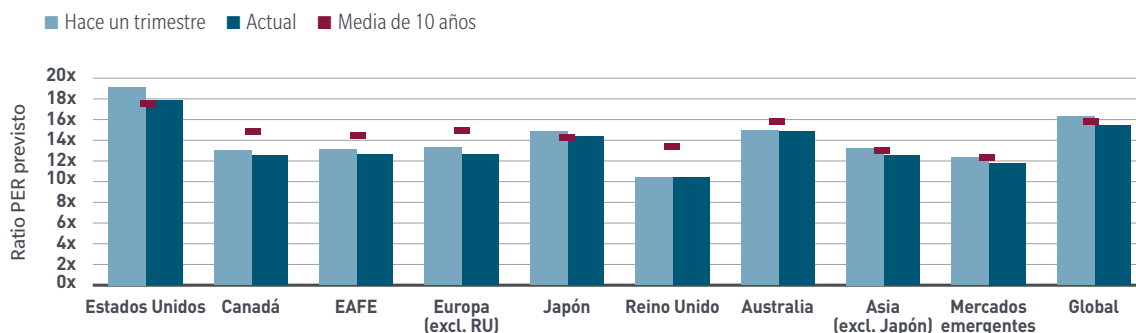


RESUMEN DE LA RENTA VARIABLE GLOBAL

Las esperanzas de un «aterizaje suave» en Estados Unidos se mantienen intactas, y los mercados desarrollados han demostrado ser menos sensibles a los tipos de interés de lo que se temía en un principio, al tiempo que la inflación sigue moderándose, aunque a un ritmo menos rápido de lo que desearían los bancos centrales. No obstante, tras un sólido arranque de año, la renta variable atravesó dificultades para seguir avanzando en el tercer trimestre debido a un liderazgo del mercado muy estrecho, concentrado en un puñado de acciones de megacapitalización expuestas a la IA. En términos de moneda local, Japón sigue siendo el mercado desarrollado con el mejor comportamiento del mundo, con una revalorización del 23% hasta finales del tercer trimestre, mientras que Estados Unidos se anotó un avance ligeramente inferior al 12% y Europa (excl. el Reino Unido) se revalorizó alrededor de un 7%. La renta variable británica sigue siendo barata. Los precios en los mercados emergentes se vieron lastrados por las dificultades de China con la carga de su deuda, sobre todo porque guardan relación con un sector inmobiliario de importancia crítica. Nos sigue preocupando la intensificación de las presiones sobre los márgenes debido al alza de los tipos de interés y los costes laborales. Después de tres décadas de descenso de los beneficios, los analistas esperan que el S&P 500 logre unas ganancias muy modestas en el tercer trimestre. En estos momentos, nos gustan más las acciones de empresas no estadounidenses que las estadounidenses. Preferimos el estilo «valor» al estilo «crecimiento», dadas las atractivas valoraciones, aunque apostamos por los valores defensivos en detrimento de los cíclicos.

Información completa en la página 3

Ratio precio/beneficios (PER) previsto



Fuente: FactSet, a 30 de septiembre de 2023. Estados Unidos = S&P 500, Canadá = MSCI Canada, Reino Unido = MSCI United Kingdom, Japón = MSCI Japan, Australia = MSCI Australia, Global = MSCI AC World, Europa (excl. RU) = MSCI Europe ex-UK, EAFE (Europa, Australasia y Extremo Oriente) = MSCI EAFE, Asia (excl. Japón) = MSCI Asia ex Japan, Mercados emergentes = MSCI Emerging Markets.

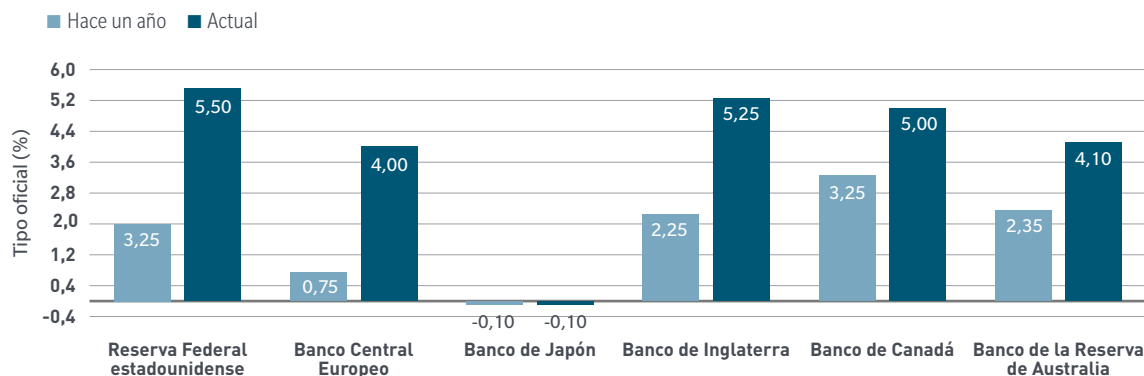
	CRECIMIENTO DE LAS VENTAS (% INTERANUAL)		MARGEN DE BENEFICIO NETO (%)		RENDIMIENTO POR DIVIDENDO (%)	
	Actual	Media de 10 años	Actual	Media de 10 años	Actual	Media de 10 años
Estados Unidos	4,5	4,5	12,3	11,2	1,6	1,9
Canadá	3,3	5,9	14,1	11,2	3,5	3,0
EAFE	4,4	2,6	9,6	7,7	3,4	3,2
Europa (excl. RU)	3,2	2,7	9,9	7,8	3,4	3,2
Japón	6,5	3,0	6,6	5,6	2,3	2,2
Reino Unido	2,5	2,2	11,2	8,5	4,1	4,2
Australia	4,3	2,2	16,1	14,8	4,4	4,5
Asia (excl. Japón)	5,3	6,7	9,0	9,6	2,6	2,5
Mercados emergentes	4,9	7,2	9,8	9,7	3,0	2,8
Global	4,4	4,2	11,0	9,5	2,2	2,4

Fuente: FactSet, a 30 de septiembre de 2023. Los datos mostrados corresponden a los 12 últimos meses. Estados Unidos = S&P 500, Canadá = MSCI Canada, Reino Unido = MSCI United Kingdom, Japón = MSCI Japan, Australia = MSCI Australia, Global = MSCI AC World, Europa (excl. RU) = MSCI Europe ex-UK, EAFE (Europa, Australasia y Extremo Oriente) = MSCI EAFE, Asia (excl. Japón) = MSCI Asia ex Japan, Mercados emergentes = MSCI Emerging Markets.

Si bien existe un cierto consenso sobre la posibilidad de que los bancos centrales hayan culminado sus ciclos de endurecimiento, o se encuentren próximos a su final, todavía es demasiado pronto para declarar victoria en la lucha contra la inflación. Por lo tanto, el mercado ya no se centra tanto en qué medida subirán los tipos, sino en cuánto tiempo se mantendrán en niveles elevados. Las perspectivas de unos tipos altos hasta bien entrado 2024 han contribuido a catapultar los rendimientos a largo plazo, al igual que el enorme volumen de nuevas emisiones de bonos del Tesoro estadounidense. La volatilidad de los tipos de interés sigue siendo significativa, aunque se mantiene por debajo de los niveles máximos registrados durante la primavera por la minicrisis bancaria en Estados Unidos. La prima de plazo (a saber, el rendimiento adicional que exigen los inversores por asumir el riesgo de fluctuación de los tipos de interés durante la vida de un bono) ha aumentado, lo que refuerza el repunte de los rendimientos. La economía estadounidense sigue mostrando una notoria resiliencia, al absorber hasta la fecha un endurecimiento monetario de 525 puntos básicos, y ha demostrado ser menos sensible a los tipos de interés de lo que muchos habían anticipado, gracias, en parte, al auge de refinanciación por parte de los hogares y las empresas estadounidenses durante la pandemia. Otras economías, como las del Reino Unido, Canadá y Australia, han experimentado un crecimiento por debajo de la tendencia, dada su propensión hacia las hipotecas a interés flotante. La renqueante economía china se ha hecho notar en otras partes del mundo, sobre todo en Europa, dada la menor demanda de artículos de lujo, automóviles y máquinas herramientas. China ha venido recortando los tipos de interés, lo que contrasta con lo sucedido en el resto del mundo desarrollado. Japón ha suavizado los parámetros de su política de control de la curva de tipos y podría endurecer su política monetaria a principios de 2024 conforme la inflación se normaliza, por fin. Los diferenciales de la deuda estadounidense con calificación investment grade permanecieron inalterados con respecto al trimestre anterior, mientras que los diferenciales de la deuda de alto rendimiento se ampliaron hasta los 400 puntos básicos, un nivel cercano a su media de 5 años.

Información completa en la página 6

Tipos oficiales de los bancos centrales



Fuente: FactSet, a 30 de septiembre de 2023.

	RENDIMIENTO AL VENCIMIENTO (YTM) (%)		DURACIÓN (AÑOS)	
	Actual	Media de 10 años	Actual	Media de 10 años
Bonos del Tesoro de EE. UU.	4,9	1,9	5,9	6,2
Deuda soberana global (excl. EE. UU.)	3,5	1,4	6,8	7,5
Deuda de mercados emergentes	8,4	6,0	6,6	7,3
Deuda global IG	5,7	2,8	5,9	6,6
Deuda global HY	9,5	6,8	3,8	4,2
Bonos municipales de EE. UU.*	4,3	2,3	6,4	6,1

Fuente: FactSet, a 30 de septiembre de 2023. Bonos del Tesoro de EE. UU. = índice Bloomberg Barclays US Aggregate Government Treasury, Deuda soberana global (excl. EE. UU.) = Bloomberg Barclays Global Aggregate ex US, Deuda de mercados emergentes = JP Morgan EMBI Global, Deuda global IG = Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate, Deuda global HY = Bloomberg Barclays Global High Yield, Bonos municipales = Bloomberg Barclays US Municipal.

* el rendimiento al vencimiento no está disponible para los bonos municipales, por lo que se muestra el rendimiento mínimo («yield-to-worst») en su lugar.

COMENTARIOS SOBRE LA RENTA VARIABLE

ESTADOS UNIDOS

- El índice S&P 500 cedió terreno en agosto y en septiembre tras un enérgico avance en la primera mitad del año.
- El liderazgo del mercado sigue siendo muy estrecho, ya que los cinco valores principales representan más del 25% del S&P 500. El índice ponderado por capitalización de mercado y el índice equiponderado han mostrado trayectorias divergentes desde la minicrisis bancaria regional durante la primavera: el índice equiponderado se mantuvo prácticamente plano durante el año hasta septiembre, mientras que el índice ponderado por capitalización de mercado se anotó un avance del 11,65%.
- El mercado ha comenzado a aceptar el régimen de «tipos más altos durante más tiempo», y que el aumento de los tipos acabarán reflejándose en los precios de la renta variable.
- La inflación subyacente permanece muy por encima del objetivo, de modo que la Reserva Federal estadounidense podría verse obligada a reanudar su ciclo de subidas.
- El gasto en consumo sigue mostrando fortaleza, pero las presiones procedentes de una mayor carga de intereses, la reanudación de los pagos de los préstamos para estudiantes y los elevados precios de la energía podrían empezar a limitar el gasto de los consumidores y empañar la confianza.
- Los servicios de comunicaciones y la tecnología se han revelado los sectores más rentables hasta la fecha, mientras que los servicios públicos y los bienes inmuebles, sectores lastrados por el aumento de los tipos de interés, se situaron en el vagón de cola.
- Las pequeñas capitalizaciones se mantienen muy rezagadas con respecto a las grandes capitalizaciones, y podrían presentar una oportunidad en los próximos meses, aunque siguen mostrando una gran vulnerabilidad en caso de una ralentización económica.

CANADÁ

- La renta variable canadiense apenas ha avanzado en lo que llevamos de año, ya que solo cotiza ligeramente por encima del nivel de principios de año. En los últimos meses, el encarecimiento de la energía ha servido de respaldo al índice S&P/TSX, en el que la energía representa un 19%.
- A pesar del aumento de los tipos hipotecarios y los elevados precios, la demanda de viviendas sigue mostrando indicios de solidez, con unos descensos de los precios sorprendentemente modestos.
- El crecimiento económico muestra una trayectoria plana en términos intertrimestrales, conforme la economía lidia con una elevada inflación subyacente y unos crecientes tipos de interés, además de una débil demanda de materiales procedente de China.
- El gasto en consumo se ha revelado inesperadamente resiliente, apuntalado por un crecimiento salarial dentro de una horquilla del 4% al 5%.
- La renta variable canadiense cotiza a tan solo 14 veces los beneficios de los 12 próximos meses, muy por debajo de la media de 10 años de 17 veces.

EUROPA (EXCL. RU)

- La renta variable europea ha cotizado en un amplio rango desde abril, tras el fuerte repunte registrado a principios de 2023 conforme se disipaban los temores de una crisis energética en Europa. Hasta el mes de septiembre, el índice MSCI Europe (ex UK) se ha revalorizado un 6,9%.
- En un contexto marcado por la ralentización del crecimiento económico en la zona euro y el descenso de la inflación, el Banco Central Europeo (BCE) ha dejado entrever que el ciclo de endurecimiento podría haber llegado a su fin después de subir los tipos hasta un máximo récord del 4% en septiembre. No obstante, al igual que la Fed, el BCE ha señalado su intención de mantener los tipos en niveles elevados durante más tiempo. Si bien la inflación tiende a la baja, sigue siendo más del doble que el objetivo del 2% del BCE, lo que hace temer un entorno de estanflación. Esto sugiere que el banco central tendrá que mantener los tipos oficiales en cotas elevadas durante un considerable periodo de tiempo, a no ser que Europa entre en recesión.
- El índice de gestores de compras (PMI) compuesto de la zona euro se sitúa en 47,2 puntos, lo que sugiere que la probabilidad de una recesión va en aumento. La fragilidad de la demanda china está teniendo un pronunciado efecto en Alemania, donde la producción industrial ha pasado a terreno muy negativo en los últimos meses. La escasa demanda china de artículos de lujo supone un importante revés para el sector de consumo discrecional de la región.
- Desde el punto de vista de la valoración, las acciones europeas mantienen su atractivo con respecto a sus homólogas estadounidenses, al cotizar a 12,6 veces los beneficios a 12 meses vista, frente al dato de 17,2 veces del índice S&P 500. Cabe comparar esta cifra con la media de 10 años del múltiplo de BPA de 14,8 veces.

COMENTARIOS SOBRE LA RENTA VARIABLE

REINO UNIDO

- En lo que va de año, la rentabilidad de los precios («price return») del índice MSCI United Kingdom del 1,7% es muy inferior a la de sus homólogos del mundo desarrollado.
- La considerable orientación al estilo «valor» del índice ha contribuido a este deslucido comportamiento, debido a la falta de exposición a los valores tecnológicos y de estilo «crecimiento».
- Los crecientes precios del petróleo han respaldado las acciones energéticas del Reino Unido, las cuales se han convertido, junto con los valores industriales, en un «rayo de esperanza» en un panorama más bien sombrío.
- El índice británico, en el que la tecnología exhibe una ponderación del 1%, no se benefició del clima de casi euforia suscitado por el potencial de la inteligencia artificial.
- Existe una creciente expectativa de que el ciclo de endurecimiento del Banco de Inglaterra haya llegado a su fin, en vista del acusado descenso de la inflación en agosto y un crecimiento económico muy átono.
- La libra esterlina ha perdido todo lo que había avanzado a mediados de verano, lo que ha contribuido a reducir lo que se había convertido en un importante viento en contra de los beneficios para las multinacionales del Reino Unido.
- Las acciones británicas mantienen su atractivo en términos de valoración, al cotizar a 10,4 veces las previsiones de beneficios del próximo año, una cifra por debajo de su media de 10 años de 13,2 veces y del múltiplo de 16 veces del índice MSCI World.

JAPÓN

- La renta variable japonesa mantuvo su posición de liderazgo en términos de rentabilidad en el mundo desarrollado hasta finales de septiembre, con un avance del 23,4% desde principios de año.
- Hasta finales de septiembre, todos los sectores catapultaron la rentabilidad en los nueve primeros meses del año y tres de ellos obtuvieron una rentabilidad superior al 30% (energía, consumo discrecional y servicios públicos).
- El debilitamiento del yen sigue respaldando los beneficios de los exportadores japoneses, ya que la fortaleza de las divisas extranjeras se convierte en una mayor cifra de yenes en el momento de la repatriación.
- La mejora del gobierno corporativo y la mayor disposición de las empresas niponas a ejercer su poder de fijación de precios en un contexto mundial inflacionista han resultado favorables para los precios de las acciones, al igual que los repartos de dividendos y las recompras de acciones.
- Los mercados han afrontado un entorno caracterizado tanto por un modesto reajuste de la política de control de la curva de tipos del Banco de Japón (que se ha traducido en un movimiento alcista de los rendimientos de la deuda pública japonesa), como por las señales de que la inflación está alcanzando gradualmente el objetivo del 2% del Banco de Japón, lo que sugiere un posible abandono de la política de tipos de interés negativos en 2024.
- En cuanto a las valoraciones, las acciones niponas cotizan a 14,4 veces los beneficios a 12 meses vista, lo que concuerda con creces con la media de 10 años de su ratio PER.

COMENTARIOS SOBRE LA RENTA VARIABLE

MERCADOS EMERGENTES

Asia (excl. Japón)

- La región registró resultados muy divergentes hasta finales de septiembre: China, el principal componente del índice, cayó cerca de un 8,2%, mientras que el segundo peso pesado, la India, se anotó un avance del 7,5%. La demanda de semiconductores relacionados con la IA contribuyó a espolear importantes repuntes en Corea del Sur y Taiwán, que subieron un 13,1% y un 13,7%, respectivamente.
- En conjunto, la renta variable de los mercados emergentes avanzó un 1,8% en lo que va de año (en USD) y se sitúa a la zaga de la renta variable de los mercados desarrollados, que se revalorizó en torno a un 10,6%.
- El alcance y el ritmo de los esfuerzos de China por estimular su renqueante economía decepcionaron a los inversores. La naturaleza fragmentada y de escasa envergadura de las reformas anunciadas hasta la fecha suscitaron inquietud acerca de que el Gobierno sigue más centrado en invertir en infraestructuras poco productivas que en alentar la demanda en un país de 1.400 millones de consumidores.
- La confianza de los consumidores y los inversores sigue siendo débil, habida cuenta de la creciente preocupación por el ingente sector de promoción inmobiliaria de China y la trayectoria de los organismos gubernamentales locales sumamente apalancados cuya principal fuente de ingresos son las ventas de terrenos.
- El crecimiento del PIB indio superó las expectativas durante el segundo trimestre, con un avance del 7,8% gracias a la fortaleza de la demanda interna, aunque la atonía del crecimiento mundial se considera un obstáculo para las exportaciones a medida que avanza el año. El esfuerzo de algunas empresas por diversificar más allá de China ha desembocado en un aumento de la cuota de mercado del país en el sector manufacturero.
- Desde el punto de vista de la valoración, el PER para los 12 próximos meses del índice MSCI EM está ahora parejo a su media de 10 años de 12,1 veces.

EMEA y Latinoamérica

- El índice MSCI EM Europe, Middle East and Africa ha seguido el ritmo de los mercados emergentes en términos generales en 2023, al revalorizarse un 1,6% (en USD) hasta septiembre. El comportamiento de la región EMEA en comparación con otras regiones de mercados emergentes suele depender de la rentabilidad del sector financiero. Arabia Saudí, que sigue siendo el país con mayor peso en este índice regional, con un 33%, muestra una rentabilidad inferior a la de los mercados emergentes en general.
- Latinoamérica ha evolucionado en consonancia con otros mercados emergentes, al avanzar un 1,2% (en USD) desde principios de año.

AUSTRALIA

- La renta variable australiana ha quedado a la zaga de su homóloga mundial, con un aumento de menos del 1% en lo que va de año, después de perder todas las ganancias iniciales cosechadas gracias al optimismo en torno a la reapertura china tras la pandemia de coronavirus.
- El Banco de la Reserva de Australia ha aducido la ralentización de la economía como motivo para hacer una pausa en su ciclo de subidas de tipos, aunque mantiene el tono restrictivo.
- Ante las crecientes presiones procedentes del vencimiento de las hipotecas a tipo fijo, el gasto en consumo se ha desplomado, aunque el sólido mercado laboral y el crecimiento de los salarios resultan favorables.
- Los materiales básicos, que representan el 25% del índice MSCI Australia, siguen viéndose muy influenciados por la demanda China de mineral de hierro. Desde el mínimo registrado en mayo, los precios del mineral de hierro han experimentado una recuperación de más del 20%, tras las modestas medidas adoptadas para estimular la demanda de viviendas en China.
- La inflación, desde el máximo marcado a finales de 2022 (cerca del 8%), ha caído hasta el 6% y se prevé que siga cayendo en vista de las restrictivas condiciones financieras en todo el mundo. La debilidad del dólar australiano presenta un riesgo de repunte inflacionario, ya que aumenta el coste de las importaciones.
- Las acciones australianas cotizan a 14,9 veces las previsiones de beneficios del próximo año, en consonancia con su media a largo plazo.

COMENTARIOS SOBRE LA RENTA FIJA

BONOS DEL TESORO DE EE. UU.

- Los rendimientos de los bonos del Tesoro han experimentado un aumento relativamente paulatino en los últimos meses, ya que la resiliencia del crecimiento y la lenta mejora de los datos de inflación han provocado que el mercado pase de las expectativas de recesión a la previsión de un entorno considerablemente más benévolo. Al mismo tiempo, el mercado ha adoptado la mentalidad de la Fed de «tipos más altos durante más tiempo», al considerar que el tipo de interés terminal está a la vuelta de la esquina, aunque los recortes de tipos serán menos sustanciales y llegarán más tarde de lo inicialmente previsto.
- No obstante, seguimos dudando de la capacidad de la economía para absorber un aumento tan pronunciado sin que ello conlleve consecuencias. Si bien reconocemos que determinadas fuerzas idiosincrásicas y seculares han reducido la sensibilidad de la economía a los tipos de interés, consideramos que la política de endurecimiento adoptada en el último año y medio (subidas de 525 puntos básicos) tendrá efectos retardados y, por lo tanto, existe un significativo riesgo de recesión.
- Dado que los tipos se hallan en niveles elevados y que la Fed está dando a entender que su ciclo de subidas de tipos se acerca a su fin, creemos que las peores consecuencias del alza de los tipos han quedado atrás.
- El volumen de emisión de deuda pública ha sido (y se mantendrá) elevado, lo que probablemente haya contribuido a una inclinación de la curva de tipos conocida como «bear steepening» (cuando los tipos largos aumentan más que los cortos) en los últimos meses.
- Las valoraciones del mercado de títulos del Tesoro han mejorado con creces desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la Fed. En nuestra opinión, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense (especialmente los reales) son demasiado altos para una economía que experimenta una desaceleración que podría llevarla a la recesión. Aunque las perspectivas a muy corto plazo sobre los tipos están rodeadas de incertidumbre, estamos convencidos de que los tipos bajarán y los diferenciales de crédito se ampliarán a medida que la economía se ralentiza, lo que debería favorecer a los bonos del Tesoro frente a los activos de riesgo. Consideramos que el fuerte aumento de los tipos ha configurado el mercado de deuda pública para unas rentabilidades totales más elevadas que las registradas durante muchos años, al reconocer que las tendencias de la rentabilidad a largo plazo suelen estar muy correlacionadas con los rendimientos de partida, los cuales se hallan ahora muy por encima de los niveles observados durante la mayor parte de última década.

BONOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA (MBS) DE AGENCIAS

- Habida cuenta de la ampliación de los diferenciales desde principios de año, las valoraciones de los MBS parecen históricamente baratas y, a nuestro juicio, ya reflejan ampliamente el riesgo de menor patrocinio por parte de la Fed y el actual nivel de volatilidad. Dicho esto, el mercado sigue reevaluando los diferenciales para tener en cuenta una menor participación bancaria en el futuro, lo que debería desembocar en que el diferencial del valor razonable en el sector tienda a ampliarse de una forma estructural a medida que avance el proceso.
- En nuestra opinión, los diferenciales de los MBS —como los de otros productos de diferencial— podrían ampliarse en caso de que la economía entre en recesión. No obstante, toda ampliación de los diferenciales basada en los fundamentales seguramente será de menor magnitud que la de los mercados de crédito, lo que sugiere que hay margen para una rentabilidad relativa superior a la del crédito.

COMENTARIOS SOBRE LA RENTA FIJA

DEUDA SOBERANA GLOBAL (EXCL. EE. UU.)

- Nos mostramos favorables a una posición en duración constructiva en bonos no estadounidenses (excluidos los de Japón y China), con sobreponderaciones en los bonos con vencimiento a medio plazo.
- Incluso después de la reciente espiral de ventas sufrida por los bonos, los mercados estadounidenses siguen descontando varios recortes en el último tramo de 2024. Este no es el caso en muchos mercados desarrollados distintos de Estados Unidos, pese al deterioro de las previsiones de crecimiento relativo en Europa, en particular.
- Nos inclinamos por los bonos de países que muestran sensibilidad al endurecimiento de las condiciones monetarias como consecuencia de un mayor apalancamiento de los hogares o de unos valores inmobiliarios inflados. Entre esos países se incluyen Nueva Zelanda y el Reino Unido.
- En el continente europeo, mantenemos una opinión favorable con respecto a los bonos suecos, ya que prevemos que el Riksbank sea el primer banco central de Europa que recorte los tipos a principios del segundo trimestre de 2024, una vez que se hayan moderado las presiones inflacionarias subyacentes. Pese al reciente comportamiento inferior, mostramos cautela con respecto a Italia, dadas las crecientes preocupaciones por las previsiones de crecimiento y el mayor déficit fiscal, en un momento en el que el BCE está reduciendo su balance. En vista de estos riesgos, seguimos prefiriendo otras exposiciones al riesgo de los países periféricos europeos, como Grecia y España.
- Tenemos una postura defensiva con respecto a la renta fija japonesa, a pesar de su atractivo en términos cubiertos frente al USD, debido a la incertidumbre sobre la futura política monetaria. En el segundo trimestre se constató dicha incertidumbre, ya que el Banco de Japón abandonó su compromiso de poner un techo a los rendimientos de los bonos a 10 años, lo que sorprendió al mercado.
- Creemos que los bonos chinos resultan caros, sobre todo si tenemos en cuenta su reciente comportamiento superior, como consecuencia de las preocupaciones sobre el crecimiento y la refinanciación que se ciernen sobre los gobiernos locales. Creemos que el estímulo monetario podría ser limitado, ya que cada vez se otorga más prioridad a la estabilidad financiera que al crecimiento.

COMENTARIOS SOBRE LA RENTA FIJA

MERCADOS EMERGENTES

- Mantenemos una postura de riesgo prudente en deuda de los mercados emergentes (DME). Los datos estadounidenses siguen mostrando resiliencia, aunque la enorme magnitud del aumento de los rendimientos del Tesoro estadounidense en septiembre plantea el riesgo de un «aterrizaje brusco» conforme las condiciones financieras se endurecen aún más. En términos históricos, la política monetaria tiene un efecto retardado de entre 12 y 18 meses, y el considerable endurecimiento de la política estadounidense sigue haciendo mella en la economía global. Además, los trágicos atentados recientes en Israel han añadido una elevada dosis de incertidumbre en el escenario mundial. En la actualidad, los mercados están estudiando si el conflicto se agravará hasta convertirse en una situación con implicaciones económicas globales o si se mantendrá localizado. El brusco aumento inicial de los precios del petróleo y el sentimiento de aversión al riesgo en los mercados sugieren que existe una cierta inquietud por que suceda lo primero, en lugar de lo segundo.
- Tras el tono ligeramente más constructivo de las autoridades políticas, la aparente resiliencia de la demanda de exportaciones de Estados Unidos y un punto mínimo en el ciclo de inventarios local, la economía de China experimentó una mejora muy modesta en el tercer trimestre, aunque desde unos niveles muy reducidos. Sin embargo, una recuperación cíclica no está ni mucho menos garantizada, dada la crisis de confianza de los hogares y las empresas privadas. El crecimiento chino a principios de 2024 también se verá estructuralmente restringido por problemas como la elevada deuda de los gobiernos locales.
- En este entorno global, los diferenciales de la deuda de los mercados emergentes se hallan en niveles históricamente estrechos, si se excluyen del índice de referencia los países más especulativos (con calificaciones CCC o inferiores). La deuda de los mercados emergentes y de otros mercados de riesgo no reflejan una recesión estadounidense o mundial, incluso una recesión leve, aunque no ha habido un solo caso en el que los diferenciales de los mercados emergentes se hayan estrechado en un entorno recesivo. Lo que resulta cada vez más evidente es que las valoraciones de la DME ya descuentan un escenario de «aterrizaje suave» o ningún aterrizaje.
- Algunos tipos locales de los ME presentan oportunidades de riesgo-rentabilidad más atractivas, como muestra la mejor rentabilidad de las clases de activos GBI-EM durante el año pasado.
- En cuanto a los factores técnicos, los fondos de deuda de los ME han registrado continuas salidas de capitales durante más de dos meses, de modo que los flujos de salida acumulados desde principios de año ascienden a 20.100 millones de USD. Estas salidas se han visto impulsadas principalmente por los fondos en moneda fuerte.
- En un entorno caracterizado por los elevados niveles de los rendimientos de la deuda pública estadounidense, el próximo final o la marcha atrás de las políticas monetarias restrictivas y la continua incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento, preferimos sobreponderar la duración al tiempo que recortamos la exposición a la deuda corporativa y las monedas de los ME, haciendo hincapié en los tipos locales de los ME y los créditos resilientes.

DEUDA CORPORATIVA GLOBAL IG

- Los diferenciales de la deuda global con calificación investment grade siguieron mostrando robustez en el tercer trimestre, con un estrechamiento de 4 p.b. hasta terminar el trimestre en los 135 p.b., a pesar del aumento de los precios de la energía, la postura restrictiva de la Fed y el riesgo de cierre de la Administración estadounidense. La confianza se vio impulsada por las menores expectativas de una recesión inminente y unos fundamentales que siguen mostrando resiliencia. Si bien los mayores gastos por intereses y los costes salariales están haciendo mella en los márgenes, los balances se mantienen en buena forma.
- Los diferenciales de crédito entre los bonos europeos con calificación investment grade y sus homólogos estadounidenses se han estrechado, gracias a la contracción generalizada de los diferenciales dentro del universo de deuda europea con calificación investment grade. La dispersión sectorial sigue siendo elevada en Estados Unidos, lo que crea algunas oportunidades interesantes para los gestores activos.
- Seguimos prefiriendo los sectores que muestran una mayor resiliencia en un entorno de ralentización del crecimiento, como los gasoductos, la defensa, los servicios públicos, el arrendamiento de aeronaves y la energía, y nos inclinamos por reducir la exposición a los valores financieros europeos.
- Preferimos los bonos con calificación investment grade a los de alto rendimiento en esta fase del ciclo de crédito, pese a las reducidas tasas futuras implícitas de impago en el mercado de alto rendimiento, ya que la fuerte inversión de la curva de tipos del Tesoro estadounidense sigue apuntando a unas condiciones monetarias restrictivas y un incremento de las probabilidades de recesión. El riesgo de refinanciación es mucho más reducido para los bonos con calificación investment grade en comparación con el mercado de alto rendimiento, donde el descenso del vencimiento medio creó un entorno complicado para la emisión en los últimos meses.

COMENTARIOS SOBRE LA RENTA FIJA

DEUDA CORPORATIVA GLOBAL HY

- Desde una perspectiva fundamental, el mercado de alto rendimiento se halla en una posición bastante buena para afrontar cualquier ralentización económica más amplia, gracias a unos parámetros de crédito satisfactorios y un perfil de vencimientos razonable en términos agregados.
- No obstante, persisten algunos focos de debilidad conocidos en determinados segmentos: sector inmobiliario/entorno macroeconómica en China, sector inmobiliario comercial en varias regiones y distribución minorista en Estados Unidos.
- Aunque los ratios distressed y las tasas de impago se mantienen en niveles reducidos por el momento, estos parámetros se alejan de sus mínimos de la pandemia, y unos fundamentales en niveles máximos para el alto rendimiento probablemente son cosa del pasado.
- En términos de valoración, los diferenciales en el conjunto de las regiones se mantuvieron dentro del rango de fluctuación previsto durante el verano. En el mercado de alto rendimiento, los créditos CCC han seguido mostrando un comportamiento superior desde principios de año frente al mercado en general. Sin embargo, incluso en un escenario de recesión leve con un moderado ciclo de impagos, los mercados de alto rendimiento todavía podrían ampliarse cientos de puntos básicos pese a los mejores parámetros crediticios de partida.
- En Europa, un volumen de deuda por valor cercano a los 70.000 millones de EUR vence en 2025 en el mercado paneuropeo de alto rendimiento, casi el triple de la carga de refinanciación de 2024. Los emisores han empezado a acudir al mercado para lidiar con sus vencimientos en 2025.

BONOS MUNICIPALES DE EE. UU.

- Los mayores rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense y los bonos exentos de impuestos incidieron en la rentabilidad de los bonos municipales en el tercer trimestre, al lastrar las rentabilidades desde principios de año del índice de bonos municipales exentos de impuestos con calificación investment grade hasta terreno negativo y hasta la cota cero en el caso del índice de bonos municipales exentos de impuestos de alto rendimiento. La curva de bonos exentos de impuestos registró un movimiento al alza y paralelo, por lo que se mantuvo invertida para los vencimientos de 1 a 12 años. Los rendimientos evolucionaron hasta niveles que no se veían desde 2008 en el caso del índice IG, mientras que los ratios de bonos municipales/bonos del Tesoro estadounidense se abarataron en cierto modo y se acercaron a niveles más razonables.
- En el caso del índice de bonos municipales sujetos a impuestos, las rentabilidades totales desde principios de año se mantuvieron ligeramente positivas tras registrar un trimestre negativo. En términos ajustados a la duración, los bonos municipales sujetos a impuestos generaron un exceso de rentabilidad positivo durante el trimestre y desde principios de año, y batieron a los bonos corporativos en cuanto a exceso de rentabilidad, lo que pone de manifiesto la resiliencia en materia de diferencial de la clase de activos de renta fija municipal sujeta a impuestos. El rendimiento nominal cerró el trimestre en su cota más elevada desde 2011.
- Los fundamentales en todo el mercado de bonos municipales se revelan sólidos tras años de crecimiento económico y estímulos federales durante la pandemia. Existen focos de tensión aislados, sobre todo en los hospitales más expuestos a las presiones sobre los costes laborales, donde se debe adoptar un criterio selectivo.
- Con unos rendimientos nominales elevados en términos históricos, una orientación sectorial defensiva y unos fundamentales sólidos, los bonos municipales parecen relativamente bien posicionados de cara a un escenario de menor crecimiento o recesión.

El informe «Opinión sobre el mercado de capitales» de MFS se publica cada trimestre con el fin de ofrecer una perspectiva global sobre los riesgos y las oportunidades actuales en todas las regiones y clases de activos.

El informe «Opinión sobre el mercado de capitales» se ofrece exclusivamente a título informativo y los comentarios generales sobre la actividad de los mercados, las tendencias sectoriales u otras condiciones político-económicas no constituyen recomendación ni asesoramiento alguno de inversión.

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). BARCLAYS® es una marca comercial y una marca de servicio de Barclays Bank Plc (conjuntamente con sus filiales, «Barclays»), y se usa con licencia. Bloomberg o sus licenciantes, incluida Barclays, son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg Barclays. Ni Bloomberg ni Barclays aprueban o avalan este material; no garantizan la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrecen garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él, y, hasta donde permita la ley, ninguna de ellas asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

La información se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque J.P. Morgan no garantiza su integridad o su precisión. La utilización del Índice ha sido autorizada. El Índice no puede copiarse, utilizarse o distribuirse sin la autorización previa por escrito de J.P. Morgan. Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

MSCI no ofrece garantía o declaración alguna, ni expresa ni implícita, y no asumirá responsabilidad alguna en relación con cualesquiera datos de MSCI incluidos en el presente documento. Los datos de MSCI no pueden redistribuirse ni emplearse como base para otros índices, ni para ningún valor o producto financiero. MSCI no ha aprobado, revisado ni elaborado el presente informe.

Frank Russell Company («Russell») es la fuente y propietaria de los datos de los índices Russell contenidos o reflejados en este material, así como de las marcas registradas, las marcas de servicio y los derechos de autor relacionados con los índices Russell. Russell® es una marca registrada de Frank Russell Company. Ni Russell ni sus licenciantes aceptan responsabilidad alguna por errores u omisiones en los índices Russell y/o las calificaciones o los datos subyacentes de Russell, y nadie puede basarse ni en los índices Russell ni en las calificaciones y/o los datos subyacentes de Russell que se recogen en esta comunicación. No se permite ninguna otra distribución de datos de Russell sin el consentimiento expreso por escrito de Russell. Russell no promueve, patrocina o avala el contenido de esta comunicación.

Las opiniones expresadas pertenecen a MFS y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFS»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc.; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. Ninguna comisión de valores o autoridad reguladora similar en Canadá ha revisado este comunicado. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.