

# ¿Ha llegado el momento de considerar las oportunidades en los mercados de deuda?

Jim Leaviss, Chief Investment Officer, Renta Fija  
Septiembre de 2022

## Puntos clave

- Los inversores están cada vez más preocupados por el riesgo de una recesión económica mundial, y es probable que la actividad económica en Europa se vea afectada por la incertidumbre sobre el suministro de gas.
- Hay indicios de que en EE. UU. la inflación podría haber tocado techo, pero creemos que muchos de los factores como la globalización, que mantuvieron la inflación en niveles tan bajos durante tantos años podrían empezar a ceder.
- Tras haber experimentado caídas significativas este año, creemos que existen oportunidades a largo plazo en el universo de renta fija para aquellos inversores interesados en la flexibilidad y la diversificación.

El valor de los activos del fondo podrían tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Cuando se mencionen cifras de rentabilidad, tenga en cuenta que las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

## Temperaturas y precios al alza

En Europa, al menos, hemos tenido un verano implacablemente seco, caluroso, disruptivo e impredecible. La inflación, que ya está muy alta, sigue siendo una gran preocupación. La crisis del “coste de la vida” está preocupando por igual a los trabajadores (los conflictos laborales se han incrementado), a los consumidores y a las compañías.

Los gobiernos están tratando de abordar la situación a través de una combinación de política fiscal, topes en los precios, peticiones de racionamiento y acuerdos energéticos con países vecinos (por ejemplo, Francia puede suministrar gas a Alemania, mientras que Alemania podría ofrecer electricidad a Francia). En el Reino Unido, se ha planteado congelar las subidas de los precios de las facturas de energía, junto con la revocación de algunas subidas de impuestos; las facturas de energía subirán un promedio de £1,971 a un nivel máximo de alrededor de £2,500 en octubre. Poner un tope a los precios de la energía a un nivel que se considere relativamente asequible fue la primera medida que anunció la nueva Primera Ministra Liz Truss, pero ha habido advertencias de que incluso así, muchas familias se verán en graves dificultades. Mientras tanto, Alemania ha anunciado un paquete de 65.000 millones de euros de exenciones fiscales y apoyo a los más vulnerables.

Según nos vayamos acercando al otoño, hay multitud de acontecimientos relevantes que podrían provocar volatilidad en el mercado. El Banco Central Europeo (BCE) acaba de aumentar los tipos de interés en 75 puntos básicos y mantiene que debemos esperar más

incrementos en los próximos meses, mientras que existen expectativas de que la Reserva Federal (Fed) vuelva a hacer otra subida más adelante este mes. Habrá elecciones anticipadas en Italia hacia finales de mes, y las previsiones establecen que el partido de extrema derecha *Hermanos de Italia* podría resultar ganador. Mientras tanto, es probable que persistan las preocupaciones sobre el suministro de gas ruso y que la guerra en Ucrania continúe sin signos evidentes de una resolución a corto plazo.

En EE. UU., una intensificación del programa de *quantitative tightening* está bien telegrafada, por lo que, en teoría, ya debería reflejarse en los precios. En otros lugares, las tensiones en Taiwán continúan y se prestará especial atención a las estrictas políticas COVID-19 de China y al mercado inmobiliario, donde los compradores se han negado a pagar hipotecas sobre casas sin terminar y los precios han caído.

## El giro de la inflación a la recesión

2022 esto está siendo sin duda un año despiadado para los mercados de renta fija, en un entorno de inflación persistentemente elevada y de un discurso cada vez más contundente por parte de los bancos centrales de todo el mundo. Durante el verano hemos sido testigos de una intensificación de las preocupaciones e incertidumbres del mercado. Esto ha provocado ventas masivas en toda la clase de activos y ha hecho que las rentabilidades (TIR) de los *treasuries* a 10 años, que empezaron en 2022 en el 1,5%, alcanzasen el 3,5% hace unos meses.

Estos movimientos han tenido su reflejo en otros mercados de bonos gubernamentales de países

desarrollados, ya que tanto el Banco Central Europeo (BCE) como el Banco de Inglaterra han emprendido sus propios ciclos de subidas de tipos para combatir la inflación desbocada. A principios de septiembre, la TIR del *gilt* británico a 10 años rozó el 3%, el nivel más elevado desde 2014.

Sin embargo, en los últimos dos meses ha habido un cambio en el relato de la inflación y los mercados se han enfocado más en el riesgo de una recesión mundial. La curva de tipos del Tesoro se ha invertido considerablemente, lo que indica que los mercados de bonos empiezan a mirar más allá del actual ciclo de subida de tipos y a valorar la probabilidad de que la Fed tenga que comenzar a rebajar los tipos en 2023 para compensar la desaceleración del crecimiento.

Europa probablemente se enfrenta al mayor riesgo de desaceleración económica, debido a la incertidumbre acerca del suministro de gas, que podría tener un impacto especialmente importante en el crecimiento alemán. Sin embargo, dados los niveles de inflación de casi dos dígitos en Europa, creemos que de momento el BCE tendrá que seguir subiendo los tipos para mantener su credibilidad: tienen que demostrar que se están tomando medidas. Lo que no está claro todavía es a qué nivel tendrá que caer la inflación para que estén preparados para empezar a relajar la política de nuevo. Entretanto, puede que veamos otras medidas para impulsar el crecimiento europeo, como un nuevo estímulo fiscal.

En el Reino Unido, observamos una inflación muy elevada junto con una fuerte rebaja del crecimiento. El Banco de Inglaterra también parece algo más moderado que sus homólogos, incluso más que el BCE. Además, la libra esterlina sigue a la baja y ha sufrido recientemente su mayor caída mensual frente al dólar estadounidense desde el referéndum sobre el Brexit en 2016. Esto generará más presiones de costes, dado que las importaciones suponen una parte importante de la economía del Reino Unido. Por estas razones, parece que la inflación en el Reino Unido podría mantenerse más alta durante más tiempo que en otras regiones, y seguimos siendo prudentes acerca las perspectivas de la libra esterlina y los activos del Reino Unido en general.

## ¿Qué va a pasar con la inflación?

Aunque sigue habiendo gran incertidumbre, hay indicios de que en EE. UU. la inflación puede haber tocado techo y podría empezar a remitir en lo que queda de año. Las cadenas de suministro vuelven gradualmente a la normalidad, mientras que también hemos observado una relajación en los precios de algunas materias primas, como el cobre y el petróleo. En cuanto a la demanda, la subida de los tipos de interés y el endurecimiento fiscal deberían empezar a rebajar el crecimiento económico, lo

que a su vez probablemente presione la inflación a la baja. Si se tienen también en cuenta los potentes efectos de base, creemos que la inflación estadounidense podría caer por debajo del 4% el año que viene, aunque es evidente que hay muchos factores cambiantes que podrían modificar rápidamente esa trayectoria.

Sin embargo, si miramos más allá de 2023, creemos que a la Fed podría resultarle difícil mantener la inflación por debajo del 2% como ha sucedido hasta ahora. Esto obedece al hecho de que muchos de los factores que mantuvieron la inflación en niveles tan bajos durante tantos años podrían empezar a ceder. En concreto, es probable que la globalización tenga menos fuerza en el futuro, lo que se refleja en cuestiones como la deslocalización de las cadenas de suministro y el mayor uso de aranceles y otras medidas comerciales restrictivas.

Un entorno de descenso gradual de la inflación y de desaceleración del crecimiento debería proporcionar un entorno favorable para los mercados de renta fija global. Tras empezar 2022 con una clara infraponderación en duración, hemos ido aumentándola paulatinamente a lo largo del año en nuestras carteras y actualmente nos inclinamos por una posición de duración más neutral.

## Oportunidades en crédito y en otros ámbitos

Los mercados de crédito también se han visto presionados en 2022 y la contundencia de la Reserva Federal ha vuelto a ser un factor determinante del deterioro de la confianza. Las rentabilidades (TIR) de los bonos corporativos con grado de inversión estadounidenses se encuentran actualmente en niveles más altos que durante los peores momentos de la crisis de la COVID-19. Esta vez la diferencia principal es que la subida de los tipos se ha debido principalmente a un tipo libre de riesgo más alto, mientras que los propios diferenciales de crédito se han comportado relativamente bien.

De momento, los mercados de crédito parecen estar descontando una desaceleración, pero no una recesión total. Por tanto, creemos que es un buen momento para incrementar algo el riesgo de crédito, aunque seguimos siendo muy selectivos y nos centramos en valores de mayor calidad y más defensivos que deberían resistir mejor en un escenario de mayor recesión.

La otra buena noticia es que esperamos que los impagos sigan siendo bajos en la mayor parte del mercado, ya que muchas compañías han aprovechado la oportunidad de refinanciar su deuda durante varios años. En general, creemos que los inversores están siendo bien remunerados por asumir el riesgo de crédito en el segmento high yield. No obstante, hay algunos segmentos en los que seguimos

siendo prudentes, como los bonos high yield con calificación CCC, en los que creemos que los impagos podrían aumentar sustancialmente. También hay diversos sectores que, en nuestra opinión, podrían sufrir tensiones, especialmente los minoristas y las empresas inmobiliarias europeas.

La deuda de los mercados emergentes también parece atractiva desde el punto de vista histórico, ya que ha sufrido importantes caídas este año, al haber registrado fuertes salidas de inversión en lo que va de año y ahora unas rentabilidades (TIR) muy elevadas. A pesar de la continua solidez del dólar estadounidense y de los contratiempos para la economía mundial, pensamos que ahora hay algunas áreas del mercado que ofrecen precios muy atractivos. La rentabilidad en regiones como Latinoamérica, por ejemplo, se ha mantenido relativamente bien aislada de los efectos de la guerra en Ucrania, y muchos países de la región continúan beneficiándose de los altos precios de las materias primas.

## ¿Puede seguir subiendo el dólar estadounidense?

El dólar estadounidense ha destacado por su comportamiento en 2022, al haberse revalorizado frente a casi todas las principales divisas. Esta rentabilidad superior se ha debido tanto a sus características de activo refugio como a sus atractivos diferenciales de tipos de interés frente a otros países, como la zona euro y Japón. Sin embargo, si la Fed consigue que haya un *aterrizaje suave*, creemos que el dólar estadounidense podría debilitarse a partir de entonces. En cambio, si asistimos a un *aterrizaje forzoso* y una desaceleración económica más pronunciada, puede que veamos un mayor fortalecimiento del dólar. En el lado opuesto, el yen japonés ha tenido un pésimo comportamiento en los últimos dos años. Una vez más, un factor clave ha sido el diferencial de tipos de interés, ya que el Banco de Japón ha mantenido los tipos de interés en cero.

## El papel de la renta fija en el nuevo entorno

La inflación se mantiene en niveles muy altos por ahora, por lo que parece que los inversores cuentan cada vez con menos lugares donde «colocar su dinero». No obstante, con las fuertes caídas que ya han sufrido los mercados en

lo que va de año, diríamos que hay muchas oportunidades a largo plazo para que los inversores tengan en cuenta la renta fija.

Aunque muchos inversores en renta fija que evitaron una exposición excesiva a duración se han visto relativamente recompensados durante las ventas masivas registradas en lo que va de año, creemos que ahora podría ser el momento de empezar a revertir algunas de estas posiciones. De acuerdo con los efectos de base, las difundidas cifras de inflación anual tendrían que reducirse a lo largo de 2023, lo que debería ser una noticia positiva para los mercados de bonos, sobre todo porque creemos que el ciclo de subidas de tipos con EE. UU. al frente está ya está casi plenamente descontado.

Sin embargo, es probable que la inflación siga siendo el tema dominante que determine los mercados durante el resto del año, y vamos a seguir muy de cerca diversos parámetros para calibrar su probable rumbo en 2023. En los próximos meses, los mercados también tendrán que afrontar varios acontecimientos políticos importantes, como las elecciones de mitad de mandato de EE. UU., mientras que la situación en Ucrania y sus consecuencias para el suministro de gas en Europa seguirán centrando la atención. En un entorno incierto, es importante mantener un enfoque flexible y diversificado. Desde la perspectiva de la renta fija, esto implica tener la capacidad de ajustar la duración, el riesgo de crédito y la exposición a divisas en respuesta a una situación macroeconómica que cambia rápidamente. Destacamos la importancia de poder invertir en una gama diversa de activos de renta fija. Junto con los bonos gubernamentales y corporativos más tradicionales, mantenemos también una asignación a instrumentos que deberían estar mejor posicionados para resistir un entorno de mayor inflación, como los bonos ligados a la inflación y los bonos flotantes (FRN).