

Perspectivas de los mercados de renta fija para 2022

Jim Leaviss, Gestor de fondos

Diciembre de 2021

Tras un año agitado para los mercados de renta fija, el gestor de fondos Jim Leaviss ofrece sus perspectivas para 2022. Jim analiza las perspectivas de la inflación y lo que suponen para la política del banco central y los mercados financieros. También se fija en algunos de los acontecimientos macroeconómicos más recientes, como la aparición de la variante ómicron, el giro duro de la Reserva Federal y la subida de tipos del Banco de Inglaterra.

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. Tenga en cuenta que las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Inflación: el tema dominante en 2021

Si me hubiesen preguntado a principios de año cuál serían las rentabilidades (TIR) si la inflación estadounidense alcanzase el 6,8% —el nivel más alto desde 1982—, no habría creído que los *treasuries* a 10 años solo ofrecerían un 1,4%. En el Reino Unido, el índice de precios al por menor (RPI) se situó en el 7,1%, pero las rentabilidades (TIR) de los *gilts* a 10 años siguen estancadas en torno al 0,8%. Por tanto, las rentabilidades reales son sumamente negativas.

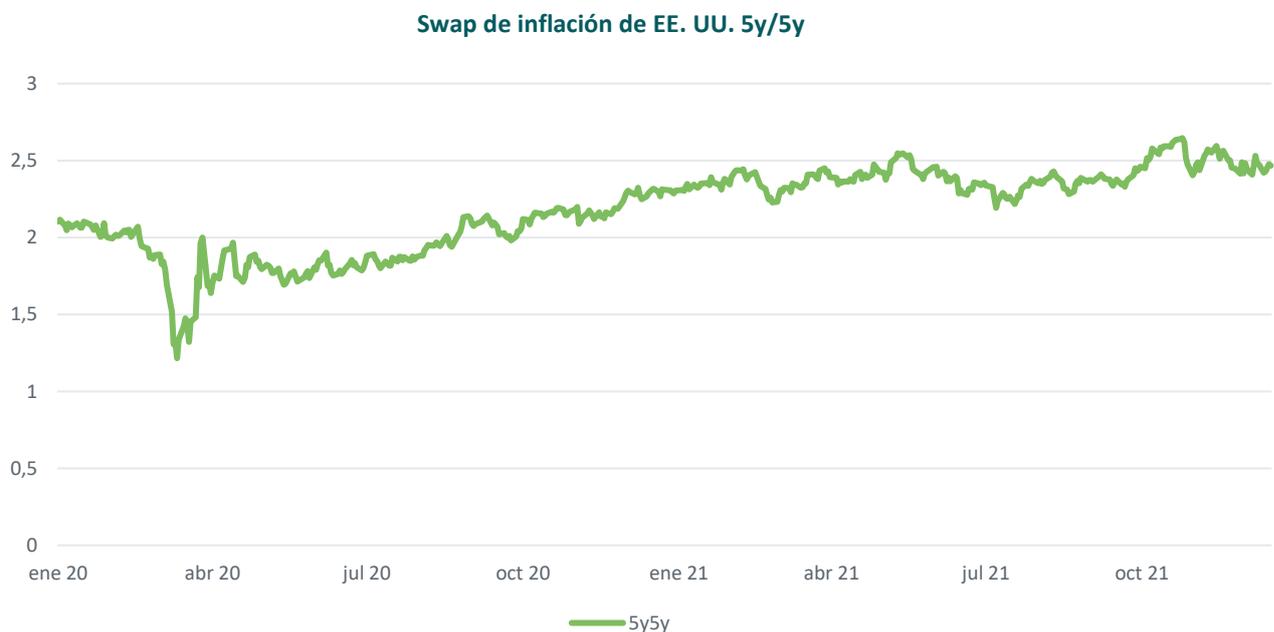
Algo similar sucede en el mercado de valores del Tesoro protegidos frente a la inflación (TIPS) de EE. UU., ya que las tasas de equilibrio de inflación apenas han subido ligeramente este año. Aunque las tasas de equilibrio de

inflación a 5 años de EE. UU. subieron hasta el 3,2% a principios de año debido al encarecimiento del petróleo, desde entonces han descendido hasta el 2,7%, comparado con el 2% de principios de año.

Si nos fijamos en las tasas de equilibrio de inflación a 5 años (que nos muestran las tasas de equilibrio de la inflación que se prevén para dentro de 5 años, eliminando así toda disrupción de la COVID-19), podemos ver que solo han aumentado muy ligeramente a lo largo del año, pasando del 2% en enero al 2,5% actual (véase el gráfico 1). Todo ello indica claramente que el mercado piensa que la inflación será pasajera.

Esta evolución a la baja de la inflación está prevista hasta cierto punto y es probable que la inflación se modere desde sus altos niveles actuales. Por ejemplo, a no ser que

Gráfico 1. Swap de inflación 5y/5y: expectativa del mercado de la inflación de 5 años en 5 años



Fuente: Bloomberg, 18 de diciembre de 2021.

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Los precios del petróleo vuelvan a duplicarse, los efectos de base empezarán a desaparecer de los datos en los próximos meses. Entretanto, la entrada en funcionamiento de nuevas capacidades de fabricación debería contribuir a reducir los costes de los productos —al fin y al cabo, los semiconductores no pueden quedarse en los barcos para siempre—, lo que ayudará a bajar los precios de productos como los coches nuevos.

Los salarios son un factor clave de la inflación a largo plazo, pero, de momento, apenas vemos indicios de una espiral de precios salariales al estilo de la de la década de 1970. Aunque las subidas del salario mínimo en EE. UU. podrían incidir en cierto modo, la representación sindical sigue siendo muy baja y el aumento de la economía informal probablemente seguirá frenando los salarios.

También es probable que la inflación sea un tema cada vez más dominante desde el punto de vista político. En efecto, en la década de 1980 la inflación fue el principal tema electoral, y puedo ver que la inflación vuelva a ser un tema candente a medida que nos acercamos a las elecciones de mitad de mandato en 2022.

Vigilancia de los bancos centrales

Reserva Federal de EE. UU. (Fed): en la reunión de diciembre, la Fed dio un giro hacia el endurecimiento de su política, con la inflación como tema dominante. Los «gráficos de puntos» de la Fed indican ahora tres subidas de tipos del 0,25% en 2022, seguidas de otras tres en 2023 y otras dos en 2024. Esto equivale a un

endurecimiento del 2% en los próximos tres años, algo más de lo esperado.

La Fed también aceleró el ritmo de la reducción de sus compras de bonos en 30.000 millones de dólares y se prevé que estas lleguen a su fin en marzo de 2022. Hasta aquí, la reacción del mercado de bonos ha sido muy moderada y, desde luego, nada comparable a las ventas masivas que vimos durante el *taper tantrum* de 2013.

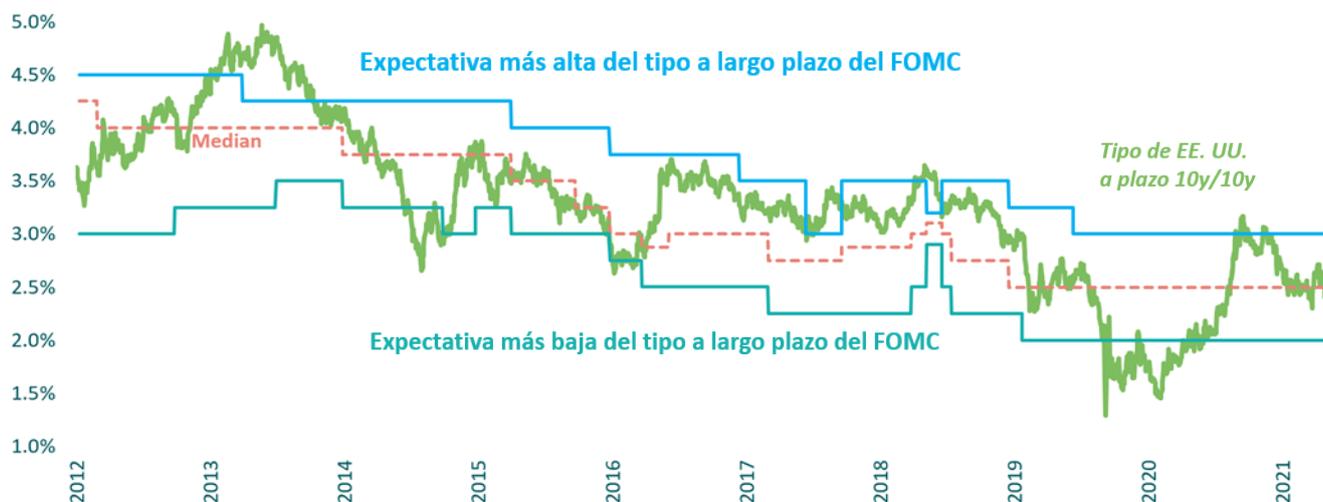
Desde el punto de vista de las valoraciones, creemos que los *treasuries* parecen razonables, ya que las rentabilidades (TIR) a largo plazo coinciden con las expectativas de tipos a largo plazo de la Fed (véase el gráfico 2).

Banco Central Europeo (BCE): también vemos una respuesta un poco más dura en la última reunión, con su anuncio de reducir sus compras de bonos en el marco de su Programa de compras por la emergencia de la pandemia (PEPP). Dicho esto, el BCE se ha reservado cierto margen para ajustar este programa por si las perspectivas empeoran. Cabe señalar que el contexto inflacionista de la zona euro es muy diferente al de EE. UU. y el Reino Unido, ya que hasta ahora el bloque de la moneda única ha registrado niveles de inflación mucho más bajos.

Banco de Inglaterra: el banco ha elevado hace poco los tipos hasta el 0,25%, en respuesta al elevado dato reciente del IPC. Sin embargo, esto parece no tener en cuenta el hecho de que el Reino Unido está en proceso de cierre de su economía, mientras que los recientes datos

Gráfico 2. *Treasuries* a 10 años previstos

Rentabilidades (TIR) previstas versus expectativas a largo plazo de la Fed



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal, a 17 de diciembre de 2021.

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

del PIB sugerían que la economía británica ya estaba acelerándose. Algunos analistas han sugerido un posible error de política en este caso y se desconoce el motivo por el que el Banco de Inglaterra no ha esperado hasta que el impacto de la variante ómicron estuviese algo más claro antes de tomar esta decisión.

Ómicron: el impacto económico podría infravalorarse

El surgimiento de la nueva variante de la COVID-19, ómicron, generó nerviosismo en los mercados financieros en las últimas semanas de 2021, lo que dio lugar a ventas masivas en algunos segmentos del mercado de crédito. La nueva cepa parece muy virulenta y es casi seguro que las hospitalizaciones aumentarán ante el elevado número de nuevos casos. Sin embargo, comparado con esta época del año pasado, hay motivos para ser optimistas, dadas las altas tasas de vacunación y los nuevos tratamientos.

Dicho esto, podríamos correr el riesgo de infravalorar los daños económicos que causará la nueva variante, sobre todo vistos los débiles datos económicos recientes en el Reino Unido. El PIB sigue muy por debajo de su tendencia anterior a la COVID-19, lo que podría verse agravado por el hecho de que los salarios no sigan el ritmo de la inflación.

La situación es similar en EE. UU., donde hemos visto una reciente disminución de la confianza del consumidor y debilidad de las ventas minoristas. Se trata de indicadores tradicionalmente fiables y no deberíamos descartar por

completo el riesgo de una recesión en 2022. El aplanamiento de la curva de tipos es otro indicio bajista que hay que tener en cuenta.

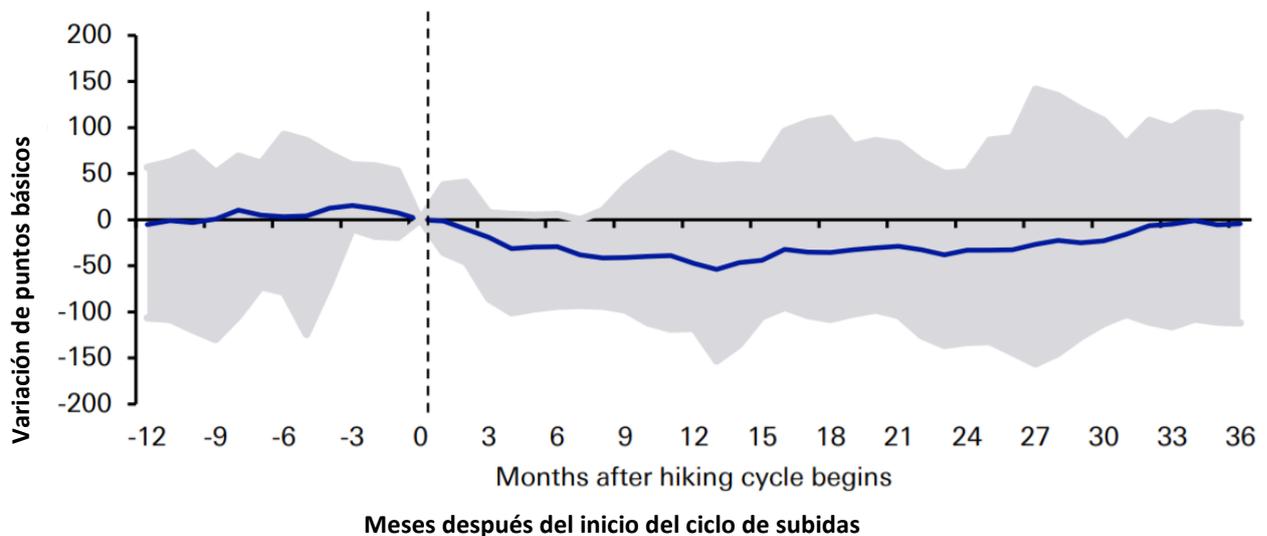
¿Qué sucede tras el inicio de un ciclo de subidas de tipos?

Un estudio de Deutsche Bank analiza lo que ha ocurrido en el pasado en los años siguientes al inicio de un nuevo ciclo de subidas de tipos. El estudio sugiere que, en general, han de pasar tres años después de la primera subida hasta que se produzca una recesión. Entretanto, las rentabilidades (TIR) de los bonos de gobierno tienden a subir una media de 111 pb en el primer año después de una subida, para luego volver a caer en los dos años siguientes (véase el gráfico 3).

Por su parte, la renta variable sube una media del 7,7% en los 250 días posteriores a la primera subida, para después ceder estas ganancias durante el resto del año. El crédito suele seguir la senda de la renta variable, con una reducción inicial de los diferenciales, que luego vuelven a su punto de partida al cabo de tres años. Lógicamente, hay que destacar que el punto de partida del crédito ya es muy ajustado, por lo que los diferenciales quizá no registren el ajuste inicial de 49 pb que han visto históricamente.

Gráfico 3. Año posterior a la subida de tipos de la Fed

Rentabilidad media de los **diferenciales de crédito BBB** en los ciclos de endurecimiento de la Fed desde 1955 por meses



Fuente: Deutsche Bank Research (Jim Reid et al.), GFC, Haver Analytics - *When the Fed hikes*, diciembre de 2021. La zona sombreada en gris representa los distintos resultados en los ciclos de subida de tipos analizados.

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

¿Pueden los bancos centrales influir realmente en la inflación?

Existe un gran debate sobre si las subidas de tipos pueden amortiguar de verdad las presiones inflacionistas. Es evidente que la subida de los tipos no incidirá directamente en los precios del petróleo ni en los atascos de la cadena de suministro, los dos grandes factores de la inflación de este año. Actualmente, la mayoría de las hipotecas son a tipo fijo —tanto en EE. UU. como en el Reino Unido—, por lo que esto no tendrá un impacto inmediato.

Los bancos centrales se han atribuido gran parte del mérito de la caída de la inflación desde la década de 1980, pero la verdad es que esta se ha debido en gran medida a otros factores, como la globalización y la tecnología. En realidad, no está claro hasta qué punto los tipos influyen realmente en la inflación y qué podrán hacer realmente los bancos centrales si la inflación se descontrola.

Crédito: un mundo de estrellas ascendentes

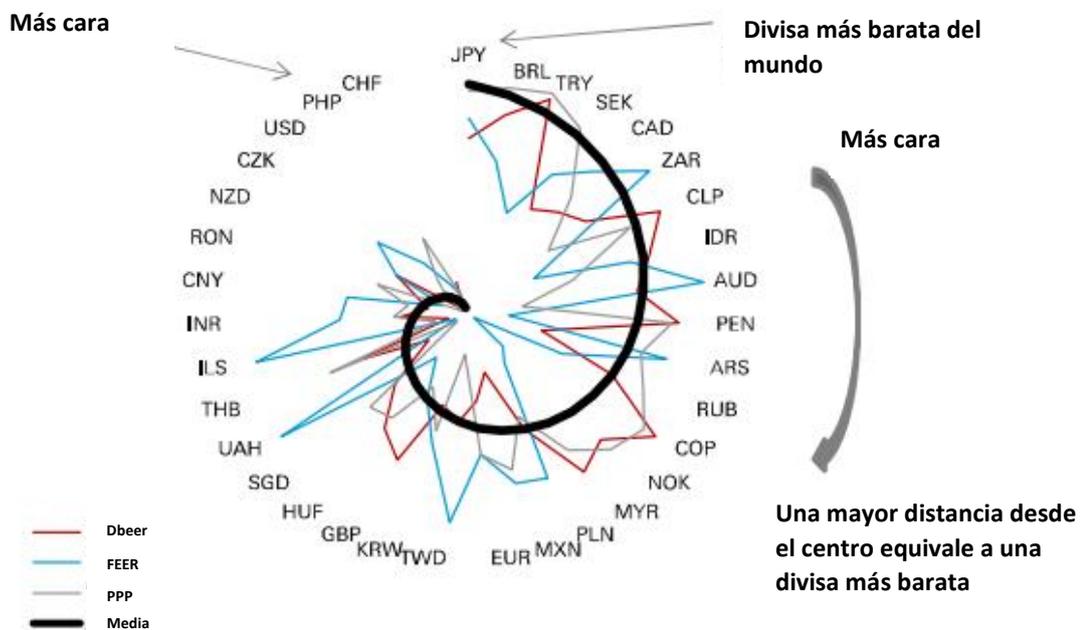
Actualmente nos encontramos en un mundo de «estrellas ascendentes», al contrario que en el escenario de «ángeles caídos» de 2020. A día de hoy, estamos viendo revisiones al alza de las calificaciones de las empresas de “junk” a grado de inversión por valor de unos 20.000 millones de dólares al mes, y el Bank of America espera que en el próximo año haya nuevas revisiones al alza por valor de 70.000 millones de dólares.

Otra tendencia importante en 2021 ha sido la vuelta de la dispersión. En los meses posteriores al inicio de la pandemia asistimos al endurecimiento indiscriminado del crédito, pero ahora vemos una mayor dispersión entre los créditos y los sectores. Esto es especialmente evidente en el espacio del high yield, donde observamos claramente la aparición de créditos buenos y malos.

Si nos fijamos en los datos fundamentales, el apalancamiento se ha reducido algo 2021 con respecto al año pasado. No obstante, se parte de niveles muy elevados y la deuda en relación con los beneficios sigue siendo el doble de la de 2010. Los impagos continúan en

Gráfico 4. Valoraciones de las divisas globales

Valoraciones basadas en la negociación



Combinación de 3 indicadores de valoración

Fuente: Bloomberg, 17 de diciembre de 2021.

Clave de los modelos de valoración de divisas: DBeer = tipo de cambio de equilibrio de comportamiento (Deutsche Bank); FEER = tipo de cambio de equilibrio fundamental; PPP = paridad de precios de compra

niveles muy bajos, con tasas de *default* inferiores al 1% en el *high yield*. Desde el punto de vista regional, el crédito estadounidense sigue ofreciendo un fuerte aumento de los diferenciales frente a otras regiones, incluso tras tenerse en cuenta los costes de cobertura de divisas.

Los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza corporativa (ESG) siguen siendo una tendencia cada vez mayor y más importante en los mercados de bonos mundiales. En 2022, esperamos ver más emisiones significativas de bonos ESG, especialmente los bonos vinculados a la sostenibilidad y los bonos verdes. Aunque Europa ha liderado tradicionalmente el ámbito de la inversión sostenible, también estamos observando un creciente interés en EE. UU.

De cara al nuevo año, también destacamos el denominado «efecto enero». En general, los factores técnicos a menudo han propiciado una rentabilidad superior del crédito a principios de año. Esto podría deberse a una serie de factores, como que los inversores macro se mantengan cortos en crédito con respecto a la renta variable y traten de reequilibrar sus carteras a principios de año.

Mercados emergentes y divisas

2021 fue un año difícil para los mercados emergentes, dominado por temas como la crisis de deuda de Evergrande en China, la preocupación por la COVID-19 ante las bajas tasas de vacunación y el aumento de la inflación. Turquía estuvo en el candelero, ya que la lira se hundió más de un 50%.

Muchas monedas locales de los mercados emergentes se vieron impactadas, incluso muchas con unos fundamentos razonablemente sólidos, como el peso mexicano, que, como productor de petróleo, debería haberse beneficiado del reciente encarecimiento de la energía. Si uno está preparado para aceptar la volatilidad, creemos que los mercados emergentes contienen muchas áreas que ofrecen una rentabilidad real positiva atractiva.

También fue el año del dólar estadounidense, que subió con respecto a casi todo. Esto anticipó la probabilidad de futuras subidas de tipos de la Fed, aunque la tendencia alcista del dólar empieza a ser la previsión de consenso y la divisa parece cara según algunos indicadores de valoración, como los tipos de cambio efectivos reales (REER).

Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión.

Según el indicador de paridad de poder adquisitivo (PPA) de la OCDE, el euro está infravalorado en un 26%, mientras que el yen japonés, la libra esterlina y el peso mexicano también parecen algo baratos. Como es habitual, el franco suizo parece caro, junto con la corona noruega y el dólar australiano (véase el gráfico 4).

Otra divisa que parece fuerte es el renminbi chino. En 2022, podríamos tener que estar atentos a la posible intervención del Banco Popular de China para debilitar la moneda.

Un momento extraordinario para los inversores en renta fija

Estamos viviendo tiempos extraordinarios en los mercados de renta fija. A pesar de que la inflación en EE. UU. supera el 6%, las rentabilidades (TIR) de los bonos a 30 años siguen por debajo del 2%, mientras que los diferenciales de crédito rozan máximos históricos. A primera vista, las valoraciones de la renta fija no parecen muy convincentes, aunque creemos que pueden encontrarse focos de valor.

En cuanto a los activos de renta fija que podrían ir bien en un entorno inflacionista y de subida de tipos, seguimos viendo atractivos tanto los bonos ligados a la inflación, como los TIPS estadounidenses. Otra área que considero que podría comportarse bien son los bonos de los mercados emergentes. En contraste con las rentabilidades reales negativas de los bonos de los mercados desarrollados tradicionales, los bonos de los mercados emergentes pueden ofrecer rentabilidades reales positivas de en torno al 2% o 3%. Va a haber mucho riesgo y mucha volatilidad, como siempre que se invierte en renta fija emergente, pero por lo que respecta a las valoraciones, puede que lo mejor sea estar en renta fija en estos momentos.

Es probable que 2022 sea el año en el que descubramos si la inflación resulta ser pasajera o parece volverse más permanente, y es probable que sea un factor clave para los mercados de renta fija. También será fascinante ver si las elevadas valoraciones de los activos de riesgo —como la renta variable y los bonos high yield— pueden mantenerse a medida que empiecen a frenarse los enormes niveles de estímulo monetario.

M&G
Diciembre de 2021



Exclusivamente para inversores profesionales. Prohibida su posterior distribución. Ninguna otra persona o entidad debe utilizar la información contenida en el presente documento. M&G Investment Funds están inscritos para su distribución pública en virtud del art. 15 de la Ley 35/2003 sobre instituciones de inversión colectiva del siguiente modo: M&G (Lux) Investment Funds 1 nº de inscripción 1551. Esta información no constituye una oferta ni un ofrecimiento para la adquisición de acciones de inversión en alguno de los fondos mencionados en la presente. Las adquisiciones de un fondo deben basarse en el Folleto actual. La Escritura de Constitución, el Folleto, el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID), el Informe de Inversión Anual o Provisional y los Estados Financieros se pueden solicitar gratuitamente en inglés o en español al Allfunds Bank, Calle Estafeta, nº 6, Complejo Plaza de la Fuente, La Moraleja, 28109, Alcobendas, Madrid o www.mandg.com/investments/professional-investor/es-es. Antes de efectuar su suscripción, debe leer el Folleto, que incluye una descripción de los riesgos de inversión relativos a estos fondos. La información que aquí se incluye no sustituye al asesoramiento financiero independiente. En virtud del proceso de notificación de cese recogido en la Directiva de distribución transfronteriza, M&G International Investments S. A. puede rescindir los acuerdos de comercialización, Información sobre tramitación de reclamaciones están disponibles en español en www.mandg.com/investments/professional-investor/es-es/complaints-dealing-process. Promoción financiera publicada por M&G International Investments S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg. **DIC 21 / 658902**