



PERSPECTIVAS
CÍCLICAS

ENERO DE 2022

Invertir en un ciclo rápido

Un enfoque a largo plazo puede ayudar a los inversionistas a posicionarse para aprovechar las oportunidades en un ciclo económico rápido y volátil.

RESUMEN EJECUTIVO

- El apoyo de la política fiscal y, por lo tanto, el crecimiento real del PIB alcanzaron un punto máximo en 2021, y ahora la economía mundial está avanzando rápidamente hacia la dinámica de etapa tardía. En la mayoría de las regiones, la política monetaria se ha encaminado hacia la normalización.
- Las fricciones en los mercados de bienes y de trabajo han estimulado la inflación. Según nuestra hipótesis de base, la inflación mundial alcanzará su punto máximo en el primer trimestre y luego se moderará acercándose a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2022, y estamos vigilando de cerca los riesgos al alza de esta hipótesis.
- En nuestra opinión, las primas de riesgo y los rendimientos no reflejan los posibles escenarios a la baja, lo que justifica tener precaución y aplicar un enfoque riguroso a la hora de construir los portafolios.
- En general, estamos a favor de una pequeña subponderación de la duración con respecto al índice de referencia, y nos proponemos posicionar los portafolios en una curva de rendimiento más empinada. En vista de la previsión de una mayor volatilidad, estimamos que la gestión activa de la duración adquirirá más importancia como fuente de alfa.
- Buscamos exposición al crédito de fuentes diversificadas, incluidas las hipotecas estadounidenses no emitidas por agencias, determinados temas de recuperación de la COVID-19 y oportunidades de inversión en empresas específicas. Tenemos una visión constructiva sobre la renta variable global, pero nos estamos preparando para la dinámica de etapa tardía, con mayor énfasis en la selección de valores.

Autora:

Tiffany Wilding
Executive Vice President
Economista

Tony Crescenzi
Gestor de portafolios
Estratega de mercados

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

La incertidumbre se ha convertido en un tema constante en los mercados, las economías y las comunidades de todo el mundo; y en este contexto, los profesionales de inversión de PIMCO nos reunimos —virtualmente, una vez más— en nuestro reciente Foro Cíclico. En él discutimos las principales tendencias de la economía, las políticas y los sectores de inversión que, en última instancia, fundamentan nuestras perspectivas para el próximo año junto con la estrategia de portfolio de alto nivel.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS: MÁS VOLATILIDAD, MÁS INCERTIDUMBRE

En el horizonte secular, esperamos un entorno macroeconómico más incierto y volátil, con ciclos económicos cada vez más cortos, amplios y divergentes entre países (para mayores detalles, véase el documento de PIMCO Perspectivas Seculares, "[La era de la transformación](#)"). Parece ser que estos temas también están presentes en el horizonte secular, pues gran parte de la economía mundial ha pasado rápidamente de una recuperación de principio de ciclo a una expansión de mita de ciclo, lo que requiere un cambio de política de políticas más rápido en relación con las condiciones extraordinariamente fáciles que prevalecieron en 2020 y 2021.



Para complicar aún más las cosas, la velocidad de la recuperación, aunada a la volátil trayectoria del virus, también ha propiciado fricciones más significativas en los mercados de bienes y de trabajo que han elevado la inflación. El momento y la medida en que estos problemas se resuelvan y la inflación se modere son muy inciertos, lo que aumenta el riesgo de un salto no deseado en las expectativas de inflación a largo plazo —un resultado que a los bancos centrales les conviene evitar o mitigar—. En general, este entorno macroeconómico más incierto y volátil es una prueba de que las últimas décadas de crecimiento insuficiente e inflación por debajo del objetivo han quedado firmemente atrás, y que lo que nos espera en adelante son trayectorias más volátiles e inciertas que variarán según las regiones y los sectores.

EL CAMINO DE LA RECUPERACIÓN ESTÁ EMPEDRADO.

Desde la última vez que compartimos nuestras *Perspectivas Cíclicas*, en junio (*"Inflexión de la inflación"*), la recuperación mundial ha continuado de una manera sólida pero desigual entre regiones y sectores. En general, las políticas gubernamentales para apoyar la demanda en medio de una de las mayores contracciones económicas en la historia moderna produjeron una de las recuperaciones más rápidas. En el tercer trimestre de 2021, la producción de los mercados desarrollados se recuperó por completo hasta alcanzar su pico anterior a la pandemia, y con una tasa de crecimiento (media anual) del 5% prevista para ese año, estaba en camino de expandirse al ritmo más rápido en más de tres décadas. (Los datos de crecimiento y producción provienen de Haver Analytics).

Sin embargo, dada la probabilidad de que los mayores efectos económicos de la pandemia hayan quedado atrás, es de suponerse que el apoyo de políticas y, por tanto, el crecimiento del PIB real hayan alcanzado su pico en 2021. En Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido, los programas de subsidios salariales y de empleo implementados durante la pandemia para apoyar los ingresos de los hogares y el gasto de los consumidores expiraron en el tercer trimestre, tras haberse ido reduciendo en los dos trimestres anteriores, mientras que los programas similares de los países europeos expiraron a finales de año.

En China, las estrictas condiciones crediticias que se mantuvieron hasta hace muy poco y las políticas reguladoras implementadas a raíz de la iniciativa gubernamental de prosperidad común ralentizaron el crecimiento.

En la mayoría de las regiones también cambió firmemente el rumbo de la política monetaria, pasando de la postura ultra acomodaticia que exigía la pandemia a una trayectoria de normalización. El Banco de Inglaterra (BOE) y el Banco

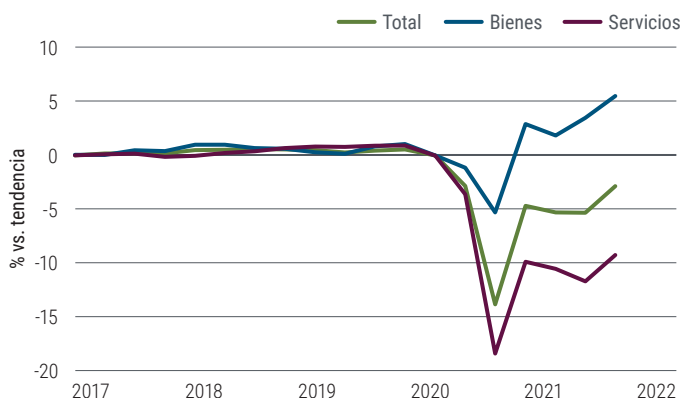
de Canadá (BOC) dieron fin a sus programas de compra de bonos del Estado, y se prevé que la Reserva Federal de Estados Unidos lo haga en marzo de 2022. Además, el Banco de Inglaterra subió sus tasas de referencia en diciembre de 2021, y muchos otros bancos centrales de los mercados desarrollados, con excepción del Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BOJ), han anunciado aumentos inminentes de sus tasas.

Aunque las cifras de crecimiento mundial publicadas en los últimos seis meses han coincidido más o menos con las perspectivas que presentamos en junio, tres acontecimientos destacados nos han llevado a revisar varios aspectos de nuestras perspectivas para 2022:

First, the delta variant of **COVID-19** En primer lugar, la variante delta de la COVID-19 dejó una huella mayor de la esperada, aunque probablemente temporal, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. Si bien los mayores niveles de vacunación ayudaron a limitar los nuevos casos a nivel global, el aumento de la gravedad de los brotes en los mercados emergentes (ME) perturbó la producción, alargó los plazos de entrega y obstaculizó las cadenas de suministro mundiales. Por ejemplo, las interrupciones de la producción en Malasia y China tuvieron un importante impacto en los inventarios de productos terminados en los sectores de vehículos de motor, artículos para el hogar y construcción. En los principales mercados, el brote de la variante delta también retrasó la recuperación de los servicios y paralizó la esperada sustitución del gasto en bienes por el de servicios (después de que la pandemia incrementara la elevada demanda de los consumidores de bienes duraderos, en particular); véase el Gráfico 1.

Gráfico 1. El consumo de bienes en los mercados desarrollados sigue por encima de los niveles anteriores a la pandemia, mientras que el consumo de servicios disminuye.

Consumo privado en los MD, por sector

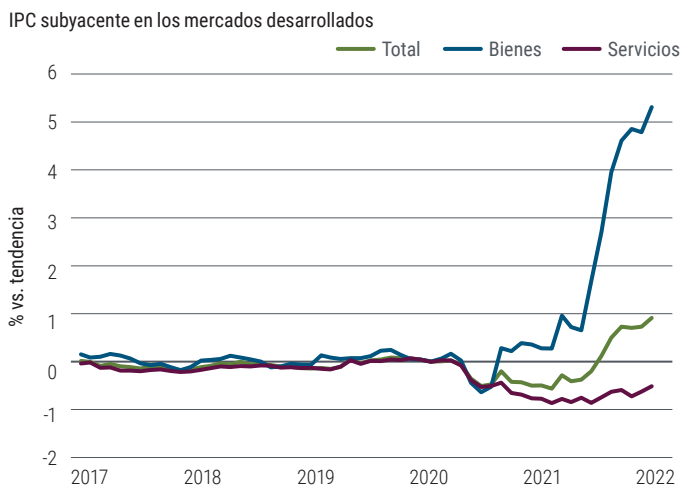


Fuente: Haver Analytics, al segundo trimestre de 2021.

Los mercados desarrollados incluyen Europa, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Canadá.

En segundo lugar, **la inflación** resultó ser más persistente y de base más amplia en todas las regiones (véase el Gráfico 2). La robusta demanda mundial de bienes, en medio de nuevas perturbaciones de la producción y una normativa medioambiental más estricta, contribuyó al aumento de precios en varias categorías de consumo al por menor, incluida la energía. Al mismo tiempo, la fuerte subida de precios de la vivienda, ya sea directamente (por el aumento de los costos de reposición) o indirectamente (por las repercusiones en los alquileres), elevó la inflación subyacente de los precios de servicios en la mayoría de las regiones.

Gráfico 2. En los mercados desarrollados, la actual inflación subyacente de los precios de bienes es significativamente más alta que la prepandémica



Fuente: Haver Analytics, a octubre de 2021.

Los mercados desarrollados incluyen Europa, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Canadá.

En tercer lugar, **los bancos centrales** reaccionaron a esos acontecimientos anunciando planes de endurecimiento de la política monetaria, en el caso de la mayoría de los de los mercados desarrollados (como ya señalamos), o con aumentos más agresivos de las tasas de interés en el caso de varios de los de los países emergentes, entre ellos Brasil.

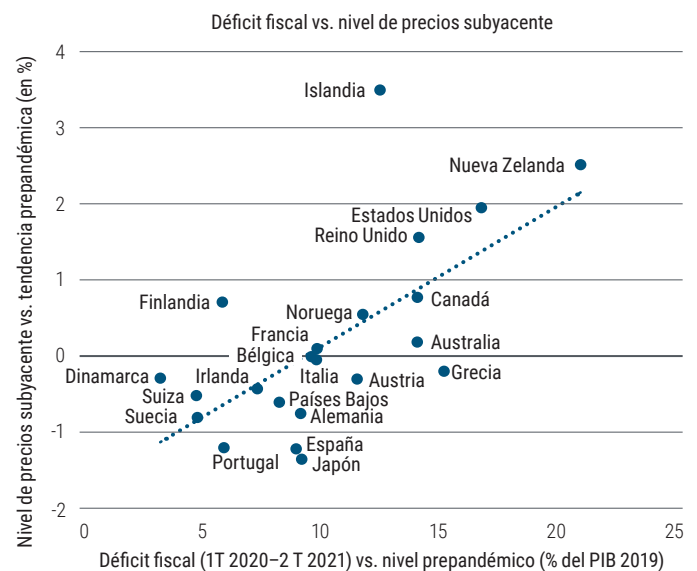
PERSPECTIVAS PARA 2022: ESCENARIO DE EQUILIBRIO ECONÓMICO

Debido a la combinación de los factores mencionados, estamos revisando a la baja nuestras proyecciones del PIB real para 2022 en todas las regiones. Ahora prevemos que su ritmo de crecimiento anual promedio baje del 5,0% en 2021 al 4,0% en 2022 (frente al 4,3% anteriormente proyectado). Los brotes de la variante delta en la segunda mitad de 2021 limitaron la producción en varias economías y probablemente pesarán sobre las tasas de crecimiento anual promedio estimadas para 2022. Sin embargo, parecer ser que los efectos sobre la producción han sido en gran medida temporales. De hecho, los

indicadores de alta frecuencia sugieren que el crecimiento se reacceleró en Estados Unidos y Japón en el cuarto trimestre —y en China, tras un retroceso pasajero, en el tercer trimestre—. En Europa, que sufrió los efectos económicos de otro brote en el cuarto trimestre, se espera que se reactive a principios de 2022.

También estamos elevando nuestras proyecciones de inflación para todas las regiones. Seguimos previendo que a finales de 2022 la inflación en los mercados desarrollados vuelva a moderarse acercándose a los respectivos objetivos de los bancos centrales, pero solo después de haber alcanzado un máximo del 5,1% en el cuarto trimestre de 2021. En Estados Unidos, la inflación del IPC (índice de precios al consumidor) subyacente probablemente alcance un máximo del 6,0% interanual en el primer trimestre de 2022 y se modere a finales de año, situándose en el 2,5-3,0%. El estímulo fiscal impulsó la inflación en diversos grados en las distintas regiones (véase el Gráfico 3); pero también están influyendo el endurecimiento de las restricciones de la oferta en el mercado de productos, combinado con el ajuste de precios relativos entre bienes y servicios. No obstante, aún prevemos que todos estos factores se vayan atenuando a medida que las economías se recuperen de la pandemia y siempre que no se repitan los grandes gastos fiscales de 2020 y 2021.

Gráfico 3. El gasto fiscal contribuyó a la inflación en varias de las grandes economías



Fuente: Haver Analytics, al segundo trimestre de 2021.

Por último, como consecuencia de la magnitud y la persistencia del reciente disparo de la inflación, ahora también esperamos un inicio más temprano de los ciclos de subida de tasas de los bancos centrales en los mercados desarrollados y elevamos nuestras expectativas con respecto al nivel probable de las tasas finales en muchas economías de los mercados emergentes.

Seguimos previendo que los aumentos de tasas en los mercados desarrollados sean graduales en términos históricos, pero creemos que el alto nivel de inflación, de la mano con la rápida recuperación de los mercados laborales, ha agudizado el interés de los bancos centrales en imponer una política monetaria neutral. Existe una gran incertidumbre en torno a qué nivel de las tasas de interés de referencia es coherente con la neutralidad. Sin embargo, en nuestras Perspectivas Seculares, ["La era de la transformación"](#) (octubre de 2021), sostuvimos que es probable que en este ciclo las tasas finales de los bancos centrales sean más bajas en comparación con las del ciclo anterior debido a los mayores niveles de deuda y a los esfuerzos de dichos bancos por reducir sus balances. Por consiguiente, es posible que sigan en busca de una política normal de una manera relativamente progresiva.

More rate hikes are expected amid inflationary pressures, but timing will likely vary across regions

En las economías de los mercados desarrollados, tras la subida de tasas del BOE en diciembre, creemos que el BOC subirá las suyas en el primer trimestre de 2022. Es probable que la Reserva Federal disminuir sus compras de activos en marzo de 2022 y comience a aumentar sus tasas poco después, así como a reducir su balance en el segundo trimestre. También es probable que el Banco de la Reserva de Australia (RBA), siguiendo los pasos de la Reserva Federal de Estados Unidos, suba sus tasas en el curso del año.

En cuanto a los mercados emergentes, prevemos que la mayoría de los bancos centrales sigan aumentando las tasas en 2022, después de haber endurecido considerablemente su política para mantener a raya las presiones inflacionarias en 2021. Aun así, aunque es probable que la inflación se modere en 2022 en todos los mercados emergentes, estimamos que no se ceñirá a los objetivos de los bancos centrales en el horizonte cíclico.

LOS RIESGOS DE LAS PERSPECTIVAS SE HAN AGUDIZADO

En conjunto, estos ajustes no cambian los contornos generales de nuestras perspectivas para 2022: un crecimiento superior a la tendencia (aunque en desaceleración) y una inflación moderada que darán pie a un endurecimiento aún gradual de las condiciones monetarias en los mercados desarrollados. No

obstante, vislumbramos tres importantes riesgos de nuestro caso base, que configuran un entorno a grandes rasgos más incierto para los inversionistas:

Hipótesis de riesgo #1: La inflación se mantiene elevada. Es posible que: 1) las restricciones de la oferta no se reduzcan (o que aumenten a causa de nuevos brotes de COVID-19), 2) se atenúen las tendencias de crecimiento de la productividad, recientemente fuertes (al menos en los EE.UU.), o 3) no se materialicen aumentos de la oferta de mano de obra derivados de una recuperación de la participación de habitantes en edad productiva y/o inmigrantes. O bien, es posible que aumenten aún más las expectativas de inflación y esto propicie mayores negociaciones salariales y, por ende, una inflación más persistente.

Hipótesis de riesgo #2: Aumento en el número de casos de COVID-19 debido a variantes del coronavirus, lo cual restringe la actividad. El reciente aumento de casos de COVID-19 relacionados con la variante ómicron, más contagiosa, es un claro recordatorio de la incertidumbre relativa a la trayectoria del virus y, por tanto, a los riesgos de nuestras proyecciones de base. Por el momento, esperamos que el reciente repunte de dichos casos solo modere temporalmente las tasas de crecimiento de los mercados desarrollados en el primer trimestre, y que a partir del segundo trimestre estas se reaceleren con fuerza. No obstante, somos conscientes de que las oleadas de nuevos contagios podrían suponer una mayor presión sobre los recursos y provocar cambios de comportamiento en los consumidores y las empresas que reduzcan la actividad y posiblemente estimulen más presiones inflacionarias.

Hipótesis de riesgo #3: Las condiciones financieras se endurecen más abruptamente de lo previsto. Tras un período de gran flexibilidad en la política monetaria, podría producirse un cambio más drástico en las condiciones financieras. Hasta ahora, creemos que los bancos centrales de los mercados desarrollados han preparado bien a los mercados para un mayor endurecimiento de la política a más corto plazo, pero en la valorización de estos se sigue reflejando una trayectoria relativamente gradual hacia tasas finales históricamente bajas. La probabilidad de que la inflación en Estados Unidos siga siendo alta en los próximos meses y que se modere a finales de 2022 implica que las condiciones financieras, en particular en ese país, podrían restringirse de una manera más brusca a medida que la valorización de los mercados incluya el riesgo de un ciclo de endurecimiento más agresivo por parte de la Reserva Federal.

Implicaciones de inversión de un ciclo rápido

De nuestras perspectivas económicas se desprende que hay muchas cuestiones que pueden influir significativamente en las perspectivas de inversión, en concreto la velocidad, la profundidad y la evolución de los incipientes esfuerzos de los bancos centrales para reducir su extraordinaria flexibilidad monetaria.

Planeamos concentrarnos en la volatilidad que puede derivarse del rápido ritmo al que el ciclo económico avanza hacia la dinámica de etapa tardía, un momento en el que, como hoy, la inflación tiende a acelerarse y puede incitar la imposición de una política monetaria más restrictiva, desconcertante para muchos inversionistas.

No obstante, la valoración actual de los mercados contempla un escenario propicio para que los bancos centrales logren el esquivo aterrizaje suave, sin ninguna cantidad significativa de subidas de las tasas. Pero la historia nos recuerda que a veces "pasan cosas" cuando la política monetaria da un giro.

En nuestra opinión, las primas de riesgo y los rendimientos no reflejan los posibles escenarios a la baja, lo que justifica tener precaución y aplicar un enfoque riguroso a la hora de construir los portafolios.

Adoptamos un enfoque de inversión a largo plazo al tiempo que vigilamos las posibles reacciones exageradas a corto plazo.

Por otra parte, creemos que es importante no dar demasiada importancia a la racha de datos sobre la inflación, potencialmente preocupante, que se espera para principios de 2022. En términos más generales, tenemos previsto evitar decisiones de inversión importantes que se basen en una visión macroeconómica a corto plazo y estar atentos a las posibles reacciones exageradas de los responsables de formular políticas y los inversionistas con respecto a la información a corto plazo.

No obstante nuestra cautela, en general nos inclinamos por construir portafolios que consideramos que ofrecen un carry positivo en relación con sus índices de referencia, que incorporan diferenciales con un atractivo perfil de riesgo-rentabilidad. Al fin y al cabo, vemos con optimismo las perspectivas macroeconómicas, ya que se espera que el crecimiento económico refuerce los flujos de caja, lo que puede beneficiar a los inversionistas.

Sin embargo, para captar esos flujos de caja, que pueden desplazarse, disminuir o desaparecer dependiendo de la situación macroeconómica y financiera, se requiere un enfoque riguroso de la construcción de los portafolios. Por ejemplo, en general preferimos reducir nuestra dependencia del posicionamiento beta (rendimiento del mercado en general) y poner más atención en el conjunto de oportunidades globales, someter nuestros portafolios a análisis de escenarios que midan su desempeño potencial, y aumentar la liquidez y la flexibilidad de nuestros portafolios para aprovechar las oportunidades conforme se presentan (dejando un margen de maniobra en nuestros presupuestos de riesgo).

Ahora pasaremos a detallar el posicionamiento de los portafolios.

DURACIÓN Y CURVA DE RENDIMIENTO

Normalmente nos inclinamos por una subponderación en duración, en gran parte debido a la ausencia de prima de riesgo integrada en la estructura de plazos. En vista de la previsión de una mayor volatilidad, estimamos que la gestión activa de la duración adquirirá más importancia como fuente de alfa. Estamos convencidos de que la duración puede ser un factor de diversificación para compensar los componentes más riesgosos de un portafolio de inversión; sin embargo, damos seguimiento a los posibles cambios en las correlaciones.

Como señalamos en nuestras *Perspectivas Seculares*, aunque la economía mundial podría verse afectada por una serie de transformaciones, prevemos que los bancos centrales mantengan bajas sus tasas de interés de referencia durante años. Los participantes en el mercado parecen estar de acuerdo, y esto está actuando como una restricción en la estructura de plazos de las tasas de interés.

Generalmente inclinamos los portafolios que tienen una exposición relativamente alta al crédito o a la renta variable hacia la duración neutra, con un posicionamiento similar en la curva de rendimiento.

Posicionamiento en la curva de rendimiento: Nos inclinamos por posicionarnos en una curva de rendimiento más empinada, aunque un poco menos de lo habitual, dados ciertos indicios de atenuación de los factores estructurales que durante décadas han favorecido las posiciones que supuestamente se beneficiarán del empinamiento de la curva durante décadas, y considerando el reciente reajuste de las tasas a corto plazo con vistas a las próximas subidas de las tasas en general.

Dadas nuestras perspectivas seculares de las tasas de los bancos centrales, es poco probable que los rendimientos de los valores de renta fija superen *significativamente* el nivel actual

de las tasas a plazo, por lo cual suponemos que se mantendrán dentro de un rango relativamente estrecho. Además, prevemos que los participantes en el mercado no se sentirán motivados a exigir primas de plazo importantes para los valores con plazos de vencimiento más largos. Por consiguiente, estos últimos no se verán afectados por dos de los principales factores que, históricamente, influyen en el nivel de los rendimientos.

Nuestras perspectivas macroeconómicas también respaldan nuestra opinión sobre el posicionamiento en la curva, ya que se espera que la moderación de la inflación limite las subidas de las tasas en el futuro. Sin embargo, este punto de vista es un tanto cauteloso debido a la amplia gama de resultados posibles, lo cual justifica tanto un posicionamiento modesto respecto a la exposición en la curva como la utilización de nuestros presupuestos de riesgo en otras áreas de inversión.

Vemos una serie de oportunidades para diversificar nuestro posicionamiento en la curva, que incluyen exposiciones a lo largo de las curvas de rendimiento en Canadá, el Reino Unido, Nueva Zelanda y Australia.

CRÉDITO

Teniendo en cuenta nuestra opinión sobre la continuidad del crecimiento económico y el grado de preparación de los mercados para el giro agresivo de los bancos centrales en todo el mundo, en general estamos sobreponderados en crédito, con algunas salvedades. Por un lado, buscamos exposición crediticia en fuentes diversificadas, y los títulos corporativos convertibles en efectivo constituyen una parte menor de esa exposición, dado el escaso margen para una mayor contracción de los diferenciales de crédito. Por ello y con miras a reforzar la liquidez, el carry, la convexidad y el roll-down de nuestras exposiciones a bonos corporativos, nos inclinamos cada vez más por los índices de crédito que pueden presentar ventajas en términos de diversificación, así como características defensivas.

Nuestros especialistas en crédito siguen identificando numerosos créditos que justifican la exposición, pero somos cautelosos con respecto a los obstáculos estructurales a la liquidez en el mercado de bonos corporativos que podrían derivarse de una falla del modelo mandante-mandatario que diera lugar a que los diferenciales de crédito fueran más amplios de lo que justifican los fundamentos.

No obstante, esperamos que la selección de empresas siga siendo un motor de rentabilidad en los mercados de créditos, incluida la de las inversiones en empresas con calificación BBB, un segmento que preferimos al de aquellas con calificación A. Estamos invirtiendo en determinados temas de recuperación (hoteles, industria aeroespacial y turismo), aunque de forma modesta, así como en empresas financieras, y en sectores que creemos que pueden beneficiarse de las principales transformaciones que hemos identificado.

Continuamos buscando activos de los que nuestros especialistas en crédito puedan obtener primas de liquidez y complejidad atractivas. Nuestros activos favoritos en este sentido incluyen una serie de productos estructurados y valores respaldados por activos, entre ellos los valores respaldados por hipotecas (MBS) de Estados Unidos no emitidos por agencias. Aunque el mercado se está reduciendo, subsisten numerosas estructuras atractivas desde el punto de vista de su rango en la estructura del capital, de sus características defensivas en relación con el crédito corporativo de los flujos de caja generados. Somos optimistas en lo que se refiere al mercado inmobiliario estadounidense.

Nos inclinamos por una subponderación en MBS emitidos por agencias, habida cuenta de que están sobrevalorados y de la posibilidad de que haya una reacción desmesurada ante la reducción gradual y la terminación del programa mensual de compra de bonos de la Reserva Federal, que (antes del repliegue de las políticas monetarias o convencionales) incluía US\$40.000 millones de dichos valores. Una reducción de las tenencias de MBS puede mejorar el perfil de convexidad de los portafolios cuyo índice de referencia incluye valores de este tipo.

Nuestros especialistas han identificado una serie de oportunidades para diversificar las exposiciones crediticias entre países y regiones, y estamos invirtiendo en ellas cuando encajan en nuestras propuestas. En general, consideramos con cautela los créditos de los mercados emergentes.

A diferencia de los mercados de crédito organizados, a los que los inversionistas pueden acceder con relativa facilidad y, por lo tanto, son propensos a encarecerse, los mercados de crédito privado ofrecen ciertas oportunidades a aquellos que pueden correr el mayor riesgo de invertir en activos no cotizados en bolsa dentro de la parte de su portafolio asignada a las inversiones ilíquidas.

VALORES ATADOS A LA INFLACIÓN

Si bien consideramos los títulos atados a la inflación como factores de diversificación para mitigar los riesgos inflacionarios como una opción para obtener una modesta beta de crédito, prevemos mantener una exposición global en estos títulos a un nivel casi neutro, salvo en el caso de que nuestros especialistas identifiquen ciertas oportunidades de valor relativo. El eventual fin del programa de compra de bonos de la Reserva Federal eliminará a unos de los principales patrocinadores de los títulos del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS).

Buscamos exposición al crédito de fuentes diversificadas, incluidas las hipotecas estadounidenses no emitidas por agencias, determinados temas de recuperación de la COVID-19 y oportunidades de inversión en empresas específicas.

DIVISAS Y MERCADOS EMERGENTES

Pensamos que los principales tipos de cambio se verán sometidos a fuerzas contradictorias. Por lo tanto, deberíamos tener una posición casi neutral con respecto al dólar estadounidense, que podría beneficiarse del giro agresivo de la Reserva Federal, pero verse perjudicado por dinámicas a más largo plazo, como el déficit sustancial de la cuenta corriente de Estados Unidos, que lo hace dependiente de los capitales extranjeros. Estimamos que el nivel de nuestras tenencias en esa moneda estará determinada sobre todo por una gama de posiciones en monedas consideradas intrínsecamente atractivas,

Select investments in emerging markets look attractive in the context of a diversified portfolio

entre otras, ciertas divisas de mercados emergentes. En cambio, que vemos pocas oportunidades entre las monedas del G10.

En cuanto a la deuda local y externa de los mercados emergentes (ME), somos conscientes de los riesgos que entraña la inversión en esta clase de activos volátiles, especialmente en un contexto de endurecimiento de la política monetaria en EE.UU. No obstante, nos intriga una serie de factores que hacen atractivos a los ME en el contexto de una cartera diversificada y preferimos una exposición reducida en instrumentos de crédito corporativo convertibles en efectivo.

En concreto, si bien la volatilidad histórica de los activos de los mercados emergentes justifica tener cautela, algunos principios de inversión básicos, entre ellos un descenso significativo de los precios y una percepción bajista extrema, pueden hacerlos atractivos. Así sucedió el año pasado con las tasas locales de esos mercados, que ahora ofrecen un importante margen de rendimiento real por encima de las de los mercados desarrollados. Para nosotros, ese margen tiene valor si se contempla desde el punto de vista de la diversificación.

En cuanto a las divisas de los mercados emergentes, vemos algunas oportunidades y las consideramos como expresiones relativamente líquidas de la clase de activos de estos mercados. En general, somos conscientes de la naturaleza idiosincrásica de las inversiones en los ME, por lo que nos apoyaremos en los especialistas de nuestra empresa para identificar el valor.

Renta variable

Como nuestro equipo de asignación de activos señaló en sus recientes perspectivas tituladas "Oportunidades en medio de la transformación", PIMCO tiene una visión constructiva de la renta variable global, dado el contexto de ralentización, aunque positivo, de los beneficios. Sin embargo, nos estamos preparando para la dinámica etapa tardía, prestando mayor atención a la selección de valores. Las empresas de alta capitalización y alta calidad pueden obtener mejores resultados al final del ciclo económico, en consonancia con los patrones históricos. Las empresas con poder de fijación de precios también saldrán ganando. El sector de semiconductores tiene potencial para obtener mejores resultados a largo plazo, al beneficiarse de la fuerte demanda relacionada con los temas de transformación analizados en nuestras *Perspectivas Seculares*, incluidos la digitalización y muchas partes del esfuerzo para llegar a las cero emisiones netas de carbono. Por otro lado, se prevé que las tendencias de la inflación afecten negativamente a los múltiplos de beneficios de los precios de las acciones, con un descenso probable de unos pocos puntos porcentuales en el caso base.

<i>Commodities</i>

Nuestras perspectivas respecto a los mercados de commodities son más puntuales. Vemos los precios de la energía con relativo optimismo, pero prevemos que el precio del petróleo crudo se vea limitado por el aumento de la producción energética en EE.UU., aunque más lentamente que en ciclos anteriores debido a una movilización de capital más disciplinada. Los precios del gas natural se ven favorecidos por la solidez de las exportaciones, aunque el aumento de la producción estadounidense nos hace ser más cautos en cuanto a las perspectivas para 2022. Los precios del oro han tenido un desempeño significativamente inferior al de los rendimientos reales en nuestros modelos, y en la actualidad se encuentran cerca de su nivel más bajo en 15 años; sin embargo, desde la perspectiva a corto plazo, este metal parece ligeramente depreciado. Nos atrae el mercado de cuotas de emisión de carbono, que estimamos que se verá muy beneficiado por la transición de la economía contaminante a la verde. Este viento a favor, aunado a la evolución favorable del precio del carbono, es la razón por la que el mercado de derechos de emisión de CO2 de California figura entre una de nuestras mejores ideas de inversión en el sector de commodities.

Todos los activos

Obviamente, al considerar todas las clases de activos aquí analizadas, desde los commodities hasta los bonos, prevemos que los mercados sean más volátiles de lo habitual, y esto requerirá reevaluaciones frecuentes de las exposiciones a los factores de los portafolios. Adoptamos una visión a largo plazo, aunque reconocemos la necesidad de una evaluación continua de las circunstancias a corto plazo.

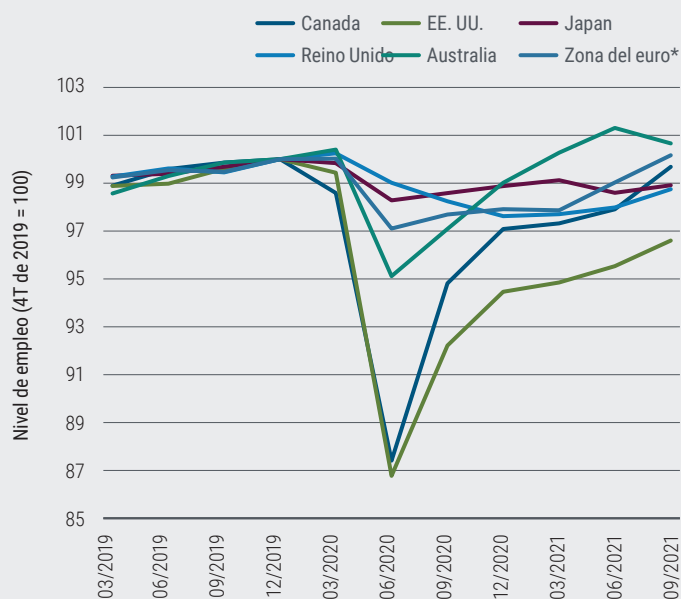
Enfoque cíclico

TENSIÓN EN LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS

A la mayor contracción económica de la historia moderna le ha seguido la recuperación más rápida, sobre todo en los mercados de trabajo (según Haver Analytics). No obstante, la recuperación de estos mercados ha sido desigual y variada tanto dentro de las economías de los mercados desarrollados como entre ellas. La medida en que la tensión y las presiones salariales aumenten —y repercutan en los precios al consumidor— tendrá una influencia determinante en la evolución de la política monetaria.

Comparamos seis economías de mercados desarrollados para identificar aquellas cuyo mercado de trabajo parece relativamente más tenso. El Gráfico 4 muestra las tendencias generales de la tasa de empleo a partir del inicio de la pandemia; sin embargo, los esquemas de permisos de ausencia laboral gubernamentales dificultan la comparación entre países. Tras incorporar un amplio conjunto de datos sobre la oferta de mano de obra y el desempleo friccional, creemos que el mercado de trabajo de Estados Unidos destaca como el más tenso relativamente, seguido de los de Australia y el Reino Unido. Esto es coherente con las medidas adoptadas por los bancos centrales: el Banco de Inglaterra ya subió sus tasas de interés y la Reserva Federal y el Banco de la Reserva de Australia manifestaron su intención de hacer lo mismo en 2022.

Gráfico 4. Niveles de empleo en los mercados desarrollados, antes y después de la pandemia

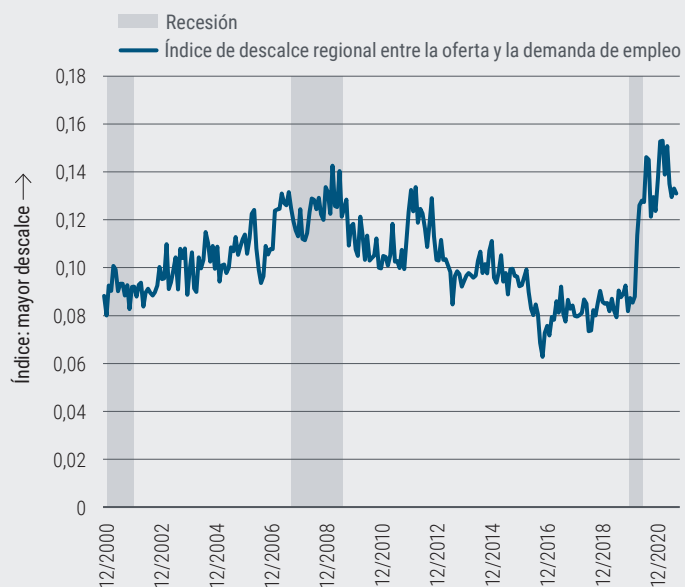


Fuentes: Haver Analytics y PIMCO, al T3 de 2021.

* Zona del euro = Francia, Alemania, Italia, España

Las razones por las que creemos que el mercado de trabajo de Estados Unidos destaca como el más tenso relativamente son las siguientes: En primer lugar, la reacción a la pandemia se basó más en el seguro de desempleo que en los esquemas de desempleo parcial, lo que propició que se redujera la vinculación laboral. En segundo lugar, varias encuestas sugieren que los hogares estadounidenses sienten mayor ansiedad con respecto a la salud, lo que probablemente ha contribuido a un mayor descenso de la tasa de actividad. En tercer lugar, el mayor aumento del patrimonio de los hogares y la preponderancia de los planes privados de retiro han dado más flexibilidad a los individuos para elegir el momento de jubilarse. Por último, el desempleo friccional probablemente desempeña un papel más importante en los Estados Unidos. Las altas tasas de teletrabajo han aumentado el descalce geográfico entre la oferta y la demanda de empleo (véase el Gráfico 5).

Gráfico 5. Índice de descalce geográfico entre la oferta y la demanda de empleo en Estados Unidos



Fuentes: Lazear and Spletzer (2012), Haver Analytics y PIMCO, a agosto de 2021.

En consecuencia, la inflación salarial se ha acelerado más que en otras economías de mercados desarrollados. Por el momento, esta tendencia sigue concentrándose en los sectores de servicios con salarios más bajos que han registrado una tasa de desempleo friccional especialmente elevada. Sin embargo, el impacto final de los salarios en la inflación también dependerá de la productividad, y la productividad estadounidense ha superado a la de sus homólogos a escala global.

Una serie de parámetros de referencia revela una mayor tensión aparente en el mercado de trabajo estadounidense. Sin embargo, tras considerar también la productividad, las presiones inflacionistas relacionadas con la fuerza laboral parecen ser similares entre las economías de los mercados desarrollados.

MERCADOS EMERGENTES: DISMINUCIÓN DEL IMPULSO Y FACTORES IDIOSINCRÁSICOS

Los mercados emergentes, que contribuyen decisivamente a la economía mundial, se enfrentan a muchos de los mismos vientos en contra y a favor que los mercados desarrollados, pero a menudo con factores idiosincrásicos que pueden crear tanto riesgos como oportunidades. Las perspectivas macroeconómicas de los mercados emergentes para 2022 son variadas, pues el crecimiento se ralentiza conforme la recuperación se consolida y la inflación no solo supera el objetivo, sino que sigue aumentando. El ritmo de la recuperación varía mucho de un país a otro debido a la dinámica de la COVID-19, la dependencia de los commodities, la susceptibilidad a las conmociones globales y los sucesos idiosincrásicos específicos de cada país. Esta situación podría agudizarse en 2022 si se acentúa la divergencia de la recuperación entre Estados Unidos, Europa y China. Prevedemos que el crecimiento ponderado en función del PIB de cuatro de los principales países de los mercados emergentes —Brasil, Rusia, India y México (BRIM)— se desacelerará hasta situarse en un 4,1% interanual en 2022, frente al 7,5% interanual registrado en 2021. La actividad económica podría alcanzar los niveles prepandémicos en la primera mitad de 2022.

La inflación sigue siendo un factor clave para las perspectivas cíclicas de los mercados emergentes, ya que tanto las cifras de inflación general como las de inflación subyacente son muy superiores a los objetivos. Aunque hay algunos indicios de moderación en el futuro, dadas las recientes tendencias de la producción y la ralentización del impulso del crecimiento, prevemos que la inflación general del grupo BRIM en 2022 se sitúe en el 6,2% interanual, es decir, invariable con respecto a la cifra registrada en 2021, con riesgos al alza.

Es posible que la política monetaria se endurezca en los mercados emergentes, sobre todo los de Europa y América Latina. Además, suponemos que 2022 el impulso fiscal en los mercados emergentes será mayormente contractivo, a medida que se retiren las ayudas relacionadas con la COVID-19 y se controlen los grandes déficits fiscales de 2020 y 2021 para ayudar a estabilizar los coeficientes de deuda.

Es posible que la deuda externa de los mercados emergentes en conjunto aumente ligeramente en 2022, pero, en nuestra opinión, sigue estando respaldada por unas cuentas de capital generalmente estables, unos regímenes monetarios flexibles y los derechos especiales de giro (DEG) concedidos por el FMI en 2021, que han reforzado las reservas de divisas, sobre todo en los países emergentes vulnerables. El ciclo de calificaciones crediticias de los países emergentes se estabilizó a partir de las rebajas que siguieron al inicio de la pandemia, y en el horizonte cíclico vislumbramos un bajo riesgo de que estos países sufran nuevas rebajas de calificación. Preferimos centrarnos en los factores de riesgo específicos de los mercados emergentes, que incluyen las elecciones en Brasil y Hungría y el resurgimiento de las tensiones entre Rusia y Ucrania.

Todas las inversiones conllevan riesgos y pueden perder valor. Invertir en el **mercado de bonos** tiene riesgos, incluidos los de mercado, tasas de interés, emisor, crédito, inflación y liquidez. El valor de la mayoría de los bonos y las estrategias de renta fija se ve afectado por los cambios 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. Los **commodities** presentan mayores riesgos, como los de mercado, político, de reglamentación y de condiciones naturales, y pueden no ser adecuados para todos los inversionistas. La **renta variable** puede perder valor debido a las condiciones generales del mercado, la economía y la industria, tanto reales como percibidas. 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. Las tasas cambiarias pueden fluctuar considerablemente en períodos de tiempo cortos y reducir la rentabilidad de un portafolio. Los **títulos respaldados por hipotecas y activos** pueden ser sensibles a los cambios de las tasas de interés, sujeto a riesgos 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 de titulización hipotecaria, tanto emitidos como no emitidos por agencias, se refieren a las hipotecas emitidas en Estados Unidos. Los **bonos atados a la inflación (ILB)** emitidos por un gobierno son títulos de renta fija cuyo valor principal se ajusta periódicamente de acuerdo con la tasa de inflación y pierden valor cuando las tasas de interés reales suben. Los títulos del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS) son ILB emitidos por el gobierno de los Estados Unidos. El **crédito privado** involucra inversiones en valores no cotizados en bolsa que pueden estar expuestos al riesgo de iliquidez. Los portafolios que invierten en crédito privado pueden estar apalancados e incurrir en prácticas de inversión especulativas que aumentan el riesgo de pérdida de la inversión. La **diversificación** no es una garantía contra pérdidas.

Alfa es una medida de rendimiento ajustado al riesgo y se calcula comparando la volatilidad (riesgo de precio) de un portafolio con su rendimiento ajustado al riesgo conforme a un índice de referencia; la rentabilidad excedente en relación con este índice se denomina alfa. **Beta** es una medida de sensibilidad del precio a las fluctuaciones del mercado. La beta de mercado es 1. **"Roll-down"** es una forma de rentabilidad que se obtiene conforme un bono se acerca a su vencimiento, suponiendo una curva de rendimiento con pendiente ascendente.

Aquí, los términos "barato(a)" y "caro(a)" generalmente se refieren a una clase de activo o un título que se considera sustancialmente subvalorado o sobrevalorado en comparación tanto con su promedio histórico como con las expectativas del gestor de inversiones. No hay ninguna garantía de que obtendrán determinados resultados en el futuro o de que la valoración de un título asegure ganancias o proteja contra pérdidas.

La calidad crediticia de un determinado valor o grupo de valores no garantiza la estabilidad o seguridad del portafolio en general. Las calificaciones de calidad individuales de las emisiones y los emisores indican su calidad crediticia y, por lo general, oscilan entre AAA, Aaa o AAA (la más alta) y D, C o D (la más baja) según S&P, Moody's y Fitch, respectivamente.

Los pronósticos, las estimaciones y cierta información que contiene el presente documento se basan en investigaciones propias y no deben considerarse como una asesoría de inversión, una oferta o invitación, o una compraventa relacionada con un instrumento financiero. Los pronósticos y previsiones tienen ciertas limitaciones inherentes y, a diferencia de un historial de desempeño, no reflejan los costos de negociación ni las restricciones de liquidez, ni las comisiones y otros costos reales. Además, las referencias a resultados futuros no deben interpretarse como previsiones o promesas de resultados que podría obtener el portafolio de un cliente.

Las declaraciones relacionadas con las tendencias de los mercados financieros o las estrategias de portafolio se basan en las condiciones actuales, que pueden fluctuar. No existe ninguna garantía de que estas estrategias de inversión funcionen en todas las condiciones de mercado o sean adecuadas para todos los inversionistas, por lo que cada uno de ellos debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente durante períodos bajistas del mercado. Las perspectivas y las estrategias están sujetas a cambios sin previo aviso.

Este material contiene las opiniones actuales del gestor y dichas opiniones están sujetas a cambio sin previo aviso. Este material se distribuye solo a efectos informativos y no debe considerarse una asesoría o recomendación de inversión de ningún valor, estrategia o producto de inversión en particular. La información aquí contenida ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, pero no podemos ofrecer ninguna garantía al respecto.

PIMCO ofrece servicios exclusivos para instituciones e inversionistas calificados. Esta oferta no está dirigida a personas residentes en jurisdicciones donde es ilegal o no está autorizada. | **PIMCO Latin America** Av. Brigadeiro Faria Lima 3477, Torre A, 5° andar São Paulo, Brasil 04538-133. | Se prohíbe reproducir en cualquier forma el presente material ya sea en su totalidad o en parte, así como hacer referencia a él en cualquier otra publicación, sin previo permiso expreso por escrito. PIMCO es una marca comercial de Allianz Asset Management of America L.P. en los Estados Unidos y el resto del mundo. ©2022, PIMCO