mercados financieros en 2023 estriba en nuestra falta de comprensión sobre los efectos económicos profundos de los últimos 15 años —incluida la pandemia— en los hogares y las empresas. Durante los próximos meses veremos las cosas más claras en lo que respecta a la inflación, el nivel óptimo de los tipos de interés o la tenaz resistencia del mercado laboral estadounidense. Sin embargo, a los inversores les inquieta, y con razón, que la próxima fase de este ciclo traiga más volatilidad.

Nuestro índice de presiones en el mercado laboral por fin emite señales de ralentización



Fuente: Fidelity International, cálculos del equipo de Macroeconomía Global de Fidelity, Haver Analytics, octubre de 2023.

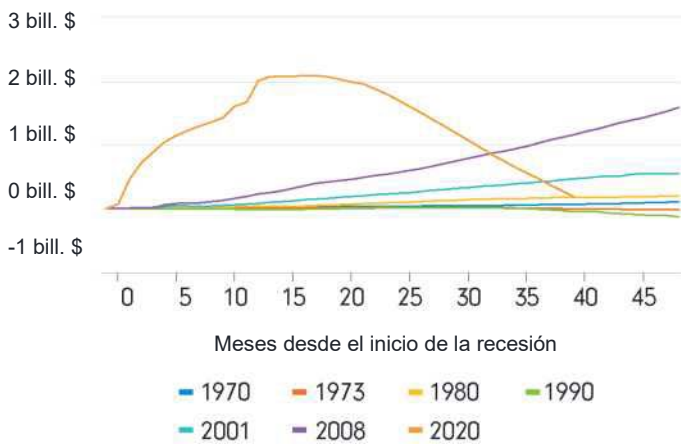
Los mercados, donde ya se pillaron los dedos una vez aquellos que apostaron por una contracción, se han alineado ahora con la tesis del “aterrizaje suave”, en la que las subidas de los tipos y el endurecimiento de los dos últimos años afectarán lo justo para devolver el equilibrio a la economía y al mercado laboral. Nosotros manejamos otra visión.

Nuestra hipótesis de trabajo para 2024 es una recesión cíclica

La resistencia que han propiciado unos consumidores y unas empresas que han contado con estímulos presupuestarios ha sido la mayor sorpresa de 2023 pero el próximo año, salvo que ocurra algo extraordinario, esperamos que la economía hincque finalmente la rodilla. Se observan señales de que ya lo está haciendo. El colchón de ahorro acumulado por los hogares y el sector empresarial durante la pandemia prácticamente está agotado, el gasto público debería reducirse y probablemente se produzca un repunte de las necesidades de refinanciación en un momento de endurecimiento generalizado de la concesión de créditos.

El excedente de ahorro del consumidor estadounidense está prácticamente agotado

Excedente de ahorro total tras las recesiones



Nota: El excedente de ahorro se ha calculado como la diferencia acumulada entre el ahorro personal efectivo y la tendencia implícita en los datos de los 48 meses anteriores al primer mes de cada recesión, definida por la Oficina Nacional de Análisis Económico (NBER).

Fuente: Fidelity International, cálculos del personal de la Reserva Federal de San Francisco, septiembre de 2023.

Todos estos elementos convergen hacia nuestra hipótesis de trabajo de la recesión cíclica en 2024; en este sentido, la inflación ya ha comenzado a descender, pero los tipos de interés seguirán altos durante más tiempo hasta que surjan señales claras de que regresa al objetivo. Después, los bancos centrales virarán y recortarán los tipos a medida que el golpe al crecimiento se haga evidente.

Los mercados laborales se normalizarán y se restaurará la estabilidad de los precios antes de avanzar hacia una recuperación a finales de 2024

En última instancia, seguimos pensando que simplemente existe un retardo entre el endurecimiento de la política monetaria y los efectos sobre la economía real. El canal de transmisión va con retraso pero no se ha cortado, y la persistencia de las lecturas de inflación se topa con unas expectativas que no son acordes con la realidad y que deben corregirse.

Una recesión moderada debería conseguirlo por la vía de la política monetaria restrictiva a medida que los efectos retardados de las ayudas públicas se desvanezcan en el mundo desarrollado. Los mercados laborales se normalizarán y se restaurará la estabilidad de los precios antes de avanzar hacia una recuperación a finales de 2024.

Las señales de recesión ya son evidentes en Europa, donde el canal de transmisión es más eficaz. Este hecho ha llevado al Banco Central Europeo a empezar a poner el foco en el crecimiento, una tendencia que pensamos que se afianzará en EE.UU. el próximo año.

Los indicadores de actividad empresarial actual muestran que Europa está desacelerándose más rápido que EE.UU.



Fuente: Fidelity International, cálculos del equipo de Macroeconomía Global de Fidelity, Refinitiv Datastream, octubre de 2023.

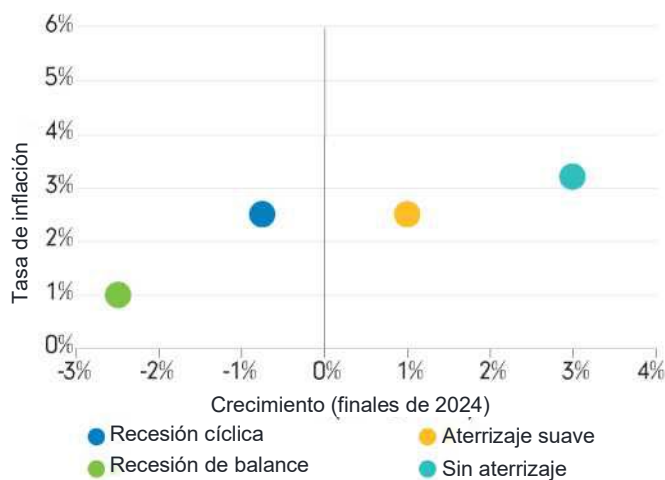
Desenlaces alternativos

Pensamos que caben otras posibilidades. Junto con una **recesión cíclica**, a la que otorgamos una probabilidad del 60%, nuestras perspectivas para 2024 tienen en cuenta las implicaciones para la inversión derivadas de una **recesión de balance** más grave (10% de probabilidad) que imponga recortes generalizados en el gasto, tanto de las empresas como de los consumidores, y desencadene una sacudida en la economía (incluso hasta 2025) provocada por una reacción disruptiva ante unos tipos reales muy elevados.

Consideramos las probabilidades de un **aterrizaje suave** más benévolo (20%); y una situación **sin aterrizaje** en absoluto en 2024 (10%), dicho de otro modo, en la que la economía mantiene los niveles actuales de crecimiento e inflación y empuja a los bancos centrales a aplicar otra ronda, aunque gradual, de subidas de los tipos de referencia.

La evolución de la política de la Reserva Federal, junto con las trayectorias de la inflación y el crecimiento, serán radicalmente diferentes en cada escenario e inevitablemente están sujetas a un elevado grado de incertidumbre, tanto en los plazos como en los puntos de destino.

Cuatro escenarios en 2024



Nota: La tasa de inflación está representada por el índice de gasto de consumo personal (PCE) de EE.UU. Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

Los mercados siguen siendo optimistas

En el escenario de aterrizaje suave respaldado por los precios actuales en los mercados, la decisión de mantener los tipos altos durante más tiempo podría reducir aún más la inflación hasta un nivel en el que las autoridades monetarias estén cómodas. Entonces, la Fed y otras entidades responderían relajando la política monetaria, eliminando así la amenaza de aumentos dañinos de los pagos de deuda para los hogares y las empresas. Las presiones para que los salarios registren mayores subidas se reducirían con la

caída de las expectativas de inflación y la estabilización del mercado laboral.

Sin embargo, nuestros análisis muestran que este escenario choca con la dinámica actual de la inflación y los mercados laborales. Las encuestas a los analistas de renta variable, renta fija y deuda corporativa no cotizada muestran que la presión sobre los costes laborales de las empresas está muy viva. Las tensiones geopolíticas y las demandas de la transición energética seguirán tirando al alza de los precios de las materias primas. A su vez, eso obligará a los bancos centrales a mantener los tipos de interés elevados y, antes o después, asestar un golpe más fuerte al crecimiento.

La evolución de la política de la Reserva Federal, junto con las trayectorias de la inflación y el crecimiento, serán radicalmente diferentes en cada escenario

No olvidemos los riesgos extremos

Existen otras amenazas reales para el crecimiento. El tan esperado camino hacia la recuperación de China está encontrando más baches de lo esperado. La particular historia del país exige un conjunto de escenarios propios para 2024 y, en conjunto, consideramos que Pekín conseguirá alcanzar sus objetivos de crecimiento este año, pero hará poco más, ya que se impondrá un periodo de estabilización controlada.

En EE.UU. es año electoral y se pondrá de relieve una división entre los partidos que amenazará la capacidad de su gobierno para gastar y podría variar las reglas geopolíticas de forma significativa, tanto en Europa como en Asia.

La guerra entre Rusia y Ucrania continúa calentando los precios de las materias primas en un momento en el que la oferta es escasa. Persisten los riesgos derivados de una escalada de la guerra entre Israel y Hamas hasta un conflicto regional, incluida una subida potencial de los precios del petróleo que provocaría una nueva sacudida en la inflación general.

Esa sacudida podría dar lugar a dañinas subidas de los tipos de interés, así como a un riesgo de estancamiento más adelante.

Las autoridades seguirán poniendo a prueba los límites del sistema financiero. En un momento en el que el mundo está realizando su primera salida de la QE, hay muchas cosas que no sabemos y no podemos saber.

Cabe esperar que los discursos varíen rápidamente. Conviene prepararse para ciclos más cortos. Mejor estar atentos a los desequilibrios entre la demanda y la oferta y a los efectos retardados de la política monetaria. Un entorno macroeconómico volátil exige vigilancia.

La visión sobre el terreno

Encuestamos a analistas de nuestros equipos de renta variable, renta fija y deuda corporativa no cotizada para saber cómo podrían comportarse sus sectores en los diferentes escenarios.

En la tabla que figura debajo, las flechas hacia arriba indican que la mayoría de las respuestas en el sector están sugiriendo un efecto positivo y el color del fondo indica la fortaleza de esas respuestas. Por ejemplo, la mayor parte de los analistas de consumo básico respondieron que una recesión cíclica tendrá un efecto positivo en su sector. Las flechas hacia abajo indican un impacto negativo y el sombreado rojo refleja la fortaleza de las respuestas. El signo “-” de neutral/sin cambios tiene un fondo gris claro e indica que no se observa una dirección clara.

	Consumo discrecional	Consumo básico	Energía	Servicios financieros	Atención sanitaria	Industria	Tecnologías de la información	Materiales	Telecom.	Servicios públicos	Inmuebles
Recesión cíclica	↘	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	-	-
Aterrizaje suave	↗	-	-	↘	-	↗	-	↗	-	-	-
Recesión de balance	↘	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	-	↗	↗
Sin aterrizaje	↗	-	↗	-	-	-	↗	↗	-	↘	-

↘ Efecto negativo fuerte ↘ Efecto negativo moderado - Sin dirección clara
↗ Efecto positivo moderado ↗ Efecto positivo fuerte

Nota: Los analistas inmobiliarios consideran tanto los beneficios como la valoración de los títulos cotizados dentro del sector inmobiliario, así como la rentabilidad de los activos reales subyacentes. Fuente: Encuesta a Analistas de Fidelity International, octubre de 2023.

Escenario 1: Recesión cíclica

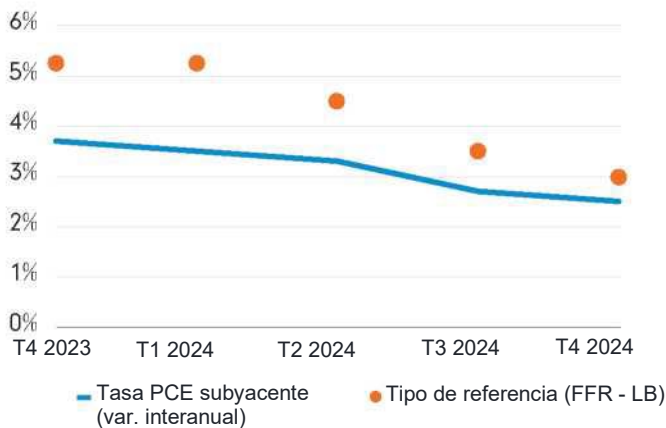
60%
de
probabilidad

Nuestra hipótesis de trabajo

Una recesión cíclica se sustanciaría en una contracción económica moderada seguida de un regreso al crecimiento a finales de 2024 o comienzos de 2025. La inflación seguiría siendo elevada durante algún tiempo antes de regresar al objetivo, de tal modo que los tipos de interés se mantendrían más altos durante un periodo más prolongado, tras lo cual los bancos centrales virarían para recortar los tipos. Esa es actualmente nuestra hipótesis de trabajo.

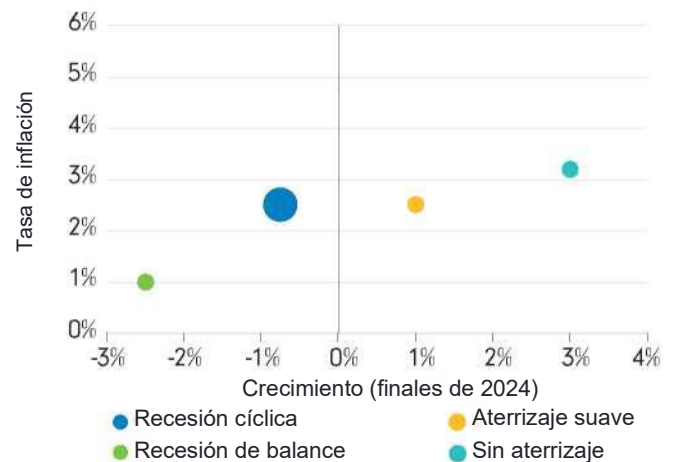
Recesión cíclica: la inflación cae hasta el objetivo; los tipos descienden después de que el mercado laboral se resquebraja

Sigue habiendo oportunidades...



Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

... y el crecimiento regresa a finales de año



Nota: La tasa de inflación está representada por el índice de gasto de consumo personal (PCE) de EE.UU. Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

Resumen de inversión: Nuestra hipótesis de trabajo, la recesión cíclica, traería consigo un crecimiento económico más bajo que podría ser motivo de preocupación para los valores de pequeña capitalización o las empresas con ventas discrecionales. La renta variable (distinta de los valores de baja calidad o pequeños) sería interesante, mientras que en renta fija el énfasis se mantendría en títulos de deuda de alta calidad con vencimientos cortos.

- Cautela en relación con los sectores cíclicos y las regiones más endeble.
- Preferencia por los bonos indexados mientras la inflación persista, aunque los bonos nominales se beneficiarían cuando los tipos descendieran.
- Se podría crear “zona ideal” para la inversión inmobiliaria

Escenario 1:
Recesión
cíclica

Escenario 2:
Aterrizaje
suave

Escenario 3:
Recesión de
balance

Escenario 4:
Sin
aterrizaje

Inversión multiactivos

Consideramos la recesión cíclica como un escenario con una intolerancia al riesgo moderada en el que seguiría habiendo buenas oportunidades para los inversores capaces de discriminar entre sectores y regiones. Los inversores no deberían rechazar tener en cartera determinadas inversiones en renta variable, dado que los mercados prevén una recuperación económica a finales de año. Las acciones estadounidenses estarían especialmente bien posicionadas. Concretamente, los valores de mediana capitalización parecen atractivos, junto con gran parte del S&P 500 que no se ha sumado a la increíble trayectoria que han mostrado este año los “Siete Grandes” (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla). Las valoraciones parecen razonables en estas empresas bien gestionadas con sólidas perspectivas de crecimiento. Los valores de pequeña capitalización de EE.UU. sufrirían más en una desaceleración o recesión por sus mayores necesidades de refinanciación.

Los “Siete Grandes” lideran el S&P 500



Nota: Los “siete grandes” = Meta, Amazon, Apple, Microsoft, Alphabet, Tesla y Nvidia. Fuente: Goldman Sachs, Fidelity International, octubre de 2023.

Eso se traduce en una preferencia general por las acciones y la deuda corporativa de alta calidad frente a los valores de baja calidad en escenarios de recesión, puesto que las inquietudes relacionadas con las refinanciaciones alimentan en la hipótesis de trabajo una preferencia por la deuda corporativa *investment grade* y los emisores *high yield* con calificaciones más altas.

En una recesión cíclica, esperamos que la inflación persista durante algún tiempo antes de regresar al objetivo, por lo que los bonos indexados a la inflación (que ofrecen “rendimientos reales”) serían preferibles a los títulos nominales en este escenario. Los mercados ya descuentan el retorno de la inflación hasta el objetivo, pero los inversores consideran que para ello serán necesarios unos rendimientos reales muy elevados. En este escenario, los rendimientos reales descenderían en paralelo al crecimiento y las expectativas de los bancos centrales.

En una recesión, la India e Indonesia son mercados con rasgos defensivos que están menos vinculados al ciclo

Tomaríamos posiciones largas en determinados mercados emergentes en cualquier escenario por las valoraciones atractivas y los ciclos económicos particulares, pero nuestras preferencias cambiarían dependiendo del escenario que se materialice. En una recesión, la India e Indonesia son mercados con rasgos defensivos que están menos vinculados al ciclo mundial. También preferiríamos algunos bonos de los mercados emergentes en moneda nacional (con coberturas cambiarias) a medida que desciendan los tipos, pero siempre que la solvencia de los grandes mercados emergentes no se vea afectada por inquietudes graves en torno al crecimiento.

- **Henk-Jan Rikkerink**

Director global de Soluciones y Multiactivos

Renta fija

Nuestro escenario de recesión cíclica arranca con un periodo de inflación por encima del consenso en el primer semestre de 2024. Cabe esperar que una serie de sorpresas al alza de la inflación genere otra racha de mejor comportamiento relativo de los bonos indexados a la inflación. Sería similar a 2020/2021, cuando la inflación aceleró y los bonos indexados a la inflación entre 1 y 10 años batieron a los títulos nominales de todos los vencimientos en alrededor de un 15%. Las sorpresas al alza de la inflación traerían consigo un periodo complicado para los bonos nominales en el primer semestre de 2024 y, por lo tanto, en este escenario preferiríamos bonos indexados a la inflación de duración media frente a los nominales.

Si las curvas de rendimientos permanecen invertidas en todas las grandes monedas, añadiríamos los fondos monetarios como alternativa respetable para los inversores más cautelosos, ya que ofrecen rendimientos más elevados que la deuda pública prácticamente sin riesgo.

A este respecto, debería ser de ayuda que los bancos centrales se mantengan en estado de máxima alerta ante la inflación persistente. La deuda corporativa de alta calidad con vencimientos cortos (en GBP, por ejemplo) también podría funcionar bien.

El último tramo de 2024, cuando esperamos recortes más rápidos de lo previsto por parte de la Reserva Federal de EE.UU., sería un buen periodo para los bonos nominales. Sería la asignación de activos más difícil de acompañar, pero para los inversores con una mayor tolerancia al riesgo, los rendimientos nominales en máximos del ciclo serán irresistibles en algún momento y ofrecen betas más elevadas que las que pueden conseguirse con los bonos indexados a la inflación.

- **Steve Ellis**

CIO global del área de Renta Fija

Deuda corporativa no cotizada

En una recesión cíclica, nuestro enfoque pasaría por centrarnos en reducir aún más el riesgo y tomar posiciones en los prestatarios con los balances más sólidos. Cabe esperar que las valoraciones reciban apoyo a la vista del giro a la baja que emprenderían los tipos de interés.

Una recesión cíclica impondría centrarse en aquellas empresas donde podemos tener una influencia directa sobre la estructura y la documentación de las operaciones

En el mercado de préstamos sénior garantizados, preferiríamos los sectores defensivos y las empresas con modelos de negocio con pocas necesidades de inversión y una elevada visibilidad en sus beneficios. El foco estaría en las empresas con ventas contraídas, en lugar de discrecionales, así como aquellas que probablemente presenten flujos de efectivo más estables, como las de atención sanitaria, tecnología y servicios empresariales. Los costes de devolución de la deuda comenzarían a descender cuando cayeran los tipos de interés.

En este escenario, recomendaríamos sobreponderar estrategias de deuda corporativa estructurada y préstamos directos, poniendo especial atención en los préstamos a sectores defensivos y aquellos con flujos de ingresos de empresa a empresa. Una recesión cíclica impondría un enfoque conservador en la selección de deuda corporativa para evitar empresas excesivamente endeudadas y centrarse en aquellas donde podamos tener una influencia directa sobre la estructura y la documentación de las operaciones.

El extremo más bajo del mercado ya descuenta una gran cantidad de riesgo bajista.

Así pues, cuando nos encaminemos hacia una recesión cíclica surgirá un momento para invertir en activos interesantes con bajas calificaciones que el mercado ha castigado en exceso, cuando ya se atisbe la recuperación.

- **Michael Curtis**

Responsable de estrategias de deuda corporativa no cotizada

Renta variable

Las previsiones actuales del consenso sobre los beneficios parecen demasiado optimistas de cara a este escenario, por lo que cabe esperar que se revisen a la baja. Convendría buscar valores baratos en mercados como Europa y Japón, donde las valoraciones están lejos de descontar cualquier tipo de recesión. Japón es especialmente atractivo para los propietarios de acciones gracias a una serie de reformas del gobierno corporativo que se han centrado en las rentabilidades para el accionista. También esperamos que el yen se refuerce si se produjeran recortes de tipos en otros lugares.

**Preferiríamos valores de alta calidad
con baja sensibilidad al ciclo
económico, ingresos recurrentes y un
buen poder de fijación de precios**

En una recesión cíclica, seríamos cautos en relación con los valores cíclicos europeos como la industria, pero esperaríamos encontrar oportunidades en el sector financiero, que presenta una valoración atractiva. Los valores que se asemejan a bonos, como los de servicios públicos, consumo básico y atención sanitaria, también lo suelen hacer bien en una recesión cíclica.

Entretanto, al Reino Unido no le iría bien en este escenario porque las empresas energéticas y mineras representan alrededor de una quinta parte del mercado. Estas empresas acusarían una desaceleración del crecimiento económico. Preferiríamos valores internacionales, en especial valores de alta calidad con baja sensibilidad al ciclo económico, ingresos recurrentes y un buen poder de fijación de precios, unos factores que deberían permitirles capear la tormenta. Estos negocios pueden encontrarse en diferentes sectores, desde consumo básico hasta software.

Podría surgir una dinámica interesante en torno a los valores de pequeña y mediana capitalización en este escenario. Estas empresas cayeron con fuerza en 2023 al tener que lidiar con unos tipos de interés más altos, así que se han abaratado en relación con sus estimaciones de beneficios futuros (aunque se mantiene cierto nerviosismo sobre su capacidad para alcanzar estas estimaciones). Si se redobra la presión económica en la primera parte del año, entonces los valores de pequeña capitalización podrían sufrir, pero cuando veamos cierto alivio procedente de los tipos de interés, los valores más pequeños podrían tener más potencial de recuperación. A diferencia de las grandes tecnológicas, que doparon al mercado en 2023, las empresas más pequeñas no cotizan a su precio justo, por lo que podrían ofrecer más margen de seguridad.

- **Ilga Haubelt**

Responsable de renta variable para Europa

- **Martin Dropkin**

Responsable de renta variable para Asia-Pacífico

Inmuebles

En muchos sentidos, una recesión cíclica crearía una “zona ideal” para la inversión inmobiliaria, ya que un poco de inflación es positiva para los inmuebles.

Además, dado que los precios inmobiliarios ya se han ajustado (sobre todo en Europa y, especialmente, en el Reino Unido) y si los tipos de interés han tocado techo, entonces solo pueden subir. En este escenario surgirían ciertamente oportunidades para asumir más riesgo. Ya se observa un equilibrio adecuado entre la oferta y la demanda en los mercados europeos, lo que significa que 2024 debería terminar siendo un buen año para invertir en inmuebles en este escenario.

Es importante tener en cuenta que, además de lidiar con el cambiante entorno macroeconómico, el mercado inmobiliario está experimentando un cambio estructural, ya que está saliendo de un periodo de rentas sostenibles y entrando en otro de crecimiento sostenible.

Anteriormente, en un mundo con tipos de interés casi cero, se invertía en los inmuebles principalmente buscando rentabilidades (sobre todo comparado con otras clases de activos, como los bonos). Ahora, esperamos que recuperen su papel tradicional de activos “híbridos” que combinan rentas sostenibles y una revalorización del capital similar a las acciones.

- **Neil Cable**

Responsable del área de Inversiones Inmobiliarias Europeas

La visión sobre el terreno

Cómo piensan los analistas que se comportarán sus sectores en una recesión cíclica

“Generalmente, los REITs cotizan como bonos. Si los tipos bajan, al menos la valoración debería subir, aunque los fundamentales se verán afectados junto con el conjunto de la economía”.

**Analista de renta variable
del sector inmobiliario**
Norteamérica

“El consumo cíclico es un sector de beta alta que depende del gasto discrecional. Estas empresas serían algunas de las más perjudicadas por una recesión, de la magnitud que sea”.

**Analista de renta fija del sector
del consumo discrecional**
Norteamérica

“Este escenario debería dar lugar a un aumento de los precios de las materias primas, lo que tendría un efecto negativo en las empresas de materiales”.

Analista de renta variable del sector de los materiales
India

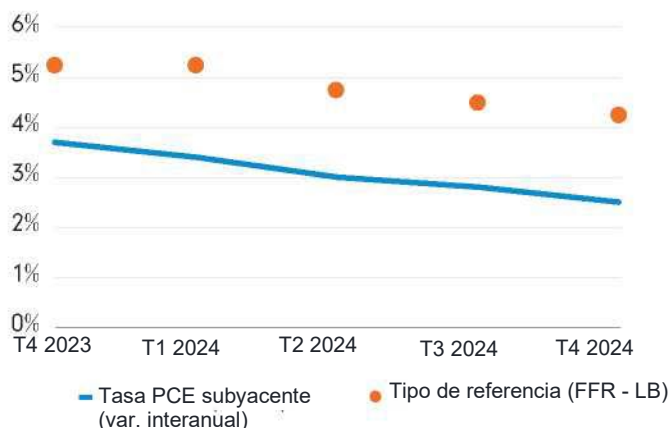
Escenario 2: Aterrizaje suave

20%
de
probabilidad

Un escenario de aterrizaje suave implicaría una desaceleración ligeramente inferior a la tendencia en las grandes economías, sin grandes sobresaltos que hagan descarrilar a los mercados. La decisión de mantener los tipos más altos durante más tiempo llevaría la inflación hasta un nivel en el que los bancos centrales estuvieran cómodos. Más adelante, eso les permitiría virar y recortar los tipos de interés, con lo que rebajarían la presión sobre los hogares y las empresas endeudadas.

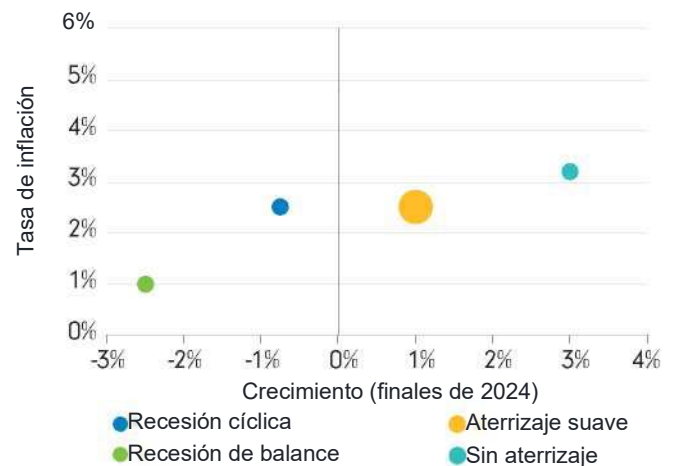
Aterrizaje suave: la inflación cae hasta el objetivo; los tipos vuelven al nivel neutral

Tolerancia al riesgo...



Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

... porque las economías evitan la recesión



Nota: La tasa de inflación está representada por el índice de gasto de consumo personal (PCE) de EE.UU. Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

Implicaciones para la inversión: Un aterrizaje suave permitiría a los inversores acercarse al riesgo en muchas clases de activos y, dado que la inflación regresaría a los niveles objetivo, surgirían oportunidades concretas en valores de crecimiento, inmuebles logísticos y deuda de empresas cíclicas. No obstante, sería necesario todavía dar un toque defensivo en relación con los próximos vencimientos en la renta fija y el papel del dólar como refugio.

- El contexto sería favorable para los bonos nominales, los inmuebles europeos y las empresas vinculadas al consumo.
- Los valores menos defensivos y de mediana capitalización probablemente batirían al mercado.
- Los fondos monetarios ofrecerían oportunidades interesantes a comienzos de año.

Inversión multiactivos

Un aterrizaje suave sería eminentemente un escenario para asumir riesgo, en nuestra opinión; sería moderadamente positivo para los bonos y una buena noticia para las acciones, especialmente aquellas más allá de los grandes valores que han protagonizado la evolución del S&P 500 en 2023. Por lo tanto, preferimos los valores de mediana capitalización de EE.UU. frente a los megavalores de crecimiento, puesto que los segundos ya se han beneficiado de una “huida hacia la calidad” este año, motivada por la elevada incertidumbre económica.

Un aterrizaje suave sería negativo para el dólar estadounidense, ya que darían marcha atrás los flujos en busca de refugio que le han dado impulso durante los dos últimos años, lo que erosionaría su rendimiento. De cara a un movimiento al alza del ciclo, preferiríamos mercados como Corea y Taiwán, que están expuestos a los semiconductores (sensibles al ciclo), y mercados “de beta más alta” como Brasil. La perspectiva de recortes de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal de EE.UU. y de debilidad del dólar también provocaría un repunte en monedas con rendimientos elevados, como las de los mercados emergentes. Por otro lado, un aterrizaje suave se nos antojaría beneficioso para valores cíclicos castigados, como la deuda corporativa *high yield* de Asia y los activos alternativos más líquidos.

- **Henk-Jan Rikkerink**

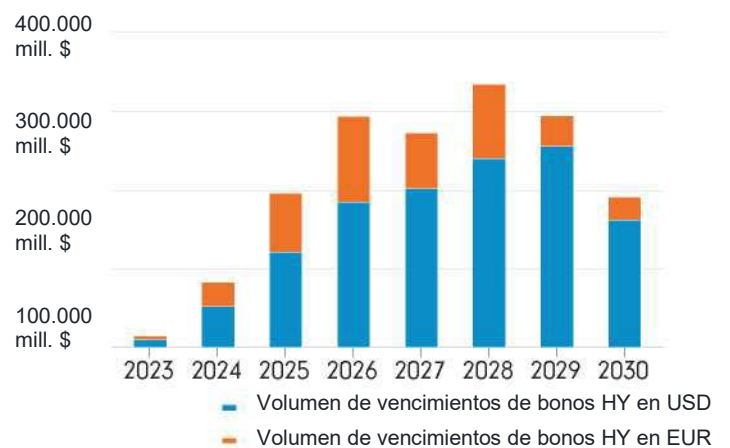
Director global de Soluciones y Multiactivos

Renta fija

Sin nada que lo perturbe, este escenario debería constituir un entorno propicio para los bonos nominales. Obviamente, el papel con duraciones más elevadas ofrecería los mejores resultados gracias a la reducción de los tipos de interés generales a finales de año. Los bonos *high yield* también deberían hacerlo bien en un entorno favorable para los activos de riesgo gracias a una sólida evolución del crecimiento.

La deuda corporativa *investment grade* encerraría todavía algo de peligro debido al entorno de tipos más altos durante más tiempo que probablemente abarque la primera parte de 2024, y al muro de vencimientos que todos vemos que se cierne sobre las empresas durante los próximos tres años. Sin embargo, en una situación de crecimiento continuado, aunque no exuberante, debería haber espacio para la deuda corporativa *investment grade* y algunas compras cuidadosas y bien analizadas en activos *high yield*, donde pueden encontrarse rendimientos de un dígito alto.

Es poco probable que los vencimientos de deuda creen problemas en 2024, pero pronto amenazarán al universo *high yield*



Fuente: Bloomberg, Fidelity International, 31 de agosto de 2023.

En todo caso, los activos monetarios y los títulos indexados a la inflación con vencimientos más cortos podrían quedar rezagados por su duración relativamente baja, aunque podrían hacerlo bien a comienzos de año antes de que las plusvalías de la deuda pública y los bonos corporativos comiencen a imponerse y a decantar la balanza hacia esas clases de activos.

Los activos estadounidenses probablemente se comporten mejor, ya que deberíamos ver un descenso acusado de los rendimientos desde lo que constituye actualmente un nivel de partida más elevado que en otros mercados desarrollados. El sector financiero europeo debería

ser otra apuesta interesante, ya que parte de un nivel relativamente barato en lo que sería un entorno favorable para la renta fija.

- **Steve Ellis**

CIO global del área de Renta Fija

Deuda corporativa no cotizada

En un escenario de aterrizaje suave, esperaríamos que destacaran los valores menos defensivos. Eso daría un respiro a los impagos y reduciría el riesgo de refinanciación para los prestatarios en todo el mercado. Además, en este entorno económicamente más favorable surgiría una oportunidad real en los préstamos sénior garantizados de menor calificación o la deuda estructurada.

Las mejores rentabilidades podrían encontrarse en activos que actualmente mantienen diferenciales amplios frente al mercado y dirigiríamos nuestra asignación de activos hacia valores que podrían repuntar con fuerza cuando no se materialicen escenarios más adversos. Por ejemplo, los títulos con calificación CCC, que generalmente representan entre el 1% y el 10% del índice europeo de préstamos apalancados, pueden aportar hasta un 25-30% de la rentabilidad en momentos en los que las expectativas del mercado cambian a unas perspectivas más halagüeñas.

Los valores cíclicos con un perfil de riesgo más elevado probablemente generen las rentabilidades más fuertes, mientras que en la deuda estructurada los tramos *high yield* deberían ofrecer las rentabilidades más atractivas. Por lo tanto, invertiríamos en los tramos por debajo de *investment grade* de la deuda estructurada. En los préstamos directos y los préstamos sénior las rentas más elevadas, la caída de los tipos y un entorno de impagos más favorable serían positivos para las refinanciaciones y las oportunidades de revalorización del capital.

Renta variable

El elemento más importante en un escenario de aterrizaje suave es que la inflación regresaría a los niveles objetivo y los bancos centrales podrían cantar victoria. Los valores de crecimiento deberían mostrar un buen comportamiento en este escenario (sobre todo los valores del sector financiero y las materias primas) a medida que la inflación se acerque de nuevo a los niveles objetivo y los bancos centrales viren. No pensamos que las acciones *value* vayan a aventajar mucho a las de crecimiento.

El consumo sería especialmente interesante en un aterrizaje suave. Los salarios habrían subido al compás de la inflación, pero entonces los costes hipotecarios comenzarían a descender con la caída de los tipos de interés. Esta circunstancia dejaría más dinero en el bolsillo de las familias. Sería un buen momento para fijarse en los valores del sector de la gran distribución.

Sin embargo, un escenario de aterrizaje suave requeriría todavía un planteamiento defensivo, especialmente en comparación con el escenario sin aterrizaje. Redoblaríamos las apuestas por la diversificación, que deberían ayudar a proteger la cartera frente a sacudidas macroeconómicas, y estaríamos aún más atentos a las valoraciones elevadas.

Por regiones, esperaríamos que la bolsa japonesa se beneficiara en este escenario. Si los bancos centrales del resto del mundo estuvieran recortando tipos y los tipos reales estuvieran descendiendo rápidamente, el yen comenzaría a revalorizarse. Los valores de consumo interno lo harían bien a resultas de ello, mientras que las empresas que dependan de las exportaciones podrían sufrir presiones a causa de la fortaleza de la moneda.

- **Ilga Haubelt**

Responsable de renta variable para Europa

- **Martin Dropkin**

Responsable de renta variable para Asia-Pacífico

Escenario 1:
Recesión
cíclica

Escenario 2:
Aterrizaje
suave

Escenario 3:
Recesión de
balance

Escenario 4:
Sin
aterrizaje

Inmuebles

En un contexto en el que el crecimiento volviera a hacer acto de presencia en las grandes economías y los tipos de interés regresaran a sus cotas históricas, la oportunidad sería perfecta para fijarse en el sector inmobiliario.

Concretamente, esperaríamos una mejora de las perspectivas de las naves logísticas a la vista de la escasez de oferta que sufre actualmente este mercado en Europa. Debido al auge de las compras electrónicas, la logística es ahora un mejor indicador de la salud del consumidor que los inmuebles comerciales tradicionales y debería beneficiarse de una mayor actividad de consumo. Este sector ha atravesado una buena racha recientemente, pero sigue habiendo margen de crecimiento y

de incremento de los alquileres, a la vista de las tasas de disponibilidad sorprendentemente bajas que siguen registrando las naves.

Durante los últimos años se ha producido un cambio en el énfasis de los inquilinos en relación con el perfil de sostenibilidad de los edificios que alquilan y esta situación no hará sino acentuarse en cualquiera de los escenarios que podríamos experimentar. El interés de los inquilinos en los edificios verdes obedece no solo a los cambios normativos o incluso a la oportunidad de reducir los costes energéticos, sino a sus propias metas de cero emisiones netas, las presiones de sus partes interesadas y sus esfuerzos por atraer y retener personal.

- **Neil Cable**

Responsable del área de Inversiones Inmobiliarias Europeas

La visión sobre el terreno

Cómo piensan los analistas que se comportarán sus sectores un escenario de aterrizaje suave

“La valoración del sector sanitario es muy sensible a los tipos de interés y los beneficios son vulnerables a la inflación.

Así pues, este es el escenario más positivo. Esperaría un aumento de las valoraciones absolutas”.

Analista de renta variable del sector sanitario
Europa

“Creo que las expectativas del mercado se encuentran actualmente entre un aterrizaje suave y una recesión cíclica y, por lo tanto, un aterrizaje suave sería bien acogido en los títulos cíclicos”.

Analista de renta fija del sector del consumo discrecional
Norteamérica

“Las empresas de servicios públicos pasan por ser defensivas. Un aterrizaje suave sería positivo para la mayoría de los sectores, pero tendría un efecto neutro para los servicios públicos”.

Analista de renta fija del sector de los servicios públicos
Norteamérica

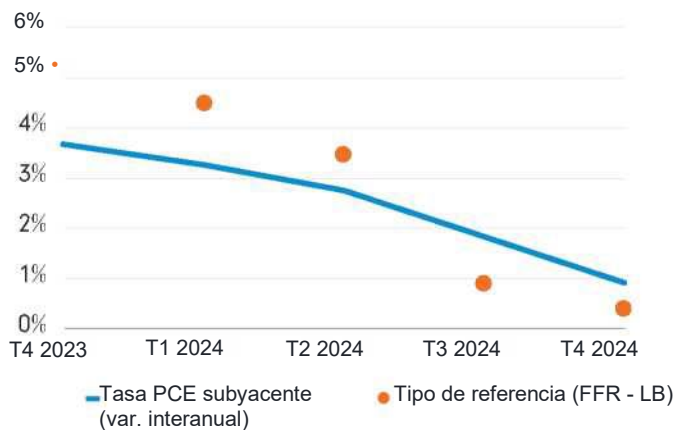
Escenario 3: Recesión de balance

10%
de
probabilidad

Una recesión de balance estaría marcada por una contracción profunda y prolongada de las economías desarrolladas y emergentes. Los mercados corporativos se sumirían en un acusado ciclo de impagos y los estados vulnerables también sufrirían presiones. Puesto que una recesión de balance provocaría un recorte generalizado del gasto en las empresas y los hogares, los bancos centrales responderían rebajando con fuerza los tipos de interés, mientras que la inflación también se desplomaría.

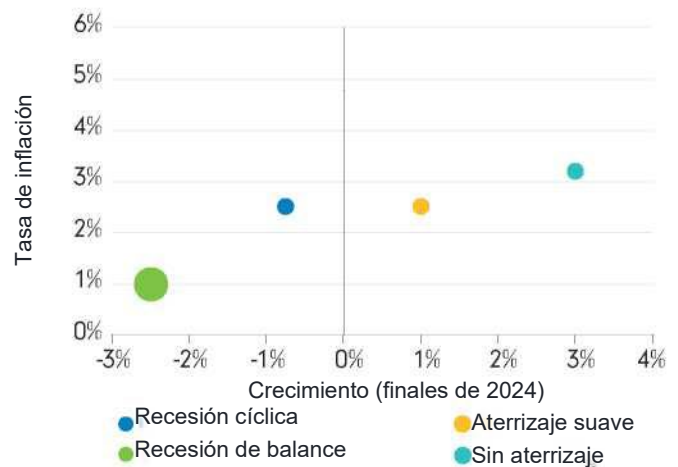
Recesión de balance: inversión de las tendencias de la inflación; virajes bruscos de los bancos centrales

Intolerancia al riesgo...



Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

... al entrar en una recesión profunda



Nota: La tasa de inflación está representada por el índice de gasto de consumo personal (PCE) de EE.UU. Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

Implicaciones para la inversión: La acusada contracción derivada de una recesión de balance impondría una cautela generalizada, pero seguiría habiendo oportunidades. La duración en la renta fija y las monedas refugio probablemente aporten cierto alivio, mientras que las inversiones en sectores sólidos y defensivos que muestren una visibilidad a largo plazo sobre las rentas (como atención sanitaria y servicios públicos) podrían seguir siendo atractivos.

- En la mayoría de las clases de activos se impondría un planteamiento de rechazo al riesgo.
- Énfasis en la duración, los rasgos defensivos y las rentas sostenibles.
- Las monedas refugio y el oro serían interesantes.

Escenario 1:
Recesión
cíclica

Escenario 2:
Aterrizaje
suave

Escenario 3:
Recesión de
balance

Escenario 4:
Sin
aterrizaje

Inversión multiactivos

Se trata de un escenario de claro rechazo al riesgo y alcista tanto para el dólar estadounidense como para el yen japonés (en su condición de refugios tradicionales), el oro y también la duración en los bonos, a la vista de la probabilidad de virajes bruscos de los principales bancos centrales; las empresas con balances sólidos registrarían un mejor comportamiento relativo. Nos preocuparía especialmente la capacidad de algunas empresas de pequeña capitalización para capear una recesión profunda y prolongada, especialmente aquellas que cargan con grandes lastres de deuda. Habría buenas razones para fijarse en los valores de mediana capitalización de EE.UU. y algunas áreas del S&P 500 donde las valoraciones se han mantenido en niveles razonables, pero excluyendo a los Siete Grandes (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla). Del mismo modo, optaríamos claramente por la deuda corporativa de alta calidad crediticia frente a los segmentos de mayor riesgo, como los bonos *high yield*.

Más allá de EE.UU., las acciones de los mercados emergentes más defensivos, como la India y el sureste asiático, estarían mejor colocadas ante este escenario, ya que son mercados menos vinculados al ciclo mundial.

- **Henk-Jan Rikkerink**

Director global de Soluciones y Multiactivos

Renta fija

Una recesión de balance siempre mete el miedo en el cuerpo de los inversores en renta fija, pero el rechazo al riesgo sería generalizado. Los bonos corporativos y gran parte, si no todo, del universo de la renta variable quedarían patas arriba o, al menos, se verían relegados frente a las apuestas por el descenso de los tipos de interés y la necesidad de preservar el capital.

En una desaceleración real siempre compramos duración, porque cabe esperar que los bancos centrales recorten los tipos, posiblemente con fuerza, y existe la posibilidad de que incluso retomen la relajación cuantitativa.

Muchos inversores ya se han ido deslizando hacia estas posiciones este año. Algunos se han quemado los dedos por hacerlo, pero en este caso se obtendrían réditos.

Las monedas refugio y el oro se han comportado bien en anteriores escenarios de intolerancia al riesgo



Nota: El índice del oro es XAU= (USD/oz); tipo de cambio yen-dólar (JPY/USD); tipo de cambio franco suizo-euro (CHF/EUR). Fuente: Refinitiv Datastream, Fidelity International, octubre de 2023.

Buscaríamos la revalorización del capital, derivada de la duración, y también elevaríamos las inversiones en liquidez y oro. Probablemente también querríamos algunas monedas refugio. Subiríamos por el espectro de calidad lo máximo posible y cubriríamos parte de las caídas que la renta variable sufriría inevitablemente. Suponiendo que hayamos descartado la amenaza de grandes incrementos de los costes en el plano de la oferta, no tendría sentido invertir en papel indexado a la inflación.

- **Steve Ellis**

CIO global del área de Renta Fija

Deuda corporativa no cotizada

A tenor de la corrección sustancial de los precios de los activos y ante la presión sobre las valoraciones empresariales, en una recesión de balance apostaríamos por subir por la estructura de capital, poniendo el foco en la exposición sénior garantizada. Los tramos *investment grade* de la deuda estructurada, concretamente los bonos de titulización de préstamos (CLO), también ofrecerían rasgos defensivos y rentabilidades superiores.

Escenario 1:
Recesión
cíclica

Escenario 2:
Aterrizaje
suave

Escenario 3:
Recesión de
balance

Escenario 4:
Sin
aterrizaje

Durante los más de 25 años que tiene esta clase de activos en Europa, el mercado no ha registrado ni un solo impago en tramos con calificaciones de A o superiores (aunque la evolución histórica no garantiza cuál va a ser su comportamiento en una nueva recesión de balance). Los rendimientos de estos instrumentos también presentan una prima sustancial frente a los activos de renta fija corporativa.

También recomendaríamos fijarnos en los préstamos apalancados sénior garantizados y los préstamos directos con mayores calificaciones, donde las valoraciones deberían compensar con creces cualquier posible escenario adverso de impagos y, al mismo tiempo, generar rentas de un dígito alto y más. Preferimos Europa a EE.UU. por el predominio de los sectores defensivos, unas tasas previstas de recuperación más elevadas y unas estructuras de capital menos apalancadas.

Como ocurrió durante la crisis financiera mundial, esperamos menos operaciones, aunque las nuevas emisiones tanto en préstamos directos como en préstamos sénior garantizados probablemente salgan con condiciones y precios favorables a los prestamistas, por lo que podrían surgir oportunidades atractivas para invertir más adelante. Es importante señalar las diferencias entre el mercado actual y su situación justo antes de la crisis financiera mundial de 2008. El apalancamiento del sistema es mucho más bajo actualmente y, con el crecimiento de la deuda corporativa no cotizada, las empresas tienen más opciones para abordar problemas en las estructuras de capital, lo que significa que los impagos deberían estar contenidos y las recuperaciones deberían ser aceptables.

- **Michael Curtis**

Responsable de estrategias de deuda corporativa no cotizada

Renta variable

Los bancos y otras entidades financieras están bien situadas para lidiar con una recesión cíclica estándar, pero sufren cuando se enfrentan a este escenario más grave. En una recesión de balance, reduciríamos considerablemente nuestra exposición al sector financiero. Algunos valores de materias primas podrían sufrir presiones ante la caída de la demanda.

Este es un escenario para buscar refugio y las empresas de servicios públicos y atención sanitaria — valores que actúan como bonos— podrían ser el lugar adecuado. EE.UU. también podría actuar como un refugio relativo. Obviamente, habría beneficiarios del entorno de descenso de los tipos de interés, como los valores de crecimiento que estaban caros y cuyos flujos de efectivo descontados incrementarían súbitamente su atractivo. Por ejemplo, merecería la pena considerar las empresas de software con modelos de suscripción e ingresos recurrentes sólidos.

Sería importante realizar con rapidez cualquier movimiento defensivo. Ninguno de los grandes mercados refleja este escenario en sus valoraciones, por lo que, si se materializa una recesión de balance, los precios corregirían abruptamente. En lo que respecta a los valores de pequeña capitalización, los inversores querrían reservar munición y esperar hasta que las aguas se calmen. Las autoridades monetarias sufrirían enormes presiones para virar y rescatar la economía. Los tipos de interés girarían de forma vertiginosa y los valores de crecimiento volverían a gozar del favor del mercado a finales de año.

- **Ilga Haubelt**

Responsable de renta variable para Europa

- **Martin Dropkin**

Responsable de renta variable para Asia-Pacífico

Escenario 1:
Recesión
cíclica

Escenario 2:
Aterrizaje
suave

Escenario 3:
Recesión de
balance

Escenario 4:
Sin
aterrizaje

Inmuebles

En un escenario con recesión de balance, podría resultar difícil encontrar crecimiento y, como es lógico, este hecho trae consigo más cautela. Un buen número de inversores saldrían completamente del sector, pero podrían estar pecando de cortedad de miras. Sería mucho mejor concentrarse en activos *core* y en productos con alquileres a largo plazo, cobrar las rentas y esperar a que escampe. Las rentas fiables que generan inversiones como las residencias o los supermercados podrían ser especialmente atractivas en este escenario.

La última vez que se produjo una recesión de balance, durante la crisis financiera mundial, no existía el concepto de prima verde, pero eso ha cambiado.

Ahora, el perfil de sostenibilidad de un activo todavía podría generar demanda, incluso durante una recesión complicada. La explicación residiría en la sensibilidad a los costes, ya que los edificios con sólidas credenciales de sostenibilidad son más eficientes y reducen drásticamente las facturas energéticas de los inquilinos. Incluso en este escenario de tensiones, los inquilinos podrían estar dispuestos a pagar un alquiler más alto por edificios más ecológicos, ya que sus costes globales se reducirían.

- **Neil Cable**

Responsable del área de Inversiones Inmobiliarias Europeas

La visión sobre el terreno

Cómo piensan los analistas que se comportarán sus sectores en una recesión de balance

“Una recesión profunda supondría un nuevo golpe a la demanda, lo que conllevaría que la corrección de existencias tarde más en completarse y eso, a su vez, haría que esta desaceleración se complicase”.

Analista de renta fija del sector de TI
Norteamérica

“Los sectores defensivos, como la alimentación dentro del consumo básico, se beneficiarían de la rotación desde los valores cíclicos”.

Analista de renta variable del sector del consumo básico
Norteamérica

“Los tipos más bajos son positivos para los flujos de efectivo de las empresas de reparto de comida a domicilio. Se trata de un caso ligeramente especial dentro del sector del consumo discrecional debido a su inmadurez: no se sabe cómo evolucionarán sus márgenes a medida que se desarrolle el sector y, en muchos casos, estas empresas acaban de generar su primer flujo de efectivo disponible positivo, por lo que su valor está muy sesgado —más de lo habitual— hacia el largo plazo. Eso hace que el entorno de tipos de interés sea muy importante”.

Analista de renta variable del sector del consumo discrecional
Europa

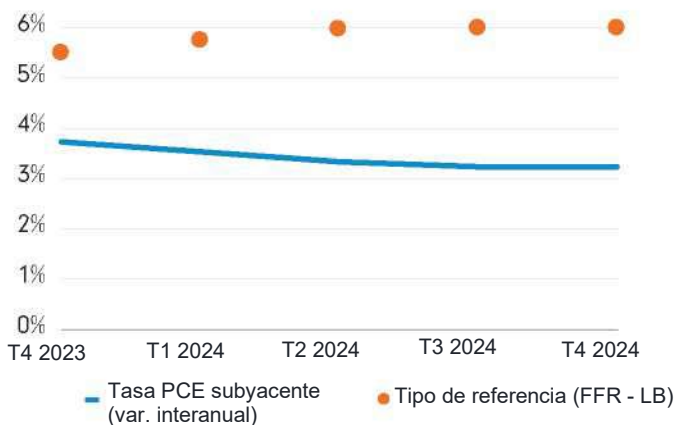
Escenario 4: Sin aterrizaje

10%
de
probabilidad

En un escenario sin aterrizaje, el crecimiento económico de EE.UU. seguiría aguantando, mientras que la desaceleración actual que sufre Europa se corregiría. La inflación subyacente persistiría y se estabilizaría uno o dos puntos porcentuales por encima de los objetivos de los bancos centrales, lo que empujaría a las autoridades monetarias a seguir subiendo los tipos de interés.

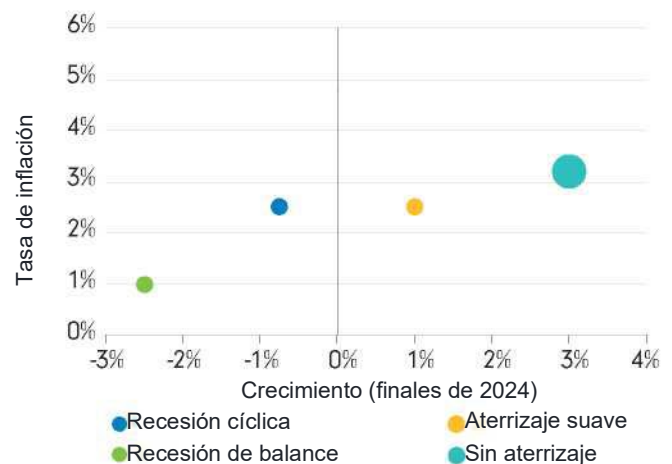
Sin aterrizaje: tipos más altos durante más tiempo con inflación persistente

Los tipos se mantienen altos...



Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

... por la resistencia del crecimiento



Nota: La tasa de inflación está representada por el índice de gasto de consumo personal (PCE) de EE.UU. Fuente: Fidelity International, octubre de 2023.

Implicaciones para la inversión: Un escenario sin aterrizaje podría ser más variado de lo que parece. Con los tipos de interés manteniéndose o incluso subiendo, saldrían favorecidas las opciones con tipos variables dentro del mercado de deuda corporativa no cotizada, mientras que las empresas de mediana capitalización y las materias primas también serían interesantes. Sin embargo, este escenario sería problemático para el mercado inmobiliario, para las empresas que tratan de refinanciarse y para la deuda pública y los bonos *investment grade*.

- Cabe esperar que las empresas exportadoras europeas se comporten bien, por la aceleración del crecimiento de los mercados emergentes.
- Las empresas de mediana capitalización probablemente batan a los megavalores de crecimiento que han copado titulares a lo largo de 2023.
- Los tipos de refinanciación podrían plantear obstáculos a las empresas más endeudadas en los mercados de bonos y de préstamos sénior garantizados.

Escenario 1:
Recesión
cíclica

Escenario 2:
Aterrizaje
suave

Escenario 3:
Recesión de
balance

Escenario 4:
Sin
aterrizaje

Inversión multiactivos

Unos tipos de interés más altos durante (aún) más tiempo despertarían el sentimiento bajista en duración. Nuestra preferencia en este escenario estaría en la deuda corporativa de alta calidad y la liquidez frente a la deuda pública, y en los bonos indexados a la inflación frente a los nominales, ya que los mercados tendrían que ajustar los precios a una inflación estructuralmente más alta.

En la renta variable, apostaríamos por los valores de mediana capitalización de EE.UU. frente a los megavalores de crecimiento, al igual que en un aterrizaje suave. Las valoraciones de las empresas de mediana capitalización son mucho más razonables y podrían beneficiarse del entorno de crecimiento resistente que conlleva un escenario sin aterrizaje. Fuera de EE.UU., este escenario de tipos de interés más altos durante más tiempo también sería una buena noticia para los valores cíclicos sensibles a los tipos, como los bancos europeos y japoneses. También se beneficiarían otras áreas cíclicas baratas, como las acciones chinas, los bonos *high yield* de Asia y los activos alternativos más líquidos.

Si finalmente vemos una aceleración en lugar de una desaceleración, entonces también esperaríamos que se beneficiasen los mercados emergentes más cíclicos, como Corea y Taiwán, dada su exposición al ciclo de los semiconductores, que es sensible al crecimiento. Los activos emergentes de beta más alta y de exportadores de materias primas, como la renta variable brasileña, también deberían hacerlo bien en este escenario.

- **Henk-Jan Rikkerink**

Director global de Soluciones y Multiactivos

Renta fija

Este sería el escenario más dañino para la deuda pública y los bonos *investment grade*, con la inflación muy por encima del objetivo y la Reserva Federal de EE.UU. retomando las subidas de tipos después de que la economía resistiera milagrosamente las presiones ejercidas por los tipos de interés más altos y el endurecimiento cuantitativo.

Los que hemos entrado de puntillas en los bonos nominales de duración más larga sufriríamos. Los fondos monetarios se beneficiarían, ya que los tipos de la liquidez subirían y, en general, preferiríamos activos cíclicos de buena calidad y duración más corta. Obsérvese que no todos los activos cíclicos (los bonos *high yield* de baja calidad, por ejemplo) recibirían el impulso de un crecimiento fuerte, ya que los títulos de inferior calidad se verían afectados por el deterioro de la liquidez y los tipos más altos.

Los tipos de refinanciación cada vez más altos que encontrarían las empresas muy endeudadas plantearían un peligro cada vez mayor, lo que generaría un entorno de mayor riesgo específico. Los bonos indexados a la inflación con vencimientos inferiores a 10 años podrían brillar, impulsados por las sorpresas al alza de la inflación y resguardados por una duración relativamente corta y una beta más baja que la deuda pública nominal. Por regiones, EE.UU. registraría un crecimiento y una inflación más altos y, por lo tanto, los rendimientos subirían más que en sus homólogos europeos, lo que configuraría un entorno más difícil para la duración.

Los bonos indexados a la inflación podrían seguir brillando en un escenario sin aterrizaje



Fuente: ICE BofA 1-10 Year US Inflation-Linked Treasury Index, ICE BofA 1-10 Year US Treasury Index, Fidelity International, 30 de septiembre de 2023.

- **Steve Ellis**

CIO global del área de Renta Fija

Deuda corporativa no cotizada

Enfrentados a las presiones inflacionistas al alza de un escenario sin aterrizaje, los tipos variables de los productos de deuda corporativa no cotizada serían atractivos como posible cobertura frente a la inflación.

En este escenario, podríamos posicionarnos de forma menos defensiva y estaríamos dispuestos a asumir más riesgo, centrándonos en líderes sectoriales y empresas con un sólido poder de fijación de precios y la capacidad de repercutir costes a los clientes. Sin embargo, si los tipos se mantienen más altos durante mucho más tiempo, trataríamos de evitar títulos con ratios deuda-EBITDA más elevados o ratios de cobertura de intereses más bajos y seríamos cautos en los sectores defensivos tradicionales, como atención sanitaria y tecnología, que suelen tener un apalancamiento más elevado y podrían no disponer del poder de fijación de precios necesario para repercutir los incrementos de los costes. Del mismo modo, las empresas donde los salarios supongan un gran porcentaje de los costes probablemente sean menos atractivas en un entorno de inflación alta, aunque podría haber excepciones.

Si los tipos se mantienen altos y suben aún más, habría una mayor erosión en las valoraciones y las refinanciaciones se dificultarían en algunos títulos de deuda. Aunque el muro de vencimientos no sería una preocupación inminente, las necesidades de refinanciación durante los próximos años podrían empezar a plantear mayores dificultades.

- **Michael Curtis**

Responsable de estrategias de deuda corporativa no cotizada

Renta variable

Suponiendo que uno de los causantes de un escenario sin aterrizaje fuera el buen tono de la economía china, entonces algunos exportadores europeos, sobre todo Alemania, deberían situarse a la cabeza de los beneficiarios.

Japón, otra economía sensible al crecimiento chino, reaccionaría positivamente también y podríamos ver una aceleración del crecimiento en los mercados emergentes, lo que, de nuevo, beneficiaría a los exportadores.

En cuanto a los estilos, cabe esperar que el entorno de tipos de interés más altos durante más tiempo favorezca al *value* frente al *growth*, con una mejora constante de los beneficios durante el año. La economía estadounidense aguantaría en este escenario, merced al pleno empleo y a unos consumidores todavía capaces de gastar. Sin embargo, conviene tener en cuenta que si los tipos de interés se mantienen altos, este escenario terminaría siendo problemático para las acciones.

Entre las acciones estadounidenses, escogeríamos empresas con dos características clave. La primera es el poder de fijación de precios, es decir, empresas con control sobre sus costes de producción. La segunda es un balance bien estructurado con un apalancamiento reducido y empresas que pueden generar flujos de efectivo disponible en tasa anual. Los ferrocarriles, que poseen activos fijos y, en muchos casos, operan en régimen de monopolio, serían un ejemplo que reúne las dos condiciones.

Las materias primas, en especial el petróleo, también tendrían un buen comportamiento en un escenario sin aterrizaje, lo que beneficiaría al mercado británico, donde estas áreas tienen un gran peso. Por el contrario, la inflación persistente sería una mala noticia para las empresas sensibles a los costes de producción, que verían cómo sus márgenes sufren presiones. Algunas empresas de consumo básico que nos gustan en una recesión cíclica sufrirían por el encarecimiento de las materias primas.

Podría resultar tentador pensar que las grandes tecnológicas que constituyen el grupo de los “Siete Grandes” y que tan bien lo han hecho en 2023 prorrogarían su racha ganadora en un escenario sin aterrizaje, pero la valoración lo es todo. Algunas poseen excelentes modelos de negocio, dominan sus subsectores y pueden seguir generando flujos de efectivo de forma duradera.

Escenario 1:
Recesión
cíclica

Escenario 2:
Aterrizaje
suave

Escenario 3:
Recesión de
balance

Escenario 4:
Sin
aterrizaje

Otras ya han dejado atrás sus mejores años, lo que dificulta la tarea de justificar unas valoraciones más elevadas desde el nivel actual.

- **Ilga Haubelt**

Responsable de renta variable para Europa

- **Martin Dropkin**

Responsable de renta variable para Asia-Pacífico

Inmuebles

Los tipos de interés más altos durante más tiempo y el repunte de la inflación plantearían dificultades al mercado inmobiliario. Los inquilinos se enfrentarían a mayores costes, aunque no esperamos que quiebren en gran número, ya que los precios de mercado han incorporado mecanismos de amortiguación.

Desde una perspectiva de inversión, un escenario sin aterrizaje sería un buen momento para replegarse sobre los activos *core* y esperar a que pase el ciclo. Los fundamentales del sector inmobiliario deberían seguir siendo relativamente sólidos, por lo que una vez haya pasado esta fase y los tipos bajen finalmente, sería posible vender y materializar las posibles ganancias. Podrían surgir oportunidades para aprovechar los ajustes de los precios que se producirán en el sector para aportar valor, pero en líneas generales creo que sería un momento para mantener un perfil defensivo.

La visión sobre el terreno

Cómo piensan los analistas que se comportarán sus sectores en un escenario sin aterrizaje

“Dado que las valoraciones siguen siendo muy sensibles a los tipos, cabe esperar que los tipos más altos ejerzan una presión continua sobre las valoraciones, especialmente si al mercado comienza a inquietarle que sea a más largo plazo. Además, la inflación alta persistente sería negativa para los beneficios, a la vista del bajo poder de fijación de precios del sector”.

Analista de renta variable del sector sanitario
Europa

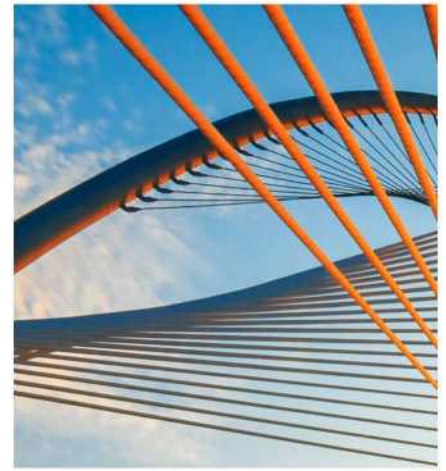
“La mayor parte de las *utilities* se benefician de las medidas de protección contra la inflación (sobre todo las empresas reguladas), pero una inflación elevada sostenida provocaría un aumento de los costes por inversiones, los gastos de explotación, la deuda indexada y los costes por intereses, lo que probablemente sería perjudicial para los indicadores crediticios, sobre todo a la luz de las fuertes necesidades de inversión en todo el sector”.

Analista de renta fija del sector de los servicios públicos
Europa

“Si la inflación sigue siendo alta, el deterioro de la calidad de los activos probablemente se imponga a los efectos beneficiosos continuados de los tipos más altos”.

Analista de renta fija del sector financiero
Europa

Asia



Cabalgar la ola del crecimiento

La desaceleración económica de China y la resistencia del dólar estadounidense han empañado la sólida dinámica de crecimiento de las economías de Asia durante el último año, pero esta tendencia de crecimiento debería continuar en 2024.



Martin Dropkin
Responsable de renta variable para Asia-Pacífico

La evolución del dólar estadounidense y el escaso optimismo de los inversores en relación con la recuperación de Asia han oscurecido la trayectoria de fuerte crecimiento de muchas economías asiáticas durante el pasado año. Sin embargo, las perspectivas de Asia siguen siendo sólidas y se sustentan en un consumo vigoroso y unos cambios estructurales positivos.

Tres escenarios para el crecimiento de China

China es la gran variable de la región. Apreciamos tres escenarios macroeconómicos diferentes como las trayectorias más probables para la economía del país durante el próximo año.

El primero —nuestra hipótesis de trabajo— consiste en una estabilización controlada de China, de tal modo que su recuperación se acelere gradualmente con la estabilización del sector inmobiliario y el repunte del consumo. Asignamos una probabilidad del 65% a este escenario, en el que la economía crecería entre un 4% y un 5% en 2024.



Lei Zhu
Responsable de renta fija asiática

Las autoridades aplicarían más estímulos presupuestarios y monetarios para mantener la dinámica de crecimiento, por ejemplo, medidas eficaces para abordar problemas profundos y estructurales que ayuden a la economía a alejarse del viejo modelo enfocado en la inversión. A su vez, estas medidas de apoyo ayudarían a estabilizar el mercado inmobiliario, que supone alrededor de dos tercios de la riqueza de los hogares en China, y darían un impulso restaurador a la confianza de los consumidores.

Estas medidas de apoyo ayudarían a estabilizar el mercado inmobiliario, que supone alrededor de dos tercios de la riqueza de los hogares en China

En caso de recesión en los países desarrollados, la mayor solidez del mercado interno chino ayudaría a compensar el hundimiento de la demanda del exterior.

Aunque creemos que el modelo de crecimiento elevado de años anteriores no es sostenible, la mejora del entorno macroeconómico sostendría los beneficios empresariales y, en última instancia, mejoraría el sentimiento de los inversores. En el sector inmobiliario, esperaríamos una estabilización de los precios, no una reactivación del crecimiento, con la vista puesta en los niveles de deuda.

Las implicaciones para los activos chinos en un escenario de estabilización controlada serían diversas. Para la renta variable china, que actualmente presenta unas valoraciones atractivas frente a la mayoría de las regiones, los valores cíclicos como los de transporte marítimo, industria y servicios al sector petrolífero, se beneficiarían del aumento de la producción económica. El aumento del gasto de los hogares, sostenido por la gran bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia, también sería beneficioso para los valores de consumo. En este escenario, los tipos de interés oscilarían entre la estabilidad y un ligero descenso. El rendimiento real de la deuda pública china seguiría siendo atractivo por el entorno de baja inflación, lo que estimularía la demanda de bonos del mercado interno. Incluso en este caso, podríamos ver algunas presiones de liquidez a corto plazo en el mercado interno de renta fija, provocadas por las expectativas de los inversores en relación con las futuras medidas de apoyo y una oferta cada vez mayor de deuda pública que tiraría al alza de los rendimientos.

El sector servicios de China destaca mientras los inmuebles se hunden



Nota: Lecturas mensuales del indicador de actividad económica de China elaborado por Fidelity International. El eje Y muestra la puntuación Z de cada serie. Las puntuaciones superiores al cero indican que la actividad se sitúa por encima de su media a largo plazo. Las puntuaciones inferiores al cero indican que la actividad se sitúa por debajo de su media a largo plazo. Fuente: Fidelity International, noviembre de 2023.

Una segunda trayectoria posible para la economía china se centra en los riesgos bajistas, como la posibilidad de que los estímulos públicos no lleguen lo suficientemente rápido, lo que podría dar lugar a una desaceleración grave. Asignamos una probabilidad del 25% a este escenario. Esta hipótesis supone que la economía recibe un doble golpe derivado de los problemas estructurales internos y el freno a la demanda externa. Esos estímulos que se quedarían cortos empujarían al renqueante sector inmobiliario hacia una caída aún más pronunciada. En respuesta a ello, el riesgo crediticio de la deuda de las administraciones locales subiría al hundirse aún más las ventas de suelo, que son una importante fuente de ingresos.

Si esta crisis doble en el mercado inmobiliario y la deuda de las administraciones locales se contagiara al conjunto del sistema financiero, China se encaminaría hacia una "japonización", es decir, un largo periodo de estancamiento económico caracterizado por un importante lastre de deuda, presiones desinflacionistas y una caída del gasto y la confianza entre los consumidores y las empresas. Seguiría habiendo margen para elevar el endeudamiento en el gobierno central y así compensar la desaceleración, pero para los inversores en bolsa un escenario bajista como este exigiría un posicionamiento defensivo. Los valores de servicios públicos y consumo básico mostrarían una mayor resistencia a la hora de capear la tormenta. Esta coyuntura podría ser positiva para los activos de renta fija chinos y seríamos más agresivos a la hora de apostar por la duración. Al mismo tiempo, el aumento de los riesgos de impago en una desaceleración así aconsejaría ceñirse a los bonos corporativos de alta calidad.

Nuestro tercer y último escenario para China consiste en que la economía entra en un potente periodo de reflación. Pensamos que es el menos probable de los tres desenlaces y le asignamos una probabilidad de tan solo el 10%.

Las autoridades irían más allá de las medidas expansivas cíclicas para rescatar tanto a las promotoras inmobiliarias como a los vehículos de financiación de las administraciones locales con problemas de liquidez

En este caso, el gobierno chino retomarí­a su recetario económico tradicional y apuntalarí­a el crecimiento acometiendo ingentes inversiones y reavivando un boom inmobiliario. Las autoridades irían más allá de las medidas expansivas cíclicas para rescatar tanto a las promotoras inmobiliarias como a los vehículos de financiación de las administraciones locales con problemas de liquidez, alimentando así un nuevo atracón de crédito en el sector público y el privado. La inflación se aceleraría. La confianza de las empresas y los consumidores repuntaría. La fuerte reaceleración del mercado inmobiliario propiciarí­a una amplia recuperación en la economía. A corto plazo, China recuperarí­a sus elevadas tasas de crecimiento económico, pero los inversores deberí­an recelar: esta expansión a golpe de deuda no serí­a sostenible a largo plazo y terminaría creando problemas estructurales aún más graves en la economía. En cuanto a las implicaciones para las diferentes clases de activos, el escenario de reflación serí­a positivo para las acciones *value* sensibles a la economía, como la maquinaria pesada y los servicios financieros. También apostarí­amos por los valores de consumo, especialmente los de consumo discrecional, debido a la amplia recuperación del consumo que probablemente se producirí­a.

Japón

La trayectoria de China es el factor más determinante para la región, pero el país dista de ser el único que influirá en los mercados de Asia el próximo año. La renta variable japonesa deberí­a seguir destacando a medida que la economía realice la transición hacia un estado de inflación moderada después de décadas de crecimiento estancado y precios a la baja. Los aumentos salariales tendrán un efecto dominó en el consumo y sostendrán nuevas alzas de los precios. Los hogares japoneses están empezando a mostrar un cambio de mentalidad, desde el ahorro hacia el gasto, y eso tendrá efectos amplios y duraderos. Al mismo tiempo, las reformas del gobierno corporativo de Japón siguen liberando valor bursátil. Las empresas están centrándose más en los dividendos y las recompras. El perfil de retribución al accionista del mercado japonés podrí­a mejorar más rápido que el de la mayoría de los mercados desarrollados. A medida que las autoridades vayan adquiriendo la certeza de que la inflación moderada de Japón ha alcanzado un nivel perdurable, serí­a cuesti3n de tiempo que el Banco de Japón avance en el desmantelamiento de su política monetaria ultraexpansiva y deje completamente atrás su control de la curva de rendimientos. Esta normalización de la política monetaria ayudarí­a a atraer inversores hacia su mercado nacional de renta fija.

India y el sudeste asiático

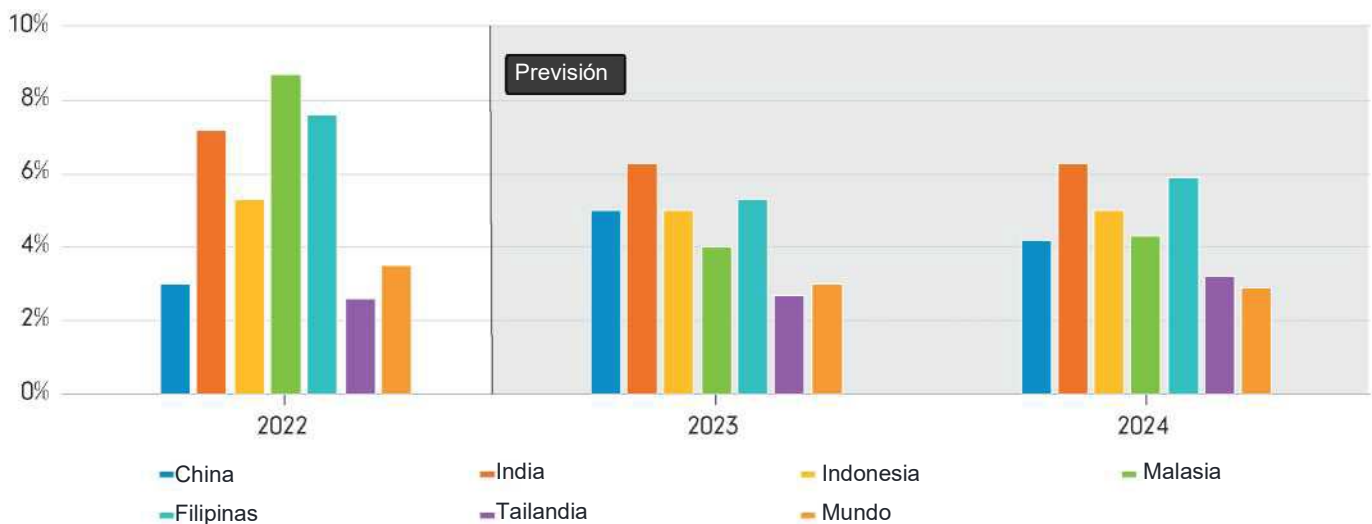
El resto de la región de Asia se enfrentará a obstáculos en caso de recesi3n en Occidente o una desaceleraci3n inesperada en China, pero también va a beneficiarse de algunos vectores de crecimiento estructural a largo plazo. La India probablemente sea una de las economías de mayor crecimiento durante los próximos años. Merced a una poblaci3n activa en expansi3n, el país producirí­a y consumirí­a más bienes y servicios e impulsará la innovaci3n tecnológica.

Las valoraciones relativamente altas de las acciones indias, frente a otros mercados asiáticos y emergentes, pueden justificarse atendiendo a las rentabilidades sobre el capital sistemáticamente más altas de sus empresas cotizadas.

Entretanto, los esfuerzos por reducir la dependencia de China que caracteriza a las cadenas de suministro mediante la ampliación de las capacidades de fabricación en la India y el sudeste asiático apoyarán la dinámica de crecimiento de las manufacturas en la región.

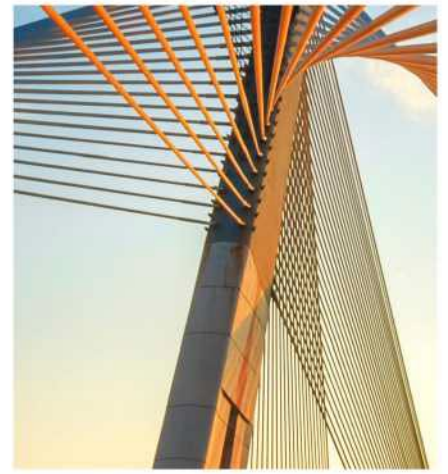
Aunque los países vecinos tienen complicado poder replicar el dominio manufacturero de China, el auge de las configuraciones “China + 1” en las cadenas de suministro dará lugar a considerables flujos de actividad e inversión hacia el resto de la región, lo que impulsará las exportaciones y el empleo tanto en la India como en el sudeste asiático. Naturalmente, una recesión en los mercados desarrollados o una desaceleración más acusada en China asestarían un duro golpe a los exportadores del resto de Asia, pero eso solo sería un factor dentro de un conjunto mucho mayor de consideraciones, dependiendo de cuál de nuestros cuatro escenarios macroeconómicos se materialice durante el próximo año.

Se prevé que el crecimiento aguante en los países emergentes de Asia



Nota: Las cifras de 2023 y 2024 corresponden a las previsiones del FMI. Las cifras son tasas de crecimiento anual del PIB real. Fuente: *World Economic Outlook* de octubre del FMI, Fidelity International, noviembre de 2023.

Sostenibilidad



La regulación y el vínculo entre el clima y la naturaleza cimentarán los avances en 2024

La urgencia por alcanzar las cero emisiones netas y detener la pérdida de naturaleza está dando lugar a unos mercados cada vez más complejos que necesitan más orientación en forma de políticas. En respuesta a esta situación, las gestoras de activos están evolucionando sus enfoques del diálogo activo para dar cabida a los reguladores, las autoridades y las asociaciones sectoriales, junto con las empresas.



Jenn-Hui Tan
Responsable mundial de Supervisión e Inversión Sostenible

La “administración responsable en todo el sistema”, por la que los inversores dialogan con un amplio espectro de partes interesadas sobre cuestiones relacionadas con la sostenibilidad, será un factor que impulsará la agenda ESG en 2024. El objetivo es ayudar a crear un entorno favorable de políticas y regulaciones que posibilite e incentive que las empresas sean más sostenibles. Hemos identificado cuatro temáticas que fundamentan nuestras reflexiones en torno a la administración responsable en todo el sistema: cambio climático, pérdida de naturaleza, gobierno corporativo sólido y eficaz y desigualdades sociales.

Se busca financiación para la transición

Financiar la transición sigue siendo un reto importante para las empresas y las entidades financieras. Están surgiendo marcos paulatinamente que ayudan a las empresas a poner en marcha estrategias sólidas para alcanzar sus objetivos de cero emisiones netas. A medida que más empresas publiquen planes de transición creíbles, esperamos más novedades en la financiación de la transición, como innovaciones en instrumentos de deuda sostenible.

Los gobiernos están tratando de corregir sus carencias en materia de políticas para abaratar las tecnologías verdes, mientras que los reguladores están trabajando para canalizar la financiación de la transición hacia los lugares adecuados. Las iniciativas que tratan de llegar al conjunto del sistema, como la *Inflation Reduction Act* estadounidense, prestan apoyo al desarrollo de tecnologías como el hidrógeno verde y los combustibles sostenibles de aviación. Una voluntad política como esta debería contribuir a desarrollar las trayectorias de descarbonización en sectores donde la transición es tecnológicamente compleja o demasiado cara. En la UE, la introducción del Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono ha sido diseñada para crear igualdad de condiciones entre las empresas que fabrican dentro de la región y las que exportan a ella, garantizando que el precio del carbono de los bienes entrantes es equivalente al precio del carbono de la producción dentro de la UE.

Pero también se tienen muy presentes las implicaciones sociales de la transición. Seguimos dialogando con las empresas no solo sobre los costes de infraestructura de la descarbonización, sino también sobre el reciclaje profesional de los trabajadores a medida que cambian las necesidades.

A escala gubernamental, las autoridades están buscando formas de proteger a aquellos que tienen menos capacidad para soportar los costes de los compromisos iniciales de transición a medida que se consoliden las nuevas tecnologías. El premio es una revolución con energías no contaminantes, menores costes de explotación y mayor seguridad energética.

La naturaleza en el punto de mira

La COP15 de 2022 se convirtió en un punto de inflexión en lo que respecta al reconocimiento del impacto de la pérdida de naturaleza dentro de la crisis climática. Unos sumideros de carbono y unos ecosistemas sanos desempeñan un papel crucial para conseguir las cero emisiones netas, mientras que el cambio climático es un causante directo de la pérdida de biodiversidad.

Las implicaciones económicas son claras: se calcula que más de la mitad del PIB mundial depende en un grado moderado o alto de la naturaleza¹. Los vínculos entre el clima y la naturaleza también están haciéndose más evidentes en algunas industrias. Algunas, como la minería, tendrán que asumir papeles de liderazgo en una transición exitosa.

Las empresas ya están estudiando cómo llevar a la práctica el recientemente publicado marco del Grupo de Trabajo sobre Divulgación de Información Financiera Relacionada con la Naturaleza (TNFD). Al igual que el Grupo de Trabajo sobre Divulgación de Información Financiera relacionada con el Clima (TCFD), este marco está diseñado para definir un lenguaje normalizado a la hora de informar sobre la naturaleza. La tarea es ingente. La pérdida de naturaleza es realmente difícil de calibrar debido a la ausencia de un indicador universal. Las tecnologías innovadoras, como el incipiente campo de la bioacústica, están intentando poner remedio desarrollando sistemas de medición alternativos.

Varios elementos del TNFD han sido ya incorporados a la Directiva sobre informes de sostenibilidad empresarial (CSRD), una forma de recopilación de datos que comienza en 2024 en algunas empresas.



La tecnología bioacústica pone cifras a la pérdida de naturaleza. [Pulsa aquí](#) o escanea el código QR para ver el vídeo (en inglés).

Se trata de la norma sobre elaboración de informes más amplia hasta la fecha. La CSRD obliga a las empresas a informar sobre su propio impacto medioambiental y social y sobre los riesgos para su negocio relacionados con la sostenibilidad.

Y hay más: el Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad ha publicado su propia versión de las normas de divulgación sobre sostenibilidad, que ha sido diseñada para ser adoptada en todo el mundo y está centrada inicialmente en el clima. Las auditorías de las cadenas de suministro también están suscitando atención tras la Ley contra la deforestación de la UE y otras próximas normas dirigidas a mitigar los impactos en los derechos humanos.

Regular a esta escala suena a tarea imponente, pero los informes de sostenibilidad y sus vínculos con la información financiera son un elemento clave para atenuar los riesgos del cambio climático, la pérdida de naturaleza y los problemas sociales. También deberían permitir a las empresas potenciar actividades que no solo están en consonancia con la transición, sino que instigan cambios en la economía mundial.

¹ Foro Económico Mundial (2020), *Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy*, WEF_New_Nature_Economy_Report_2020.pdf (weforum.org)

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este documento es una comunicación de marketing y no puede reproducirse o difundirse sin permiso expreso.

Fidelity se limita a ofrecer información acerca de sus propios productos y servicios y no presta asesoramiento de inversión basado en circunstancias individuales, salvo cuando lo estipule específicamente una sociedad debidamente autorizada en una comunicación formal con el cliente.

Las rentabilidades pasadas no son un indicador de las posibles rentabilidades futuras.

La referencia en este documento a valores concretos no debe interpretarse como una recomendación de compra o venta de dichos valores, sino que se incluye a efectos meramente ilustrativos.

Los inversores también deben tener en cuenta que las opiniones expresadas pueden no ser actuales y que Fidelity puede haber actuado ya en consecuencia.

El análisis utilizado en esta documentación ha sido recopilado por Fidelity para su uso como gestor de activos y puede haber sido ya utilizado para sus propios fines. Este material ha sido creado por Fidelity International.

Este documento puede contener materiales de terceros suministrados por empresas que no están afiliadas a ninguna entidad de Fidelity (Contenidos 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 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. 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.

A menos que se indique lo contrario, todos los productos y servicios 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 comerciales registradas de FIL Limited.

Le recomendamos que obtenga información detallada antes de tomar cualquier decisión de inversión. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información contenida en el folleto vigente (en español e inglés) y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), en español, disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales más recientes a través de www.fondosfidelity.es.

Publicado por FIL (Luxembourg) S.A., entidad autorizada y supervisada por la Comisión de Vigilancia del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF). Fidelity Funds y Fidelity Active Strategy (FAST) son instituciones de inversión colectiva abiertas constituidas en Luxemburgo. Las entidades distribuidoras y depositarias son, respectivamente, FIL (Luxembourg), S.A. y Brown Brothers Harriman (Luxembourg) S.C.A.

23ES216 / ED23-240