



PERSPECTIVAS
SECULARES

JUNIO 2024

Ventaja en rendimientos

El shock inflacionario posterior a la pandemia y el ciclo de aumentos de tasas produjeron un incremento generalizado de los rendimientos de los bonos, lo que crea unas perspectivas plurianuales atractivas para la renta fija a medida que la inflación retrocede y los riesgos crecen en otros mercados.



AUTORES:**Richard Clarida**

Global Economic Advisor

Andrew Balls

Chief Investment Officer

Global Fixed Income

Dan Ivascyn

Group Chief Investment Officer

La economía mundial continúa recuperándose de los efectos de la pandemia, que incluyen distorsiones comerciales, generosas intervenciones monetarias y fiscales, un aumento prolongado de la inflación y episodios de intensa volatilidad en los mercados financieros. En el Foro Secular 2024 de PIMCO, analizamos cómo las secuelas de estas perturbaciones están teniendo algunos efectos inesperadamente positivos, mientras que crean riesgos a largo plazo.

Entre los aspectos positivos, la desinflación ha sido más rápida de lo previsto en la mayoría de las economías de mercados desarrollados. Además, los riesgos macroeconómicos y de inflación parecen más equilibrados que en nuestro Foro Secular de hace un año. Los bancos centrales también se están preparando para empezar a bajar tasas, probablemente a ritmos diferentes.

Sin embargo, vemos tres grandes áreas de las que se han beneficiado los inversores, pero en las que podrían haber pasado por alto los riesgos que pueden desarrollarse a lo largo de nuestro horizonte secular a cinco años:

- 1) Los estímulos fiscales a gran escala han impulsado el extraordinario crecimiento estadounidense, pero esa excepcionalidad ha tenido un costo: la deuda de EE. UU. muestra una trayectoria insostenible que el gobierno tendrá que abordar en algún momento. Por su parte, los mercados financieros tendrán que operar sin esperar que el gobierno venga al rescate.
- 2) La inteligencia artificial (IA) podría transformar el mercado de trabajo e impulsar la productividad, pero es posible que los impactos económicos tarden años en percibirse. Las masivas inversiones de capital han disparado las ganancias en el mercado bursátil, lo que nos recuerda otros booms tecnológicos del pasado.
- 3) En algunos mercados, las valoraciones de los activos no parecen ofrecer mucho colchón a los inversores. Esto incluye la renta variable, en la que las valoraciones parecen forzadas, y los mercados de préstamos directos a empresas con calificaciones de crédito más bajas, que son menos líquidos y están más expuestos a unas tasas de interés variables.

Para los inversores, el shock inflacionario de principios de la década de 2020 y los bruscos aumentos de tasas de políticas provocaron un aumento generalizado de los rendimientos de los bonos, que ahora incorporan un importante colchón ajustado a la inflación. Los rendimientos iniciales muestran una fuerte correlación con los retornos a cinco años. Esto respalda unas perspectivas atractivas a largo plazo para los retornos de la renta fija en relación con otros activos, sobre todo en términos ajustados al riesgo, a medida que la inflación se modere. Las oportunidades que ofrecen los mercados mundiales de renta fija también nos parecen extraordinariamente atractivas y diversas, y una selección activa de países y títulos resultará clave.

Creemos que este contexto secular justifica que los inversores se replanteen, e incluso le den la vuelta, al paradigma tradicional de asignación de activos que recomienda invertir un 60% en renta variable y un 40% en renta fija.

A medida que los bancos se retiran de ciertos mercados, vemos oportunidades interesantes en los préstamos basados en activos, sobre todo en áreas relacionadas con el consumo, dada la fortaleza del consumo estadounidense. Prevemos que la desintermediación bancaria y las necesidades de capital crearán oportunidades en deuda de inmuebles comerciales (CRE).

Durante nuestras sesiones del Foro Secular, exploramos cómo EE. UU. y China están liderando el cambio hacia un orden mundial multipolar que probablemente altere las dinámicas políticas y de mercado. El dividendo de la paz que hemos disfrutado en las últimas décadas se está convirtiendo en un costo en conflictos que podría ser una fuerza disruptiva.



Oradores invitados al Foro Secular de 2024

Tobias Adrian

Consejero financiero y director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales del Fondo Monetario Internacional

Anima Anandkumar

Profesora Bren de Ciencias de la Computación y Matemáticas, Instituto de Tecnología de California (Caltech)

David Autor

Profesor Ford de Economía, Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT)

Jason Furman

Profesor Aetna de Práctica de Política Económica conjuntamente en la Harvard Kennedy School y el Departamento de Economía de la Universidad de Harvard

Kevin Hassett

Brent R. Nicklas Distinguished Fellow en Economía, Hoover Institution; ex presidente del Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca

John H. Cochrane

Rose-Marie and Jack Anderson Senior Fellow, Hoover Institution

Carmen Reinhart

Profesora Minos A. Zombanakis del Sistema Financiero Internacional, Harvard Kennedy School

Brad Setser

Whitney Shepardson Senior Fellow en el Consejo de Relaciones Exteriores

Wendy R. Sherman

Ex subsecretaria de Estado de EE. UU.

Consejo Asesor Mundial de PIMCO

Expertos de renombre internacional en temas económicos y políticos

Tema secular: Riesgos equilibrados, pero cuidado con las épocas doradas

En nuestras Perspectivas Seculares de 2023, tituladas "[La economía de las réplicas](#)", argumentamos que las disrupciones vividas en los primeros años de esta década crearían una realidad nueva y perdurable. Anticipamos un mundo marcado por una intensa volatilidad macroeconómica y un crecimiento débil. Y predijimos que los bancos centrales harían lo que fuera necesario para que la inflación vuelva al entorno del 2%.

Aunque estas tesis siguen siendo válidas en términos generales, nuestras perspectivas para los próximos cinco años incorporan y evalúan varias cuestiones importantes que han surgido desde nuestro foro de mayo de 2023, entre las que se incluyen:

- El estallido de un conflicto en el Medio Oriente y una guerra en Europa que ya va por su tercer año
- Una desinflación rápida y, hasta ahora, indolora que ha devuelto la inflación al entorno del 2% en la mayoría de las economías de mercados desarrollados
- Importantes divergencias entre las trayectorias de crecimiento e inflación de EE. UU. y otras economías de mercados desarrollados
- La duplicación imprevista del déficit presupuestario de EE. UU. en una economía en la que el desempleo roza mínimos históricos
- Un "Treasury tantrum" en octubre, provocado por el temor a que la insostenible trayectoria fiscal de EE. UU. empeore en los próximos años
- La constante retirada de los bancos ante el endurecimiento de las regulaciones relativas a los niveles de capital y liquidez

Nuestra visión secular también se apoya en nuestras Perspectivas Cíclicas más recientes, tituladas "[Mercados divergentes, portafolios diversificados](#)", en las que pronosticamos que los bancos centrales romperán filas y bajarán tasas a distinto ritmo en un entorno en el que la economía estadounidense mantendrá su fortaleza relativa mientras que muchas economías de mercados desarrollados se desacelerarán. Esta situación ha provocado un aumento de las posiciones de riesgo en los mercados financieros de EE. UU. y plantea la pregunta de si nos encontramos ante tendencias a corto plazo o más duraderas.

LOS BANCOS CENTRALES HAN MANTENIDO LA FLEXIBILIDAD...

Los bruscos ajustes cíclicos posteriores a la pandemia que afectaron a la economía global están dando paso a tendencias seculares más duraderas que tienen importantes implicaciones. Aunque seguimos anticipando un crecimiento mundial débil y ciclos económicos más volátiles en nuestro horizonte secular, los riesgos en torno a esas perspectivas parecen más equilibrados que hace un año.

Esto se debe, en parte, a que la inflación ha regresado rápidamente al entorno del 2% en la mayoría de las economías avanzadas. El brusco endurecimiento de la política monetaria logró controlar el repunte de la inflación sin que aumentasen las expectativas de inflación a medio plazo.

El entorno de riesgo más equilibrado también se debe a la adopción tácita por parte de los bancos centrales de una estrategia de “desinflación oportunista” durante el último tramo del camino de vuelta hacia los niveles objetivo. Esta estrategia les da a las autoridades monetarias cierto margen de maniobra para recortar tasas con el fin de respaldar el crecimiento cuando la inflación parezca estar controlada.

Los temores que teníamos el año pasado sobre la posibilidad de que unas condiciones monetarias restrictivas provocasen inestabilidad financiera no se han hecho realidad. Los riesgos sistémicos para los bancos mundiales y los mercados financieros no bancarios parecen contenidos.

No obstante, las tendencias regulatorias apuntan claramente hacia unos requisitos de capital y liquidez bancarios más estrictos. Es probable que la incapacidad de los bancos para proporcionar capacidad de balance en ciertos mercados empuje aún más actividades de financiación hacia el capital privado.

Vemos una oportunidad creciente para que los inversores actúen como prestamistas sénior en áreas de las que antes se ocupaban los bancos regionales, como los préstamos al consumo, el crédito hipotecario y la financiación de equipos. El sector de los inmuebles comerciales (CRE) también ofrece oportunidades para el capital flexible, ya que la retirada de los

bancos exacerba los problemas que plantean la caída de los precios inmobiliarios y el vencimiento de préstamos por valor de más de 2 billones de dólares¹ en los próximos años.

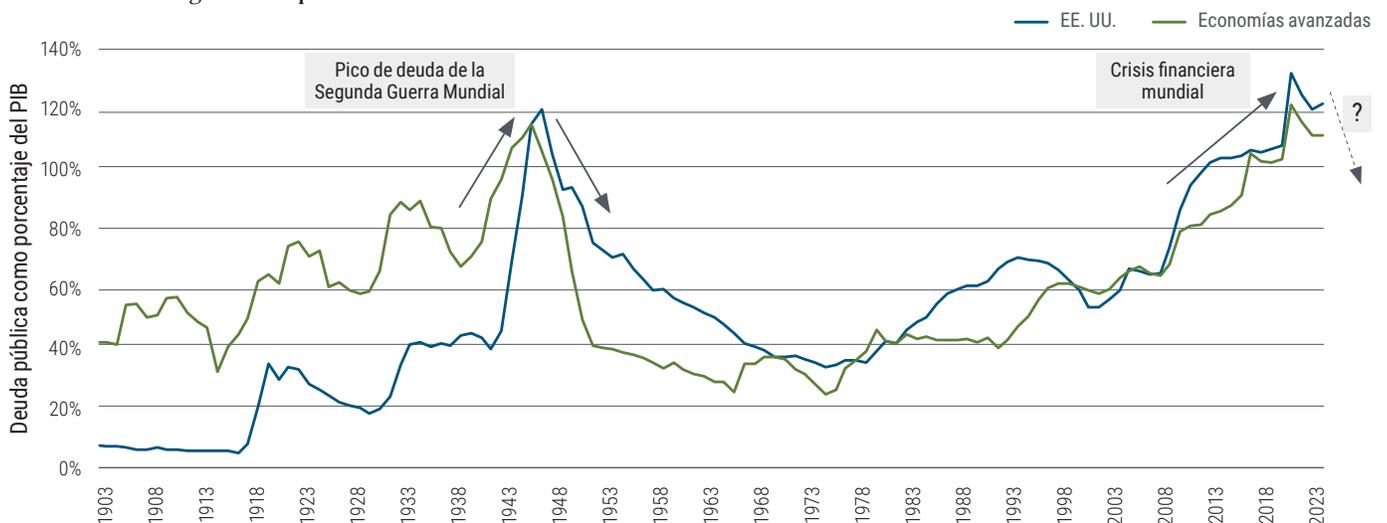
...PERO EL MARGEN FISCAL ES LIMITADO

Aunque el entorno de política monetaria ha mejorado, las perspectivas fiscales no lo han hecho. La trayectoria fiscal mundial ha sido uno de los temas centrales del Foro Secular de este año, sobre todo la trayectoria de la deuda federal de EE. UU.

Está por ver si la fortaleza del ciclo económico estadounidense es duradera o solo ha respondido a los estímulos públicos aprobados durante la pandemia y al creciente porcentaje de deuda sobre PIB. Si EE. UU. acaba sufriendo un ajuste fiscal, es probable que se recorte el gasto en prestaciones sociales y se suban los impuestos para consolidar la deuda. Por improbable que parezca en el entorno político actual, puede que hasta lo aparentemente intocable tenga que evolucionar.

Es previsible que el enorme volumen de deuda soberana sobre el PIB que acumulan las economías avanzadas (ver gráfico 1) haga que las curvas de rendimiento ganen inclinación en nuestro horizonte secular, porque los inversores continúan exigiendo una mayor compensación por los bonos a más largo plazo. Hay pruebas —por ejemplo, los rendimientos a plazo ligados a la inflación o las estimaciones de la prima de plazo del Tesoro— que sugieren que los mercados ya han descontado parte de este ajuste, incluso antes de que los bancos centrales empiecen a recortar las tasas (puede leer más sobre este tema en nuestro reciente artículo, “[Will the True Treasury Term Premium Please Stand Up?](#)”).

Gráfico 1: El margen fiscal podría ser limitado



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, PIMCO; datos anuales hasta diciembre de 2023. "Economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas del G-20 (Australia, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Corea del Sur, Reino Unido y EE. UU.) hasta 2015 y a todas las economías avanzadas definidas por el FMI hasta 2023.

Es casi seguro que las autoridades se enfrentarán a más restricciones cuando recurran a una política fiscal discrecional para limitar el daño de una futura desaceleración del ciclo económico. Nuestro escenario principal no es una crisis financiera repentina, sino episodios recurrentes de volatilidad del mercado cuando la atención se centre en las cuestiones fiscales.

Pese a estas presiones fiscales, creemos que el dólar estadounidense seguirá siendo la moneda dominante en el mundo, en gran parte debido a la ausencia de una competidora viable. Es posible que la deuda de EE. UU. sufra un ajuste en algún momento, pero no es probable que sea inminente, gracias a las ventajas que presenta EE. UU. en inmigración, productividad e innovación, al hecho de que los bonos del Tesoro de EE. UU. son un activo de reserva mundial y al dinamismo general de la economía estadounidense. La elevada demanda de títulos del Tesoro estadounidense como un refugio seguro y una reserva de valor líquida ha limitado, hasta la fecha, las preocupaciones del mercado de renta fija sobre la sostenibilidad fiscal, lo que nos hace pensar que el calendario de las reformas fiscales podría extenderse más allá de nuestro horizonte secular.

Es posible que EE. UU. siga siendo la opción menos mala en comparación con otras economías. Las perspectivas de China se ven nubladas por la crisis del sector inmobiliario, el envejecimiento de la población y unos mercados de exportación menos abiertos. En Europa, la fragmentación política dificultará el diseño de una estrategia de crecimiento integral ante los conflictos regionales, la falta de seguridad energética y una competencia más directa de China en los productos manufacturados de mayor valor.

EN DIRECCIÓN A UN MUNDO MULTIPOLAR

Las tensiones entre una superpotencia dominante (EE. UU.) y su rival en ascenso (China) marcan, cada vez más, el contexto geopolítico. Tanto China como Rusia tienen visiones a largo plazo que contrastan con los ideales occidentales. El dividendo de la paz que hemos disfrutado en las últimas tres décadas se está convirtiendo en un costo de conflicto.

Esto subraya el cambio hacia un orden mundial multipolar, donde la cooperación parece limitada y podrían surgir nuevas potencias intermedias. Es probable que este cambio también altere las correlaciones entre mercados y cree mayores divergencias en términos de crecimiento potencial y respuestas de política monetaria. Además, los ciclos económicos estarán menos sincronizados. Prevemos que las fuerzas subyacentes generarán más volatilidad macroeconómica y de los mercados financieros que antes de la pandemia.

Los riesgos para la estabilidad financiera también han aumentado y podrían resultar problemáticos si estos conflictos alterasen sustancialmente los flujos financieros transfronterizos o creasen las condiciones para un deterioro del capital. Creemos que la prima de riesgo de invertir en crédito de China es demasiado baja para ser atractiva, en vista de los riesgos potenciales.

Anticipamos que la economía china continuará desacelerándose sin llegar a estancarse. Cabe destacar que China se está reglobalizando. Su nuevo modelo de crecimiento, centrado en la producción y las infraestructuras para contrarrestar el colapso del sector inmobiliario, está impulsando un aumento de las exportaciones manufactureras. Este giro exige reevaluar el papel de China en la economía mundial y, especialmente, su impacto en los mercados de materias primas y la inflación, así como su integración en el orden financiero mundial.

Los principales mercados emergentes han demostrado una resiliencia notable en este ciclo. La típica combinación de factores que a menudo desencadena las crisis en mercados emergentes –fugas de capital, endurecimiento de las condiciones financieras y desplome de los precios de las materias primas– no se está dando en la actualidad, ni parece probable que vaya a hacerlo en el horizonte secular. Y aunque los niveles de deuda de los países emergentes están aumentando, por ahora se mantienen en niveles sostenibles en comparación con los mercados desarrollados.

Este año, aproximadamente el 60% del mundo en términos de PIB votará en unas elecciones importantes. Ante las primeras señales de que los partidos populistas están ganando popularidad, especialmente en Europa, estos procesos electorales podrían cambiar las prioridades de política económica y geopolítica. Vemos riesgos de que las elecciones intensifiquen las tendencias hacia la fragmentación, la multipolaridad y las medidas proteccionistas, favoreciendo la relocalización de las cadenas de suministro a países amigos, lo que podría beneficiar a países como la India, Indonesia y México.

En cuanto a las elecciones presidenciales de EE. UU., creemos que el comercio, la política fiscal, la inmigración, la regulación y la política medioambiental son los temas con mayor potencial de disrupción. Con independencia del resultado electoral, es probable que los déficits fiscales de EE. UU. se mantengan cerca de máximos históricos. Además, ambos partidos mantendrán una política de mano dura con China.

EMPIEZAN A VERSE LOS EFECTOS DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL

La IA generativa tiene el potencial de transformar los mercados de trabajo y democratizar el acceso a las tareas de toma de decisiones, permitiendo que un porcentaje más alto de la fuerza laboral tome decisiones informadas.

Sin embargo, muchas organizaciones se enfrentarán a desafíos a la hora de implementar la IA de manera efectiva. Es posible que las mejoras drásticas de productividad y eficiencia no sean evidentes en los datos macroeconómicos de los próximos cinco años, ya que maximizar los beneficios de la IA a nivel macro no solo requerirá adoptar la tecnología, sino también reconfigurar los flujos de trabajo y replantear los procesos de producción de las organizaciones individuales a nivel micro.

Al igual que ha ocurrido con otras nuevas tecnologías en las últimas décadas, puede que el impacto gradual en la productividad derivado de las modestas mejoras en las prácticas de trabajo existentes no sea muy apreciable. Pero existe la posibilidad de que se produzcan cambios radicales que podrían traducirse en mejoras de productividad más intensas en determinadas áreas, como la salud y las ciencias.

Aunque nuestro escenario principal prevé que el impacto total de los nuevos modelos de lenguaje de gran tamaño (LLM) que utiliza la IA generativa se hará visible de forma gradual a lo largo del horizonte secular, es posible que se produzcan disrupciones más rápidamente. La intensa inversión de capital en informática, centros de datos y tecnologías limpias aumenta la disponibilidad de estos recursos para aplicaciones que van más allá de la IA, mientras que la inversión en IA hace cada vez más plausibles los avances promovidos por la IA en otras áreas. También es posible que se produzcan sorpresas negativas, especialmente si el uso indebido de la IA para vigilancia, manipulación o amenazas a la seguridad da lugar a restricciones que frenen la innovación.

Por ahora, la inversión de capital podría respaldar un fuerte impulso a corto plazo, pero, en última instancia, harán falta mejoras de eficiencia para generar un crecimiento sostenible a largo plazo.

Se prevé que la demanda de microchips, centros de datos y capacidad de generación eléctrica para alimentarlos será explosiva, y estas tendencias tendrán consecuencias inmediatas para esos sectores.

LAS TASAS DE POLÍTICAS SE MANTENDRÁN BAJAS

Las tasas de política elevadas de hoy son el resultado de factores cíclicos, principalmente, de un repunte de la inflación. Una vez que la inflación se estabilice cerca de los niveles objetivo de los bancos centrales, esperamos que las tasas de políticas neutrales de las economías avanzadas se sitúen en niveles inferiores a los que prevalecían antes de la crisis financiera mundial.

Vemos probable que las tasas de políticas neutrales nominales de EE. UU. se mantengan en el rango de 2%–3% (lo que implica una tasa real neutral a largo plazo del 0%–1%) durante nuestro horizonte secular. Sin embargo, los precios actuales indican que los mercados no esperan que la tasa neutral caiga muy por debajo del 4%. Esto puede presentar nuevas oportunidades para los inversores en renta fija, porque los rendimientos actuales ya incorporan un colchón en forma de tasas reales positivas y primas de plazo.

Preveemos que los balances de los bancos centrales, que actualmente se están contrayendo en el marco de los programas de ajuste cuantitativo (QT), se mantengan en niveles sustancialmente más altos que antes de la era de la expansión cuantitativa (QE). Es probable que los bancos centrales de los mercados desarrollados continúen utilizando programas de compra de activos para asegurar el funcionamiento fluido de los mercados de deuda soberana y de recompra, y para actuar como prestamistas de última instancia. Algunos ejemplos son el Programa de Financiación Bancaria a Plazo (BTFP) que lanzó la Reserva Federal de EE. UU. en 2023 y la operación que hizo el Banco de Inglaterra en 2022 para respaldar el mercado de gilts.

Sin embargo, nos parece menos probable que los bancos centrales pongan en marcha programas abiertos de compra de activos al estilo de la expansión cuantitativa para responder a futuras recesiones económicas. Las tensiones financieras derivadas de mantener grandes portafolios de valores, en las que los costos de financiación superan los retornos de estos activos, resultan cada vez más evidentes.

Ahora mismo, las expectativas de que el gobierno intervenga en caso de recesión, están aún más fuera del dinero, lo que limita la capacidad del gobierno para estimular cualquier declive económico y brindar apoyo para amortiguar los shocks. Anticipamos nuevos episodios de volatilidad a medida que los mercados operen más en base a los fundamentales y menos en base a la expectativa de que los gobiernos acudan al rescate.

Implicaciones de inversión: Resurge la renta fija

Nuestras Perspectivas Seculares para 2024 favorecen un mayor énfasis en los mercados públicos de renta fija, que creemos que podrían generar retornos competitivos y un menor riesgo en comparación con otras clases de activos. Los rendimientos actuales y la estabilización de las perspectivas de inflación están permitiendo que la renta fija reafirme sus ventajas fundamentales en los portafolios: un potencial de ingresos atractivo, resiliencia ante las caídas y estabilidad, gracias a una menor correlación con la renta variable.

Pese a que muchos inversores sofisticados han superado el paradigma tradicional de portafolios 60-40 (60% en renta variable y 40% en renta fija), esta regla general aún suele citarse en las conversaciones sobre inversión. Creemos que estamos entrando en una era que justifica replantearse y darle la vuelta a ese concepto.

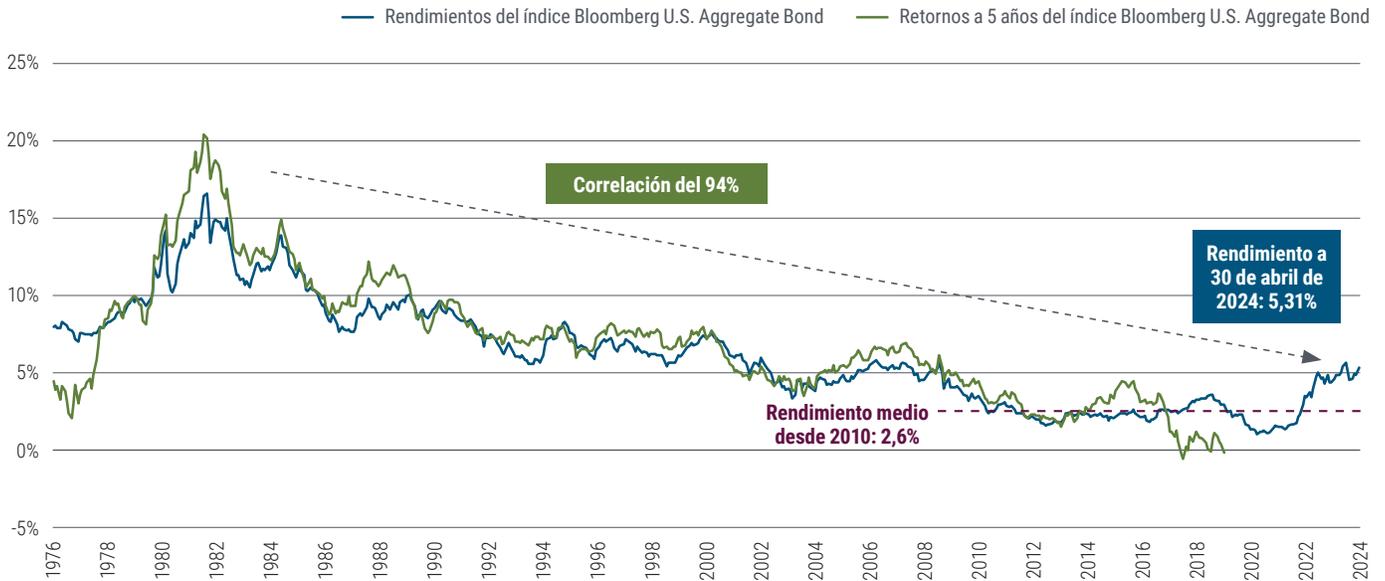
El shock inflacionario posterior a la pandemia y el ciclo de aumentos de tasas de los bancos centrales elevaron sustancialmente los retornos de los bonos. Históricamente, los rendimientos iniciales han servido para predecir los rendimientos de los bonos en un horizonte plurianual (ver gráfico 2). A 30 de abril de 2024, los rendimientos de los índices Bloomberg U.S. Aggregate y Global Aggregate (cubierto a USD), dos índices de referencia comunes para la renta fija de alta calidad, se sitúan en torno al 5,31 % y el 5,41 %, respectivamente.

Partiendo de este punto, los gestores activos pueden intentar mejorar las rentabilidades de los inversores. Si identifican oportunidades atractivas en áreas de alta calidad, como los bonos de titulización hipotecaria (MBS) de agencias, los gestores activos pueden construir ahora mismo portafolios que rindan entre el 6% y el 7% sin asumir un riesgo significativo de tasas de interés, crédito o iliquidez.

Como resultado, una asignación diversificada en renta fija ofrece la posibilidad de generar retornos a largo plazo similares a los de la renta variable con un perfil ajustado al riesgo más favorable, sobre todo teniendo en cuenta que las valoraciones bursátiles podrían estar forzadas (ver gráfico 3). Los mercados no parecen descontar un riesgo de recesión significativo, por lo que la renta fija puede representar una forma barata de cubrir ese riesgo.



Gráfico 2: Históricamente, los rendimientos iniciales en los mercados de renta fija se han correlacionado con los retornos a 5 años



Fuente: Bloomberg, PIMCO, a 30 de abril de 2024. Los rendimientos pasados no garantizan ni son un indicador fiable de los rendimientos futuros. Este gráfico se ofrece con fines meramente ilustrativos y no es indicativo de rendimientos pasados ni futuros de ningún producto de PIMCO. Las rentabilidades y retornos corresponden al índice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond. No es posible invertir directamente en un índice no gestionado.

Gráfico 3: La renta variable está cara en términos absolutos y en relación con los bonos del Tesoro de EE. UU.

| A 30 de abril de 2024: | Valor | Percentil |
|--|-------|---------------|
| CAPE | 33,38 | 93,50% |
| Rendimiento real de la renta variable (1/CAPE) | 3,00% | 6,50% |
| Rendimiento real de los bonos a 30 años | 2,41% | 36,60% |
| Prima de riesgo de la renta variable (Rendimiento de la renta variable - rendimiento real de los bonos) | 0,59% | 12,50% |

Prima de riesgo de la renta variable



Fuente: Bloomberg, datos en línea de Robert Shiller, Global Financial Data, PIMCO, al 30 de abril de 2024. Todas las métricas de valor se refieren al índice S&P 500. El CAPE es el ratio precio/beneficio ajustado al ciclo. El ratio de rendimiento real de la renta variable se refiere a las ganancias reales medias de los últimos 10 años divididas por el último precio. El rendimiento real de los bonos a 30 años corresponde al rendimiento de los títulos del Tesoro de EE. UU. protegidos contra la inflación (TIPS) a 30 años, rellenado con el rendimiento nominal de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 30 años menos la inflación esperada. Para calcular las expectativas de inflación, estimamos la inflación tendencial de acuerdo con la calibración de Cieslak y Povala (2015) y pronosticamos la inflación a 30 años.

Además, la prima de plazo que incorporan ahora mismo los bonos actúa como un colchón. Esperamos un empinamiento de las curvas de rendimiento a medida que las tasas de políticas bajen y la prima de plazo aumente (puede leer más sobre este tema en nuestras Perspectivas de PIMCO de febrero, tituladas "[Back to the Future: Term Premium Poised to Rise Again, With Widespread Asset-Price Implications](#)"), por lo que hemos adoptado una posición estructural a favor del empinamiento de la curva.

Tras su inversión más prolongada de la historia, la curva de rendimiento de EE. UU. sigue relativamente plana. Eso significa que los inversores no necesitan asumir mucho riesgo de tasa de interés. Actualmente vemos valor en el tramo a cinco años y nos preocupa que el tramo a largo plazo se comporte peor a consecuencia de las preocupaciones fiscales. La renta fija activa está posicionada para tener un buen desempeño si no hay recesiones en nuestro horizonte secular y para desempeñarse aún mejor si las hay, con el potencial de apreciación de precios si los rendimientos disminuyen, lo que hace que los bonos sean atractivos en comparación con el efectivo, en nuestra opinión.

Los mercados globales de bonos ofrecen oportunidades particularmente atractivas y diversas que los inversores podrían estar pasando por alto como una forma de aumentar el rendimiento sin aumentar significativamente el riesgo. Los rendimientos globales, tanto en mercados desarrollados (DM) como en mercados emergentes (EM), han vuelto a niveles atractivos. Muchas economías fuera de los EE. UU. enfrentan más fragilidad pero disfrutan de mejores condiciones fiscales iniciales, lo que es favorable para los bonos.

Prevedemos que los ciclos económicos estén menos sincronizados, lo que llevará a menores correlaciones entre los mercados financieros. La diferenciación en las políticas de los bancos centrales y las condiciones del mercado en las distintas regiones presenta oportunidades únicas para que las plataformas de inversión globales y activas capitalicen estas discrepancias y potencialmente aumenten aún más los retornos a través de la selección de países y valores. Es previsible que los subsidios industriales y las políticas comerciales que promueven la deslocalización, la relocalización a países amigos y la transición energética creen ganadores y perdedores por sectores y países, lo que generará más oportunidades para los inversores activos.

Ante la posible volatilidad relacionada con la inflación, los títulos del Tesoro estadounidense protegidos contra la inflación (TIPS), las materias primas y los activos reales ofrecen protección contra la inflación y unas tasas reales más altas que antes de la pandemia.

PRIORIZAR LA SELECCIÓN DE CRÉDITO Y LA LIQUIDEZ

Si bien los diferenciales de crédito parecen razonables en general, la selección de créditos y sectores ganará importancia a lo largo de nuestro horizonte secular. El crecimiento de los mercados de crédito, tanto públicos como privados, debería ofrecer a los inversores activos con capital flexible más oportunidades durante los periodos de volatilidad.

Muchas empresas más fuertes y resilientes generan efectivo significativo y no dependen en gran medida del financiamiento. Muchas empresas más débiles tienden a necesitar un mayor acceso continuo al crédito. Cuanto más mejoren la productividad las tecnologías de inteligencia artificial, más disruptivas serán probablemente para las empresas y las industrias, creando más ganadores y perdedores. En el pasado, la llegada de nuevas tecnologías a menudo ha sido seguida por ciclos de auge y caída, creando volatilidad pero también presentando oportunidades de inversión ascendentes.

Anticipamos más regulación bancaria, lo que probablemente fomentará una mayor desintermediación y el flujo de más capital hacia mercados privados. Seguimos centrados en las brechas de liquidez derivadas de la presión que sufren los bancos para gestionar el capital y cumplir con los requisitos regulatorios. Por ejemplo, es probable que la retirada de los bancos genere oportunidades para el capital flexible en deuda CRE, donde los propietarios de activos que se enfrentan al muro de vencimientos de los préstamos requerirán grandes cantidades de capital.

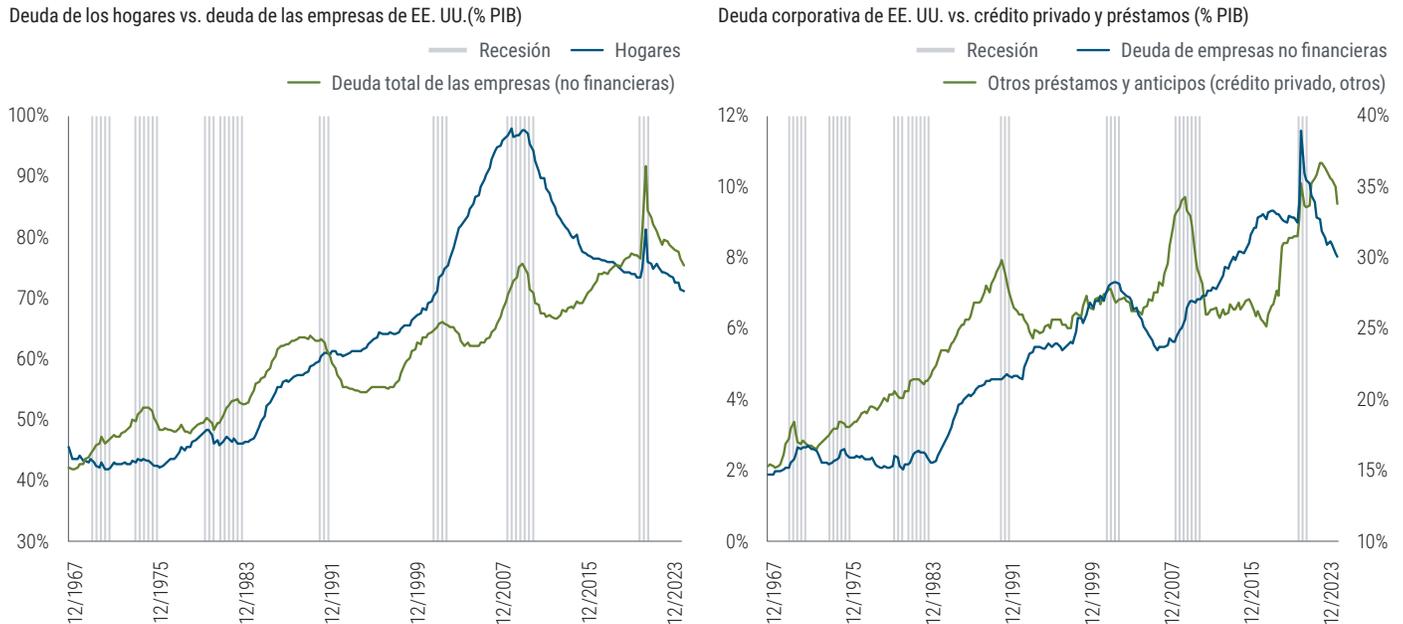
Los préstamos basados en activos son un buen ejemplo de lo que consideramos una oportunidad de inversión atractiva y menos concurrida. Los préstamos corporativos del mercado intermedio han ganado popularidad en los mercados privados, pero creemos que áreas como los préstamos al consumo ofrecen unos fundamentales y un valor excelentes a largo plazo, ya que los hogares estadounidenses han reducido su nivel de endeudamiento (ver gráfico 4) y los mercados inmobiliarios continúan gozando de respaldo.

Comparemos esto con la cantidad de capital que se concentra ahora mismo en préstamos corporativos. Nos preocupa el rápido crecimiento de los mercados privados a tasa de interés variable que quizás no se pusieron a prueba durante los anteriores ciclos de impago. Estas condiciones elevan el riesgo de que se acumulen excesos en áreas como la tecnología y los préstamos directos a empresas muy endeudadas y con calificaciones de crédito más bajas. Anticipamos posibles problemas durante nuestro horizonte secular.

Dado el gran potencial de retornos que ofrecen los segmentos más líquidos del mercado de renta fija, los inversores deberían ser muy exigentes –y demandar un potencial de retornos atractivo y robustas cláusulas de protección– para renunciar a la liquidez. Con los rendimientos en los niveles actuales, la

rentabilidad ajustada al riesgo potencial que ofrece ampliar la exposición a los mercados públicos de renta fija –elevando, por ejemplo, la asignación a renta fija de mercados desarrollados y emergentes de alta calidad– también resulta ventajosa en comparación con las concesiones que implica invertir en áreas menos líquidas de los mercados de crédito

Gráfico 4: La deuda de los hogares ha disminuido, mientras que los préstamos a empresas privadas han aumentado



Fuente: Federal Reserve Flow of Funds, Haver Analytics, cálculos de PIMCO, a 31 de diciembre de 2023. Nota: La categoría "Otros préstamos y anticipos" de empresas no financieras se utiliza como un indicador aproximado de activos como el crédito privado y los préstamos bancarios.

Sobre nuestros foros

PIMCO es un líder global en la gestión activa de renta fija, con una vasta experiencia en los mercados públicos y privados. Nuestro proceso de inversión está anclado en nuestro Foro Secular y nuestro Foro Cíclico. Cuatro veces al año, nuestros profesionales de inversión de todo el mundo se reúnen para analizar y debatir la situación de los mercados y la economía globales e identificar las tendencias que creemos que tendrán implicaciones de inversión importantes. En esos análisis de amplio alcance, aplicamos prácticas de las ciencias del comportamiento con miras a maximizar el intercambio de ideas, poner a prueba nuestros supuestos, contrarrestar los sesgos cognitivos y generar reflexiones inclusivas.

En el Foro Secular, que se celebra anualmente, nos centramos en las perspectivas para los próximos tres a cinco años, lo que nos permite posicionar los portafolios de manera que podamos beneficiarnos de los cambios estructurales y las tendencias en la economía global. Dada nuestra convicción de que la diversidad de ideas produce mejores resultados de inversión, invitamos a oradores distinguidos –economistas galardonados con el premio Nobel, responsables de formular políticas, inversionistas e historiadores– que aportan valiosas perspectivas multidimensionales a nuestros debates. También, nos complace la participación activa del Consejo de Asesores Globales de PIMCO, un equipo de cinco expertos en asuntos económicos y políticos reconocidos en todo el mundo.

En el Foro Cíclico, que se celebra tres veces al año, nos centramos en las perspectivas para los próximos seis a doce meses, analizando la dinámica del ciclo económico en los principales mercados desarrollados y emergentes, con vistas a identificar los posibles cambios en las políticas monetarias y fiscales, las primas de riesgo de mercado y las valoraciones relativas que determinan el posicionamiento de los portafolios.

1 Según los cálculos de Newmark Research, al 12 de febrero de 2024.

El término "refugio seguro" se refiere a una inversión con capacidad, real o percibida, de conservar o incrementar su valor en momentos de volatilidad en los mercados. Los inversores buscan refugios seguros con el propósito de limitar su exposición a pérdidas en el caso de que se produzcan turbulencias en el mercado. Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor.

El desempeño pasado no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros.

Invertir en el **mercado de bonos** tiene riesgos, incluyendo los de mercado, tasas de interés, emisor, crediticios, de inflación y de liquidez. El valor de la mayoría de los bonos y las estrategias de renta fija se ve afectado por las variaciones en las tasas de interés. Los bonos y las estrategias de renta fija de mayor duración tienden a ser más sensibles y volátiles que los de menor duración; por lo general, los precios de los bonos disminuyen a medida que suben las tasas de interés, y los entornos de tasas de interés bajas aumentan este riesgo. Las reducciones en la capacidad de las contrapartes de bonos pueden motivar que la liquidez del mercado disminuya y la volatilidad de precios aumente. Las inversiones en bonos pueden valer más o menos que el costo original al rescate. La inversión en **títulos denominados o domiciliados en el extranjero** puede implicar riesgos elevados debido a las fluctuaciones cambiarias y a los riesgos políticos y económicos, que pueden aumentar en los mercados emergentes. Los **valores respaldados por hipotecas y activos** pueden ser sensibles a las variaciones de las tasas de interés y estar expuestos al riesgo de pago anticipado y, a pesar de que por lo general están respaldados por un gobierno, una agencia gubernamental o un garante privado, no hay seguridad de que el garante cumpla con sus obligaciones. Las referencias a los bonos hipotecarios, tanto emitidos como no emitidos por agencias, aluden a hipotecas emitidas en Estados Unidos. La **deuda inmobiliaria comercial** está sujeta a riesgos que incluyen la amortización anticipada, la morosidad, la ejecución hipotecaria, riesgos de pérdida, riesgos de servicio de la deuda y evolución desfavorable de la regulación, los cuales pueden verse agravados en el caso de préstamos morosos. Los **bonos ligados a la inflación** (ILB) emitidos por un gobierno son títulos de renta fija cuyo principal se reajusta de forma periódica en función de la tasa de inflación; los ILB pierden valor cuando las tasas de interés reales aumentan. Los **valores del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS)** son ILB emitidos por el gobierno de EE. UU. Las **materias primas** presentan mayores riesgos, como los de mercado, político, normativo y de condiciones naturales, y pueden no ser adecuados para todos los inversores. La **renta variable** puede perder valor debido a las condiciones del mercado general, la economía y el sector, tanto reales como supuestas. El **riesgo de gestión** es el riesgo de que las técnicas de inversión y los análisis de riesgo aplicados por el gestor de inversiones no produzcan los resultados deseados y que determinadas políticas o eventos puedan afectar las técnicas de inversión disponibles para el gestor en relación con la gestión de la estrategia. La **calidad crediticia** de un valor o grupo de valores concreto no garantiza la estabilidad o seguridad del portafolio en general. La **diversificación** no es una garantía contra pérdidas.

Las previsiones, las estimaciones y determinados datos incluidos en el presente documento se basan en el análisis interno, y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión, una oferta o una solicitud de compra, ni constituyen una recomendación para la compra o venta de ningún instrumento financiero. Las previsiones y las estimaciones presentan ciertas limitaciones inherentes, y a diferencia de un registro real de rentabilidad, no representan operativa real ni tienen en cuenta las limitaciones de liquidez, las comisiones y/u otros posibles costos. Además, las referencias a resultados futuros no deben interpretarse como una estimación o una promesa de los resultados que podrían derivarse para el portafolio de un cliente.

Las declaraciones relativas a las tendencias de los mercados financieros o las estrategias de portafolio se fundamentan en las condiciones actuales del mercado, que pueden fluctuar. No existe garantía de que estas estrategias de inversión funcionen bien en todo tipo de condiciones de mercado ni de que resulten adecuadas para todos los inversores, y cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente durante periodos bajistas del mercado. Los inversores deben consultar a un profesional de inversiones antes de tomar una decisión de inversión. Las perspectivas y las estrategias están sujetas a cambios sin previo aviso.

El **ratio CAPE** es una medida de valoración que utiliza los beneficios por acción (BPA) reales durante un periodo de 10 años para suavizar las fluctuaciones en los beneficios empresariales que se producen en diferentes momentos del ciclo económico. La correlación es una medida estadística de cómo dos valores se mueven uno con respecto al otro. La **correlación** de distintos índices o valores entre sí o con la inflación se basa en datos de un período determinado. Estas correlaciones pueden variar sustancialmente en el futuro o en periodos distintos, lo que puede generar mayor volatilidad. Los **activos reales** son recursos tangibles como bienes inmuebles, infraestructuras y materias primas con un valor intrínseco vinculado a su utilidad.

Este material contiene las opiniones actuales del gestor, que están sujetas a cambio sin previo aviso. Se distribuye solo a título informativo y no debe considerarse como una asesoría o recomendación de inversión respecto a un valor, una estrategia o un producto en particular. Esta información se obtuvo de fuentes consideradas fiables, pero no ofrecemos ninguna garantía al respecto.

PIMCO presta servicios exclusivamente a instituciones, intermediarios financieros e inversores institucionales cualificados. Los inversores particulares deben ponerse en contacto con su propio profesional financiero con el objeto de determinar las opciones de inversión más adecuadas para su situación financiera. El presente documento no constituye una oferta dirigida a ninguna persona en ninguna jurisdicción en la que tal oferta contravenga alguna ley o en la que no esté autorizada.

PIMCO presta servicios exclusivamente a instituciones, intermediarios financieros e inversores institucionales cualificados. Los inversores particulares deben ponerse en contacto con su propio profesional financiero con el objeto de determinar las opciones de inversión más adecuadas para su situación financiera. Este material refleja las opiniones del gestor. Dichas opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso. Este material se distribuye exclusivamente con fines informativos, y no debe considerarse como asesoramiento de inversión ni como una recomendación respecto a ningún valor, estrategia o producto de inversión. La información incluida en el presente documento se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque ello no puede garantizarse. Se prohíbe expresamente la reproducción de la presente publicación, en todo o en parte, con independencia del formato utilizado, así como la referencia a ella en cualquier otra publicación, sin previo permiso por escrito. PIMCO es una marca comercial propiedad de Allianz Asset Management of America LLC en Estados Unidos y el resto del mundo. ©2024, PIMCO.