



PERSPECTIVAS
CÍCLICAS

OCTUBRE DE 2023

Después del pico

Los mercados parecen estar valuados para un escenario económico benigno que supondría una rareza histórica, teniendo en cuenta las condiciones actuales. Los rendimientos más altos de los bonos ofrecen resiliencia ante los crecientes riesgos a los que se enfrenta la economía mundial.





AUTORES:**Nicola Mai**

Executive Vice President
Analista de crédito soberano

Tiffany Wilding

Managing Director
Economista

Andrew Balls

Chief Investment Officer
Renta fija global

Nuestro Foro Cíclico de septiembre fue el primero celebrado en Londres, donde la situación económica actual refleja lo que está ocurriendo en todo el mundo.

El Banco de Inglaterra (BoE) está a punto de poner fin a un largo ciclo de subidas de tasas. Esta restricción de la política monetaria ha fomentado una mayor volatilidad en los mercados financieros del Reino Unido, y existen preocupaciones de que la economía británica pueda estancarse o caer en recesión próximamente.

Podemos encontrar escenarios similares en todo el mundo, ya que los países continúan luchando contra el fuerte repunte que experimentó la inflación tras la pandemia. Los bancos centrales están llegando al final de sus ciclos restrictivos a diferentes velocidades y se plantean distintas tasas de interés máximas.

Creemos que tanto el crecimiento como la inflación han tocado techo. Prevedemos que el crecimiento se desacelerará en mayor o menor medida en las economías desarrolladas y que podría llegar a contraerse en algunos casos. La resiliencia económica generalizada de este año probablemente se convertirá en debilidad el año que viene, a medida que se agoten las fuentes de respaldo fiscal y los efectos retardados de las políticas monetarias restrictivas ejerzan una mayor influencia en la economía mundial.

Esta desaceleración colectiva podría adoptar diferentes formas en los distintos países, dependiendo de su sensibilidad a las variaciones de las tasas de interés. Las diferencias estructurales en los mercados inmobiliarios y la financiación de las hipotecas jugarán un papel importante. Hemos identificado cinco temas económicos y tres temáticas de inversión claves para nuestro horizonte cíclico de 6 a 12 meses, que compartiremos en las siguientes secciones.

En el entorno actual, abogamos por poner el énfasis en las oportunidades de inversión globales y en diversificar nuestras fuentes de exposición a tasas de interés por plazo de la deuda y países. A los niveles de precios actuales, opinamos que los activos de mayor riesgo como las acciones no están descontando adecuadamente el riesgo bajista de una posible recesión grave.

Los rendimientos más altos en más de una década –tanto en términos nominales como ajustados por la inflación– y la moderación de la inflación justifican nuestro optimismo sobre las perspectivas de la renta fija. Como siempre, posicionamos nuestras carteras para una amplia variedad de entornos macroeconómicos y de mercado, más allá de nuestro escenario principal.



Perspectivas económicas: anticipamos debilidad y divergencias

Este año se celebra el 25º aniversario de la apertura de la oficina de PIMCO en Londres. Actualmente, el Reino Unido es el segundo centro de gestión de activos más grande del mundo y alberga el segundo parque de negociación más grande de PIMCO, lo que subraya la importancia de nuestra base de clientes internacionales. En Londres se encuentran las oficinas centrales de la región EMEA (Europa, Medio Oriente y África), que actualmente cuenta con ocho oficinas locales.

Celebrar por primera vez nuestro Foro Cíclico fuera de Estados Unidos potenció algunos de los objetivos que definen el proceso de nuestros foros, como promover una mentalidad global y cuestionar tanto nuestras suposiciones como nuestros prejuicios.

Hace un año, el mercado británico de las inversiones basadas en pasivos (LDI) sufrió una crisis que comenzó cuando el gobierno del Reino Unido propuso incrementar el gasto público sin explicar cómo lo financiarían. El anuncio provocó fuertes ventas entre los bonos soberanos británicos, conocidos como gilts, e hizo que la libra esterlina se tambalease.

En nuestras *Perspectivas Seculares* de junio de 2023, tituladas “[La economía de las réplicas](#)”, explicamos que la crisis de las LDI podría ser la precursora de diversos problemas fiscales de magnitud global y a largo plazo. Esto resulta particularmente relevante ahora que los gobiernos de todo el mundo se enfrentan a la creciente carga de la deuda, incluyendo Estados Unidos, el mayor emisor de deuda soberana del mundo, que en agosto vio rebajada su calificación de crédito AAA por parte de Fitch. Durante nuestro foro, en el que debatimos estas y otras cuestiones, tuvimos la suerte de contar con un orador invitado de la talla de sir Charles Bean, exsubgobernador del BoE a cargo de la política monetaria de Reino Unido.

Aunque el cambio de ubicación nos ayudó a poner más énfasis en los mercados fuera de Estados Unidos, hicimos lo que siempre hacemos en nuestros Foros Cíclicos: debatir los riesgos y las oportunidades más recientes que presenta el entorno económico y de inversión, y desarrollar nuestras perspectivas a 6-12 meses. Hemos identificado cinco temas económicos clave.



1) LA RESILIENCIA Y EL RESPALDO FISCAL DISMINUIRÁN A MEDIDA QUE LA POLÍTICA MONETARIA HAGA EFECTO

Milton Friedman afirmaba que la política monetaria actúa con “desfases prolongados y variables”. Creemos que puede decirse lo mismo de la política fiscal. La resiliencia económica de este año se ha debido en gran medida al respaldo fiscal proporcionado por el aumento del techo de deuda estadounidense y por los estímulos aprobados durante la pandemia, que los hogares acumulaban en forma de ahorro.

No obstante, este respaldo será cada vez menor. La política fiscal estadounidense se volverá contractiva, mientras que la elevada inflación erosiona el valor real de la riqueza, incluyendo el ahorro acumulado por las familias durante la pandemia gracias a las ayudas gubernamentales. Nuestro análisis sugiere que los activos líquidos que los hogares acumularon durante la pandemia (ver gráfica 1) probablemente se agotarán en términos reales durante nuestro horizonte cíclico.

A medida que disminuya el respaldo fiscal, se intensificará el impacto de la restricción monetaria. Como ya mencionamos en nuestras *Perspectivas Seculares*, el futuro gasto fiscal

podría verse limitado, además, por el elevado endeudamiento y el rol que han desempeñado los estímulos pospandemia en el aumento de la inflación.

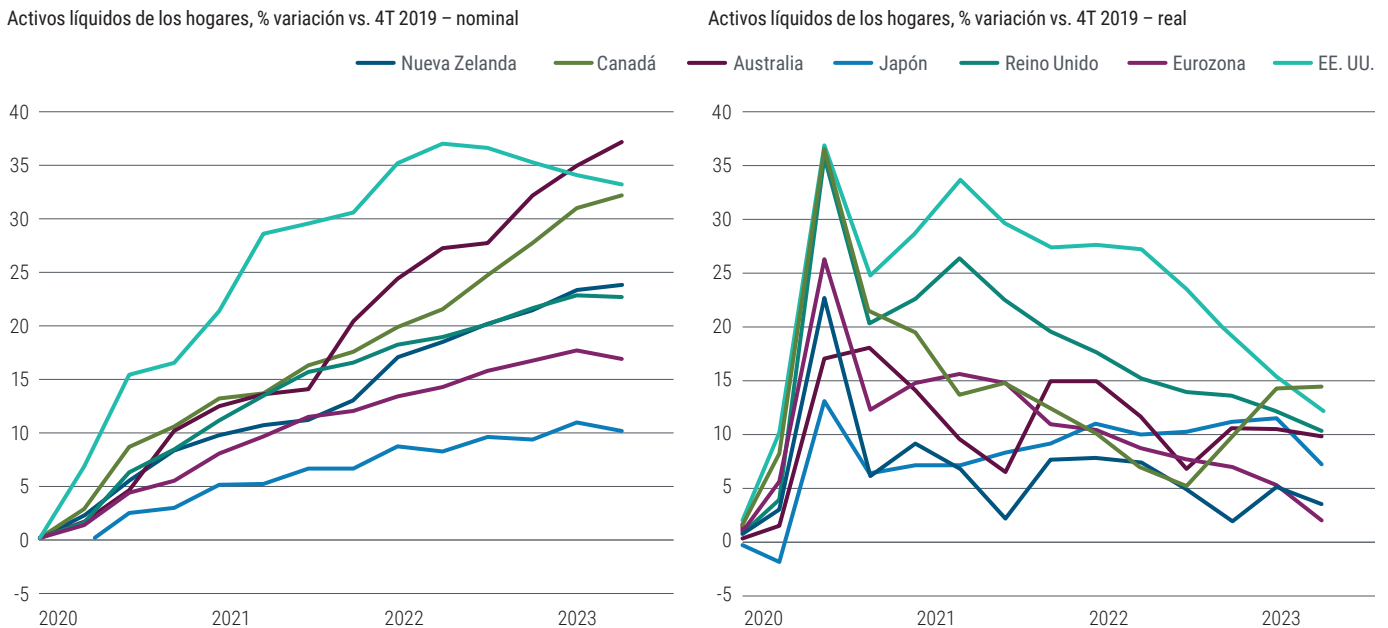
Obviamente, hay factores que podrían suavizar el impacto de la política monetaria. El sector privado acumula mucho efectivo que está rindiendo a tasas de interés elevadas. Por otra parte, este es el primer gran ciclo restrictivo en el que los bancos centrales pagan intereses sobre las reservas.

Una curva de tasas invertida, en la que la deuda a corto plazo rinde más que los bonos a largo plazo, resulta beneficiosa para los ingresos netos por intereses de los hogares, que tienden a mantener activos con duraciones cortas y pasivos a largo plazo.

Además, tanto hogares como empresas han ampliado los vencimientos de sus deudas, lo que se traduce en una transmisión más gradual de las subidas de tasas. Las importantes compras de activos de renta fija por parte de los bancos centrales implican que los gobiernos también están absorbiendo un mayor porcentaje de las recientes caídas de precios de los bonos.

Aun así, anticipamos debilidad económica. Preveemos que el desempleo aumentará el año que viene, lo que fomentará una normalización de las tasas de interés oficiales hacia niveles más neutrales.

Gráfica 1: Los activos líquidos de los hogares de economías de mercados desarrollados disminuirán en términos reales tras los máximos alcanzados después de la pandemia



Los activos líquidos incluyen las divisas, los depósitos y los fondos del mercado monetario que poseen los hogares. Fuentes: PIMCO, OCDE, institutos nacionales de estadística y bancos centrales, al 11 de septiembre de 2023

2) EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN HAN TOCADO TECHO

La economía mundial, liderada por Estados Unidos, ha mostrado una notable resiliencia, pese a enfrentarse a uno de los ciclos restrictivos más rápidos de la historia moderna, lo que plantea dudas sobre la efectividad de la política monetaria.

Durante el foro nos planteamos si los desfases de la política monetaria podrían haberse alargado a consecuencia de la pandemia y la consiguiente respuesta política, o si es necesaria una mayor restricción, quizás porque la tasa de interés neutral a largo plazo ha aumentado en términos reales. (La tasa de interés neutral, o r^* , es una estimación de la tasa de interés que permitiría que la economía operase a pleno empleo y con estabilidad de precios).

En nuestra opinión, estamos básicamente ante un desfase. Creemos que el crecimiento ha tocado techo y anticipamos que la resiliencia se convertirá en debilidad a medida que el crecimiento se ralentice hacia el final de este año y en 2024.

El lastre fiscal no tardará en sentirse, sobre todo en Estados Unidos. Consideramos que la política monetaria sigue funcionando, como puede apreciarse en la clara desaceleración del crecimiento del crédito y el significativo endurecimiento de las condiciones para la concesión de préstamos bancarios.

También creemos que la inflación ha tocado techo. En la mayoría de las economías de mercados desarrollados, tanto la inflación general como la subyacente han caído desde máximos, si bien a ritmos diferentes. Es probable que la persistente inflación salarial mantenga la inflación subyacente en niveles altos durante más tiempo, a menos que el mercado laboral se debilite.

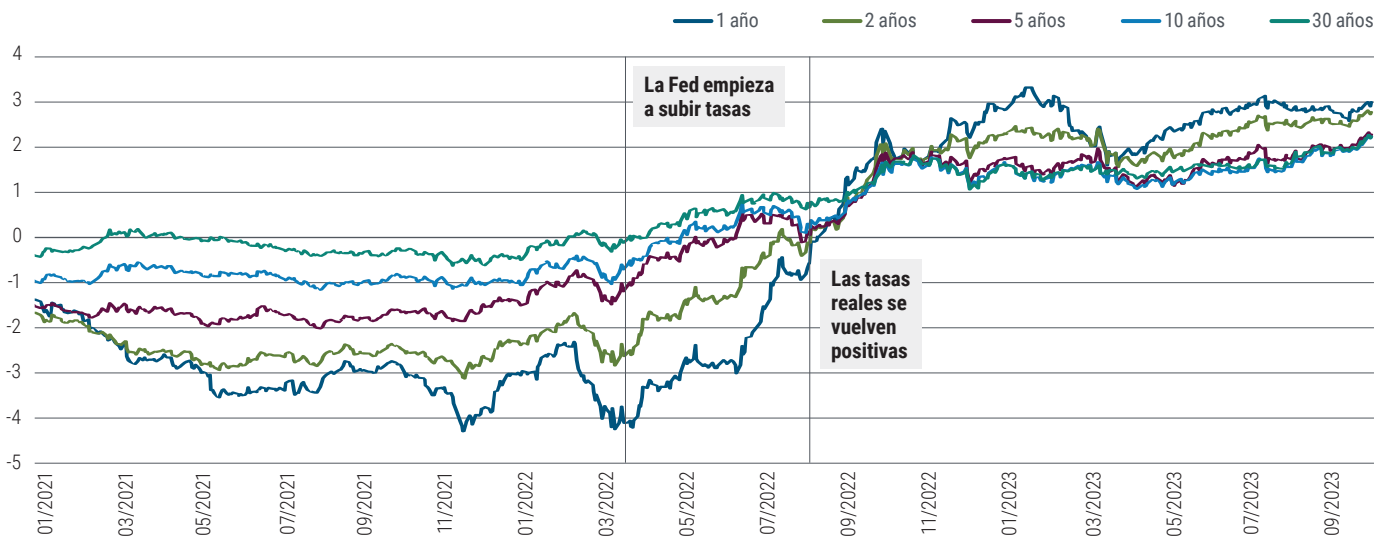
Estimamos que la inflación rondará el 2,5%–3% en Estados Unidos y Europa a finales de 2024.

Anticipamos que la desaceleración del crecimiento y el aumento del desempleo impulsarán la desinflación, ayudados por otros factores (puede leer más sobre este tema en nuestro *Punto de vista* de julio, titulado “Fiscal Arithmetic and the Global Inflation Outlook” - en inglés).

Anticipamos que la resiliencia se convertirá en debilidad a medida que el crecimiento mundial se ralentice a finales de este año y en 2024.

Gráfico 2: Las tasas de interés reales de EE. UU. llevan por encima de cero desde finales de 2022

Tasas reales de EE. UU., %



Fuentes: PIMCO, Bloomberg, a 29 de septiembre de 2023.

3) UN ATERRIZAJE SUAVE SERÍA UNA ANOMALÍA

En términos históricos, es muy poco habitual que los bancos centrales logren un aterrizaje suave de la economía –o evitar una recesión– cuando la inflación empieza el ciclo en niveles altos.

Hemos analizado 140 ciclos restrictivos vividos en los mercados desarrollados entre la década de los 1960 y la actualidad. Cuando los bancos centrales subieron sus tasas de interés un mínimo de 400 puntos básicos –como han hecho varios este ciclo, incluyendo la Reserva Federal estadounidense (Fed), el Banco Central Europeo (BCE) y el BoE– casi todos los ciclos acabaron en recesión.

Además, los mejores resultados económicos tras los anteriores ciclos de subidas con frecuencia estuvieron asociados a una expansión de la oferta. La normalización de las cadenas de suministro después de la pandemia podría ayudar en este sentido, así como una posible mejora de la productividad impulsada por la inteligencia artificial (IA). Sin embargo, está por ver en qué medida contribuirán estos factores a mejorar la productividad en nuestro horizonte cíclico.

La situación favorable de la que parten los balances domésticos y corporativos, así como unas políticas de estabilidad financiera proactivas, podrían resultar de ayuda: pensemos, por ejemplo, en la intervención del BoE durante la crisis de las LDI o cuando el fondo de garantía de depósitos estadounidense (FDIC) amplió rápidamente las garantías bancarias ante las circunstancias excepcionales del pasado mes de marzo. Hasta ahora, estas políticas han logrado evitar una recesión.

Pero la historia sugiere que unas condiciones financieras restrictivas generan un elevado riesgo de accidentes en los mercados financieros y que determinadas áreas son más vulnerables, como el crédito privado, los inmuebles comerciales y los préstamos bancarios.

También vemos riesgos relacionados con China. La recuperación de la economía china ha sido más débil de lo que se preveía, lastrada por el mercado inmobiliario. En vez de estabilizarse, como se esperaba, la inversión en vivienda había caído un 7,5% interanual en agosto, según el instituto nacional de estadística del país.

Es probable que hagan falta más estímulos para estabilizar tanto el sector inmobiliario chino como la economía en general, pero existe el riesgo de que estos estímulos sean insuficientes o tarden demasiado en llegar. En un escenario bajista, el crecimiento podría desacelerarse aún más en 2024 (hasta el 3%, frente al 4,4% que prevemos actualmente). Esto deprimiría la demanda china de bienes y servicios mundiales, y sería un lastre para la economía global.

El gobierno aún tiene la capacidad y las herramientas para evitar un escenario bajista y prevemos que continuará flexibilizando sus políticas para respaldar el crecimiento. Más estímulos fiscales, como la ampliación del déficit del gobierno central y una mayor emisión de bonos especiales por parte de los gobiernos locales, podrían ayudar a reactivar la demanda interna mediante inversiones en infraestructuras o rebajas de impuestos. También vemos probable una nueva rebaja de la tasa de interés de referencia de China, que actualmente se sitúa en el 2,65%. El gobierno ha exigido recientemente más políticas macro contracíclicas para evitar que la economía sufra una brusca desaceleración.

4) EL RIESGO DE RECESIÓN PARECE MÁS ALTO DE LO QUE LOS MERCADOS ESTÁN VALORANDO

Nuestro escenario principal prevé que el crecimiento decepcione y la inflación se reduzca. Los mercados, y sobre todo los activos de riesgo, parecen descontar un escenario de “desinflación inmaculada” en el que el crecimiento se mantendrá sólido y la inflación subyacente regresará a los niveles objetivo de los bancos centrales con relativa rapidez. En nuestra opinión, esa visión refleja cierta autocomplacencia.

Anticipamos que el crecimiento de los mercados desarrollados se ralentizará en distinta medida en los próximos trimestres y que los mercados más sensibles a las tasas de interés serán los más afectados. Europa y Reino Unido también son vulnerables por sus lazos comerciales con China y las consecuencias del shock energético en las relaciones de intercambio y la inversión. Es previsible que el crecimiento estadounidense también se desacelere y que oscile entre el estancamiento y una leve recesión.

Creemos que el desempleo aumentará más de lo que prevén tanto el consenso como los bancos centrales: en torno a un punto porcentual en Estados Unidos y un poco menos en Europa.

5) LAS POLÍTICAS MONETARIAS SEGUIRÁN TRAYECTORIAS DIVERGENTES

El alcance de la desaceleración esperada sigue siendo incierto y variará en las diferentes economías.

El descenso relativamente gradual de la inflación hace poco probable que los bancos centrales salgan al rescate para reactivar el crecimiento. Opinamos que los principales bancos centrales –incluyendo la Fed, el BCE y el BoE– han llegado o están a punto de llegar al final de sus ciclos de subidas, pero es previsible que actúen con prudencia a la hora de rebajar tasas, considerando sus mandatos para controlar la inflación.

Vemos mucho margen para que se registren divergencias en política monetaria. Las economías más sensibles a las tasas de interés, como Australia, Nueva Zelanda y Canadá, que por general presentan unos niveles más altos de deuda familiar y

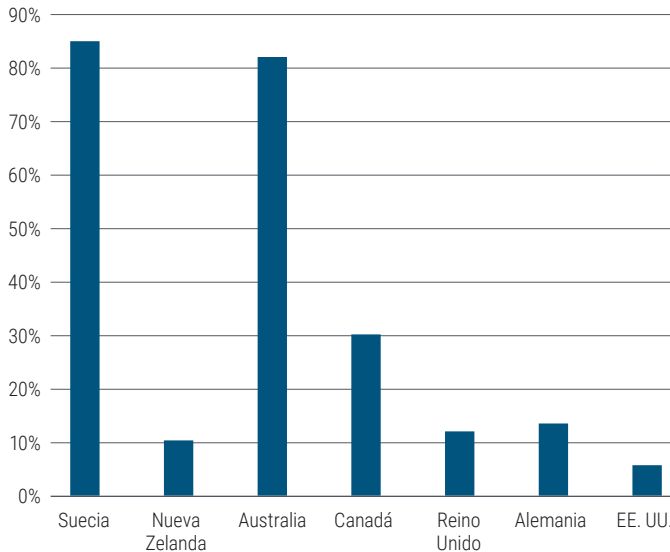
una mayor proporción de hipotecas a tasa de interés variable (ver gráfico 3) podrían ser las más afectadas. En estos casos, creemos que las tasas de interés podrían normalizarse más rápido de lo que el mercado valora ahora mismo.

En el resto del mundo, creemos que el Banco Popular de China (PBoC) seguirá rebajando su tasa oficial, pero solo un poco. El Banco de Japón (BoJ) irá en contra de la tendencia general y subirá tasas el año que viene, ya que la tendencia de inflación es más alta que en el pasado.

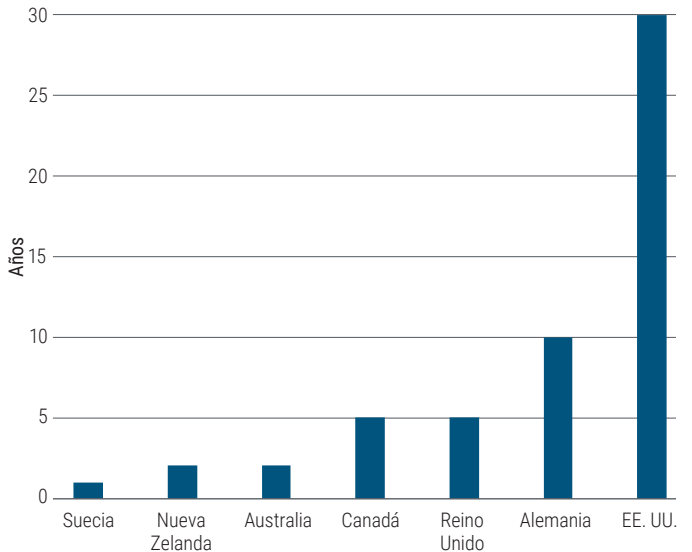
En mercados emergentes, vemos mucho margen de diferenciación. El grupo de bancos centrales más ortodoxos, como los de Brasil y México, que empezaron a subir tasas antes (en muchos casos, antes que la Fed) podrán flexibilizar sus políticas monetarias con relativa rapidez. Otros bancos centrales, como los de Polonia o Turquía, se verán más limitados.

Gráfico 3: La estructura de las hipotecas varía notablemente entre países

Porcentaje de hipotecas a tasa de interés variable



Plazo típico de las hipotecas



Fuentes de los porcentajes de hipotecas a tasa de interés variable: instituto nacional de estadística de Australia, Banco de Canadá, Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo, U.S. Federal Housing Finance Agency, Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, a agosto de 2023 (Reino Unido, Nueva Zelanda), julio de 2023 (Suecia, Australia, Canadá, Alemania) y junio de 2023 (EE. UU.). Fuentes de los plazos hipotecarios más habituales: Banco de la Reserva de Australia (RBA), Comisión Europea, Fitch Ratings, Morgan Stanley Research, a septiembre de 2023.

Implicaciones de inversión: la renta fija presenta unas perspectivas sólidas en todos los escenarios

Nuestro escenario principal prevé que la inflación vaya regresando a los niveles objetivo de los bancos centrales, aunque las presiones salariales tardarán algo más en relajarse.

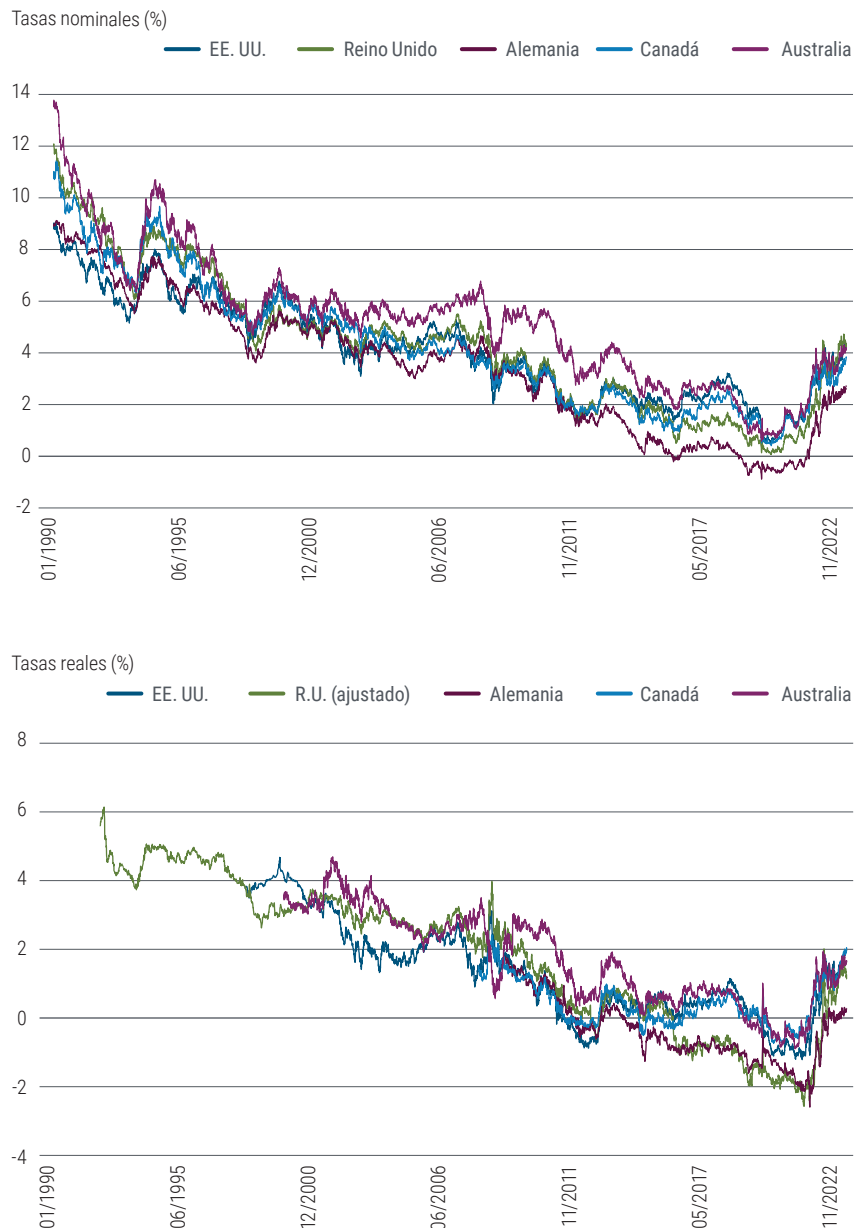
Aunque este es nuestro escenario principal, antes de formular nuestras conclusiones para la inversión evaluamos los riesgos relativos en otros posibles escenarios y construimos nuestras carteras cuidadosamente para minimizar las sorpresas alcistas y bajistas. Estos escenarios alternativos incluyen desde una crisis económica (en la que tanto el crecimiento como la inflación se desplomarían) como un recalentamiento adicional (en el que el crecimiento se mantendría sólido y la inflación volvería a aumentar).

Hemos identificado tres temas de inversión claves:

1) LA RENTA FIJA OFRECE UNAS PERSPECTIVAS INTERESANTES, TENIENDO EN CUENTA LOS RENDIMIENTOS DE PARTIDA Y LAS PREVISIONES ECONÓMICAS

Creemos que el crecimiento y la inflación han tocado techo y estimamos un riesgo de recesión más alto del que valúan los mercados, lo que respalda unas perspectivas positivas para las rentabilidades de la renta fija. Tras las subidas registradas recientemente, los niveles de partida de los rendimientos, que muestran una fuerte correlación histórica con las rentabilidades, resultan extremadamente atractivos, ya que las tasas de interés de los bonos se sitúan en niveles que no veíamos desde hace al menos una década, tanto en términos nominales como reales (ver gráfico 4).

Gráfico 4: Tasas a 10 años de mercados desarrollados, en términos nominales y reales



Fuentes: PIMCO, Bloomberg, a 2 de octubre de 2023. Las tasas reales de Reino Unido se han ajustado al IPC. Todas las tasas de interés corresponden al bono soberano a 10 años.

Los fondos de renta fija de alta calidad rinden actualmente entre un 5% y un 8%, unos niveles muy atractivos en comparación con la renta variable, y ofrecen protección bajista en caso de recesión. Con los rendimientos en los niveles actuales, la renta fija resulta atractiva aunque la inflación se quedase en el límite superior de nuestra previsión y estos rendimientos pueden ayudar a los inversores a estar más protegidos ante la incertidumbre.

También prevemos que la renta fija y la renta variable recuperen su habitual correlación inversa –según la cual los bonos se comportan bien cuando las acciones sufren y viceversa– a medida que la inflación se acerque al objetivo de los bancos centrales a lo largo del próximo año.

La incertidumbre sobre el aumento de la inflación y la preocupación por la elevada deuda gubernamental, reflejada en la crisis de las LDI británicas y en la rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos por parte de Fitch el 1 de agosto de 2023, deberían ayudar a restablecer unas primas a plazo adecuadas (una estimación de la compensación por invertir en deuda a más largo plazo, en vez de en deuda a más corto plazo) en los mercados desarrollados. Por ejemplo, la medida de la Fed de Nueva York para la prima a plazo del Tesoro estadounidense a 10 años alcanzó el nivel positivo el mes pasado, por primera vez en más de dos años.

Nuestra estimación es que la tasa de interés neutral (r^*) seguirá anclada en niveles similares a los que prevalecían antes de la pandemia. Eso ayudaría a anclar las rentabilidades de la renta fija y, en combinación con unas primas a plazo más altas, debería fomentar que las curvas de tasas volvieran a ganar inclinación con el tiempo.

2) ENFATIZAMOS EL CONJUNTO DE OPORTUNIDADES GLOBALES Y LAS FUENTES DIVERSIFICADAS DE RIESGO Y RENTABILIDAD DE BONOS

El impacto de la política monetaria, la política fiscal y el agotamiento del ahorro acumulado se dejará sentir a distintas velocidades en los diversos países. Los precios de la energía, la guerra en Ucrania y la exposición a China tendrán diferentes repercusiones a nivel local. Por eso, prevemos que las rentabilidades de la renta fija de alta calidad experimentarán una mayor diferenciación entre países.

Los rendimientos de la renta fija global resultan muy atractivos ahora mismo y ya superan los niveles que esperamos que prevalezcan durante nuestro horizonte cíclico y después. Tenemos previsto mantener posiciones sobreponderadas en duración y ampliar aquellas en las que los rendimientos aumenten más.

Estados Unidos ha liderado el alza de los rendimientos mundiales en las últimas semanas y la propia duración estadounidense ofrece una atractiva rentabilidad potencial. (La duración mide la sensibilidad de un bono a las variaciones de las tasas de interés). También vemos oportunidades muy interesantes en otras regiones como Australia, Canadá, Europa y Reino Unido, dado el diferente grado de sensibilidad a tasas de interés y las distintas trayectorias de los ajustes cuantitativos (la reducción de las posiciones en bonos que mantienen los bancos centrales).

Vemos muchas posibilidades de que los ciclos de rebajas de tasas sigan calendarios distintos, ya que los bancos centrales establecerán diferentes umbrales de restricción monetaria dependiendo de la inflación y las dinámicas del mercado laboral.

Históricamente, la diversificación global ha contribuido a generar rentabilidades ajustadas al riesgo más altas en renta fija.

Después de décadas de lento crecimiento y escasa inflación, el BoJ sigue en la fase de abandonar el control de la curva de tasas y probablemente subirá tasas cuando otros bancos ya están empezando a rebajarlas. Existe potencial para que los rendimientos japoneses aumenten.

Vemos muchas ventajas en diversificar las posiciones en términos de duración y posicionamiento a lo largo de la curva de tasas, lo que puede ayudar a los inversores a obtener unas rentabilidades ajustadas al riesgo más altas. Históricamente, la diversificación global ha generado una mayor rentabilidad por cada unidad de volatilidad. Esto resulta particularmente importante en el entorno actual, a la vista de las divergencias en las rentabilidades esperadas y los riesgos que amenazan el escenario principal.

3) DEBEMOS POSICIONARNOS PARA UN AMPLIA DIVERSIDAD DE ENTORNOS MACRO Y DE MERCADO

Somos conscientes y monitorizamos los diversos riesgos que amenazan nuestras perspectivas y debemos gestionar las carteras en consecuencia. Esto implica ser flexibles y mantener liquidez, así como enfatizar el valor relativo entre oportunidades de inversión. En general, creemos que el entorno sigue siendo muy positivo para la renta fija de alta calidad.

En el contexto actual, el efectivo puede resultar atractivo, ya que los rendimientos a corto plazo son elevados en términos históricos y el efectivo proporciona la flexibilidad de reinvertir cuando surjan otras oportunidades. Pero esa flexibilidad conlleva riesgos: los rendimientos del efectivo son fugaces.

En nuestra opinión, los bonos con duraciones más largas aportan una mayor resiliencia a las carteras y actualmente ofrecen rendimientos atractivos que pueden capturarse a lo largo de un horizonte temporal más amplio, además de una potencial apreciación en caso de recesión. Creemos que los riesgos se están volviendo más simétricos entre los escenarios de inflación elevada y crecimiento a la baja, mientras que los rendimientos y las valoraciones de la renta fija resultan cada vez más interesantes. Teniendo en cuenta los riesgos que amenazan nuestro escenario principal, los bonos ligados a la inflación podrían reforzar la capacidad de resistencia de una cartera ante una inflación más alta de lo esperado.

Mantenemos una postura prudente en crédito corporativo, dado el riesgo de recesión, y un sesgo hacia la alta calidad en todos los segmentos. Centrarse en determinados sectores puede ayudar a mitigar la incertidumbre económica general, como explicamos en nuestro reciente *Punto de vista*, "[Navigating Credit Markets Today: A Q&A With Mark Kiesel and Jamie Weinstein](#)" - en inglés.

Nos sigue preocupando el crédito corporativo de menor calidad a tasa de interés variable, como los préstamos bancarios y algunos activos de deuda privada que empiezan a verse presionados por unas tasas más altas.

En muchas de nuestras estrategias, intentamos resaltar los valores respaldados por hipotecas de agencias (MBS) estadounidenses que ofrecen una gran calidad, respaldo gubernamental, robustos niveles de liquidez y valoraciones atractivas. Dentro del crédito, también favorecemos ampliamente las inversiones securitizadas y el crédito estructurado.

Las altas tasas de interés, los desafíos a los que se enfrentan los balances bancarios y las presiones regulatorias están creando oportunidades interesantes en el sector de los préstamos privados a consumidores y empresas. Vemos un entorno muy favorable para la inversión privada oportunista en crédito corporativo e inmuebles.

Opinamos que invertir en determinados países de mercados emergentes aporta beneficios en términos de diversificación, gracias a los avances que registran en el frente de la lucha contra la inflación y los niveles en los que se sitúan actualmente las tasas reales. Al igual que en el caso de los mercados desarrollados, creemos que la desinflación avanzará a diferentes velocidades en los mercados emergentes. Algunos bancos centrales de mercados emergentes con altas tasas reales y una inflación a la baja ya han empezado a flexibilizar sus políticas monetarias, mientras que la inflación se ha reducido más rápidamente en muchos países de mercados emergentes que en los mercados desarrollados.

Como resultado, el entorno económico en muchos países de mercados emergentes ya vuelve a respaldar el crecimiento, los precios de los activos y la apreciación de la divisa. Aun así, el crecimiento de los mercados emergentes podría verse lastrado en 2024 por el mediocre crecimiento de China y el impacto de unas políticas monetarias globales más restrictivas.

Tras la fuerte apreciación registrada recientemente, estamos neutros en general en el dólar estadounidense y enfatizamos el carry en las operaciones en divisas.

Acerca de nuestros foros

PIMCO es una firma líder mundial en renta fija activa que atesora una vasta experiencia en los mercados públicos y privados. Nuestro proceso de inversión se fundamenta en nuestros Foros Económicos Cíclicos y Seculares. 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 estos debates de amplio alcance, aplicamos prácticas de ciencias del comportamiento con el objetivo de maximizar el intercambio de ideas, cuestionar nuestras suposiciones, contrarrestar los sesgos cognitivos y generar opiniones 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 de negocios en las principales economías de mercados desarrollados y emergentes, con énfasis en la identificación de 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.

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 bonos se ve afectado por los cambios de 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 corta 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 de la capacidad de las contrapartes de bonos pueden motivar que la liquidez de mercado disminuya y la volatilidad de precios aumente. Las inversiones en bonos pueden valer más o menos que el costo original al rescate. Las inversiones 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 ser mayores 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 pese a que en general están respaldados por una garantía pública o privada, no hay seguridad de que el garante cumpla con sus obligaciones. Las referencias a valores respaldados por hipotecas aluden a hipotecas emitidas en los Estados Unidos, ya sea o no por agencias. **Los valores respaldados por hipotecas de agencias estadounidenses** emitidos por Ginnie Mae (GNMA), están respaldados por la entera fe y crédito del gobierno de los Estados Unidos. Los valores emitidos por Freddie Mac (FHLMC) y Fannie Mae (FNMA) ofrecen una garantía de agencia de reembolso oportuno del capital y los intereses, pero no están respaldados por la entera fe y crédito del gobierno de los Estados Unidos. **El crédito privado** involucra inversiones en valores no cotizados en bolsa que pueden estar expuestos al riesgo de liquidez. 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. **El valor de los inmuebles** y de los portafolios que invierten en el sector puede fluctuar debido a pérdidas por siniestro o embargo, cambios en las condiciones económicas locales y generales, la oferta y la demanda, las tasas de interés, el impuesto predial, las restricciones normativas sobre alquileres, las leyes de zonificación y los gastos operativos. Los **derivados** pueden implicar ciertos costos y riesgos, como los de liquidez, tasas de interés, mercado, crédito y gestión, además del riesgo de que una posición no pueda cerrarse cuando sea más favorable. Invertir en derivados puede causar pérdidas mayores que la cantidad invertida. **El riesgo de gestión** es el riesgo de que las técnicas de inversión y los análisis de riesgo aplicados por el gestor no produzcan los resultados deseados, y que determinadas políticas o acontecimientos puedan afectar las técnicas de inversión disponibles para el gestor con respecto a 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.

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, las restricciones de liquidez, las comisiones y otros costos reales. Además, las referencias a resultados futuros no deben interpretarse como previsiones o promesas de los 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 del gestor, que están sujetas a cambios sin previo aviso. Se distribuye a título meramente informativo y no debe considerarse como una asesoría o recomendación de inversión respecto a un valor, una estrategia o un producto en particular. La información aquí contenida se obtuvo de fuentes consideradas fiables, pero no ofrecemos ninguna garantía al respecto.

PIMCO, en general, ofrece servicios a instituciones, intermediarios financieros e inversores institucionales calificados. Los inversores individuales deben consultar a su asesor financiero para elegir las opciones de inversión más adecuadas para ellos. Este material contiene las opiniones del autor, no necesariamente las de PIMCO, 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. Se prohíbe reproducir de 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 registrada de Allianz Asset Management of America LLC en los Estados Unidos y el resto del mundo. ©2023, PIMCO.