

PERSPECTIVAS DE RENTA FIJA

OCTUBRE 2022

Continúa la tendencia de endurecimiento

- Estados Unidos se enfrenta a una demanda que, aunque aún sigue siendo fuerte, está en proceso de desaceleración (como consecuencia de la orientación excesivamente expansiva de su respuesta fiscal y monetaria a la pandemia) y a importantes problemas de oferta (relacionados con los cierres impuestos en China, la inversión de la tendencia de globalización y el conflicto en Ucrania).
- Pensamos que a finales de 2022 los tipos de interés estarán entre el 4,25% y el 4,50%. Si la inflación subyacente no logra moderarse pronto, podrían aprobarse nuevas subidas de tipos en 2023.
- En la eurozona, la inflación dependerá de los precios de la energía y la reacción de los gobiernos. Las perspectivas relativas a la inflación subyacente están más claras. El aumento de los precios de la energía en el mercado mayorista continuará trasladándose a los consumidores. El incremento de los costes ejercerá presión sobre los márgenes de las empresas, lo que las obligará a trasladar el aumento de los precios a los consumidores. Todos estos factores, unidos al debilitamiento del euro, impulsarán el aumento de la inflación subyacente de los bienes industriales en los próximos meses.



Olivier de Larouzière
Director de renta fija global



Daniel Morris
Estratega jefe de mercado



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

El inversor
sostenible para un
mundo en evolución



“La inflación ha continuado subiendo más de lo esperado y los bancos centrales han endurecido su política monetaria en respuesta”

ESTADOS UNIDOS

Estados Unidos se enfrenta a una demanda que, aunque aún sigue siendo fuerte, está en proceso de desaceleración (como consecuencia de la orientación excesivamente expansiva de su respuesta fiscal y monetaria a la pandemia) y a importantes problemas de oferta (relacionados con los cierres impuestos en China, la inversión de la tendencia de globalización y el conflicto en Ucrania). La inflación general y la subyacente se sitúan muy por encima de su objetivo y amenazan con desanclar las expectativas de inflación, y hay una fuerte escasez de mano de obra en el mercado laboral que está impulsando los salarios al alza, por lo que la respuesta política apropiada sería un endurecimiento tanto de la política fiscal como de la monetaria.

El grado de endurecimiento de dichas políticas por parte de la Reserva Federal dependerá de la evolución de la inflación. Los datos más recientes ponen de manifiesto el alcance y la persistencia de la dinámica inflacionista. El fuerte aumento de los salarios y del coste de la vivienda está impulsando al alza la inflación de los servicios, y la diferencia entre el crecimiento de la productividad y los incrementos salariales parece indicar que la situación no tiene visos de mejorar a corto plazo y que no va a ser posible evitar la recesión. Aunque es probable que la inflación de los bienes comience a ceder ante la reducción de los problemas de suministro y la fortaleza del dólar estadounidense, los precios podrían enfrentarse a nuevas presiones alcistas como consecuencia de los efectos provocados por la guerra de Ucrania y los cierres impuestos en China a causa del covid.

En nuestra opinión, resulta iluso pensar que podríamos asistir a un escenario «perfecto» de desinflación, en el que se elimina el exceso de ofertas de trabajo, pero sin que se produzca pérdida de empleo y en el que las presiones salariales se normalizan. El riesgo es que la inflación esté más consolidada y tenga un carácter más estructural de lo que se piensa y que una leve ralentización de la economía no sea suficiente para acabar con ella.

Pensamos que el rendimiento real tiene que subir más de lo que subió al final del último ciclo de subidas de tipos, a finales de 2018, cuando los tipos oficiales alcanzaron el 2,75% pero el índice de gastos en consumo personal se situaba en un 2,1% (frente al 4,9% actual).

Tras caer en el mes de julio, el rendimiento real ya ha superado los niveles registrados a finales de 2018 (véase gráfico 1). En nuestra opinión, un objetivo razonable para el rendimiento real a cinco años en cinco años se situaría entre el 1,5% y el 1,9%, teniendo en cuenta que la previsión de rendimiento real suele alcanzar su punto máximo cerca de la tasa potencial de crecimiento económico, que hemos situado en torno al 1,75%. Sin embargo, el rendimiento real a dos años en dos años 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 2,5% en el rendimiento real a dos años en dos años no sería inverosímil si la entidad necesitara pisar con más fuerza el freno monetario.



“Si la inflación subyacente no logra moderarse pronto, podrían aprobarse nuevas subidas de tipos en 2023.”

Gráfico 1

El rendimiento real ha superado los niveles registrados a finales de 2018

Previsión de rendimiento real



Información a 30 sept. 2022. Fuente: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

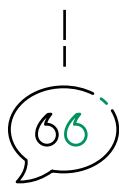
En nuestra opinión, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal necesita continuar subiendo los tipos de interés hasta situarlos en territorio restrictivo, frenar en algún momento el ritmo de subida y mantener el nivel. Tras la reunión de septiembre, los tipos están entre el 3,00% y el 3,25%. Pensamos que a finales de 2022 estarán entre el 4,25% y el 4,50%, que es el mismo nivel que descuenta actualmente el mercado.

Si la inflación subyacente no logra moderarse pronto, podrían aprobarse nuevas subidas de tipos en 2023. Si el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, es fiel a su palabra y continúa subiendo los tipos de interés hasta tener una «prueba convincente» de que la inflación ha comenzado a ceder, el ciclo de subidas de tipos podría, en teoría, prolongarse todavía durante algún tiempo.

De manera más realista, y dado el tiempo que tardan en notarse los efectos de la política monetaria, el Comité de Mercado Abierto podría optar por interrumpir las subidas de tipos para evaluar el impacto de las subidas previas. ¿En qué momento podría hacerlo? En nuestra opinión, la entidad podría comenzar a plantearse, como muy pronto, cuando los tipos estén entre 4,75% y 5,00%, ya que los tipos oficiales deberían estar al menos al mismo nivel que el índice de precios al consumo personal, que se sitúa actualmente en un 4,9% interanual.

EUROZONA

La evolución de los precios de la energía continuará impulsando la volatilidad de la inflación en la eurozona. En Italia, la autoridad energética anunció que los precios regulados de la electricidad para los hogares aumentarían un 59% en el cuarto trimestre del año. Las medidas adoptadas por los gobiernos, como el aumento por parte de Francia del tope de los precios de la energía y los carburantes a principios del próximo año, supondrán riesgos al alza para la inflación en los próximos meses. Sin embargo, hay medidas para reducir la inflación. Alemania ha decidido destinar 200.000 millones de euros a topar las facturas de gas y



“La evolución de los salarios determinará si la inflación de la eurozona acaba siendo aún más sostenida.”

electricidad de los hogares y las empresas. Aunque aún no se conocen los detalles, las propuestas iniciales apuntan a que la medida podría recortar hasta en dos puntos porcentuales la inflación alemana en el próximo año.

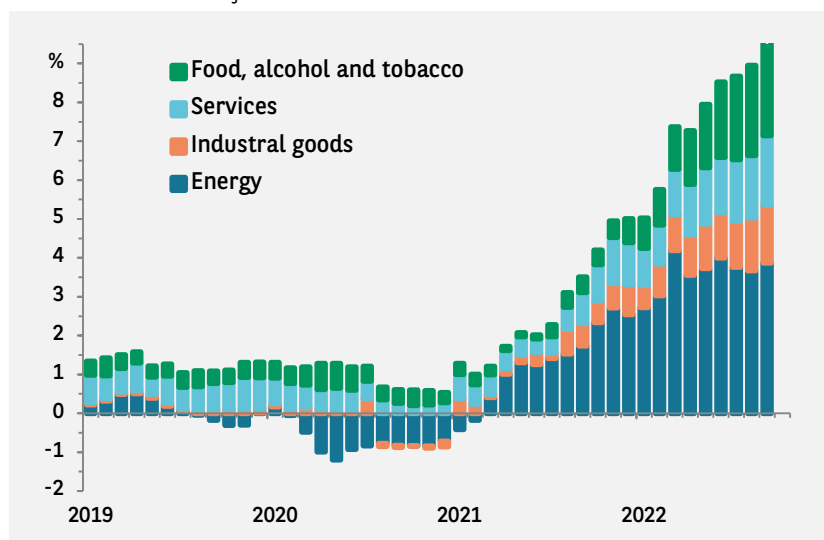
En la Unión Europea (UE) también se ha comenzado a plantear la imposición de un límite al precio del gas natural. Aunque dicha imposición podría poner en peligro la seguridad del suministro de gas, un número creciente de Estados miembros de la UE se han mostrado partidarios de esta medida. Aún se están debatiendo los detalles, con opciones que van desde la imposición de un límite máximo a los precios del gas, la creación de un «corredor dinámico» o la determinación de un límite máximo para el gas procedente de Rusia que se utiliza en la generación de energía.

Aunque la evolución de los precios de la energía a nivel de consumo dependerá de cuándo y de cómo se desarrollen en los próximos meses las intervenciones de los distintos gobiernos y de la UE, las perspectivas relativas a la inflación subyacente están más claras. El aumento de los precios de la energía en el mercado mayorista continuará trasladándose a los consumidores en aquellas áreas en las que no se producen intervenciones gubernamentales. El incremento de los costes ejercerá presión sobre los márgenes, lo que obligará a las empresas a trasladar este aumento de los precios a los consumidores. Todos estos factores, unidos al debilitamiento del euro, impulsarán el aumento de la inflación subyacente de los bienes industriales en los próximos meses.

Gráfico 2

La inflación continúa aumentando

Contribución a la inflación de la eurozona



Información a 30 sept. 2022. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Presiones salariales

La evolución de los salarios determinará si la inflación de la eurozona acaba siendo aún más sostenida. La escasez de mano de obra que ha provocado la pandemia favorece los salarios, y el reciente aumento de la inflación observada podría también resultar favorable si la negociación salarial se vincula a los ajustes realizados por el aumento del coste de la vida. Por ejemplo, el sindicato IG Metall ha exigido un incremento salarial del 8% durante un periodo de doce meses en la próxima ronda de negociaciones. Es probable que la combinación de escasez de mano de obra y alta inflación



“Además de subir los tipos, también es probable que el BCE opte por reducir su balance.”

observada continúe impulsando la capacidad de resistencia de los salarios reales: los trabajadores se resisten a los fuertes recortes de su renta real exigiendo importantes aumentos salariales. Aunque la economía ya está en proceso de ralentización, la naturaleza más lenta del mercado laboral hace que las perspectivas de empleo puedan seguir siendo sólidas. Por el momento, las empresas han sido generosas en lo que respecta a la concesión de pagos puntuales destinados a compensar a los trabajadores por el aumento del coste de la vida.

No está claro que los sindicatos puedan lograr incrementos salariales más sostenidos. En el sector comercial, que se enfrenta al fuerte aumento de los costes de los insumos energéticos y a la competencia internacional, los fabricantes podrían tener problemas para mantener los costes laborales en niveles reducidos. En el sector servicios, el crecimiento del empleo podría comenzar a disminuir cuando desaparezcan los efectos de la reapertura económica y el aumento del coste de la vida reduzca el consumo, lo que, a su vez, podría contribuir a contener el crecimiento salarial.

Perspectivas

Las encuestas nacionales de confianza empresarial, como el índice IFO en Alemania, muestran que el sentimiento económico sigue siendo especialmente débil en el sector minorista. Está aumentando el riesgo de que el suministro de gas natural en invierno resulte insuficiente. En el caso de que las empresas industriales se vean obligadas a racionar el gas, el regulador alemán calcula una pérdida del PIB de entre el 0,7% y el 1,6%. También se producirían efectos indirectos sobre el nivel de confianza de las empresas y los consumidores.

El incesante aumento de la inflación ha intensificado la presión para que el consejo de gobierno del Banco Central Europeo (BCE) acelere el endurecimiento de su política monetaria, a pesar de que sus responsables ya habían garantizado que la entidad actuaría de forma gradual. Algunos de los miembros más partidarios de dicho endurecimiento anunciaron su intención de situar los tipos de interés en niveles restrictivos, y estarían dispuestos a utilizar la trayectoria a corto plazo del aumento de la inflación como una oportunidad para acelerar el proceso de endurecimiento de la política monetaria.

Además de subir los tipos, también es probable que el BCE opte por reducir su balance. Podría hacerlo de dos maneras. En primer lugar, a finales de 2024 vencen en torno a 2,2 billones de euros del programa de operaciones de refinanciación a largo plazo del BCE (TLTRO, por sus siglas en inglés). La entidad podría modificar la fórmula del TLTRO o poner en marcha un nuevo sistema de niveles que incentive a los bancos a amortizar sus operaciones de refinanciación a largo plazo de manera anticipada. En segundo lugar, el BCE podría anunciar en los próximos meses una reducción de la reinversión de los bonos incluidos en su Programa de Compra de Activos que estén próximos al vencimiento, lo que sería otra forma de reducir su balance.

En lo que se refiere a la política fiscal, continúan los esfuerzos de los gobiernos nacionales y de la UE para reducir la demanda de energía y proteger a los consumidores y las empresas de los elevados precios de la energía. Además, dada la naturaleza de la crisis provocada por el conflicto entre Rusia y Ucrania, con impactos asimétricos en las distintas economías nacionales, la UE podría poner en marcha medidas fiscales que impliquen un cierto reparto de la carga.



“La combinación del brexit y las medidas de confinamiento impuestos a causa del COVID-19 también ha limitado la oferta de mano de obra.”

Sin embargo, los gobiernos de la eurozona no pueden permitirse aumentar de forma masiva la emisión de deuda, ya que el BCE ya no va a comprar deuda pública y ha comenzado su ciclo de endurecimiento de la política monetaria. Lo ideal sería que estas medidas fueran selectivas y neutras desde el punto de vista de los ingresos. En los países con un elevado nivel de deuda, como es el caso de Italia, la reciente subida de tipos de interés ya ha aumentado de forma considerable los costes de financiación del gobierno. El BCE continúa reduciendo la liquidez del mercado, por lo que los inversores podrían mostrarse cada vez más preocupados por la sostenibilidad fiscal de Italia.

REINO UNIDO

La economía británica ya estaba en una situación muy difícil antes del caos que se vivió en septiembre. El Reino Unido ha tenido que enfrentarse a numerosos problemas de suministro, que han afectado en gran medida al nivel de vida de los ciudadanos.

En primer lugar, al igual que la economía de la eurozona, el Reino Unido se ha visto afectado por el impacto que ha tenido la guerra de Ucrania sobre el suministro de energía. Aun cuando el país no importa de forma directa tanto gas procedente de Rusia como la eurozona, sigue estando expuesto a la evolución de los mercados internacionales de gas al por mayor.

En segundo lugar, la pandemia de covid parece haber tenido un efecto devastador sobre la oferta de mano de obra en todo el mundo, pero la escasez de trabajadores ha sido especialmente grave en el Reino Unido como consecuencia de las tensiones registradas en el sistema de atención sanitaria primaria. El número de ciudadanos británicos que afirman no estar buscando trabajo por estar de baja laboral por enfermedad de larga duración aumentó el año pasado en torno a las 250.000 personas.

Por otro lado, la combinación del brexit y las medidas de confinamiento impuestos a causa del COVID-19 también ha limitado la oferta de mano de obra. Por último, además de los problemas de suministro relacionados con la pandemia, la puesta en marcha del acuerdo del brexit ha supuesto la creación de barreras comerciales entre el Reino Unido y la UE, barreras que podrían aumentar como consecuencia de las actuales tensiones con la UE sobre la situación de Irlanda del Norte.

Por desgracia, la situación financiera del Reino Unido cuando comenzó este periodo de inestabilidad macroeconómica no era especialmente buena. Lleva ya algún tiempo registrando un importante déficit de la balanza por cuenta corriente, y el aumento del precio del gas natural ha agravado aún más esta situación. El déficit implica que el ahorro nacional resulta insuficiente para cubrir la inversión del país. Tal y como afirmó una vez Mark Carney, antiguo gobernador del Banco de Inglaterra, el Reino Unido depende de la «amabilidad de los extraños» para subsanar el déficit. De hecho, un análisis del banco central señala que el país ha «utilizado su inversión extranjera pasada para financiar su estilo de vida de excesos». Es decir, en conjunto, la diferencia existente entre las exportaciones e importaciones y las ventas netas de activos británicos a inversores extranjeros se ha compensado con grandes ventas de activos en el extranjero por parte de los inversores británicos. Este proceso no puede continuar de manera indefinida, y el importante déficit de la balanza por cuenta corriente del país coloca a la economía británica en una situación muy frágil.

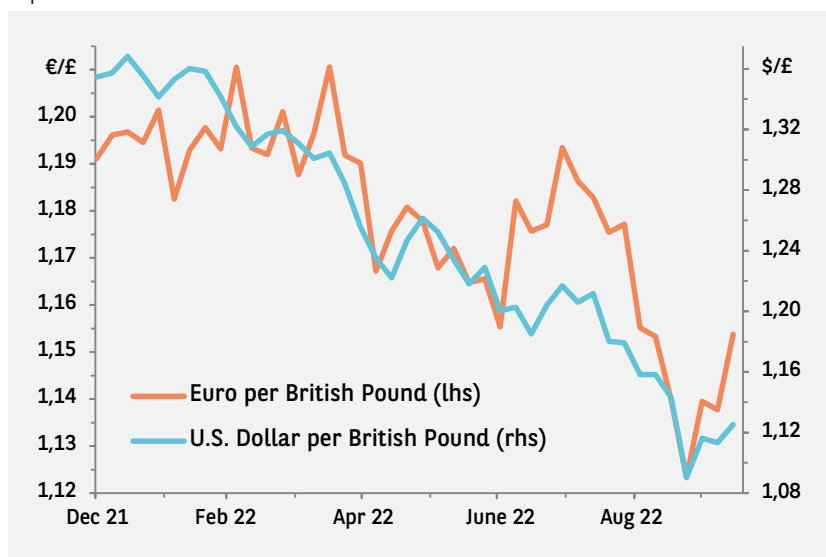


“Se ha abierto una brecha importante entre los diferenciales del crédito de grado de inversión de la eurozona y otros mercados de crédito.”

Las circunstancias vividas recientemente en el mercado y en el ámbito fiscal influirán en gran medida en la próxima decisión del Banco de Inglaterra en materia de tipos de interés. Aunque el banco intervino con compras de deuda para frenar la inestabilidad que registraron los mercados a finales de septiembre, era evidente que la decisión se tomó por motivos de estabilidad financiera y que la entidad no tenía la intención de limitar el rendimiento de los títulos de deuda, por lo que las ventas activas de títulos de deuda pública británica se reanudarán cuando el mercado vuelva a funcionar con normalidad.

A corto plazo, la libra esterlina y los mercados de deuda pública seguirán estando en una situación muy delicada, ya que sigue sin resolverse la causa subyacente de volatilidad macroeconómica (véase gráfico 3). En la actualidad, las políticas fiscal y monetaria continúan enfrentándose. En nuestra opinión, el mercado aún tiene que convencerse de que el marco de política macroeconómica del Reino Unido será capaz de controlar la inflación a medio plazo.

Gráfico 3
La inestabilidad política ha debilitado a la libra esterlina
Tipos de cambio de la libra



Información a 21 octubre 2022. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

CRÉDITO CORPORATIVO

Se ha abierto una brecha importante entre los diferenciales del crédito de grado de inversión de la eurozona y otros mercados de crédito. En términos relativos, los diferenciales de la deuda de grado de inversión de la eurozona están casi una desviación estándar por encima de la media, mientras que en lo que respecta a la deuda denominada en dólares y la deuda de alto rendimiento de la eurozona, los diferenciales están o en la media o ligeramente por encima (véase gráfico 4). Por un lado, los mayores diferenciales de la eurozona reflejan la realidad económica. Es probable que la región ya esté en recesión, mientras que se prevé que la economía estadounidense no entre en recesión hasta el tercer trimestre de 2023. La duda es si los diferenciales actuales de la eurozona reflejan una ralentización aún mayor en el futuro.

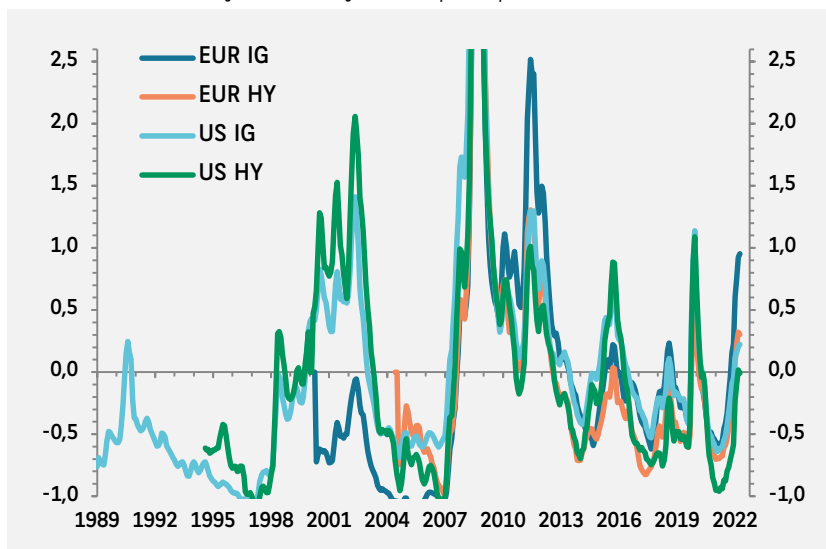


“Una de las dudas se refiere a la evolución futura de las cifras de beneficios empresariales.”

Gráfico 4

Mayor atractivo de los diferenciales del crédito de grado de inversión de la eurozona

Puntuación z del diferencial ajustado por opciones



Información a 20 octubre 2022. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset

En nuestra opinión, sí que lo hacen. Aunque la situación siempre puede empeorar, muchos de los escenarios más negativos que imaginamos al inicio de las hostilidades entre Rusia y Ucrania en el mes de febrero se han hecho realidad. Las entregas de petróleo y de gas han caído de forma drástica. Por otro lado, los gobiernos de la UE parecen decididos a compensar lo máximo posible el impacto económico del aumento de los precios de la energía. Aunque aún no se han concretado los detalles, la lección que han aprendido los gobiernos de las restricciones impuestas a causa del coronavirus es que el crédito es la mejor respuesta a una crisis.

No cabe duda de que esta estrategia tiene sus límites, y que resulta mucho más costosa ahora, con una inflación y unos tipos de interés considerablemente superiores a los que teníamos en 2019. Sin embargo, pensamos que los hogares y las empresas recibirán un apoyo significativo durante el invierno y que, tal y como ocurrió durante el confinamiento, la caída del PIB exagerará el impacto de la recesión en las finanzas familiares y en los beneficios empresariales. Es probable que los costes de esta estrategia recaigan en mayor medida en la divisa y en el rendimiento de la deuda pública.

Otra de las razones de nuestra confianza en las perspectivas de la deuda corporativa de la eurozona es la solidez de los indicadores de crédito. Los ratios de deuda neta / EBITDA no estaban tan bajos desde 2008, y los de gastos por intereses / EBIT son aún más bajos. Las empresas de la región aprovecharon los reducidos tipos de interés que ofrecía el BCE para refinanciarse a unos tipos atractivos. Es cierto que el nivel absoluto de la deuda es mucho más alto (un 75% más), y con unos tipos de mercado positivos, la carga de los tipos de interés aumentará, pero las empresas parten de una buena posición y los inversores están siendo bien compensados.

Una de las dudas se refiere a la evolución futura de las cifras de beneficios empresariales. Una de las muchas sorpresas que nos ha deparado este año es que la previsión de beneficios de las empresas europeas, excluidas las de materias primas, ha aumentado, cuando lo más lógico habría sido que hubiera disminuido. Los analistas han tenido ya tiempo suficiente



“La deuda de los mercados emergentes ha sufrido de manera desproporcionada este año.”

para incorporar el impacto negativo del conflicto sobre los beneficios empresariales, pero también ha habido ciertos beneficios que no se valoraron en un primer momento. El aumento del 4% de las ganancias por acción de 2022, excluidas las empresas de materias primas, que ha registrado el índice MSCI Europe desde abril ha venido impulsado, no solo por el hecho de que las empresas del sector financiero se han visto favorecidas por unos tipos de interés que han pasado de negativos a positivos, sino también por los sectores del transporte y los automóviles. Las revisiones a la baja de las compañías de seguros y del sector de servicios financieros diversificados han contrarrestado las ganancias, pero por el momento dichas revisiones han sido escasas en los sectores industrial y de consumo discrecional. Por lo tanto, aun en el caso de que los beneficios empresariales se debiliten en los próximos meses, las empresas no deberían tener problemas para cumplir con sus obligaciones.

Es posible que el deterioro de las perspectivas de la deuda corporativa estadounidense esté aún por llegar. Los fundamentales continúan siendo favorables y el crecimiento económico sigue siendo sólido (en todo caso, demasiado, en opinión de la Reserva Federal), pero a medida que los tipos de interés vayan aumentando y la elevada inflación, tanto de los insumos como de los salarios, ejerza presión sobre los márgenes, serán cada vez más las empresas que irán revisando sus perspectivas de beneficios. El cambio de tendencia de la Reserva Federal podría producirse en la primera mitad del próximo año, pero dados los niveles actuales de diferencial, nos mantenemos neutrales en lo que respecta a las perspectivas del crédito estadounidense y mantenemos un posicionamiento defensivo.

MERCADOS EMERGENTES

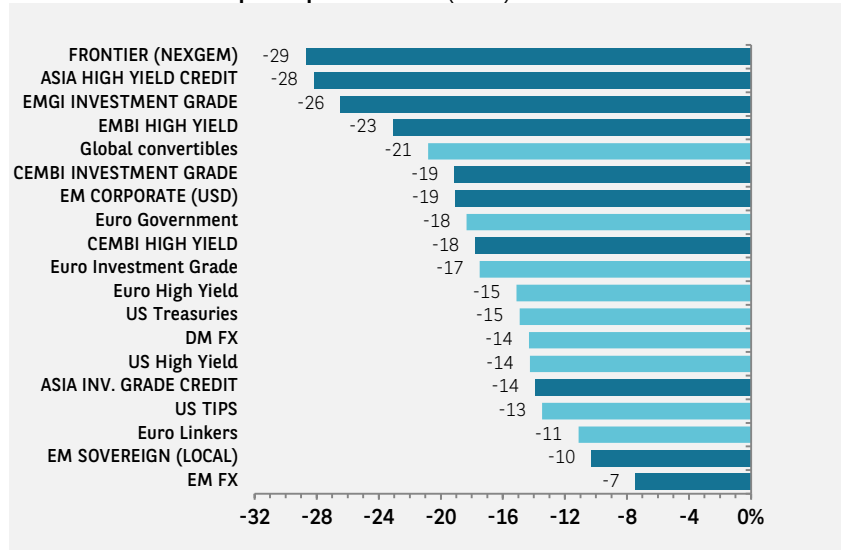
Es posible que los mercados emergentes no sean exactamente víctimas inocentes de la situación política y económica que estamos viviendo este año, pero no cabe duda de que la deuda emergente ha sufrido de manera desproporcionada, con la notable excepción de la deuda denominada en divisa local (véase gráfico 5). Cabría esperar que el fortalecimiento del dólar, el aumento de los rendimientos de los títulos del Tesoro estadounidense y las tensiones geopolíticas provocaran importantes salidas de capital. En realidad, la clase de activo ha registrado entradas de capital durante la mayor parte del año, y las amortizaciones de la deuda china han sido compensadas con entradas de flujos en otros países (según los datos publicados por el Instituto de Finanzas Internacionales). La inversión extranjera continúa siendo baja en términos históricos, lo que significa que podrían registrarse nuevas e importantes entradas de capital tras la estabilización de los tipos de interés en Estados Unidos. Un calendario más limitado de emisiones durante el resto del año también podría favorecer a la clase de activo. Ya hemos dejado atrás la mayor parte de las subidas del dólar y de los rendimientos de los títulos del Tesoro estadounidense, por lo que serán principalmente aquellos países que necesitan financiar sus déficits comerciales y presupuestarios a unos tipos de interés más altos los que tendrán más problemas en este sentido.



“La política de cero tolerancia al covid y la debilidad del mercado inmobiliario no se van a solucionarse a corto plazo.”

Gráfico 5

Los activos de mercados emergentes han sufrido este años Rentabilidad desde principios de año (USD)



Información a 20 octubre 2022. Fuente: FactSet, BNP Paribas Asset

La actividad económica ofrece resultados dispares: aproximadamente la mitad de los países han registrado una mejora de sus índices de gestión de compras en los últimos tres meses y en la otra mitad se ha producido un deterioro de dichos índices, si bien el nivel absoluto se sitúa por encima de 50 en la mayoría de los países (63%). Al igual que ha ocurrido en los mercados desarrollados, la inflación ha continuado subiendo más de lo esperado y los bancos centrales han endurecido su política monetaria en respuesta. Sin embargo, parece que las expectativas han acabado ajustándose a la realidad y prevemos menos sorpresas futuras en lo que respecta a la inflación. Los países que presentan una combinación de inflación elevada y tipos de interés reales negativos van a tener que endurecer su política monetaria.

El rendimiento significativamente inferior que ha registrado este año la deuda emergente denominada en divisa extranjera ha hecho que los diferenciales se sitúen próximos a los niveles máximos registrados tras la crisis financiera mundial. Consideramos que los diferenciales de la deuda de alto rendimiento, los mercados frontera y la deuda de grado de inversión de ciertos países resultan atractivos en términos de valoración. En lo que respecta a la deuda corporativa, la deuda de grado de inversión de América Latina y la deuda asiática de alto rendimiento son las que nos resultan más atractivas. El apalancamiento neto de las empresas de los mercados emergentes es de 1,2 veces, su nivel más bajo en diez años (el de la deuda de grado de inversión es de 1,0 y el de la de alto rendimiento de 1,7). Estos ratios tan reducidos reflejan el comportamiento conservador que han mostrado las empresas en los últimos años. En lugar de realizar grandes inversiones en gastos de capital o de devolver liquidez a los accionistas, se han centrado en la gestión de sus pasivos y en la mejora de sus balances.

La deuda emergente denominada en divisa local ha sido una de las clases de activo que ha obtenido mejores resultados relativos este año. Los tipos reales siguen estando en territorio negativo en todas las regiones, pero vemos ciertas oportunidades de valor especialmente en América Latina y en algunos países exportadores de petróleo. Las divisas emergentes han logrado resistir mucho mejor frente al dólar estadounidense que las divisas de los mercados desarrollados. No obstante, pensamos que cuando se estabilice la propensión al riesgo en todo el mundo, podría producirse un repunte. En términos reales y ponderados en función del comercio, vemos oportunidades de valor en ciertas divisas asiáticas y en la región de Europa Central y Oriental, Oriente Próximo y África.

Los principales problemas a los que se enfrenta China son su política de cero tolerancia al covid y la debilidad del mercado inmobiliario, y ninguno de los dos van a solucionarse a corto plazo. Sin embargo, tenemos razones para el optimismo. China está desarrollando una vacuna con la tecnología de ARN mensajero que, en nuestra opinión, lanzará en algún momento. Por experiencia, sabemos que cuando la tasa de vacunación de un país es elevada y se levantan las restricciones, la actividad económica se recupera con rapidez. Los problemas del mercado inmobiliario llevarán más tiempo y, en todo caso, no parece muy probable que este mercado vaya a recuperar su nivel previo de importancia, pero el gobierno está aumentando el respaldo fiscal, monetario y normativo, lo que debería reducir su efecto sobre la economía del país. A medio plazo, China tendrá que reorientar su economía desde la inversión hasta el consumo como principal motor de crecimiento.

CONCLUSIÓN

Los mercados de renta fija acaban de experimentar su periodo más negativo desde la década de 1970. Como cabía esperar, el fin de las políticas monetarias de carácter extraordinario que se pusieron en marcha tras la crisis financiera mundial ha sido especialmente duro, pero la situación se ha agravado aún más con la inflación provocada por la reapertura de las economías tras el covid y la guerra de Ucrania. En Estados Unidos, el rendimiento real se sitúa ahora en niveles en los que los inversores pueden anticipar una cierta estabilidad futura, mientras que la postura de endurecimiento de los bancos centrales garantiza que las expectativas de inflación se mantengan también estables. La pregunta clave es si la inflación va a comenzar a moderarse, permitiendo el cambio de tendencia de la Reserva Federal, antes de que se produzcan fisuras más graves en los mercados internacionales.

Este informe se finalizó el 21 de octubre de 2022

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, "la gestora de inversiones", es una sociedad anónima simplificada con sede social en 1 boulevard Haussmann 75009 París, Francia, RCS París 319 378 832, inscrita en la "Autorité des marchés financiers" con el número GP 96002. El presente material ha sido publicado y preparado por la sociedad gestora de inversiones. El presente material se ha elaborado únicamente a efectos informativos, y en ningún caso constituye: 1. una oferta de venta ni una invitación de compra, ni constituirá la base o se dependerá de ella en relación con cualquier tipo de contrato o compromiso de naturaleza alguna, ni 2. asesoría de inversión. Este material hace referencia a ciertos instrumentos financieros autorizados y regulados en sus respectivos lugares de constitución. No se ha realizado actuación alguna que permita la oferta pública del/de los instrumento(s) financiero(s) en ninguna otra jurisdicción, salvo cuando aparezca expresamente indicado en el folleto informativo más reciente y en el Documento de datos fundamentales para el inversor (KIID) del/de los instrumento(s) financiero(s) pertinente(s), en los casos en que así se requiera, y en particular en Estados Unidos a personas estadounidenses (tal como quedan estas definidas en el Reglamento S de la Ley de Valores de 1933). Antes de realizar suscripción alguna en cualquier país en el que estén registrados los instrumentos financieros en cuestión, los inversores deberán comprobar las posibles limitaciones o restricciones legales relativas a la suscripción, compra, posesión o venta de los mismos. Los inversores que se estén planteando suscribir los presentes instrumentos financieros deben leer con atención el último folleto y el Documento de datos fundamentales para el inversor (KIID) y consultar los últimos informes financieros de estos, que podrán encontrar en la página web. Las opiniones incluidas en el presente material constituyen el parecer de la gestora de inversiones en el momento en cuestión y podrán someterse a modificaciones sin aviso previo. La gestora de inversiones no tiene obligación alguna de actualizar o modificar la información u opiniones publicadas en el presente material. Asimismo, se recomienda a los inversores que consulten con sus asesores legales y fiscales los aspectos legales, contables, de jurisdicción y fiscales correspondientes antes de tomar la decisión de invertir en el/los instrumento(s) financiero(s) o para así determinar de forma independiente la idoneidad y consecuencias derivadas de invertir en ellos, en caso de poder hacerlo. Tenga en cuenta que los distintos tipos de inversión que aparecen en el presente material conllevan distintos niveles de riesgo y que no puede garantizarse que cualquier inversión específica vaya a resultar idónea, adecuada o rentable para la cartera de inversión de un inversor concreto. Dados los riesgos económicos y de mercado existentes, no se puede garantizar que el/los instrumento(s) financiero(s) vaya(n) a conseguir sus objetivos de inversión. Los resultados pueden verse afectados por las estrategias o los objetivos de inversión del (de los) instrumento(s) financiero(s) y las condiciones económicas y de los mercados, entre las que se incluyen los tipos de interés, la situación del mercado y las condiciones generales de los mercados. Las distintas estrategias que pudieran aplicarse a los instrumentos financieros pudieran tener una incidencia significativa sobre los resultados presentados en este material. Los resultados obtenidos en el pasado no garantizan resultados futuros y el valor de las inversiones en el/los instrumento(s) financiero(s) puede fluctuar al alza o a la baja. Es posible que los inversores no recuperen la cantidad inicialmente invertida. Los datos de rentabilidad, según aplique, detallados en este material no tienen en cuenta las comisiones, los costes incurridos en la emisión y rescate ni los impuestos. Toda la información a la que se hace referencia en este documento está disponible en www.bnpparibas-am.com

VIEWPOINT



October 2022 - Design: Creative Services BNPP AM - P2211003



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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