

PERSPECTIVAS DE RENTA FIJA

ENERO 2023

Persistencia de la inflación

- Los datos más recientes apuntan a que la economía estadounidense se dirige hacia un periodo de crecimiento por debajo de la tendencia, pero no hacia una recesión. El efecto del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda agregada se está haciendo evidente, y las presiones de las cadenas de suministro parecen estar remitiendo.
- El principal interrogante es si la ralentización vendrá acompañada por una rápida caída de la inflación, lo que permitiría a los bancos centrales de Estados Unidos y otros países volver a situar los tipos de interés en un nivel neutral, o incluso inferior.
- El mensaje del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal sigue siendo claro: no está dispuesta a permitir que la inflación se consolide y está decidida a arriesgarse a mantener una orientación restrictiva de su política durante mucho tiempo. En nuestra opinión, el rendimiento real debe mantenerse en territorio restrictivo durante algún tiempo.
- Pensamos que la recesión en la eurozona podría ser menos profunda de lo que se esperaba inicialmente; es probable que la inflación general haya alcanzado ya su nivel máximo, pero la inflación subyacente podría tener un carácter más permanente.



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



«Los datos más recientes apuntan a que la economía en EE.UU. se dirige hacia un periodo de crecimiento por debajo de la tendencia, pero no hacia una recesión».

ESTADOS UNIDOS

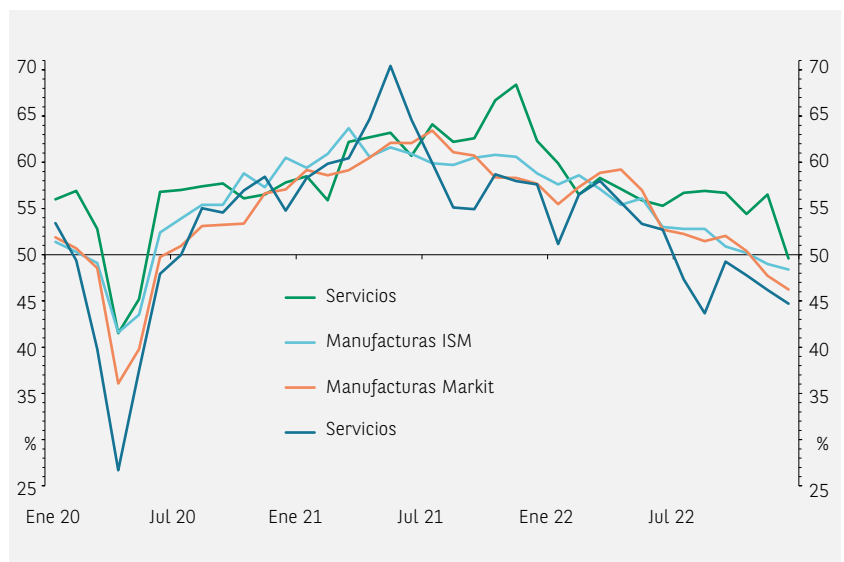
A inicios de 2023, el efecto del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda agregada se está haciendo evidente, y las presiones de las cadenas de suministro parecen estar remitiendo. La subida de los tipos de interés ya ha puesto freno a la inversión residencial, y lo más probable es que la inversión empresarial comience también a ralentizarse, ya que los beneficios empresariales van a verse inevitablemente afectados y las tasas mínimas de rentabilidad de los nuevos proyectos están aumentando. El consumo ha logrado resistir por el momento, ya que las familias han recurrido a sus ahorros para satisfacer la demanda acumulada, especialmente en el sector servicios. Sin embargo, estas reservas de ahorros no dejan de reducirse, ya que los ingresos no han logrado seguir el mismo ritmo que el aumento de los precios.

Los datos más recientes correspondientes a la actividad del sector servicios durante el mes de diciembre y ofrecidos por el Institute for Supply Management (ISM), publicados en enero, pusieron de manifiesto una fuerte caída hacia territorio de contracción, igualando así las caídas que ya habíamos visto en el índice de gestión de compras elaborado por Markit. Históricamente, los datos del ISM han actuado como indicadores adelantados del crecimiento. Los datos más recientes apuntan a que la economía estadounidense se dirige hacia un periodo de crecimiento por debajo de la tendencia, cuando no hacia una recesión (véase gráfico 1).

Gráfico 1

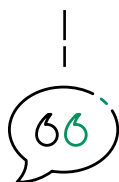
La economía estadounidense parece dirigirse hacia un periodo de crecimiento inferior a la tendencia

Índices de gestión de compras de los sectores manufacturero y de servicios



Información a 20 enero 2023. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management..

Estos indicios de deterioro de las perspectivas de crecimiento no son algo inesperado. El fin del endurecimiento de la política monetaria es ralentizar la economía. Sin embargo, el principal interrogante es si esta ralentización vendrá acompañada por una rápida caída de la inflación, lo que permitiría a los bancos centrales de Estados Unidos y otros países volver a situar los tipos de interés en un nivel neutral, o incluso inferior. ¿Acabará la inflación teniendo un carácter más persistente, lo que alargaría el periodo de orientación restrictiva de la política monetaria? En nuestra opinión, la persistencia de la inflación dependerá de:



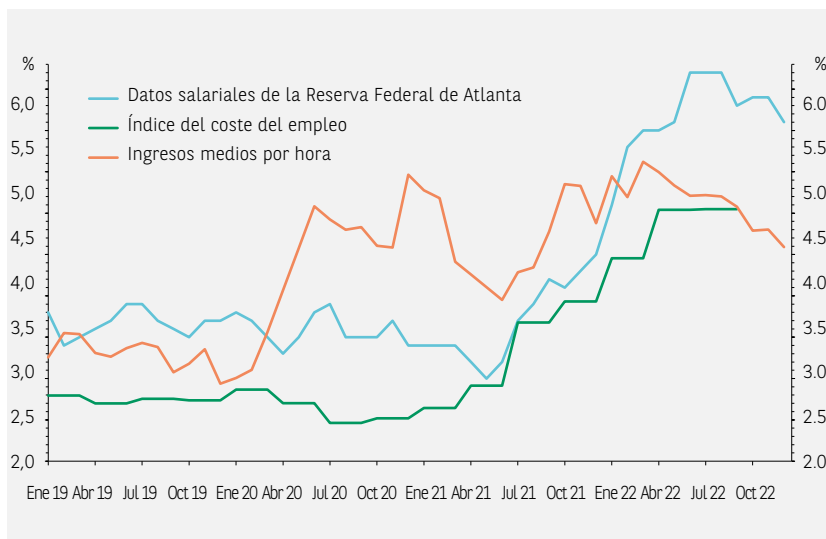
«El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal sigue siendo claro: no está dispuesta a permitir que la inflación se consolide y está decidida a arriesgarse a mantener una orientación restrictiva de su política durante mucho tiempo».

- (i) si se consolida en las expectativas de inflación
- (ii) si se alcanza el equilibrio en el mercado laboral, lo que permitiría que los incrementos salariales volvieran a estar en línea con la productividad y el objetivo de inflación de la Reserva Federal.

En 2022, pensábamos que los desequilibrios del mercado laboral tenían un carácter parcialmente estructural, tal y como parecía indicar una tasa de participación de la población activa que no había recuperado los niveles previos a la pandemia y los problemas para cubrir puestos de trabajo con trabajadores debidamente cualificados, lo que hacía que las empresas encontraran dificultades para cubrir los puestos que habían quedado vacantes durante la pandemia. Los datos del informe JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) sobre ofertas de empleo y tasas de participación de la población activa, que señalan que un importante número de trabajadores han abandonado el mercado laboral, continúa respaldando nuestra opinión en este sentido.

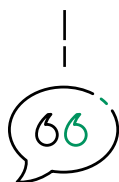
En nuestra opinión, las empresas no estarán dispuestas a despedir a sus empleados durante una ralentización, dadas las dificultades de contratación que han tenido en 2021 y 2022, lo que ofrece más poder de negociación a los trabajadores. Sin embargo, la reciente revisión a la baja de los ingresos medios por hora, que en diciembre se situó en el 4,6% interanual frente al 5,1% de noviembre, arroja dudas sobre la continuidad del crecimiento salarial. No obstante, al no estar ajustados por los efectos de composición, los ingresos medios por hora pueden ofrecer una imagen engañosa de las tendencias de remuneración, por lo que estaremos especialmente atentos a los datos salariales ofrecidos por la Reserva Federal de Atlanta y al índice del coste del empleo (véase gráfico 2).

Gráfico 2
El crecimiento salarial parece estar ralentizándose
 Variación salarial interanual



Información a 20 enero 2023. *El periodo abril-mayo 2020/2021 se ha suavizado para eliminar distorsiones. Fuente: Oficina de Estadísticas del Mercado Laboral de Estados Unidos, Reserva Federal de Atlanta, BNP Paribas Asset Management

A corto plazo, pensamos que el mensaje del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal sigue siendo claro: la entidad no está dispuesta a permitir que la inflación se consolide y está decidida a arriesgarse a mantener una orientación restrictiva de su política durante mucho tiempo. En la práctica, esto significa que deberíamos tomar al pie de la letra su



«Pensamos que el rendimiento real debería recuperar su tendencia alcista».

intención de llevar los tipos de interés al menos hasta el 5,00%-5,25% y mantenerlos en ese nivel durante el resto de 2023. No cabe duda de que el Comité de Mercado Abierto está ya preocupado por la flexibilización de las condiciones financieras que se viene observando desde mediados de octubre a pesar de las subidas de tipos de 125 puntos básicos y de la insistencia en las previsiones iniciales. No podemos olvidar que el endurecimiento de las condiciones financieras se produjo en los tres primeros trimestres de 2022 y es ahora cuando está afectando a la economía. La flexibilización de estas condiciones podría favorecer al crecimiento en el segundo semestre de 2023, al mismo tiempo que la caída de los precios de la energía hace aumentar la renta real. Es de esperar que la Reserva Federal se esfuerce por reforzar su mensaje de que un par de meses de reducción del índice de precios al consumo y de indicios provisionales de moderación salarial no llevarán a la entidad a poner fin al endurecimiento monetario.

No obstante, los indicios de moderación de la inflación subyacente, la ralentización del crecimiento y la reducción de los ingresos medios por hora deberían eliminar algunos de los riesgos alcistas del rendimiento real y nominal. No parece probable que el Comité de Mercado Abierto vaya a situar los tipos de interés por encima del 6%, algo que no habríamos afirmado con la misma convicción en el tercer trimestre. La distribución de las trayectorias de tipos parece hoy más ajustada que en el cuarto trimestre.

En nuestra opinión, el rendimiento real debe mantenerse en territorio restrictivo durante algún tiempo. Consideramos que resulta iluso pensar que podríamos asistir a un escenario «perfecto» de desinflación, en el que las presiones salariales se moderan simplemente con la eliminación del exceso de ofertas de trabajo, pero sin que se produzca pérdida de empleo. Para reducir las presiones salariales, la Reserva Federal tendrá que provocar un aumento de la tasa de desempleo, lo que exigirá un periodo de tipos de interés restrictivos. Dado que la economía no presenta desequilibrios financieros evidentes, es posible que para ello tenga que mantener el rendimiento real durante algún tiempo en territorio restrictivo.

En lo que respecta al nivel que debería alcanzar el rendimiento real, pensamos que debería situarse en niveles superiores a los alcanzados durante el ciclo de subida de tipos de 2016-2018, cuando los tipos de interés oficiales se situaron en el 2,75%, pero la inflación subyacente según el índice de gastos en consumo personal estaba solo en el 2,1%, frente al 4,7% actual.

Para entenderlo, nos remitimos al gráfico 3, en el que se muestra la previsión de rendimiento real a dos años en un año y a cinco años en cinco años (utilizamos el rendimiento prospectivo para eliminar las distorsiones que provoca la acumulación de inflación debidas al desfase de la indexación). En el gráfico podemos observar que en 2022 el rendimiento real aumentó de forma constante hasta julio, momento en el que el mercado descontó el primer cambio de tendencia de la política de tipos, y volvió a aumentar hasta mediados de octubre, cuando el mercado descontó un nuevo cambio.

En nuestra opinión, la reciente moderación de la Reserva Federal no está justificada (ya que se mantiene la escasez de mano de obra en el mercado laboral, a pesar de la moderación del crecimiento), por lo que pensamos que el rendimiento real debería recuperar su tendencia alcista y retomar los niveles de octubre, a menos de que veamos alguna prueba convincente de que la inflación está en claro descenso (algo que, en nuestra opinión, aún es prematuro).

Un objetivo razonable para el rendimiento real a cinco años en cinco años se situaría entre el 1,50% y el 1,75%, teniendo en cuenta que la previsión de rendimiento real suele alcanzar su punto máximo cerca de la tasa



«Pensamos que la recesión en la eurozona podría ser menos profunda de lo que se esperaba inicialmente».

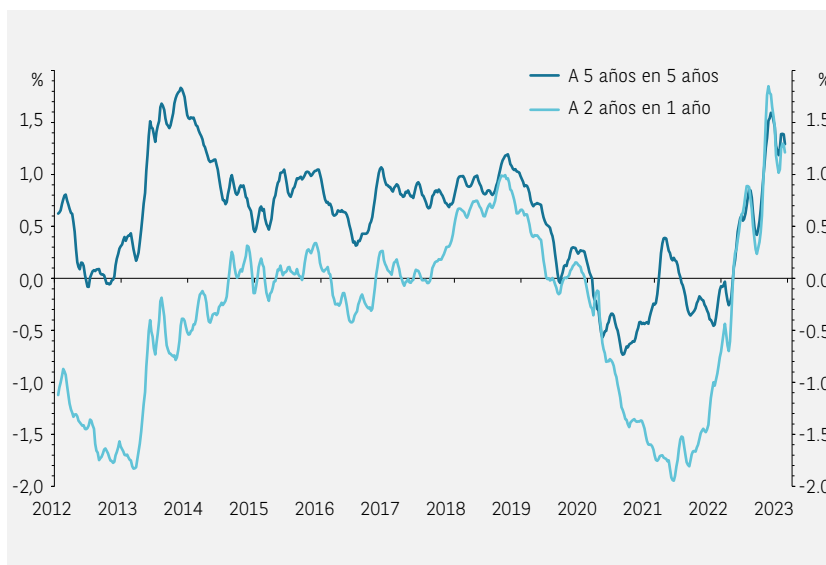
potencial de crecimiento económico, que hemos situado en torno al 1,75%. Sin embargo, el rendimiento real a dos años en un año podría aumentar bastante más, ya que la Reserva Federal utilizará el tipo de interés aplicable a los fondos federales como instrumento político. Un objetivo del 2,00% en el rendimiento real a dos años en un año no sería inverosímil si la entidad deseara pisar con más fuerza el freno monetario.

Los niveles actuales están muy por debajo de estos objetivos (de ahí nuestra infrponderación en duración neta). No obstante, vemos indicios de moderación del crecimiento y de que la inflación y las presiones salariales podrían haber alcanzado ya su nivel máximo, por lo que estamos dispuestos a aprovechar el aumento de los rendimientos para cubrir las posiciones infrponderadas y optar por un posicionamiento largo a medida que nos acerquemos a los niveles objetivo.

Gráfico 3

El rendimiento real está por debajo del objetivo

Previsión de rendimiento real

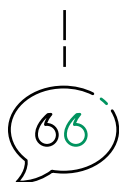


Información a 20 enero 2023. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

EUROZONA

Pensamos que la recesión en la eurozona podría ser menos profunda de lo que se esperaba inicialmente, a pesar del impacto que tiene el aumento de los costes en la producción intensiva en energía y la renta real. La rápida disminución de la dependencia del suministro de gas canalizado, los niveles de almacenamiento de gas, superiores a lo esperado, y la reducción de la demanda provocada por las suaves temperaturas registradas en otoño y un inicio del invierno inusualmente cálido, señalan que el riesgo de racionamiento de energía es hoy mucho más bajo.

Aunque aún es demasiado pronto para afirmar que la crisis energética ha quedado atrás, es probable que la reducción de la incertidumbre relacionada con la energía impulse la confianza de las familias y las empresas europeas. En lo que respecta a las perspectivas de consumo, el crecimiento de la renta real continúa siendo negativo, pero el crecimiento del salario nominal es positivo gracias a la escasez de mano de obra, las ayudas fiscales y el exceso de ahorro. El fin de las estrictas restricciones impuestas en China en el marco de su política de cero tolerancia al covid podría ocasionar ciertos problemas a corto plazo ante la posible propagación del virus, pero



«Pensamos que el BCE subirá los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos en las próximas dos reuniones del consejo».

una vez que mejore la inmunidad de la población y la actividad económica se normalice, la eurozona podría verse favorecida por el aumento de la demanda externa a través del turismo y de los vínculos comerciales con China.

Es probable que la inflación general haya alcanzado ya su nivel básico, pero la inflación subyacente podría mostrar un carácter más persistente. El aumento de los salarios podría mantener la inflación subyacente en niveles elevados en los próximos meses. Habrá que prestar atención a cómo se interpreta el aumento de la inflación. Podría ser simplemente que el impacto del aumento de los precios de la energía en la inflación subyacente se ha retrasado. Pero también podría ser que el crecimiento de los salarios esté tomando el relevo como el próximo motor de la inflación.

Pensamos que el BCE subirá los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos en las próximas dos reuniones del consejo, antes de ralentizar las subidas a un ritmo de 25 puntos básicos y situar los tipos aplicables a los depósitos en el 3,25% o superior. Los riesgos bajistas han disminuido, pero la inflación sigue estando muy por encima del objetivo y la inflación subyacente tiende al alza. El BCE podría mantener los tipos de interés en niveles restrictivos durante más tiempo que en ciclos anteriores, hasta que haya pruebas convincentes de que la inflación subyacente se está ralentizando a un nivel que se ajuste a su mandato de estabilidad de los precios.

Mantenemos una ligera preferencia por el posicionamiento corto en duración. Ante el menor riesgo de una recesión grave, el endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE y el notable aumento de la emisión de deuda pública en euros en 2023, pensamos que los mercados de deuda pública denominada en euros seguirán bajo presión en los próximos meses. Sin embargo, somos conscientes de que, ante la posibilidad de que la inflación general haya alcanzado ya su nivel máximo y con el fin del ciclo actual de endurecimiento de la política monetaria a la vista, los inversores podrían volver a recurrir a la deuda pública en euros ante las perspectivas de incertidumbre de los activos de riesgo. Pensamos que los rendimientos del bono alemán a diez años podrían situarse entre el 2,00% y el 2,75% en el primer trimestre de 2023.

Preveemos también un aumento de los diferenciales en los mercados periféricos de la eurozona. En nuestra opinión, el diferencial actual entre los títulos de deuda italiana y alemana a diez años es demasiado ajustado. La intención del BCE de llevar su política a territorio restrictivo podría afectar a los diferenciales de los bonos de la periferia europea. Al mismo tiempo, el nivel sin precedentes de emisión de deuda pública italiana en 2023 podría aumentar los diferenciales entre los títulos italianos y alemanes, especialmente en el primer trimestre, ya que la emisión se concentrará en los primeros meses del año. Sin embargo, el riesgo político en Italia se ha reducido y las subvenciones y los préstamos baratos del programa *Next Generation* de la Unión Europea deberían mejorar las perspectivas de sostenibilidad de la deuda italiana. Además, la reciente caída de los precios del gas natural debería aliviar la presión sobre las necesidades de financiación y el crecimiento del país.

REINO UNIDO

Es probable que el Reino Unido ya esté en recesión, y 2023 también se presenta complicado. Aunque la mejora que ha experimentado el mercado del gas natural y la normalización de la cadena de suministro podrían



«Hay indicios que apuntan a una posible reducción de las presiones inflacionistas».

contribuir a aliviar la crisis del coste de la vida, la renta real de las familias ha registrado una importante erosión. Algunos hogares podrían reducir el impacto sobre su nivel de gasto recurriendo a los ahorros acumulados durante la pandemia, pero la distribución de dichos ahorros está sesgada hacia las familias con mayor nivel de renta. Ya hay indicios que apuntan a que los hogares con menos ingresos ya han comenzado a recortar sus gastos.

Por otro lado, las condiciones financieras se han endurecido y han comenzado a afectar a la economía. Hay indicios claros de desaceleración del mercado inmobiliario y lo más probable es que el mercado siga cayendo. Muchas familias tendrán que reajustar sus hipotecas con unos tipos de interés más altos, lo que reducirá la renta disponible para el consumo. Además, las huelgas en los diferentes sectores podrían afectar al crecimiento económico a corto plazo.

La inflación continúa siendo un problema. Hay indicios que apuntan a una posible reducción de las presiones inflacionistas: las cadenas de suministro se normalizan, los precios de la energía han bajado y los datos indican una menor capacidad de fijación de precios, ya que las empresas han de enfrentarse a un descenso de la demanda y a una fuerte competencia.

Sin embargo, el crecimiento salarial no cede, ya que la oferta de mano de obra sigue siendo escasa debido a las bajas por enfermedad de larga duración y las jubilaciones anticipadas. El Servicio Nacional de Salud del Reino Unido (NHS) se enfrenta a un importante retraso de más de siete millones de pacientes en espera de tratamiento, una financiación deficiente y tensiones adicionales derivadas de la reciente oleada de huelgas en el sector. Ante el deterioro del sistema público de salud, no parece probable que el problema de la inactividad laboral por enfermedad de larga duración vaya a solucionarse a corto plazo. Por otro lado, tras el *brexit*, también es probable que la oferta de mano de obra a través de la inmigración se vea limitada. En nuestra opinión, podría mantenerse la presión alcista sobre el crecimiento salarial y las presiones inflacionistas podrían continuar, incluso con una tasa de crecimiento más baja.

En un contexto de escasez de mano de obra en el mercado laboral, sólido crecimiento de los salarios y aumento de los riesgos de resistencia de los salarios reales, el Banco de Inglaterra podría volver a subir los tipos de interés en 50 puntos básicos en su próxima reunión de febrero. Sin embargo, ante el carácter cada vez más restrictivo de la política monetaria, el deterioro de la actividad económica y los indicios de moderación de la presión salarial podrían llevar a la entidad a optar por una subida de 25 puntos en marzo. Pensamos que el Banco de Inglaterra podría anunciar la última subida del actual ciclo de endurecimiento de la política monetaria en su reunión de marzo o de mayo, pero existe el riesgo de que opte por hacerlo antes.

A medio plazo, pensamos que la prima de plazo podría subir. A pesar de la naturaleza de los recortes fiscales y la rebaja de los objetivos fiscales anunciada en la Declaración de Otoño, la relativamente limitada reacción del mercado parece indicar que el gobierno ha hecho ya lo suficiente para pasar página tras el experimento fiscal de la anterior primera ministra Liz Truss. Aunque no parece probable que la credibilidad fiscal vaya a suponer un problema importante a corto plazo, no está claro si los elevados niveles de endeudamiento favorecerán una demanda suficiente por parte de los inversores a largo plazo. El elevado nivel de endeudamiento se producirá en un entorno de ventas activas de títulos de deuda pública británica por parte del Banco de Inglaterra y caída de la demanda de inversión extranjera en títulos de deuda pública del país.

El presente informe ha sido finalizado el 20 de enero de 2023.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, 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 compra ni una invitación de venta, ni podrá ser la base o servir de referencia o utilizarse en relación con ningún contrato o compromiso cualesquiera o
2. asesoramiento 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 gestora de inversiones no está obligada a actualizar o alterar la información u opiniones contenidas en este documento. Recomendamos a los inversores que consulten a sus propios asesores jurídicos y fiscales para obtener asesoramiento en relación con aspectos de índole jurídica, contable, domiciliaria o fiscal antes de invertir en los instrumentos financieros para tomar una decisión independiente sobre la idoneidad y consecuencias de invertir en ellos, si se permite. 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:

www.bnpparibas-am.fr/investisseur-professionnel/synthese-des-droits-des-investisseurs, un resumen de los derechos del inversor en francés. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE podrá decidir interrumpir la comercialización de los 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 France de integrar el desarrollo sostenible en sus actividades, aunque no todos los fondos de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France 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.

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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