

# ¿Vuelven los bonos?

## Nuevas oportunidades en renta fija

Marzo de 2023



**Franck Dixmier**  
CIO Global de  
Renta Fija

**Invertir en bonos comienza a ser una opción cada vez más atractiva desde que las previsiones de los retornos están mejorando y los tipos de interés alcanzan sus picos máximos. Aunque las perspectivas a corto plazo son impredecibles (ya que la dirección de la inflación y del crecimiento sigue siendo incierta), hemos identificado cuatro temas que podrían ayudar a los inversores a gestionar sus asignaciones a bonos y adaptarse a unos mercados volátiles.**



**Georgios Georgiou**  
Responsable global  
de los especialistas  
de Producto de  
Renta Fija

Si 2022 marcó un cambio de paradigma en los mercados de bonos, debido a un aumento de los rendimientos y una elevada volatilidad, 2023 podría ser el año en que los inversores aprovechen las oportunidades que brindan los cambios en los mercados. En resumen, dado que los cupones de los bonos son mejores que en los últimos años, la renta fija vuelve a ser una opción interesante. El aumento de los precios al consumo y la subida anormalmente rápida de los tipos de interés han provocado que la inflación vuelva a estar en el punto de mira tras la pandemia de la COVID-19. Una circunstancia que se produjo tras años en los que las perspectivas de crecimiento económico fueron el centro de atención de los inversores. Así, 2022 fue uno de los peores años para la renta fija. Desde entonces, las rentabilidades se han restablecido y se han vuelto más simétricos los riesgos (al alza y a la baja) de la inflación y el crecimiento; por tanto, los bonos han pasado a ser una clase de activos atractiva en un entorno volátil.

### Aspectos clave

- Las rentabilidades más altas de los bonos frente a los últimos años y la fluctuación de los mercados generan potenciales oportunidades en renta fija, volviendo a abrir la puerta a algunos inversores a una clase de activos de 127 billones de dólares.
- Tras un giro espectacular de la rentabilidad de los activos de renta fija, debemos tener en cuenta posibles ideas que van desde los principales mercados de deuda pública hasta, en última instancia, crédito de mayor riesgo.
- Es posible que los mercados sigan siendo volátiles a corto plazo; por tanto, los inversores podrían considerar que los instrumentos de deuda a corto plazo están listos para aprovechar oportunidades de mayor duración a medida que los datos macroeconómicos y el ánimo del mercado comiencen a estabilizarse.
- En tanto que los distintos países toman direcciones de política económica y monetaria distintas, resulta fundamental adoptar un enfoque flexible, añadiendo selectivamente riesgos de tipos y de crédito en los mercados en los que las subidas de los tipos y la inflación puedan estar más cerca de su máximo.



Adaptarse al  
entorno de tipos

**Allianz**   
Global Investors

El mercado de renta fija, cuyo volumen asciende a 127 billones de dólares en todo el mundo, ofrece muchas oportunidades. ¿Por dónde deben empezar los inversores? Aunque las rentabilidades de los bonos sean más elevadas, la dificultad radica en que a unas perspectivas económicas que siguen siendo confusas y que dependen de los datos económicos, se le unen la inflación, las cifras de empleo y el crecimiento global, de ahí las implicaciones para la política monetaria. Los indicadores de confianza de los mercados también resultan contradictorios. Este año comenzó con un fuerte repunte en los mercados mundiales de renta variable y bonos corporativos. Pero según la Encuesta Global de Gestores de Fondos de Bank of America de febrero, la mayoría de los gestores siguen siendo bajistas, aunque menos que en los últimos meses. Este contexto mixto probablemente fomentará que continúe la volatilidad de los mercados, al menos a corto plazo. Creemos que las oportunidades evolucionarán en distintos momentos a medida que cambien los mercados. Estas ideas pueden agruparse en cuatro temas principales para ayudar a reajustar las asignaciones de bonos y orientar sobre el posicionamiento de las carteras:

### 1. La volatilidad se debe considerar una posible oportunidad

Partiendo de niveles elevados, las previsiones de consenso sobre la inflación de los precios de consumo (IPC) han mejorado gradualmente en las últimas semanas para muchas economías (véase el Gráfico 1). Sin embargo, es posible que los mercados hayan sido demasiado optimistas sobre la velocidad de la bajada de la inflación y, por tanto, hayan subestimado el tiempo que los bancos centrales tendrán que mantener elevados los tipos para atajarla. Existen indicios a corto plazo de rigidez en algunas medidas de precios subyacentes. En Estados Unidos, los precios de la

energía y los bienes duraderos están cayendo, pero la inflación de los servicios se mantiene al alza. Las cifras del IPC subyacente en la zona euro se mantienen en niveles altos.

Uno de los principales factores de la elevada inflación ha sido la solidez de los mercados laborales, especialmente en Estados Unidos, a pesar de la ralentización del crecimiento del PIB en los últimos trimestres. Sin unos datos de empleo peores, es difícil precisar si la normalización de la inflación hacia cifras bajas de un solo dígito será rápida o lenta. Resulta igualmente difícil prever la fuerza y el alcance de una recesión económica (véase el Gráfico 1).

Este último reajuste de las expectativas económicas no garantiza necesariamente una recesión leve. Otra hipótesis consiste en que los bancos centrales se vean obligados a conducir las economías hacia una desaceleración más profunda para generar la necesaria atonía en los mercados laborales, necesaria para mitigar la presión salarial y ayudar a atenuar la inflación cíclica.

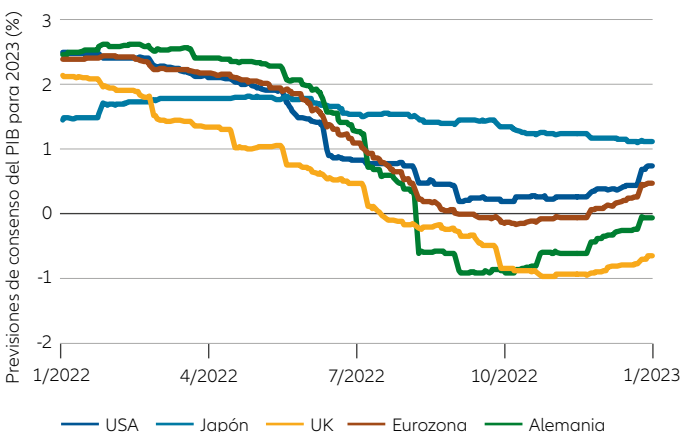
Aunque la volatilidad de los bonos ha disminuido desde sus máximos recientes (véase el Gráfico 2), cualquier cambio en las expectativas del mercado con respecto a los escenarios macroeconómicos y políticos podría desencadenar nuevos episodios de inestabilidad. En un periodo en el que es probable que continúe la volatilidad, ¿qué opciones tienen los inversores?

- Los bonos flotantes, emitidos principalmente por instituciones financieras y empresas con calificación de grado de inversión, ofrecen cupones que se ajustan con cierto desfase periódico a las variaciones de los tipos de referencia a corto plazo.

**Gráfico 1: las expectativas de crecimiento económico e inflación han cambiado gradualmente**

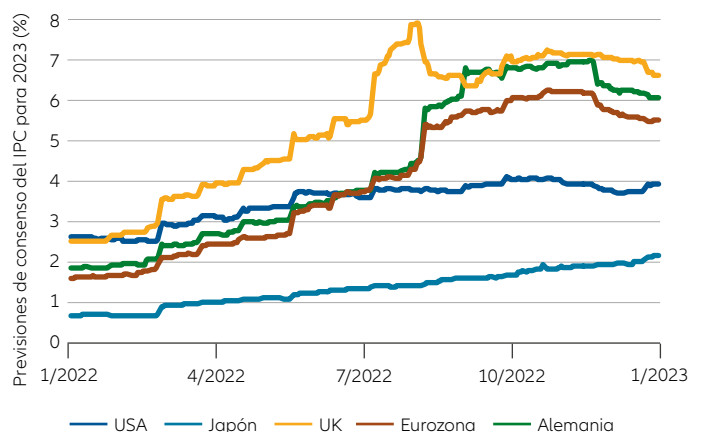
#### Previsiones de consenso del PIB

2023	0,4	0,2	-0,3	1,1	-0,8	5,1	0,8	-3,0
2024	1,1	1,2	1,3	1,0	0,7	5,0	1,8	1,5



#### Previsiones de consenso del IPC

2023	3,7	5,6	6,2	2,0	7,0	2,3	4,9	5,9
2024	2,4	2,4	2,7	1,2	2,9	2,2	4,0	4,7



Fuente: Consensus Economics, Allianz Global Investors. Datos a 6 de febrero de 2023.

Los flotantes también conllevan una prima de rentabilidad por encima de esos tipos de referencia para compensar la posibilidad de que sus precios caigan debido al riesgo de crédito. Incluso una vez que los tipos parezca que hayan alcanzado su máximo, los flotantes podrían seguir siendo una parte importante de un conjunto de herramientas de renta fija en un entorno incierto en el que es posible que las subidas de tipos tengan que volver en el futuro.

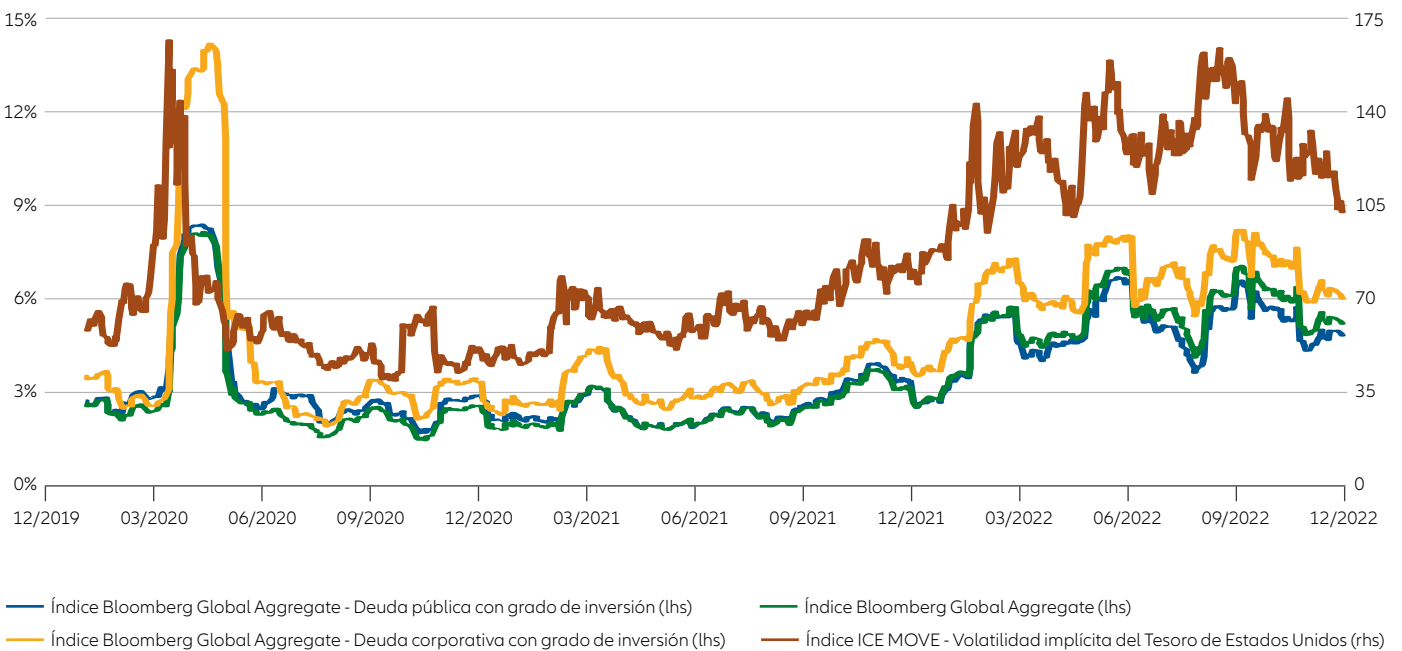
– Los bonos de corto plazo y con una buena calificación crediticia emitidos por gobiernos y empresas son otra opción. Los inversores aún deben tener en cuenta que la

parte inicial de las curvas de tipos (los títulos de deuda que vencen a más corto plazo) siguen siendo vulnerables a nuevas perturbaciones derivadas de la revalorización de tipos a corto plazo.

– Una combinación de bonos a corto plazo y a tipo fijo con futuros y opciones sobre tipos de interés e índices de derivados de crédito podría ayudar a limitar la volatilidad de los tipos y los diferenciales. La gestión activa de las posiciones de cobertura resulta clave para limitar cualquier riesgo de pérdidas en la parte de bonos al contado de cualquier cartera.

### Gráfico 2: la volatilidad ha caído desde máximos recientes, pero la inestabilidad del mercado podría persistir

Volatilidad realizada (a 30 días) de los bonos globales con grado de inversión y volatilidad implícita de las opciones (a 30 días) de los bonos del Tesoro de Estados Unidos



Fuente: Índices Bloomberg e ICE BofA. Allianz Global Investors. Datos a martes, 31 de enero de 2023. Rentabilidad del índice en dólares (con cobertura). La volatilidad realizada (30 días después) está anualizada. IG= bonos calificados como Investment Grade. lts= eje del lado izquierdo. rhs= eje del lado derecho. El eje de la derecha representa el valor del MOVE, que es un índice ponderado por la curva de tipos de la volatilidad implícita normalizada en las opciones del Tesoro a 1 mes sobre los contratos a 2, 5, 10 y 30 años durante los próximos 30 días. Un valor MOVE más alto significa unos precios de opción más altos. Los resultados pasados no predicen rentabilidades futuras. Consulte la información que consta al final del documento para conocer los índices representativos subyacentes.

## 2. Búsqueda de rentabilidades reales a medida que las economías divergen

Las economías mundiales se mueven a diferentes velocidades a medida que la inflación y el crecimiento comienzan a divergir. Esto significa que hay margen para una mayor dispersión en las reacciones de los bancos centrales a escala mundial.

Las previsiones para los tipos de interés mundiales sugieren que muchos bancos centrales cesarán sus subidas de tipos en la segunda mitad de 2023, tras un cierto endurecimiento de la política monetaria a principios de año. Pero es probable que cada banco central abandone sus ciclos actuales de subidas de tipos en momentos distintos. Por ejemplo, la Fed de Estados Unidos podría estar más cerca de alcanzar su tipo terminal (el punto final previsto para las subidas de tipos) que el Banco Central Europeo.

En el otro extremo del espectro se sitúa el Banco de Japón, que ha mantenido su tipo de interés oficial en el -0,1%. A pesar de la llegada de un nuevo gobernador, es probable que el aumento de las previsiones de inflación siga ejerciendo presión para normalizar la política monetaria, incluida una mayor relajación de la política del banco de mantener la rentabilidad de la deuda pública japonesa a 10 años dentro de una horquilla de 50 puntos básicos por encima o por debajo del 0%.

Entre tanto, muchos mercados emergentes se encuentran más adelantados en el ciclo de subidas de tipos. Los bancos centrales de los países emergentes se vieron obligados a

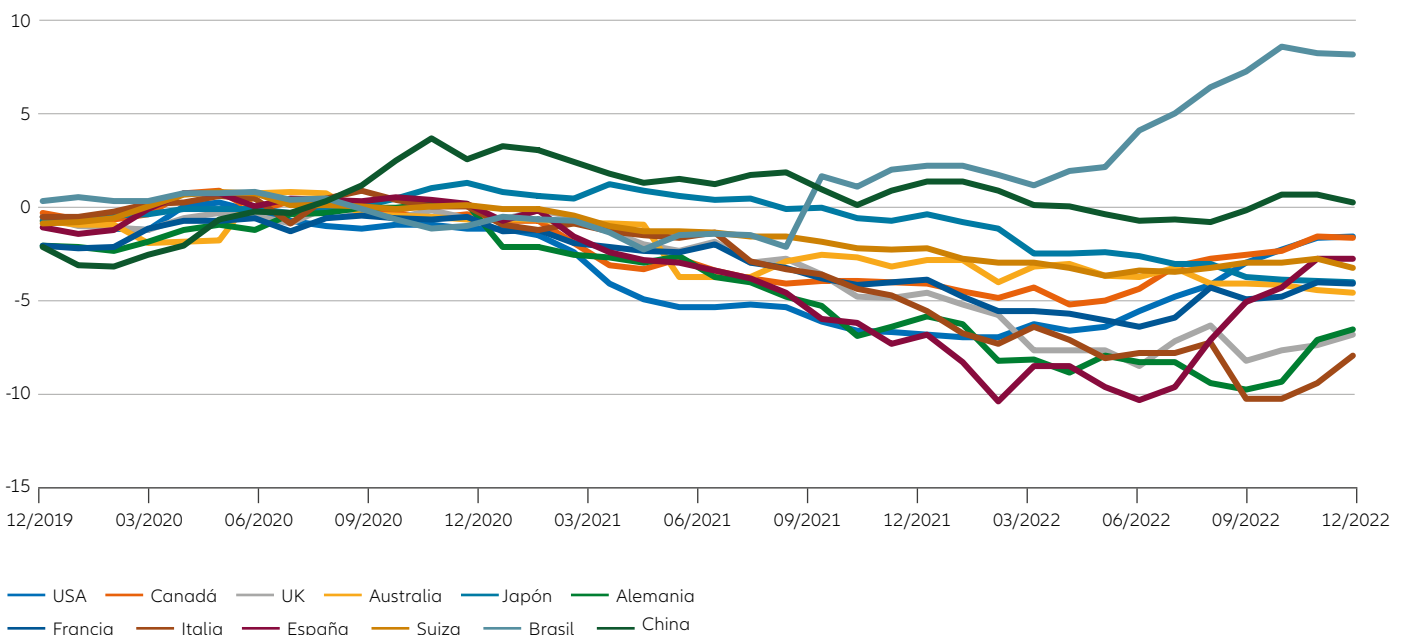
responder a una crisis en ciernes del coste de la vida en una fase temprana. Los precios de los alimentos y de la energía suelen representar una proporción mayor de los índices de precios al consumo que en las economías desarrolladas, por lo que la alarma de la inflación sonó antes.

Esta divergencia, que hasta cierto punto se refleja en las rentabilidades reales (después de la inflación) de los bonos a corto plazo (véase el Gráfico 3), puede crear oportunidades para quienes estén dispuestos a ser flexibles y a buscar potenciales rendimientos reales:

- Dado que muchos inversores siguen infraponderando en gran medida la renta fija, puede tener sentido empezar a asignar cada vez más a aquellos mercados de deuda pública en los que los picos de inflación y los tipos oficiales pueden estar más reflejados en las rentabilidades de los bonos, para evitar mayores pérdidas impulsadas por los tipos. Dado que muchas curvas de tipos de deuda pública siguen siendo planas o invertidas (con rentabilidades a corto plazo superiores a las rentabilidades a largo plazo), los inversores pueden preferir empezar por asignar primero a deuda pública a corto plazo antes de añadir un riesgo de duración absoluta con bonos a más largo plazo, especialmente donde haya más probabilidades de que la curva se incline pronto, como en Estados Unidos.
- Las oportunidades con respecto a las estrategias de bonos flexibles se han visto reforzadas por la gran atención que los mercados están dedicando a la inflación y a los tipos. Este conjunto de oportunidades resulta especialmente atractivo para aquellos inversores que busquen posiciones de valor relativo entre países en todo

### Gráfico 3: La divergencia de las economías se refleja en los rendimientos de la deuda pública

Rendimientos de la deuda pública a un año al final del mes (en divisa local) ajustado a la inflación mensual de los precios al consumo (interanual, sin desestacionalizar)



Fuente: Bloomberg. Allianz Global Investors. Datos de rentabilidades a martes, 31 de enero de 2023. Últimos datos oficiales de la inflación disponibles para el mes de enero de 2023.

el espectro de duración y la curva de tipos, así como de exposiciones selectas a los mercados de crédito y divisas.

### 3. A la espera de una reactivación de los bonos de alto rendimiento

Algunas áreas de renta fija de mayores ingresos han registrado un mejor comportamiento en lo que va de 2023. Esto refleja una creciente confianza entre inversores de que la inflación puede haber tocado techo y de que las subidas de los tipos están llegando a su fin.

Aunque pensamos que esta confianza podría resultar prematura, al final, una estabilización de la inflación y de los tipos podría señalar un futuro punto de entrada para inversiones menos tácticas (es decir, a más largo plazo) en bonos corporativos globales de alta rentabilidad y deuda soberana externa de mercados emergentes (véase el Gráfico 4).

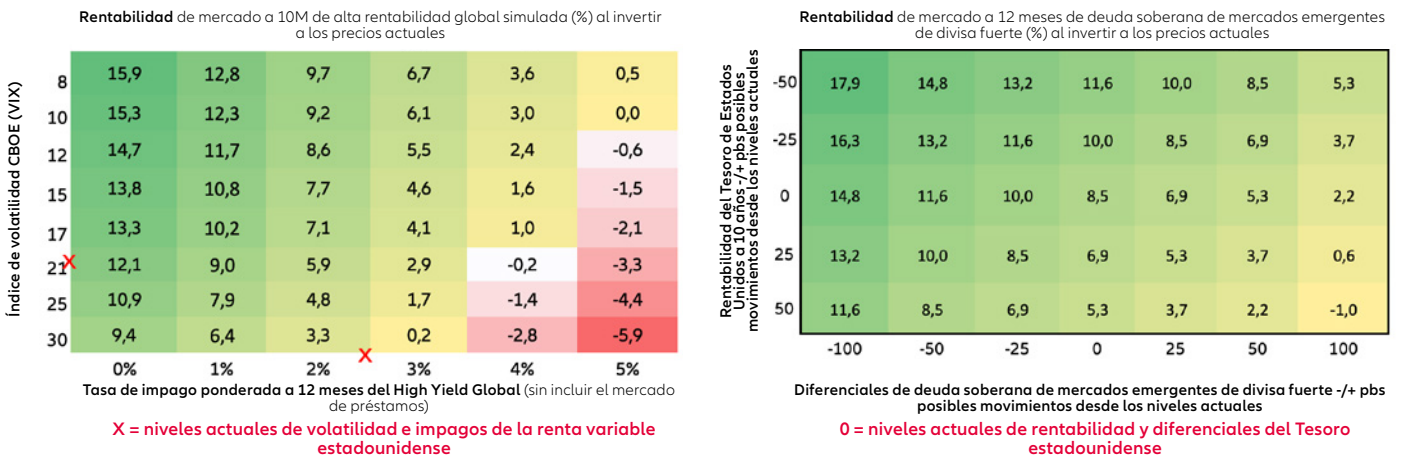
Los emisores de bonos corporativos de alto rendimiento suelen estar en buena forma financiera. Son muchos los que han alargado el vencimiento de su deuda, dejando menos deuda a corto plazo a efectos de refinanciación que en años anteriores. La previsión del mercado de un "aterrizaje suave" (por el que la economía se ralentiza pero no llega a la

recesión), la menor inflación de los precios de los insumos y la mejora de las condiciones en los mercados han reducido las expectativas de impago. Un análisis de los fundamentales sugiere que, por lo general, solo los pequeños emisores con calificación B- y CCC siguen en situación de riesgo.

Entre tanto, este año podría ser mejor para los mercados emergentes. Están dando signos de desaceleración de la inflación y estabilización del crecimiento, en parte explicado por la reacción más rápida de los bancos centrales y el repunte de la actividad tras el fin de los confinamientos por parte de China. La deuda soberana externa (en divisa fuerte) de los mercados emergentes se ha visto perjudicada históricamente por una liquidez global en dólares más restrictiva y un dólar más fuerte; una inversión de ambas tendencias podría impulsar nuevos flujos de capital hacia esta clase de activos.

Estas áreas de renta fija pueden ser volátiles y presentar un mayor riesgo de impago. Los inversores deben ser selectivos y considerar estrategias de gestión activa. Tanto en los mercados de alta rentabilidad como en los emergentes, favorecemos las asignaciones estratégicas a emisores de mayor calidad.

**Gráfico 4: con las rentabilidades actuales, la deuda corporativa de alta rentabilidad y los bonos soberanos de los mercados emergentes ofrecen un colchón de ingresos y un potencial de subida**



Fuente: Bloomberg. ICE. Allianz Global Investors. Datos para el mercado de High Yield global, a 15 de febrero de 2023. Datos de deuda soberana de mercados emergentes de divisa fuerte a 16 de febrero de 2023. High Yield Global= Índice de High Yield Global ICE BofA. Deuda soberana de mercados emergentes con divisa fuerte = Índice JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) Global Diversified. Los resultados pasados no predicen rentabilidades futuras. Véase la información que figura al final del documento para conocer los índices sustitutos subyacentes, las cuestiones relevantes sobre el riesgo y las metodologías de simulación.



#### 4. Participación en la transición ecológica invirtiendo en bonos sostenibles

Un invierno relativamente suave y unos precios del gas natural más bajos han contribuido a aliviar la crisis energética que afligió Europa en 2022. No obstante, la crisis reveló las vulnerabilidades y dependencias del suministro energético que subrayan la necesidad de una transición hacia una economía con menos carbono. Dado que el encarecimiento de la energía afecta de forma desproporcionada a los hogares con rentas más bajas, esta transición también contribuiría a los objetivos sociales.

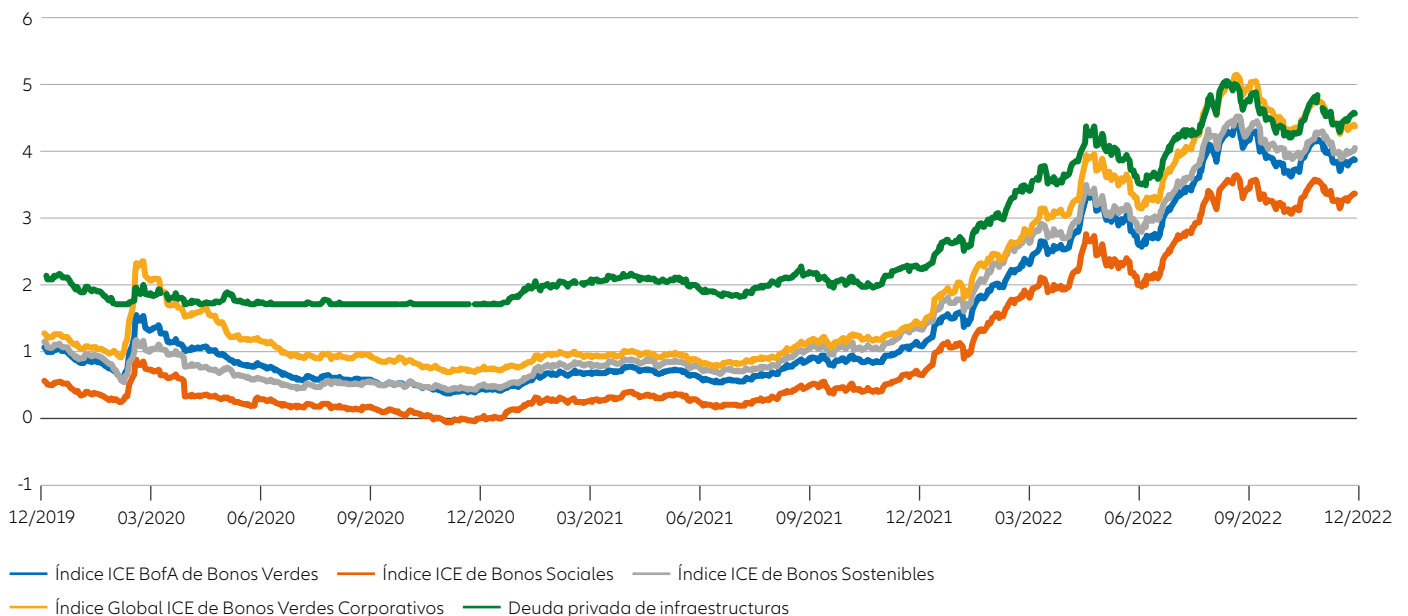
Y hace falta financiar esta transición. Por ejemplo, la expansión de la generación y el almacenamiento de energías más limpias necesita financiación urgente. La captura y utilización del carbono deberían ser otras áreas de interés. Es probable que la financiación de gran parte de la enorme inversión necesaria proceda del mercado de deuda: se calcula que se necesitan 5,7 billones de dólares de inversión anual hasta 2030 para cumplir el objetivo del Acuerdo de París de limitar el calentamiento global a 1,5 grados centígrados.<sup>1</sup>

Resulta alentador que los últimos datos sugieran que el apetito de los inversores por los proyectos de energías renovables es elevado.<sup>2</sup> Además, las posibles rentabilidades que ofrecen los bonos con etiqueta de sostenibilidad pueden contribuir a que este tipo de valores resulte atractivo para una gama más amplia de inversores, más allá de aquellos con objetivos específicos de sostenibilidad (Gráfico 5). Según Bank of America, se espera que la emisión de bonos verdes, sociales, de sostenibilidad y ligados a la sostenibilidad alcance los 1,1 billones de dólares en 2023, lo que supone un retorno a los niveles de 2021.<sup>3</sup> El crecimiento dentro de esta categoría, más allá de los bonos verdes, permite a los inversores dirigir mejor sus inversiones a objetivos sociales o de desarrollo sostenible (ODS).

Europa se encuentra en cabeza en cuanto al establecimiento de estándares de sostenibilidad. Así pues, el universo de bonos corporativos con grado de inversión en euros puede aprovecharse actualmente del conjunto de oportunidades más amplio que ofrecen los bonos verdes de alta calidad y otros bonos con "uso de los fondos", así como deuda pública en consonancia con los 17 ODS de la ONU.

#### Gráfico 5: las rentabilidades de los bonos con etiqueta de sostenibilidad han repuntado

Rentabilidades mínimas de la deuda con etiqueta de sostenibilidad y rentabilidad aproximada de la deuda sénior de infraestructuras



Fuente: Bloomberg, Allianz Global Investors. Datos a 31 de enero de 2023. Las rentabilidades de los índices ICE BofA representan la media ponderada de las rentabilidades de los bonos integrantes denominados en su divisa local. La rentabilidad de la deuda privada de infraestructuras con grado de inversión es una aproximación, compuesta por el mid-swap a 15 años en EUR como tipo de referencia (con un suelo en cero cuando es negativo) + 170 puntos básicos. Los resultados pasados no predicen rentabilidades futuras. Consulte la información que consta al final del documento para conocer los índices representativos subyacentes.

<sup>1</sup> Fuente: Agencia Internacional de Energías Renovables (IRENA) – [World Energy Transitions Outlook 2022](#)

<sup>2</sup> La financiación alcanzó una cifra récord en 2022 durante los seis primeros meses del año, con 226 mil millones de dólares, según el informe [Renewable Energy Investment Tracker](#) de Bloomberg. Fuente: BloombergNEF – [Renewable Energy Sector Defies Supply Chain Challenges to Hit a Record First-Half For New Investment](#) | BloombergNEF ([bnf.com](#))

<sup>3</sup> Fuente: ESG in Fixed Income Quarterly, 12 de enero 2023, BofA Global Research

## Bonos: versatilidad en un entorno volátil

Ante la mejora de las perspectivas de la renta fija, conviene considerar en primer lugar la deuda pública de mercados desarrollados con vencimientos más cortos. Los inversores podrían añadir más duración absoluta y riesgo de crédito a medida que las perspectivas económicas y políticas se aclaren. En resumen, esta clase de activo podría ayudar a los inversores a adaptarse a un entorno impredecible. Los bonos han vuelto.

### Disclosures

**Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos.** Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados futuros. La información recogida en este documento tiene carácter meramente informativo y no forma parte de, ni constituye, una oferta, solicitud o recomendación de venta o de compra de ningún título o producto.

La información contenida en el presente documento está sujeta a cambio sin previo aviso y es correcta en la fecha de su publicación; no obstante, no se ofrece garantía de la exactitud, integridad, actualización, exhaustividad o adecuación de la misma. En consecuencia, Allianz Global Investors no será responsable de ningún daño, directo o indirecto, que pueda producirse como consecuencia del uso de dicha información o de errores u omisiones de la misma, salvo en caso de negligencia grave o dolo. No está permitida la reproducción, publicación o transmisión de este contenido, independientemente de la forma.

Este material no ha sido revisado por ninguna autoridad supervisora. El único objetivo de esta comunicación es el de informar y no constituye una promoción o publicidad de los productos o servicios de Allianz Global Investors en Colombia o para residentes colombianos bajo el apartado 4 del Decreto 2555 de 2010. Esta comunicación no intenta de ninguna manera, directa o indirectamente, iniciar el proceso de compra o la prestación de un servicio por parte de Allianz Global Investors. Con la recepción de este documento, cada residente en Colombia reconoce y acepta haber contactado a Allianz Global Investors por iniciativa propia y la comunicación, bajo ninguna circunstancia, surge de ninguna actividad promocional o de mercadeo llevada a cabo por Allianz Global Investors. Los residentes colombianos aceptan que el acceso a cualquier página en redes sociales de Allianz Global Investors se realiza bajo su propia responsabilidad e iniciativa y son conscientes de que pueden tener acceso a información específica sobre productos o servicios de Allianz Global Investors. Esta comunicación es estrictamente privada y confidencial y no puede ser reproducida. Esta comunicación no constituye una oferta pública de valores en Colombia sujeta a la regulación de ofertas públicas de valores establecida en el apartado cuarto del Decreto 2555 de 2010. Esta comunicación y la información incluida en ella no deben ser consideradas, por tanto, como una oferta o solicitud por parte de Allianz Global Investors o sus filiales de venta de ningún producto financiero en Brasil, Panamá, Perú y Uruguay.

Este material ha sido emitido y distribuido por las siguientes compañías de Allianz Global Investors: Allianz Global Investors GmbH, una gestora de inversiones en Alemania, supervisada por la German Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>, Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)) con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma.