

PERSPECTIVAS RENTA FIJA

4T 2024



Lo que está por venir

- Ya inmersos en el cuarto trimestre del año, pensamos que las temáticas de inversión que van a impulsar en mayor medida la rentabilidad del mercado de títulos del Tesoro estadounidense en las próximas semanas van a ser fundamentalmente dos:
- Si la economía se mantiene en la senda de «aterrizaje suave», o si la solidez de los datos de empleo del mes de septiembre es un indicio de que los riesgos de producción podrían volver a superar los límites de capacidad.
- Los inversores también han de evaluar los posibles resultados de las elecciones de noviembre, así como sus potenciales consecuencias para la inversión. Ambos candidatos tienen posturas muy diferentes y sus respectivas políticas podrían alterar de manera significativa la trayectoria de crecimiento, inflación, política monetaria, emisión de deuda pública, sostenibilidad de la deuda y primas de plazo.



Olivier de Larouzière
Director global
de renta fija (CIO)



Daniel Morris
Estratega jefe
de mercado



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

El inversor
sostenible para un
mundo en evolución

ESTADOS UNIDOS

Ya inmersos en el cuarto trimestre del año, pensamos que las temáticas de inversión que van a impulsar en mayor medida la rentabilidad del mercado de títulos del Tesoro estadounidense en las próximas semanas van a ser fundamentalmente dos:

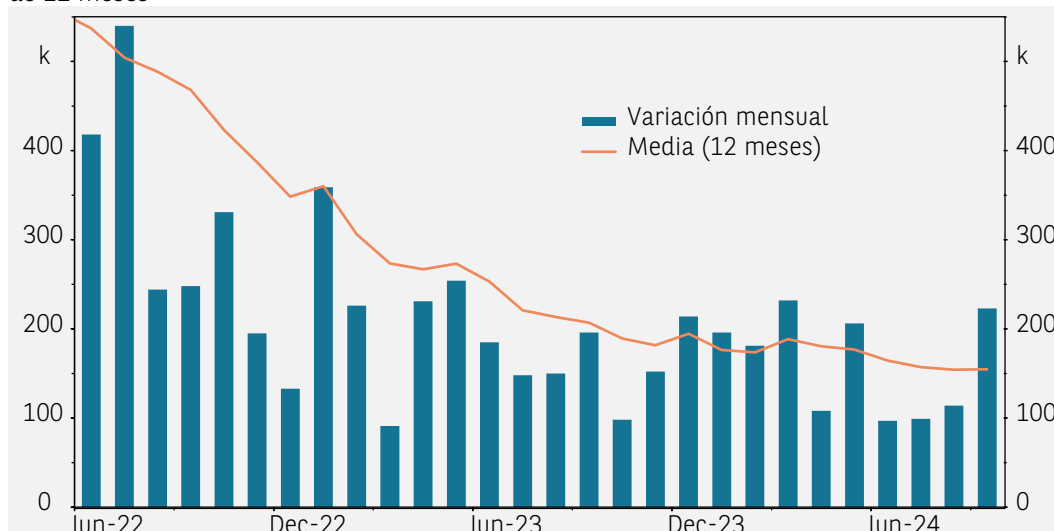
- (i) Los inversores deberán determinar si la economía estadounidense se mantiene en la senda de «aterrizaje suave» o «desinflación perfecta», en la que la economía crece ligeramente por debajo de su potencial, favoreciendo así un mayor reequilibrio del mercado laboral y un retorno gradual al objetivo de inflación subyacente fijado por la Reserva Federal, o si la solidez de los datos de empleo del mes de septiembre es un indicio de que los riesgos de producción podrían volver a superar los límites de capacidad. Este análisis determinará la posible evolución del tipo de interés oficial y, por tanto, el tramo corto de la curva de tipos del Tesoro.
- (ii) Los inversores también han de evaluar los posibles resultados de las elecciones de noviembre, así como sus potenciales consecuencias para la inversión. Ambos candidatos, Kamala Harris y Donald Trump, tienen posturas muy diferentes en lo que respecta a la política comercial, la inmigración, los impuestos y el gasto público, así como en lo que se refiere a la normativa medioambiental y empresarial. Sus respectivas políticas podrían alterar de manera significativa la trayectoria de crecimiento, inflación, política monetaria, emisión de deuda pública, sostenibilidad de la deuda y primas de plazo. El resultado de las elecciones parece estar muy igualado, por lo que la variedad de escenarios posibles es excepcionalmente amplia.

Los datos de empleo correspondientes al mes de septiembre fueron mejores de lo esperado. «Mucho ruido y pocas nueces» (gráfico 1), en nuestra opinión, porque no pensamos que estos datos apunten a un nuevo repunte del crecimiento de la economía estadounidense. Creemos que la economía de Estados Unidos se mantiene en la senda del llamado «aterrizaje suave», con una inflación subyacente que irá descendiendo lentamente hacia el objetivo del 2% fijado por la Reserva Federal (o ligeramente por encima).

Gráfico 1

El mercado laboral de Estados Unidos se normaliza

Variación mensual estacional de las nóminas privadas no agrícolas y media en periodos móviles de 12 meses



Información a 17 de octubre de 2024. Fuente: BLS, BNP Paribas Asset Management.

Si nos fijamos en los distintos indicadores del mercado laboral, observamos un reequilibrio del mercado a pesar de los niveles históricamente elevados de crecimiento del empleo y la producción, lo que parece indicar que la economía está funcionando por debajo de su tasa de crecimiento potencial (actualmente elevada).

En la cumbre de Jackson Hole, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, señaló que la Reserva Federal se siente cómoda con la inflación, pero también preocupada por los riesgos al alza del desempleo. Dicha preocupación justifica el recorte de tipos de interés de 50 puntos básicos anunciado en septiembre por la entidad.

Aun en el caso de que la Reserva Federal mejore su evaluación de las condiciones del mercado laboral, pensamos que el argumento para volver a situar los tipos en un nivel neutral seguirá siendo válido. En nuestra opinión, dicha neutralidad de los tipos de interés estaría en el 3%, aunque podría llegar hasta el 3,5%.

Resulta complicado pronunciarse sobre la posible evolución de la trayectoria de tipos de interés sin tener en cuenta las elecciones estadounidenses. El resultado está muy igualado, y la incertidumbre e imprevisibilidad de las posibles consecuencias para la inversión parecen estar disuadiendo a muchos inversores de adoptar posiciones activas de gran envergadura. No obstante, conforme se vaya acercando la fecha de las elecciones, algunos inversores más valientes pueden optar por participar y otros más indecisos por cubrirse.

.....

**En el caso de que la actual vicepresidenta Kamala Harris
se hiciera con la presidencia del país, no pensamos que
el Partido Demócrata pueda ganar también el control del Senado**

.....

En el caso de que la actual vicepresidenta Kamala Harris se hiciera con la presidencia del país, no pensamos que el Partido Demócrata pueda ganar también el control del Senado (según las previsiones de Realclearpolling.com a fecha de 22 de octubre de 2024, los republicanos obtendrían 51 escaños y los demócratas 44, con cinco escaños en el aire).

Este escenario limitaría el margen de maniobra de la presidenta en política fiscal y exigiría pactar con los republicanos en el Congreso para sacar adelante algunas prioridades legislativas, como la ampliación del crédito fiscal por hijo.

Algunos de los recortes fiscales aprobados por Trump expirarían, pero el gasto continuaría aumentando, lo que se traduciría en un nuevo aumento de los déficits. La política de inmigración podría endurecerse. En los primeros años del mandato de Harris, el impacto sobre el crecimiento y la inflación no sería muy acusado, lo que permitiría a la Reserva Federal continuar recortando los tipos de interés para tratar de alcanzar el nivel neutral.

Por su parte, una segunda presidencia de Donald Trump podría suponer la reformulación de las políticas estadounidenses en materia de comercio, inmigración, regulación, impuestos y gasto, aunque los cambios en la política fiscal exigirían la conformidad del Congreso.

Resultan especialmente relevantes las propuestas de Trump en los siguientes ámbitos:

- Endurecimiento de los controles de inmigración, lo que, con el tiempo, reduciría el crecimiento de la mano de obra y el crecimiento potencial del PIB.
- Imposición de aranceles, de forma selectiva o a todas las importaciones, de entre el 10% y el 60%.
- Reducción del impuesto de sociedades del 21% al 15% y prórroga de los recortes de impuestos sobre la renta de las personas físicas que vencen en 2026, lo que se traduciría en un importante impulso fiscal, pero aumentaría aún más los déficits (con un coste potencial de hasta 6 billones de dólares en los diez próximos años).

Aunque es probable que algunas de estas propuestas no sean más que promesas electorales, o exijan la conformidad del Congreso, lo cierto es que las dos primeras podrían lograrse haciendo uso de los poderes ejecutivos presidenciales.

Por un lado, la reducción de impuestos y la desregulación impulsarían el crecimiento. Por el otro, la creación de barreras comerciales, con la imposición de aranceles y el endurecimiento de la inmigración, provocaría un aumento de los precios, limitaría la competencia y reduciría la oferta de mano de obra, lo que podría deteriorar el crecimiento de medio a largo plazo, llevando al país a un escenario de estanflación.

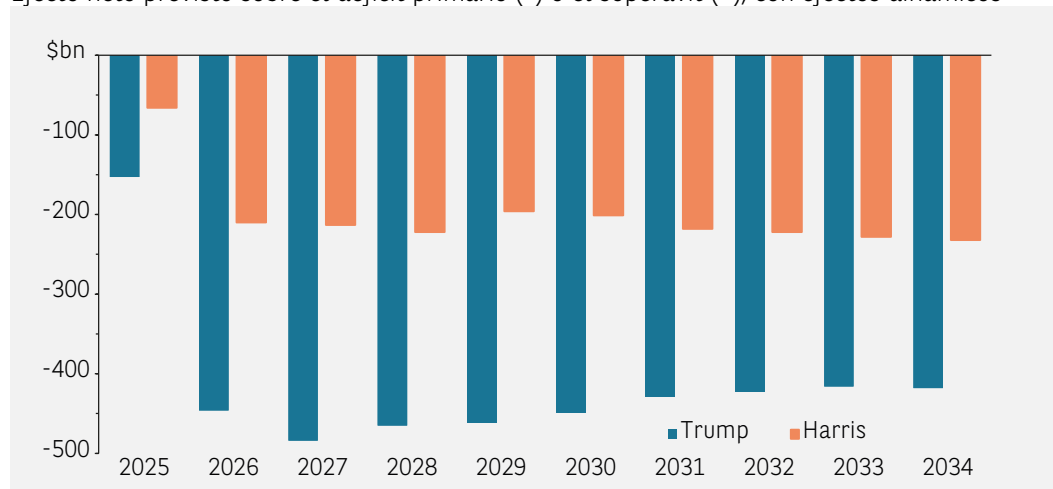
Si Trump pudiera poner en práctica todas sus propuestas en materia de gasto e impuestos, las posibles consecuencias para la sostenibilidad de la deuda federal de Estados Unidos serían significativas y podrían provocar una brusca reacción de los inversores en títulos del Tesoro.

Según el modelo presupuestario de Penn Wharton, el impacto en el déficit de las propuestas fiscales de Trump ascendería a casi 4 billones de dólares entre 2026 y 2034, mientras que el Comité para un Presupuesto Federal Responsable lo ha cifrado en 7,5 billones - frente al impacto de 1 y 3,5 billones de dólares, respectivamente, que tendrían las propuestas de Kamala Harris - (gráfico 2).

Gráfico 2

Los déficits presupuestos aumentarían si se aplicaran las plataformas de los candidatos a la presidencia

Efecto neto previsto sobre el déficit primario (-) o el superávit (+), con efectos dinámicos



Información a 17 de octubre de 2024. Fuente: Penn Wharton Budget Model, BNP Paribas Asset Management.

En nuestra opinión, el mercado aún no descuenta íntegramente los riesgos de inflación y sostenibilidad de la deuda relacionados con una presidencia de Trump, sobre todo en el caso de una victoria total del Partido Republicano.

Pensamos que los recortes de tipos de interés no van a ser tan acusados como se esperaba tras los sólidos datos de empleo y la posibilidad de una victoria republicana (a 22 de octubre, Realclearpolling.com sitúa las probabilidades de una victoria de Trump en el 60,1%).

El aumento de las primas de plazo, ante el rechazo de los inversores a la oferta futura por la ausencia de compras de bonos del banco central, podría provocar un aumento de la pendiente de la curva. No obstante, esto podría no ocurrir en el caso de un segundo gobierno de Trump.

Las tasas de inflación implícita podrían aumentar, ya que pensamos que actualmente son bajas, y se verían favorecidas por el agravamiento de las tensiones en Oriente Próximo y la subida de los precios del petróleo, así como por el hecho de que los inversores comenzaran a anticipar políticas inflacionistas por parte de un gobierno de Trump.

EUROZONA

Prevedemos un crecimiento económico moderado en la eurozona, pero a un ritmo desigual entre los distintos sectores y los Estados miembros. El crecimiento seguirá siendo inferior en las economías de los países centrales. A medida que se ha ido agravando la caída del sector manufacturero, el sector servicios ha sido el único motor del crecimiento.

La debilidad de la economía alemana refleja los problemas estructurales a los que se enfrenta el sector manufacturero en el país, que se ha visto muy afectado por la crisis energética.

En Francia, la situación fiscal ha empeorado y se hace necesaria una reforma, al igual que una consolidación en un contexto político de fragilidad. Por el contrario, las economías que reciben un mayor impulso del sector servicios, como es el caso de la española, podrían seguir registrando mejores tasas de crecimiento (gráfico 3)

Gráfico 3
Últimos índices de gestión de compras

	Alemania	Francia	Italia	España	Reino Unido
Servicios	50.6	49.6	50.5	57.0	52.4
Manufacturas	40.6	44.6	48.3	53.0	51.5

Información a 17 de octubre de 2024. FUente: S&P Global, BNP Paribas Asset Management.

Nota: los valores superiores a 50 indican expansión del sector; e inferiores a 50 indican contracción.

La tasa de desempleo también varía de un país a otro. Por ejemplo, ha aumentado en Alemania, pero, en conjunto, el mercado laboral de la eurozona sigue mostrando escasez de mano de obra, si bien esta rigidez del mercado ha comenzado ya a reducirse. Es probable que el crecimiento salarial se mantenga en niveles elevados, pero podría comenzar a ralentizarse. La moderación gradual del crecimiento salarial significa que la mejora de la inflación subyacente durante el resto del año podría ser limitada, ya que el mercado descuenta la reducción los precios de los bienes y la energía.

El aumento de la rentas de los hogares ajustadas por inflación provocado por el elevado crecimiento salarial y la reducción de la inflación debería impulsar el consumo. Sin embargo, los datos recientes relativos al consumo han resultado decepcionantes, sobre todo en las economías de los países centrales de la eurozona, dadas las elevadas tasas de ahorro.

En el frente fiscal, las normas de la Unión Europea y los procedimientos contra el exceso de déficit cobrarán un protagonismo cada vez mayor. Aunque no prevemos un retorno a la austeridad fiscal, puede que la flexibilización de la política monetaria tenga que equilibrar el impacto negativo del endurecimiento de las condiciones fiscales.

En su búsqueda de equilibrio entre una ligera ralentización del crecimiento y la persistencia de ciertas presiones sobre los precios, el Banco Central Europeo podría ir normalizando su política monetaria de manera gradual hasta que el tipo de la facilidad de depósito se sitúe en torno al 2,25%, nivel que consideraríamos neutral.

En el momento de redactar este documento, los mercados descontaban que el BCE recortaría los tipos de interés hasta situarlos en torno al 2% en el tercer trimestre de 2025, previsión con la que estamos bastante de acuerdo. No obstante, los datos recientes han puesto de manifiesto la existencia de ciertos riesgos a la baja para el crecimiento, lo que podría favorecer que la inflación se fuera moderando con mayor rapidez de la que

se piensa actualmente. Esta situación contrasta con la que vemos en Estados Unidos, donde el modelo de previsión GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta apunta a una tasa de crecimiento de en torno al 3,4%, lo que nos lleva a pensar que la deuda pública de la eurozona va a superar a los títulos del Tesoro estadounidense.

.....

Pensamos que las tasas de inflación implícita de la eurozona podrían verse superadas por las estadounidenses

.....

Pensamos que las tasas de inflación implícita de la eurozona podrían verse superadas por las estadounidenses, lo que reflejaría la divergencia de los riesgos en torno al crecimiento en ambas regiones. Además, una victoria total republicana podría aumentar aún más dicha divergencia.

En nuestra opinión, las tasas de inflación implícita en Estados Unidos podrían verse favorecidas por el hecho de que los participantes en el mercado decidan cubrirse frente a las propuestas potencialmente inflacionistas de Trump en materia de comercio, inmigración y política fiscal.

En lo que respecta a los países, pensamos que la deuda ligada a la inflación de Alemania y España podría superar a la de Francia e Italia.

En lo que respecta a Alemania, las mayores valoraciones están justificadas en términos relativos por la escasez de los bonos y por la mayor calificación crediticia de la deuda soberana.

Los buenos resultados que anticipamos en España se deben a la solidez de su crecimiento económico frente a los países centrales de la eurozona. El sector servicios en España mantiene su dinamismo, y los flujos de inversión procedentes de los fondos Next Generation EU favorecen aún más dicho crecimiento.

En Francia, aunque ha disminuido el riesgo a corto plazo de que se produzca un colapso del gobierno, lo que impediría la aprobación de los presupuestos, el primer ministro Barnier se enfrenta a la difícil tarea de consolidación de las finanzas públicas, en un momento en el que la fragmentación del Parlamento y las luchas internas en su gobierno en minoría dificultarán la aprobación de reformas.

Los diferenciales de la deuda pública francesa e italiana con respecto a la alemana podrían volver a sufrir presiones al alza a medida que avancen las negociaciones presupuestarias en el marco de la reintroducción de la regla fiscal de la Unión Europea.

REINO UNIDO

El optimismo poselectoral ya ha comenzado a remitir. La situación fiscal sigue siendo complicada en el país, y las familias y las empresas han recibido ya repetidas advertencias sobre decisiones «duras» e «impopulares» en un contexto de conversaciones sobre subidas de impuestos de cara a la aprobación de los presupuestos programada para finales de octubre.

En las próximas semanas, toda la atención estará puesta en el programa fiscal del gobierno. La ministra de Economía tiene poco margen fiscal para poder maniobrar con arreglo a la normativa actual. Tras la experiencia del «minipresupuesto» de Lizz Truss, no resulta fácil elaborar un presupuesto creíble con un programa favorable al crecimiento.

.....

La creciente posibilidad de que se modifique la normativa fiscal para permitir un aumento del nivel de endeudamiento del gobierno ha provocado incertidumbre

.....

La creciente posibilidad de que se modifique la normativa fiscal para permitir un aumento del nivel de endeudamiento del gobierno ha aumentado la incertidumbre en torno a las perspectivas fiscales y de crecimiento en el Reino Unido. El posible aumento de la emisión de títulos de deuda pública, que se une a la enorme necesidad de financiación actual, ha comenzado a presionar al alza el rendimiento de los títulos, y podría continuar afectando a los títulos de deuda a más largo plazo en un futuro próximo.

Sin embargo, pensamos que la intención del gobierno británico es ampliar el margen fiscal para dedicarlo a la inversión de capital a largo plazo, no aplicar recortes tributarios no financiados. Además, en sus decisiones fiscales, el actual gobierno respetará la ortodoxia fiscal y los mecanismos institucionales, como la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria, por lo que no pensamos que vayamos a asistir de nuevo a la volatilidad de los mercados que se registró con motivo del mencionado «minipresupuesto».

Podría producirse un aumento de los rendimientos de los títulos de deuda pública ante el incremento de las primas de plazo, en un reflejo de la futura emisión masiva de bonos, los elevados niveles de deuda y el cambio inminente en la normativa fiscal del gobierno. Podríamos también asistir a un aumento de la pendiente de la curva de tipos, ya que los rendimientos en el tramo corto de la curva quedarían bien anclados ante las expectativas de nuevos recortes de tipos por parte del Banco de Inglaterra.

CRÉDITO

La deuda corporativa global ha obtenido buenos resultados en lo que va de año, a pesar de los periodos de incertidumbre económica y volatilidad política. Aunque la incertidumbre persiste, mantenemos unas perspectivas favorables para la clase de activos, ante la solidez del crecimiento económico en Estados Unidos y la eurozona, la demanda constante y el inicio del ciclo de recortes de tipos de interés en Europa y, más recientemente, en Estados Unidos.

A pesar de la disparidad que muestran los datos históricos en relación con los resultados obtenidos por la deuda corporativa durante ciclos anteriores de recortes de tipos, nuestra labor de análisis señala que, en aquellos casos en los que dicho recorte no coincidió con una recesión, o en los que sí se produjo una recesión, pero de carácter leve, la deuda corporativa obtuvo buenos resultados en relación con otras clases de activos. No obstante, la reducción de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos debería favorecer las perspectivas, no solo de las compañías estadounidenses, sino de las de todo el mundo desarrollado, mientras que la reducción de los rendimientos de la deuda pública global podría favorecer la rentabilidad total de la deuda corporativa aunque los diferenciales se mantuvieran estables.

.....

**La demanda de deuda corporativa ha mantenido
su solidez durante el año, y no pensamos que esto vaya a
cambiar en los próximos trimestres.**

.....

La demanda de deuda corporativa ha mantenido su solidez durante el año, y no pensamos que esto vaya a cambiar en los próximos trimestres. A pesar de los periodos de incertidumbre y volatilidad que vivimos a principios de 2024, el mercado absorbió con rapidez la emisión de deuda corporativa de grado de inversión, que se acercó a sus máximos históricos. En Estados Unidos, la demanda ha superado a la oferta en 3,7 veces en lo que va de año¹. A medida que los recortes de tipos vayan favoreciendo la reducción de los rendimientos de los títulos a corto plazo, podríamos asistir a un aumento de la demanda en los próximos trimestres cuando los inversores vayan abandonando su exposición a los fondos del mercado monetario para dirigirla a los fondos de deuda corporativa.

La volatilidad relacionada con las elecciones y la incertidumbre geopolítica continúan siendo los riesgos principales, pero pensamos que la combinación de unos fundamentales sólidos y una demanda constante de la clase de activos justifica la exposición a la deuda corporativa.

LA RESERVA FEDERAL PARECE HABER LOGRADO UN ATERRIZAJE SUAVE DE LA ECONOMÍA

La flexibilización de la política monetaria en la eurozona y Estados Unidos debería impulsar la actividad económica y, por ende, los beneficios empresariales. Sin embargo, el probable éxito de la Reserva Federal a la hora de lograr el aterrizaje suave de la economía constituye otro indicador de la evolución del ciclo económico del país. Aparte de una breve caída durante la pandemia de 2020, la última vez que Estados Unidos se enfrentó a una recesión técnica fue hace más de 15 años, a causa de la crisis financiera mundial de 2008. Si nos remontamos aún más atrás, la economía estadounidense solo ha vivido tres recesiones en los últimos 40 años, y solo una de ellas, la que siguió a la crisis financiera mundial, se prolongó durante más de un año. En comparación con el

1. Bloomberg: [US Investment-Grade Bonds Return 5.8% in Best Quarter of 2024](#) - Bloomberg

periodo previo de 40 años, en el que hubo ocho recesiones, la reducción de la volatilidad en el ciclo económico estadounidense resulta especialmente notable.²

Aunque las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras, pensamos que a los inversores de deuda corporativa les puede tranquilizar pensar en la posibilidad de que la volatilidad del ciclo económico haya disminuido, ya que ello podría reducir la prima de riesgo de la deuda corporativa frente a la deuda pública y favorecería la reducción de los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa.

IMPORTANCIA DE LA SELECCIÓN DE TÍTULOS Y SECTORES

A pesar de nuestro optimismo en lo que respecta a las perspectivas a medio plazo para la clase de activos, la reducción de los beneficios (y algunas revisiones a la baja de las previsiones de beneficios) que se ha registrado en ciertos sectores nos recuerda que la selección de títulos y sectores sigue siendo importante tanto para la gestión de riesgos como para la identificación de oportunidades de revalorización del capital.

Por ejemplo, somos cada vez más optimistas en lo que se refiere al sector inmobiliario, tanto en el mercado de grado de inversión como en el de alto rendimiento. Muchas compañías del sector, sobre todo en la eurozona, se vieron afectadas por las subidas de tipos de interés, pero los recortes podrían aliviar la presión sobre los costes de financiación de las empresas, favoreciendo así un círculo virtuoso.

.....

En el sector bancario, pensamos que las condiciones favorecen los buenos resultados, pero estos pueden ser mejores en unos países que en otros

.....

En el sector bancario, pensamos que las condiciones favorecen los buenos resultados, pero estos pueden ser mejores en unos países que en otros. En la eurozona, por ejemplo, el Banco Central Europeo ha confirmado la solidez del sector, que cuenta con abundante capital y liquidez. Sin embargo, mostramos una mayor prudencia con respecto a las perspectivas de Francia, dado su actual entorno económico y político, y un mayor optimismo en los mercados periféricos, como Grecia y España. Grecia podría recuperar pronto su calificación de grado de inversión, mientras que la recuperación de la economía española se produce a un ritmo más rápido que la de otros países de la eurozona.

Por último, pensamos que los inversores deberían ser más selectivos en los sectores más cíclicos del mercado, especialmente en el sector automovilístico. En la eurozona, por ejemplo, la demanda se ha visto afectada por la debilidad del entorno económico, y pensamos que la presión normativa, la competencia procedente de Asia y el coste de la transición desde los motores de combustibles fósiles a los vehículos eléctricos podrían seguir ejerciendo presión sobre los márgenes de beneficios.

2. U.S. Business Cycle Expansions and Contractions” National Bureau of Economic Research (NBER). 14 marzo 2023. [US Business Cycle Expansions and Contractions | NBER](#)
30 septiembre 2024

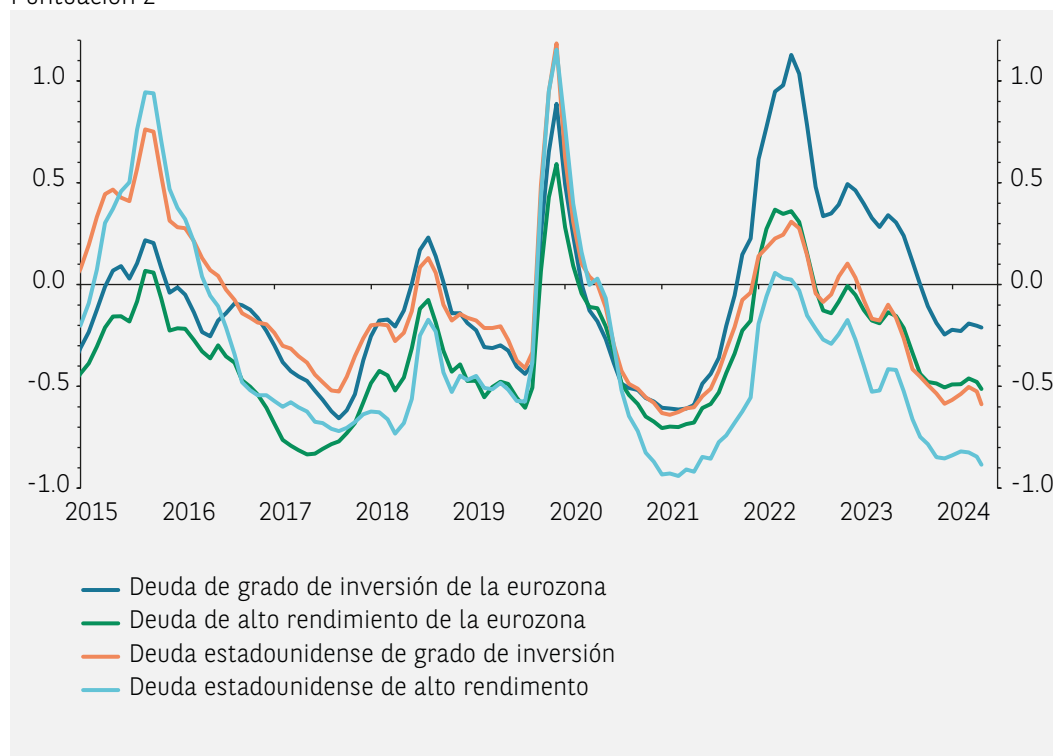
ATENCIÓN A LOS RIESGOS GEOPOLÍTICOS

Aunque somos optimistas en lo que respecta al mercado de deuda corporativa de Estados Unidos y la eurozona y seguimos pensando que las perspectivas de los sectores de grado de inversión y alto rendimiento son favorables, las valoraciones son elevadas, por lo que la clase de activos podría verse afectada por el deterioro de la confianza de los inversores (gráfico 4).

Gráfico 4

Los diferenciales de crédito se sitúan por debajo de la media

Puntuación z



Data as at 21 October 2024. Sources: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

La guerra de Ucrania, la intensificación de las tensiones en Oriente Próximo, los problemas de suministro en el Golfo de Arabia... Todas estas circunstancias podrían acelerarse de repente, lo que provocaría preocupación en los mercados y aumentaría la volatilidad, afectando también a la confianza de los inversores. Por otro lado, los mercados de deuda corporativa de la eurozona registraron un aumento de la volatilidad ante la reciente celebración de elecciones nacionales y al Parlamento de la Unión Europea, por lo que esperamos que los inversores extremen la prudencia de cara a las elecciones de noviembre en Estados Unidos. Aunque dichas elecciones podrían tener un impacto significativo, sobre todo en lo que respecta a la política fiscal y el comercio internacional, es probable que el resultado siga siendo incierto tras la celebración de elecciones, si este acaba siendo muy reñido o ajustado. A los mercados nos les gusta la incertidumbre, así que todo lo que no sea una victoria clara de uno u otro partido, con claras consecuencias políticas, podría aumentar la volatilidad y reducir la confianza de los inversores, que suelen mostrarse reacios a asumir riesgos adicionales.

MERCADOS EMERGENTES

Mantenemos el optimismo en lo que respecta a las perspectivas de la deuda emergente, ya que pensamos que el crecimiento económico va a mantener su solidez en 2025, respaldado por el consumo privado, la inversión y las exportaciones. Además, la inflación ha disminuido y se acerca ya a los niveles habituales, lo que debería favorecer la orientación expansiva de la política monetaria. Por último, siguen registrándose entradas de capital en la deuda externa emergente denominada en divisa extranjera, en la deuda denominada en divisa local y en la deuda corporativa, mientras que la oferta de estos bonos se mantiene por debajo de los niveles previos a la pandemia.

No obstante, la volatilidad podría continuar debido a las elecciones estadounidenses de noviembre, la reacción de los precios de las materias primas al contexto geopolítico y la incertidumbre en torno al ritmo de crecimiento de la economía china. No pensamos que ninguno de estos factores vaya a desestabilizar los fundamentales de las economías emergentes ni de los mercados de renta fija, pero sí podrían ofrecer la oportunidad de ajustar la exposición. Mientras tanto, la combinación actual de factores técnicos y fundamentales positivos respalda la inversión en deuda emergente, ya que permite disfrutar de unos rendimientos relativamente más elevados.

LA DEUDA DENOMINADA EN DIVISA LOCAL OFRECE LAS OPORTUNIDADES MÁS ATRACTIVAS

Normalmente, la rentabilidad de la deuda emergente no se ha visto favorecida por el inicio del ciclo de recortes de tipos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. Sin embargo, los ciclos previos han solido venir acompañados de una recesión y de una escasa demanda de los activos de mayor rendimiento, mientras que el ciclo actual se caracteriza por un crecimiento sólido y una fuerte demanda. Además, los datos históricos también demuestran que la deuda emergente denominada en divisa local podría imitar a la Reserva Federal, con una caída del rendimiento y un aumento del precio.

.....

Los rendimientos de la deuda emergente denominada en divisa local han subido de forma notable en los últimos años

.....

Además, los rendimientos de la deuda emergente denominada en divisa local han subido de forma notable en los últimos años, y los rendimientos reales (ajustados a las expectativas de inflación) se sitúan actualmente en unos niveles muy atractivos en términos históricos, sobre todo en relación con Estados Unidos. La combinación de crecimiento económico, estabilidad de la inflación, tipos de interés más bajos y valoraciones atractivas nos lleva a pensar que la clase de activos podría ofrecer una sólida rentabilidad a corto y medio plazo.

No obstante, la selección por países es importante, ya que algunas regiones o países concretos están más avanzados que otros en el ciclo de recortes de tipos, y algunos otros ni siquiera lo han iniciado. Pensamos que América Latina podría seguir liderando los recortes de tipos, con Colombia, Chile y Perú en cabeza. En Europa Oriental, Hungría, República Checa y Rumanía podrían ser los países que lideraran los recortes de tipos de interés, mientras que otros países como Turquía y Egipto parecen estar en vías de alcanzar un nivel de estabilidad que podría permitirles recortar los tipos en los próximos trimestres.

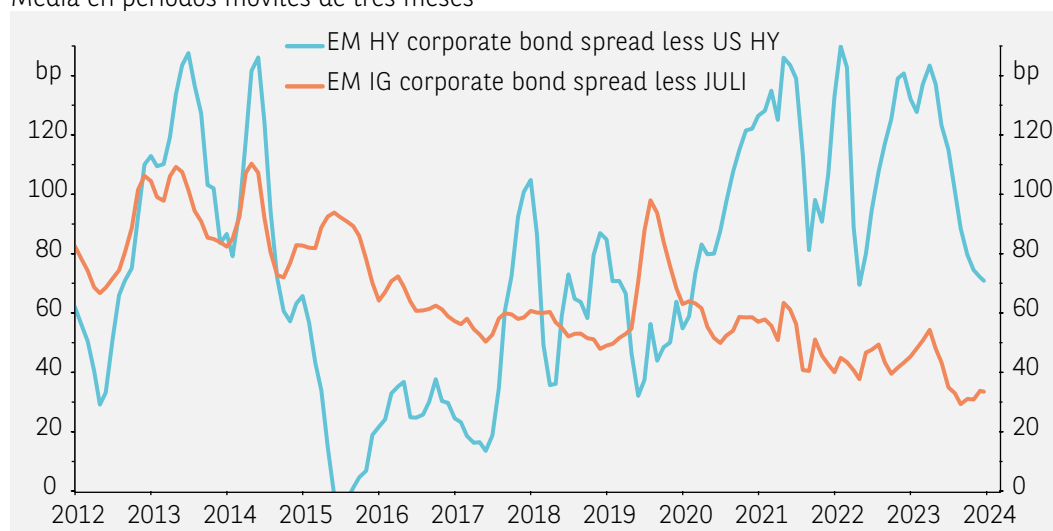
ATRATIVOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA CORPORATIVA EMERGENTE

Los diferenciales de la deuda corporativa emergente se han reducido en los últimos trimestres, lo que ha hecho que ciertos países o sectores hayan comenzado a resultar caros en términos absolutos. Sin embargo, en relación con los mercados de Estados Unidos o de otros países desarrollados, mantienen su atractivo. En la actualidad, el rendimiento de la deuda corporativa emergente de grado de inversión es más de 30 puntos básicos superior al de los mercados desarrollados, mientras que el de la deuda corporativa emergente de alto rendimiento está casi 70 puntos básicos por encima (véase el gráfico 5).

Gráfico 5

Atractivo de los diferenciales de la deuda corporativa de mercados emergentes en relación con los mercados desarrollados

Media en periodos móviles de tres meses



Información a 21 de octubre de 2024. Fuente: J.P. Morgan, BNP Paribas Asset Management.

En conjunto, las empresas de mercados emergentes muestran unos fundamentales sólidos, y los datos más recientes de beneficios apuntan a unas perspectivas favorables. Aunque las tensiones geopolíticas, como el conflicto en el Mar Rojo, podrían llegar a afectar a las cadenas de suministro, las empresas de los mercados emergentes han reaccionado con rapidez a la hora de hacer funcionar sus modelos de negocio, cambiar de proveedores u optimizar su estructura de costes para minimizar el impacto.

Por último, pensamos que el actual contexto de factores técnicos positivos se mantendrá al menos hasta finales de 2024. La oferta de deuda corporativa ha aumentado recientemente, pero sigue siendo muy inferior a la que se registraba antes de la pandemia. En nuestra opinión, este nivel más moderado de oferta de bonos podría mantenerse hasta final de año.

SELECCIÓN DE TÍTULOS EN DEUDA SOBERANA DENOMINADA EN DIVISA EXTRANJERA

Mantenemos nuestras perspectivas positivas para la deuda soberana emergente denominada en divisa extranjera, gracias a la mejora de los fundamentales, los recortes de tipos de interés en los mercados desarrollados y la demanda constante de bonos con un rendimiento relativamente elevado. Sin embargo, seguimos pensando que es posible que los resultados muestren una cierta disparidad y que algunos mercados ofrezcan un mayor potencial de rentabilidad. Por ejemplo, podríamos encontrar oportunidades

interesantes entre las situaciones más idiosincráticas, como la continua restructuración de la deuda en Ucrania o Sri Lanka, o en ciertos mercados frontera, como Egipto y otros países africanos, que podrían beneficiarse de un crecimiento económico más pronunciado y de la continua demanda de los rendimientos superiores que ofrece su deuda.

LA ECONOMÍA CHINA Y EL CONTEXTO POLÍTICO PODRÍAN IMPULSAR LA VOLATILIDAD

El gobierno chino ha ampliado e intensificado recientemente sus intentos de revitalizar la economía del país. Aunque aún es demasiado pronto para saber si las medidas anunciadas tendrán éxito o para anticipar el alcance real de las medidas que acabará implantando el gobierno, lo cierto es que estos esfuerzos podrían mejorar de manera significativa las perspectivas de las economías regionales de los mercados emergentes. No obstante, China sigue enfrentándose a sus propios problemas, que también afectan a la economía mundial. De cara a 2025, la atención de los mercados se centrará en los objetivos de crecimiento, ya que la situación del mercado inmobiliario afecta a la actividad económica del país. Sin embargo, si se intensifican las medidas actuales o futuras, podríamos asistir a un crecimiento positivo de la economía china antes de lo previsto, lo que favorecería también a la deuda global emergente.

.....

En 2024 se han celebrado importantes elecciones en algunos mercados emergentes, como Sudáfrica, la India, Indonesia y México, lo que ha creado ciertas oportunidades

.....

En 2024 se han celebrado importantes elecciones en algunos mercados emergentes, como Sudáfrica, la India, Indonesia y México, lo que ha creado ciertas oportunidades. No obstante, la atención está ahora puesta en las consecuencias de las próximas elecciones estadounidenses. Tanto las elecciones a la presidencia como al Congreso están muy reñidas, pero el resultado podría tener importantes consecuencias en múltiples ámbitos, como la política monetaria y fiscal, el comercio internacional y la propensión al riesgo en el caso de impugnación de las elecciones.

Aunque siempre se aconseja un cierto grado de prudencia ante acontecimientos importantes, seguimos pensando que los inversores deberían centrarse en los factores fundamentales que impulsan la rentabilidad de los mercados a largo plazo. Las perspectivas fundamentales de la deuda emergente corporativa y soberana siguen siendo favorables, y el nivel actual de rendimientos ofrece una compensación atractiva por la incertidumbre que impera en los mercados.

El presente informe ha sido finalizado en octubre de 2024.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe, en adelante, «la sociedad gestora de inversiones», es una sociedad por acciones simplificada con domicilio social sito en 1 Boulevard Haussmann 75009 París, Francia, inscrita en el Registro Mercantil de París con el número 319 378 832 y registrada ante la «Autorité des marchés financiers» con el número GP 96002. El presente documento ha sido elaborado y publicado por la sociedad gestora de inversiones. Este material se elabora únicamente con fines informativos y no constituye: 1. Una oferta de venta o una invitación de compra, y no debe tenerse en cuenta o constituir, en ningún caso, la base de ningún tipo de contrato o compromiso. 2. Una recomendación de inversión. El presente documento hace referencia a uno o varios instrumentos financieros autorizados y regulados en la jurisdicción de su constitución. No se ha llevado a cabo ninguna actuación que se requiera obligatoriamente, en especial en Estados Unidos, para poder realizar la oferta pública de los instrumentos financieros en ninguna otra jurisdicción a personas estadounidenses (en el sentido que se da a esta expresión en el Reglamento S de la United States Securities Act de 1933), salvo por lo indicado en el folleto informativo más reciente de los instrumentos financieros correspondientes, o en el sitio web (en el apartado «Nuestros fondos»). Antes de cursar cualquier orden de suscripción en un país en el que estén registrados dichos instrumentos financieros, los inversores deben comprobar las limitaciones o restricciones legales que puedan existir para la suscripción, compra, posesión o venta de los instrumentos financieros. Los inversores interesados en suscribir los instrumentos financieros deben leer detenidamente el folleto informativo y el documento de datos fundamentales (KID), así como consultar los informes financieros más recientes de los instrumentos financieros en cuestión. Estos documentos están disponibles en el idioma del país en el que dichos instrumentos financieros estén autorizados para su distribución y en inglés, según corresponda, en la siguiente dirección, en el apartado «Nuestros fondos»: <https://www.bnpparibas-am.com/> Las opiniones recogidas en este documento constituyen el criterio que la sociedad gestora adoptó en ese momento y podrían variar sin previo aviso. La sociedad de gestión de carteras no tiene obligación de actualizarlas o modificarlas. Se recomienda a los inversores consultar con sus propios asesores jurídicos o fiscales cualquier aspecto legal, fiscal, domiciliario o contable que sea aplicable en su caso antes de invertir en los instrumentos financieros con el fin de poder tomar una decisión independiente sobre la idoneidad y las consecuencias de su inversión, en caso de estar autorizados a realizarla. Es importante tener en cuenta que los diferentes tipos de inversiones que se puedan mencionar en este sitio web tienen distintos niveles de riesgo y no puede garantizarse que una inversión en concreto sea adecuada, pertinente o rentable para la cartera de inversión de un cliente o cliente potencial. Dado que existen riesgos económicos y de mercado, no se puede ofrecer la garantía de que los instrumentos financieros alcanzarán sus objetivos de inversión. El comportamiento de los instrumentos financieros puede variar considerablemente en función de los objetivos o de las estrategias de inversión empleadas así como de las condiciones económicas y de mercado, especialmente los tipos de interés. Las distintas estrategias aplicadas a los instrumentos financieros pueden tener un efecto significativo en los resultados presentados en este documento. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de las rentabilidades futuras y el valor de las inversiones en los instrumentos financieros es susceptible, por su naturaleza, de variar tanto al alza como a la baja. Es posible que los inversores no recuperen su inversión inicial. Los datos de rentabilidad reflejados en este sitio web no tienen en cuenta las comisiones, los costes de emisión o reembolso ni los impuestos. Podrá obtener esta información en la siguiente dirección: <https://www.bnpparibas-am.com/fr-fr/investisseur-professionnel/synthese-des-droits-des-investisseurs/> Resumen de los derechos del inversor en francés. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe podrá decidir poner fin a las modalidades de comercialización de sus organismos de inversión colectiva/instrumentos financieros, en los casos previstos por la normativa aplicable. La expresión «El inversor sostenible para un mundo en evolución» refleja el objetivo de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe de integrar el desarrollo sostenible en sus actividades, aunque no todos los fondos gestionados por BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Europe están clasificados como artículo 8 o 9 del Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros («SFDR»). Para obtener más información consulte la dirección www.bnpparibas-am.com/en/sustainability-bnpp-am/

November 2024 - Design: Creative Services BNPP AM - P2411002

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**El inversor
sostenible para un
mundo en evolución**