



Un mundo de
oportunidades

Perspectivas 2024

Contenidos

VISIÓN MACROECONÓMICA

Crecimiento más lento, ¿mejores rentabilidades?

ESTRATEGIA DE RENTA VARIABLE

La importancia de la calidad

ESTRATEGIA DE RENTA FIJA

El regreso de los bonos

ESTRATEGIA MULTIACTIVOS

Más allá de lo común

ESTRATEGIA DE MERCADOS PRIVADOS

Nuevas oportunidades

Un mundo de oportunidades

A medida que los tipos de interés comienzan a estabilizarse, está surgiendo un nuevo clima de inversión que podría brindar oportunidades que, quizá, no se hayan visto en años. Es muy importante diversificar las carteras y tomar las decisiones de inversión con convicción, a medida que aumenta la dispersión en la rentabilidad entre empresas, clases de activos y países. Es cierto que la incertidumbre sigue siendo elevada y que existen ciertas amenazas, como la potencial crisis de los precios del petróleo o las implicaciones que podrían tener las elecciones estadounidenses de noviembre para los mercados. Sin embargo, la buena noticia es que los inversores que decidan asumir cierto riesgo podrían verse recompensados.

Aspectos clave

- En contra del consenso, creemos que se podría producir una recesión en EE.UU. y que los mercados pueden estar infravalorando hasta qué punto los principales bancos centrales deberán mantener los tipos más altos durante más tiempo.
- Será fundamental adoptar un enfoque activo a la hora de seleccionar y gestionar las carteras, ya que no todos los activos ofrecerán rentabilidades atractivas, sobre todo teniendo en cuenta que el dinero vuelve a tener un coste.
- Debido a la incertidumbre que rodea al crecimiento, la evolución de los tipos y los acontecimientos geopolíticos, la volatilidad podría instalarse de nuevo en los mercados; no obstante, esto podría brindar oportunidades para tomar posiciones a largo plazo basadas en convicciones sólidas.
- Creemos que la situación del mercado permitirá que la renta fija siga siendo una opción atractiva; también vemos puntos de entrada en la renta variable, con especial atención en los valores y temáticas de calidad.
- La diversificación será esencial: el entorno de mercado y las valoraciones pueden presentar oportunidades en determinados segmentos de los mercados privados, como el crédito privado y las infraestructuras.

VISIÓN MACRO

Crecimiento más lento, ¿mejores rentabilidades?



Stefan Hofrichter
Responsable
de Economía y
Estrategia Global

El consenso sobre el crecimiento económico global (y, en particular, sobre el crecimiento de EE.UU.) sigue siendo bastante optimista. La mayoría de los analistas esperan un “aterrizaje suave” de la economía estadounidense, en el que la Fed logre ralentizar la economía sin desencadenar una recesión o, al menos, tan sólo una suave. La posibilidad de una recesión más profunda sólo se considera un riesgo externo¹.

De hecho, sólo dos de cada cinco economistas estadounidenses prevén una recesión en los próximos trimestres². Asimismo, organizaciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) prevén una moderación del crecimiento mundial seguida de un repunte en 2024. De hecho, las previsiones de crecimiento de los bancos centrales coinciden. Además, la relativa resistencia de la actividad económica hasta ahora, especialmente en EE.UU., respalda esta perspectiva halagüeña.

Sin embargo, no debemos tomarnos al pie de la letra las actuales previsiones de consenso. Aunque un escenario de crecimiento moderado o de recesión leve es ciertamente posible, hay varias razones para pensar que la situación podría ser diferente.

En primer lugar, los economistas tienen fama de no ser muy hábiles a la hora de anticipar recesiones (véase el Gráfico 1). Incluso en vísperas de la recesión más acusada de las últimas décadas, la crisis financiera mundial de 2008, la mayoría esperaba un aterrizaje suave.

En segundo lugar, **varios indicadores adelantados siguen apuntado al posible inicio de una recesión en EE.UU. entre finales de 2023 y la primera mitad de 2024**: esta es la señal que obtenemos de la curva de tipos invertida, la contracción de la oferta monetaria (debido al endurecimiento de los bancos centrales) y el hecho de que los tipos de los bancos centrales estén por encima de los estándares neutrales y, por tanto, se encuentran en territorio “restrictivo”.

Inflación: persistentemente alta

Al mismo tiempo, la inflación se mantiene en niveles muy elevados y por encima de los objetivos del 2% fijados por los principales bancos centrales, a pesar de haber disminuido considerablemente con respecto a los máximos de 2022.

No nos sorprende la solidez que presenta la inflación: la fuerte subida registrada entre 2021 y 2022 estuvo respaldada por las alteraciones provocadas por la pandemia, por la crisis en los precios de la energía y por la excesiva liquidez del mercado, tras la relajación generalizada de la política monetaria.

Además, existen otros tres factores coyunturales a largo plazo que están contribuyendo a un aumento estructural de la inflación. El primero es la desglobalización o, más concretamente, la tendencia a la reducción del peso del comercio internacional en el producto interior bruto (PIB) global, debido, entre otros factores, a una mayor regionalización de las cadenas de suministro. Los otros factores que hay que destacar son la descarbonización y un mercado laboral estructuralmente más sólido.

Por otro lado, sabemos por experiencias anteriores que no es fácil que, tras un periodo de alta inflación, ésta vuelva a niveles inferiores a corto plazo. Los principales motivos son los efectos secundarios, como las espirales de precios y salarios (en las que los salarios más altos llevan a precios más altos y así sucesivamente) o la subida de precios por parte de las empresas.

1) Fuente: Encuesta mundial de gestores de fondos de Bank of America, octubre de 2023.

2) Fuente: Consensus Economics, octubre de 2023.

Gráfico 1: Los economistas no han logrado anticipar las recesiones en la mayoría de las ocasiones. ¿Y esta vez?



Nota: Probabilidad de recesión basada en la Encuesta de Previsores Profesionales (SPF) del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia. El gráfico corresponde a los períodos de expansión/recesión en EE.UU. con la media de la probabilidad de recesión de la encuesta de hace dos trimestres. Fuente: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg (datos a 30 de septiembre de 2023). Los resultados pasados no son un indicador de los resultados futuros.

En este contexto, **nos preguntamos si los mercados están en lo cierto al prever que los principales bancos centrales no volverán a subir los tipos y que los recortes serán llamativos a partir de mediados de 2024. En nuestro caso, esperamos unos tipos “más altos durante más tiempo” que los que prevé el consenso.**

¿Es posible que la visión mayoritaria refleje la expectativa de que un mayor crecimiento de la productividad podría contribuir a reducir la inflación? Es cierto que estamos asistiendo a importantes cambios tecnológicos, siendo la inteligencia artificial (IA) generativa tan solo uno de los muchos ejemplos. Estos avances podrían aumentar la oferta agregada en la economía mundial y, por tanto, contribuir potencialmente a reducir la inflación. Sin embargo, el debate sigue abierto. Hasta ahora, las cifras de crecimiento de la productividad no muestran signos de un aumento estructural. No hay que olvidar que, si bien el crecimiento de la productividad puede verse apoyado por la innovación tecnológica, también puede verse frenado por factores como las “malas inversiones” y las consecuencias a largo plazo del estallido de las burbujas crediticias o las guerras, como demuestra la historia.

¿Cuándo alcanzarán los rendimientos de los bonos su nivel más elevado?

El hecho de que los rendimientos estén en sus niveles más altos desde hace más de una década y media, con la amenaza de una recesión económica, haría que los bonos soberanos de alta calidad se consideraran a priori atractivos. Sin embargo, creemos que sigue siendo difícil calcular el momento en el que los rendimientos de los bonos alcanzarán su punto máximo. **En nuestra opinión, sería más adecuado que el mercado descontara la**

futura senda de los tipos de forma más conservadora y reflejase unos tipos “más altos durante más tiempo”.

Asimismo, los inversores deberían estar atentos al posible fin de la prolongada política del Banco de Japón de limitar los tipos de interés a largo plazo, una medida que podría tener efectos indirectos en la deuda global. Los precios de la energía son otro factor de incertidumbre, sobre todo tras el terrible atentado en Israel de principios de octubre de 2023.

Creemos que las expectativas de crecimiento deben ajustarse a la baja y, por tanto, es probable que los activos de riesgo se enfrenten a más desafíos y a una mayor volatilidad. Por lo general, pensamos que las mejores oportunidades de entrada en renta variable y en títulos de renta fija con un mayor riesgo se dan durante una recesión, y no antes de que se produzca. Además, cualquier posible revalorización de los bonos tendría probablemente repercusiones en la renta variable.

Por último, podemos decir que los dos últimos años se han caracterizado por ser “anómalos” en el sistema financiero: en 2022, el sistema de pensiones de Reino Unido sufrió tensiones, mientras que a principios de 2023 asistimos a la quiebra de varios bancos, sobre todo en EE.UU. Puede que lo peor ya haya pasado, pero no podemos descartar más sobresaltos, como nos recuerdan repetidamente el Consejo de Estabilidad Financiera, el FMI, los bancos centrales y otros organismos. El elevado apalancamiento de la economía mundial y el aumento sostenido de los tipos son una receta para la inestabilidad financiera. Esta vez, puede haber más riesgo en las entidades financieras no bancarias que en los bancos. Teniendo todo esto en cuenta, podría ser una buena idea protegerse contra los riesgos extremos.

ESTRATEGIA DE RENTA VARIABLE

La calidad cuenta



Virginie Maisonneuve
CIO Global Renta Variable

Creemos que los mercados de renta variable en 2024 estarán marcados por varios factores clave. Entre ellos, una disparidad de los mercados y las economías a escala mundial, impulsada por unas perspectivas de crecimiento y unas políticas monetarias asimétricas, y una interacción de la geopolítica con tendencias cíclicas y estructurales como la tecnología y la transición climática. A ello le sigue un periodo de normalización y adaptación a un nuevo mundo en el que vuelve la disciplina en la asignación del capital y se perfila un orden geopolítico incierto. 2023 ha sido un año de dos caras. En el primer semestre, la renta variable de crecimiento se vio respaldada por los mercados, a la espera de que la Reserva Federal estadounidense (Fed) finalizara su ciclo de subidas de los tipos. Pero este clima optimista cambió en la segunda mitad, y los valores *value* registraron mejores rentabilidades que los de crecimiento, sobre todo a medida que los mercados se adaptaban a un escenario de “tipos más altos durante más tiempo”, sobre el que veníamos advirtiendo desde hace algún tiempo.

Disparidades macroeconómicas

De cara a 2024, EE.UU., la Unión Europea y China se enfrentan a perspectivas macroeconómicas dispares. EE.UU. se muestra sólido, con cifras de empleo y un PMI que muestran un panorama relativamente favorable. Por su parte, la economía china se encuentra en una encrucijada. Debe abordar los problemas pendientes en el sector inmobiliario, que representa en torno al 20% de su PIB. Pero somos optimistas en cuanto a la “nueva economía” china (que abarca la tecnología, las finanzas, los servicios financieros, la tecnología sanitaria y la “economía verde”), que esperamos que sea su motor del crecimiento a largo plazo. Por otra parte, Europa se enfrenta a la amenaza de una recesión y a una inflación potencialmente elevada, mientras que Alemania, la mayor economía de la región, se enfrenta a retos estructurales. **Teniendo esto en cuenta, creemos que este panorama dispar podría ofrecer unas condiciones favorables para la selección activa de valores.**

La tecnología suele registrar un buen comportamiento cuando el “crecimiento”, como estilo de inversión, también lo hace; por ejemplo, cuando las perspectivas de subida de los tipos son cada vez más bajas. **Así pues, con el final de las subidas de tipos a la vista, un enfoque disciplinado y *bottom-up* puede ayudar a los inversores a encontrar oportunidades en los próximos meses,** siempre que la economía mundial no caiga en una profunda recesión. En EE.UU., el sector tecnológico ha dominado los titulares este año, pero a medida que la inteligencia artificial (IA) y otras innovaciones comienzan a extenderse por los distintos sectores, los inversores pueden adoptar



una perspectiva más amplia para sus carteras; por ejemplo, la ciberseguridad y la tecnología sanitaria están suscitando un gran interés. En cuanto a China, la nueva situación económica puede ofrecer oportunidades.

Ahora que el dinero vuelve a tener un coste, es probable que veamos menos empresas zombis (véase el Gráfico 2). Animadas por la financiación barata a la que pudieron acceder durante la última década, estas empresas de baja calidad se enfrentan a un ajuste en sus balances que podría provocarles serias dificultades para sobrevivir. Sin embargo, dicha “zombificación” es más frecuente en unos sectores que en otros. Nuestros análisis muestran que son más frecuentes en los sectores del petróleo y el gas, los recursos naturales y la sanidad. Por ello, los inversores deberían ser selectivos a la hora de tener en cuenta estos sectores (que pueden seguir siendo atractivos por otras razones). Una vez más, será vital centrarse en la calidad.

Invertir para un nuevo orden mundial

Aunque las distintas regiones se enfrentan a retos asociados a su situación específica, las cuestiones estructurales también desempeñarán un papel importante. Por ejemplo, la forma en la que China lleve a cabo su transición será crucial para su futuro a medio plazo, así como para mantener la confianza de los inversores, que vigilan atentamente dicha evolución. En este contexto, es importante tener en cuenta cómo se desarrollará en los próximos años la rivalidad comercial entre EE.UU. y China, que está especialmente acentuada en el sector tecnológico. A escala global, la transición energética ya es una cuestión

estructural clave, especialmente para Europa, que ha tenido que adaptarse rápidamente a los problemas de abastecimiento en los dos últimos años. Los beneficiarios directos e indirectos del papel cambiante de China en la cadena de suministro mundial también seguirán siendo un tema relevante en Asia, a medida que los inversores busquen un posicionamiento estratégico “China + 1”.

Por último, un aspecto estructural que probablemente configurará el desarrollo económico mundial durante algunos años será el rápido desarrollo de las compañías de hardware y software, con fuertes implicaciones sobre todos los sectores, teniendo en cuenta los avances en IA. Como ya hemos comentado, la forma y la rapidez con que las empresas y los gobiernos reaccionen ante estos cambios determinará los ganadores y los perdedores en esta nueva era de darwinismo digital. De hecho, la creciente influencia y liderazgo de China en este ámbito puede desencadenar en la aparición de hemisferios tecnológicos rivales.

Oportunidades de diversificación y construcción eficiente de carteras

Para los inversores, **la incertidumbre actual y el impacto de la subida de tipos significa que la atención debe seguir centrándose en activos y temáticas de calidad a la hora de configurar sus carteras.** Además, esta incertidumbre también implica que la agilidad y la capacidad de reaccionar ante los actuales cambios seguirán siendo fundamentales. Sin embargo, la volatilidad puede ofrecer oportunidades de posicionamiento a los inversores a largo plazo.

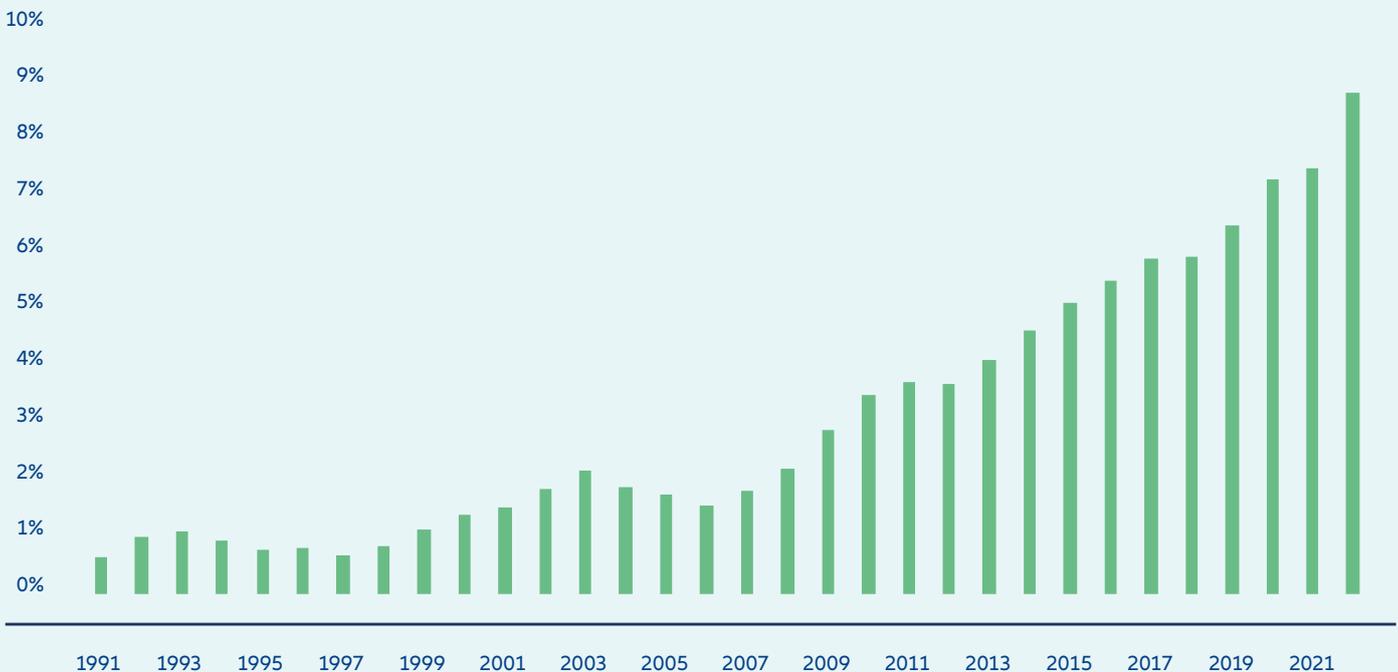
Adoptar un enfoque activo para gestionar la incertidumbre a través de una cuidadosa selección de valores y construcción de carteras (que ofrezca tanto una base de liquidez como acceso al crecimiento) debería suponer lo mejor de ambos mundos.

De hecho, los inversores pueden pensar en su cartera de renta variable como una pirámide. Es decir, por un lado, consideremos una base de estrategias multifactoriales de baja volatilidad. Por otro, la capa superior puede albergar valores de calidad, de crecimiento. **En un mundo**

de política monetaria restrictiva y crecimiento más lento, la generación de flujos de caja y los balances sólidos serán clave, al igual que la capacidad de los equipos directivos para hacer frente a la volatilidad y, en algunos casos, a ecosistemas que cambian rápidamente. Por último, en la cúspide de la pirámide, se podrían incluir áreas que puedan seguir proporcionando crecimiento, ya sea mediante un enfoque que englobe varias temáticas o, en cambio, considerando temáticas individuales como la ciberseguridad, la IA, la transición climática, la seguridad alimentaria y el agua.

Gráfico 2: Las empresas zombis se han multiplicado, pero ¿pueden sobrevivir a un entorno de “tipos más altos durante más tiempo”?

Porcentaje mundial de empresas zombi



Fuente: Allianz Global Investors. Datos a 31 de octubre de 2023.

Nota: Los datos proceden de la base de datos Refinitiv Worldscope, que abarca los mercados desarrollados y emergentes. Definimos las empresas zombis como empresas maduras (creadas hace más de 10 años), con un ratio de cobertura de intereses inferior a 1 durante tres años consecutivos. El ratio de cobertura de intereses se utiliza para determinar la facilidad con la que una empresa puede pagar los intereses de su deuda pendiente.

ESTRATEGIA DE RENTA FIJA

El regreso de los bonos



Franck Dixmier
CIO Global Renta
Fija

Es justo decir que el gran reinicio de la renta fija ha tardado más de lo que muchos inversores esperaban. La deuda global ha permanecido bajo presión durante gran parte de 2023, ya que los efectos de la economía post-Covid, como el aumento de los balances de los consumidores y de las empresas, han reforzado la política de los bancos centrales de “tipos más altos durante más tiempo”, lo que ha supuesto un entorno difícil para los inversores.

El “monstruo de la subida de tipos”, que ha llevado a los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años a un tercer año consecutivo de rendimientos totales negativos por primera vez en la historia, se está ralentizando a medida que los bancos centrales hacen una pausa y la atención se centra en los posibles recortes de tipos en 2024 y en el momento de llevarlos a cabo. **En nuestra opinión, un crecimiento más débil, una inflación más baja, una política monetaria y fiscal más ajustada y unas valoraciones atractivas hacen que la renta fija vuelva a representar una oportunidad a tener en cuenta para los inversores.**

Ya hemos observado que los mercados de renta variable y de renta fija corporativa empiezan a descontar los riesgos asociados a un periodo amplio de una política monetaria restrictiva, y creemos que los tipos elevados empezarán a pesar tanto sobre los inversores como sobre las compañías de cara a 2024.

Creemos que el deterioro de los fundamentales empresariales en los próximos tres a seis meses tendrá un impacto sobre el mercado laboral. Hasta ahora, la fortaleza de este mercado ha sido un impedimento importante para el repunte de los bonos, cuya subida debería haberse producido hace tiempo, ya que ha mantenido la solidez del gasto de los consumidores y ha apuntalado la inflación. Pensamos que las perspectivas económicas de EE.UU. serán menos halagüeñas, en el contexto de una economía mundial ya débil, con elevados riesgos geopolíticos y crecientes riesgos para la estabilidad financiera. Todo ello podría ser una buena señal para incorporar bonos en las carteras, ya que parecen capaces de superar al efectivo en 2024.

**EE.UU. resulta interesante,
Europa requiere paciencia**

El mercado de renta fija estadounidense parece especialmente atractivo dada nuestra convicción de que la Reserva Federal (Fed) ha llegado al final de su ciclo de subidas de tipos. Incluso si se realizara una subida más, esperamos que los inversores se centren en el momento en que la Fed empiece a recortar los tipos. El mercado descuenta un primer recorte a mediados de 2024, y nos parece que no se puede discutir esta estimación, ya que pensamos que es más probable que se produzca una recesión leve que un aterrizaje suave.

Teniendo esto en cuenta, las valoraciones ofrecen una buena perspectiva: con los rendimientos del Tesoro estadounidense a 10 años habiendo subido hasta cerca del 5% a principios del cuarto trimestre de 2023, los rendimientos reales (rendimientos de los bonos ajustados a la inflación) de casi el 2,5% subieron a niveles no vistos desde 2007 (véase el Gráfico 3). Preferimos el tramo corto de la curva de tipos, donde la volatilidad parece haber disminuido, así como la parte de la curva correspondiente



a los periodos de cinco a siete años. También nos parecen atractivas las estrategias que apuestan por un empinamiento de la curva estadounidense.

En Europa, tendremos que ser más pacientes antes de invertir en duración. Actualmente, los mercados no prevén más subidas por parte del Banco Central Europeo, pero no estamos del todo de acuerdo con esta opinión. La razón es que vemos una auténtica espiral de precios y salarios en la zona del euro que no existe en EE.UU.; en Europa, cada aumento salarial se traduce prácticamente en un aumento de los costes laborales unitarios (debido principalmente al crecimiento negativo de la productividad). Creemos que esto deja a los inversores expuestos a una posible sorpresa al alza de la inflación subyacente que hoy no está descontada.

Permanecer activos en el crédito y diversificar

Por supuesto, la otra cara de la moneda es que el dinero vuelve a tener un coste, y esto afecta a los mercados de renta fija corporativa. **A medida que las condiciones económicas empeoren en los próximos meses, es probable que veamos una mayor dispersión en la calidad y el rendimiento del crédito, por lo que los inversores deberían ser activos y flexibles, estando atentos a los riesgos asociados con los diferenciales.** Sin embargo, creemos que los inversores no deberían ignorar los bonos *high yield* (HY), cuyos rendimientos ofrecen un amplio colchón frente a lo que, en nuestra

opinión, será un aumento relativamente contenido de las tasas de morosidad. Al tener un perfil de duración más corto, los bonos *high yield* pueden mantener las carteras invertidas en la parte delantera de las curvas de crédito corporativo, donde la solvencia crediticia puede analizarse con mayor convicción.

Para 2024 vemos una gran oportunidad en la renta fija asiática más allá de China, que creemos que puede suponer un “antídoto” contra la desaceleración mundial prevista y la volatilidad de los mercados en general. Se espera que Asia sin China contribuya significativamente al crecimiento económico mundial, tanto en 2024 como en la próxima década, impulsada por la diversificación de la cadena de suministro, la creciente desincronización con EE.UU. y una población más joven. Asimismo, esperamos que las favorables perspectivas de crecimiento se traduzcan gradualmente en una mejora de los fundamentales macroeconómicos, una mejora de las calificaciones crediticias soberanas y una revalorización de los activos de renta fija de la región. Históricamente, los bonos del Tesoro asiáticos en divisa local ofrecen la beta más baja con respecto a los bonos del Tesoro de EE.UU. en comparación con otros mercados emergentes, lo que, junto con unos rendimientos competitivos y una menor volatilidad de las divisas, los convierte en un buen candidato para la diversificación. Del mismo modo, los bonos corporativos asiáticos con grado de inversión ofrecen un perfil de riesgo-rentabilidad competitivo en comparación con otros mercados de crédito globales.



Una estrategia activa puede aportar valor y ayudar a gestionar los riesgos

En general, una vez finalizado el endurecimiento de los tipos por parte de los bancos centrales, cabe esperar un entorno más “estable” de cara al futuro. Sin embargo, para poder aprovechar las atractivas valoraciones de los bonos habrá que tener paciencia durante 2024, dadas las divergencias que observamos tanto en las perspectivas económicas como en la política monetaria, principalmente entre EE.UU. y Europa. **Una estrategia activa y flexible podría ser útil para permitir a los inversores empezar a obtener rentas a estos niveles más elevados, al tiempo que gestionan con rigor la duración y el riesgo de diferencial a corto plazo.**

Gráfico 3: Rendimientos reales: ¿vuelven los bonos a ofrecer rentas?



Fuente: Bloomberg, Allianz Global Investors. Datos a 10 de noviembre de 2023.

ESTRATEGIA MULTIACTIVOS

Ver más allá de la normalidad



Gregor MA Hirt
CIO global de
Multiactivos

Creemos que 2024 podría ser el año en el que las estrategias multiactivo muestren su potencial a medida que surjan oportunidades en las distintas clases de activos.

En 2024, los inversores se plantearán cuestiones relacionadas con el crecimiento y la política monetaria. Todas las miradas se centran en si los bancos centrales pueden controlar la inflación sin provocar una recesión. Las tensiones geopolíticas constituyen un difícil telón de fondo, con las guerras en Oriente Próximo y Ucrania. Por ello, es posible que la volatilidad aumente en los mercados. De ahí que la diversificación sea esencial. Asimismo, es posible que los inversores deban ser lo suficientemente ágiles como para buscar oportunidades más allá de los pilares clave de la renta fija y la renta variable.

Como resultado, cabe la posibilidad de que los inversores se replanteen la composición de sus carteras. En 2023, la cartera 60/40 (que invierte un 60% en renta variable y un 40% en renta fija) protagonizó una modesta recuperación tras uno de los peores años de la historia en 2022, cuando ambos activos obtuvieron rentabilidades negativas (véase el Gráfico 4), poniendo en entredicho la idea de que la diversificación proporciona beneficios de descorrelación. **Pero con los activos de riesgo (en particular la renta variable) afrontando un panorama potencialmente difícil, los inversores pueden considerar otras asignaciones de activos (como 30/70) y clases de activos menos tradicionales**, incluidas las materias primas y algunos mercados privados. En periodos de elevada incertidumbre, será importante adoptar un enfoque dinámico. Esto puede significar buscar oportunidades en el mercado de renta variable a medida que se ajustan las valoraciones o aumentar la protección añadiendo estrategias de opciones, que permitan posiciones cortas y estrategias alternativas líquidas en caso de movimientos inesperados del mercado.

Es hora de ir más allá de la “fiebre del efectivo”

Muchos inversores han ido añadiendo posiciones en efectivo desde principios de 2022, ya que el repunte de los tipos de interés a corto plazo, junto con la volatilidad de los mercados de renta fija, han aumentado el atractivo del efectivo, un activo que antes se consideraba una de las partes menos interesantes y de menor rentabilidad de los mercados financieros. Como consecuencia de la incertidumbre y de la subida

de los tipos, entendemos la “fiebre por el efectivo”. Pero **creemos que, en 2024, la renta fija y, a más largo plazo, la renta variable y otros activos ofrecerán un potencial mucho mayor de rentabilidad total.**

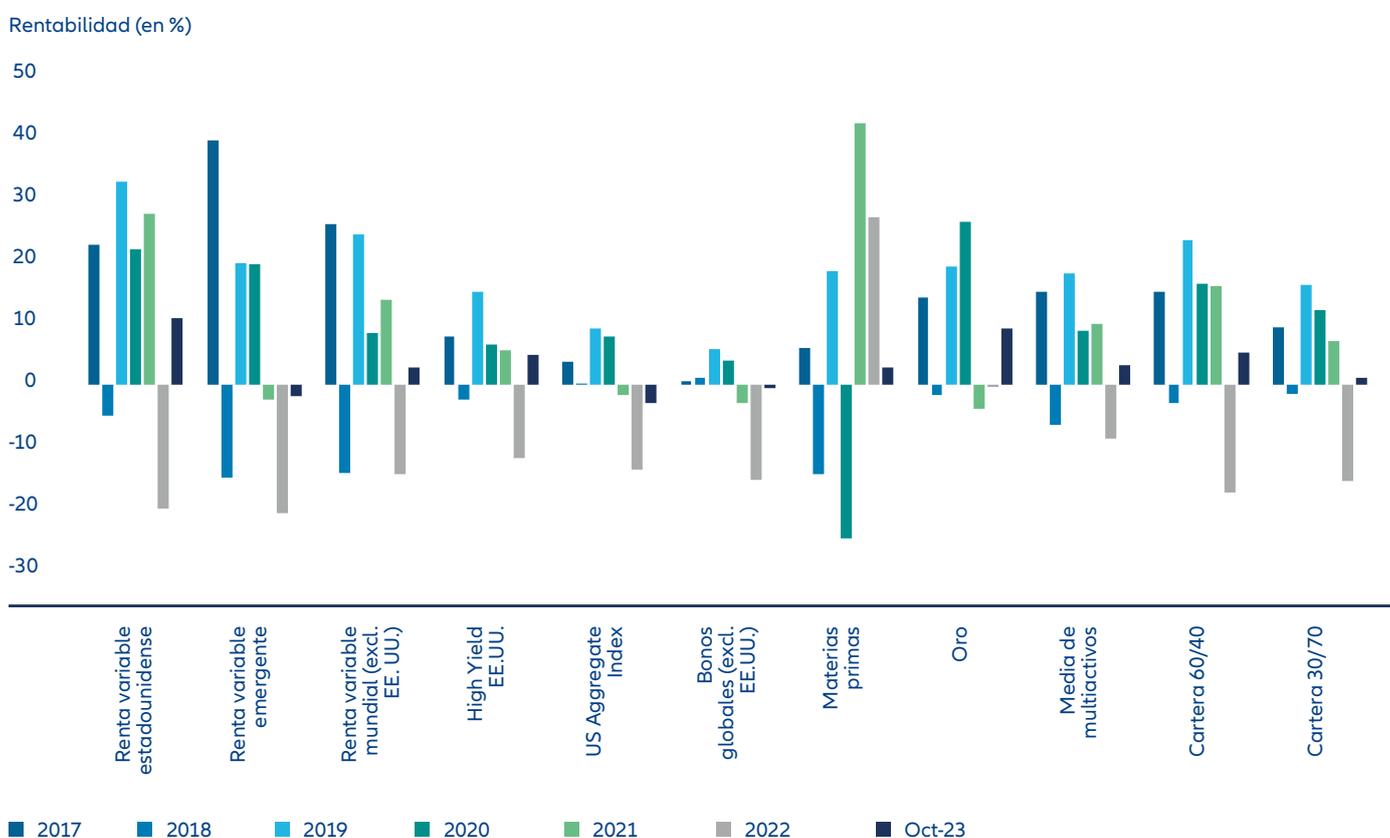
Entonces, ¿dónde vemos oportunidades?

- **Dentro de la renta fija**, vemos potencial de carry y cierta revalorización del capital en los bonos del Tesoro de EE.UU., debido a los elevados rendimientos actuales. Los rendimientos de la deuda pública han alcanzado máximos de varios años debido a las expectativas de que la Reserva Federal (Fed) mantenga los tipos de interés altos durante un periodo prolongado para luchar contra la inflación. **Con la Fed cerca del final de su ciclo de subidas de tipos y el riesgo de recesión aún latente, creemos que el telón de fondo favorece a los bonos del Tesoro.** También pensamos que el oro podría beneficiarse de un entorno de inflación aún elevada y de riesgos geopolíticos. Una estabilización de los tipos de interés reales (que esperamos) ofrecerá más apoyo al oro. Además, la compra de oro por parte de los bancos

centrales ha alcanzado niveles récord y prevemos que esta tendencia continúe, sobre todo a medida que los mercados emergentes alejen sus reservas del dólar estadounidense. Si el conflicto entre Israel y Hamás se convirtiera en una guerra regional más amplia, el oro seguiría siendo percibido como un refugio seguro.

- **Vigilar las tendencias de los mercados del petróleo** —Los mercados del petróleo se ven sometidos a un tira y afloja entre la preocupación por una escalada del conflicto en Oriente Próximo y las perspectivas de crecimiento mundial. Un crecimiento más lento o incluso una recesión en las principales economías mundiales podría minar la demanda de petróleo. Pero los niveles de existencias siguen siendo reducidos y Arabia Saudí, principal productor de petróleo, cuenta con un gran incentivo para mantener los precios altos, en torno a los 80-120 dólares por barril. Si se intensifica la guerra entre Israel y Hamás, los precios podrían subir aún más. Tal escalada, que no es nuestro escenario de base, tendría repercusiones mucho más allá del petróleo, haciendo subir los precios de otras materias primas. Los mercados

Gráfico 4: ¿Es adecuada la cartera 60/40?



Nota: Oct-23 son datos de 2023 hasta el 31 de octubre de 2023.

Fuente: AllianzGI, Bloomberg. Datos a 31 de octubre de 2023.

estarán atentos a cualquier indicio de que Irán, que apoya a Hizbulá³ y es un gran productor de petróleo, se implique más directamente en el conflicto. Pero también estaremos atentos a los datos macroeconómicos mundiales, ya que las señales de un crecimiento vacilante podrían brindar oportunidades de compra.

- **Observar el sol naciente de Japón** — Aunque somos moderadamente optimistas sobre la renta variable en general, tácticamente favorecemos la renta variable japonesa. Las empresas japonesas son de las pocas de las economías desarrolladas que siguen recibiendo el apoyo de unos tipos de interés más bajos, herencia de años de lucha contra la deflación. Dado que los beneficios de las empresas siguen siendo sólidos, gracias a los datos macroeconómicos positivos y a las reformas empresariales, creemos que las valoraciones son atractivas en los niveles actuales, aunque nuestra opinión podría cambiar durante 2024. **Estaremos atentos a nuevos indicios de que el Banco de Japón relaje su política de control de la curva de tipos, uno de los riesgos de mercado más infravalorados de cara a 2024, en nuestra opinión.** Japón es el mayor tenedor extranjero de bonos del Tesoro de EE.UU. y la posibilidad de mayores rendimientos en los bonos japoneses y un yen más sólido podría significar volatilidad en el mercado si los inversores japoneses trasladan el dinero a casa.

¿Qué otras ideas potenciales muestran la importancia de la diversificación entre mercados? Creemos que México podría beneficiarse a medida que los productores trasladen allí las cadenas de suministro desde China para estar más cerca del mercado estadounidense. Los mercados emergentes en general se están viendo frenados por las dudas sobre la salud de la economía china. **Los problemas del mercado inmobiliario han lastrado a China y pueden limitar las perspectivas inmediatas de crecimiento. Pero esperamos un cambio de tendencia en 2024 y seguimos convencidos de las oportunidades de inversión a largo plazo** en China, a medida que se transforma en una economía impulsada por la innovación.

¿Oportunidades de alfa?

Creemos que en 2024 será importante saber diferenciar en la selección de activos en todo el espectro de inversión. En una época en la que el dinero vuelve a tener un coste, no todos los activos presentarán rentabilidades atractivas. El exceso de liquidez que ha ayudado a mantener muchos activos a flote desde la crisis financiera mundial está disminuyendo a medida que los bancos centrales retiran los estímulos. La buena noticia es que esto puede allanar el camino para un enfoque más activo en la gestión, donde pueden surgir oportunidades de generar alfa.

3) Hizbulá, partido político y grupo militante con sede en Líbano, mantiene profundos vínculos con Hamás y ha sido catalogado como organización terrorista por diversos gobiernos occidentales, entre los que se encuentra el de EE.UU.



MERCADOS PRIVADOS

Una nueva oportunidad



Emmanuel Deblanc
CIO global de
Mercados Privados

El interés por la inversión en mercados privados ha crecido con intensidad en los últimos años, y con razón. Después de 2008, cuando los tipos de interés estaban en mínimos históricos, muchos inversores buscaban una rentabilidad adicional. Más recientemente, cuando la inflación se disparó y los tipos de interés subieron con rapidez, muchos inversores se refugiaron en la protección de los tipos variables y los activos ligados a la inflación de los mercados privados.

Más allá de estos factores coyunturales (que siguen siendo relevantes a pesar de que los ciclos de subidas de los bancos centrales están llegando a su fin y la inflación está disminuyendo), consideramos que existen varios elementos que favorecen la asignación a los mercados privados. Es más, **creemos que se trata de una gran oportunidad para los inversores, ya que las valoraciones y las distintas circunstancias recuerdan en cierto modo a los años de reajuste posteriores a la crisis de 2009-2010.**

La incertidumbre crea oportunidades

La economía y los mercados financieros están en proceso de transición, a medida que la incertidumbre sobre la evolución de los tipos da paso a la inquietud sobre las perspectivas económicas y la amenaza de recesión. Los periodos de incertidumbre pueden ser un buen momento para invertir en mercados privados. **A medida que los mercados se reajustan y los activos se revalorizan, las estrategias de mercados privados (la**

mayoría de las cuales tienen períodos de despliegue plurianuales) pueden ofrecer la posibilidad de centrarse en oportunidades específicas de valor relativo junto con la exposición a tendencias a más largo plazo.

La naturaleza menos líquida de los mercados privados significa que no se adaptan al perfil de riesgo de todos los inversores. Sin embargo, los mercados privados se han ido abriendo paso hasta convertirse en un universo global, altamente diversificado y heterogéneo, y esperamos que sigan atrayendo nuevas y crecientes asignaciones por parte de inversores diversos. En el contexto del impacto disruptivo que las subidas de tipos han tenido en las valoraciones y la volatilidad de los mercados cotizados, creemos que muchos inversores habrán reajustado el grado de "iliquidez" que están dispuestos a tolerar para obtener la prima prevista de los mercados privados. Además, **observamos una creciente concienciación entre grandes inversores de que los mercados privados pueden desempeñar un importante papel duradero en las carteras**, con una selección activa y la protección de una estructura de inversión a medida, que contribuya a crear resistencia a lo largo del ciclo.

La inflación continúa siendo importante

Una de las ventajas de los mercados privados es la cobertura frente a la inflación que pueden ofrecer a los inversores en algunos casos, un aspecto que, en nuestra opinión, seguirá siendo relevante en 2024. Si bien considerar los mercados privados como una cobertura frente a la inflación puede resultar demasiado simple, es cierto que muchas de las estructuras de las operaciones ofrecen un buen nivel de protección frente a la inflación. En el crédito privado (corporativo), por ejemplo, muchas operaciones son a tipo variable y los desembolsos se ajustan a la evolución de los tipos de referencia, mientras que los proyectos de infraestructuras suelen tener costes y precios vinculados a la inflación. Hay que decir que

no se trata ni mucho menos de una protección perfecta contra la inflación, y que son más efectivos con niveles de inflación “normales” (es decir, de un solo dígito) que con los picos de los últimos 18 meses. Con una inflación que se está moderando gradualmente, pero con factores estructurales que probablemente la mantendrán por encima de los objetivos de los bancos centrales durante algún tiempo, los mercados privados pueden ser una herramienta eficaz para hacer frente a esa inquietud.

Dos puntos de entrada a corto plazo

Creemos que la oportunidad más interesante de cara a 2024 se encuentra en el crédito privado, donde el perfil de riesgo-rentabilidad parece atractivo. Al igual que en los mercados de crédito tradicionales (es decir, los bonos corporativos), la subida de los tipos de interés ha llevado los rendimientos del crédito privado a niveles que los inversores no habían podido alcanzar en años. Es evidente que la subida de los tipos también genera presiones sobre los costes de financiación de las empresas, y hay dudas sobre la viabilidad de determinadas estructuras de capital. Dado que es probable que los principales prestamistas bancarios muestren una mayor aversión al riesgo en 2024, los inversores de los mercados privados deberían encontrar oportunidades para participar en acuerdos de financiación en condiciones favorables.

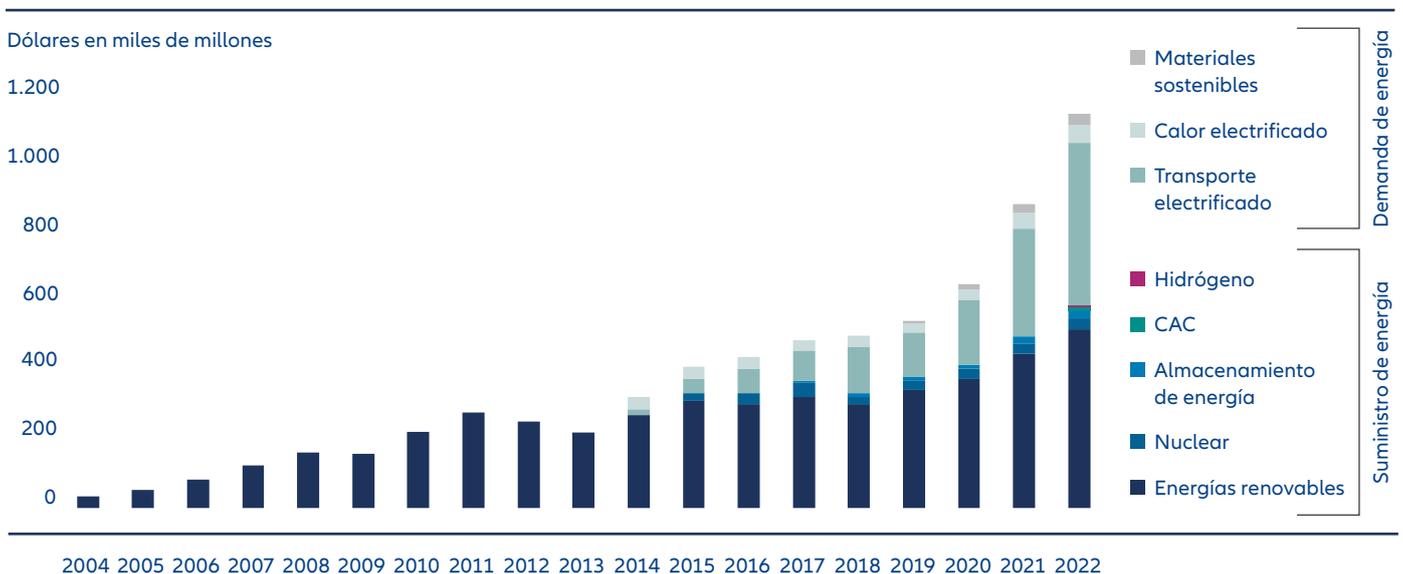
Otra gran oportunidad potencial se encuentra en las infraestructuras, que además de sus características de protección frente a la inflación también pueden contribuir a proporcionar rentabilidades diversificadas

y flujos de caja estables. La gran demanda actual de inversión en infraestructuras está impulsada, entre otros factores, por un cambio sustancial en el sector energético. La transición energética, la seguridad energética y la reducción del riesgo de las cadenas de suministro de tecnologías como la electrólisis para la producción de hidrógeno o las baterías de los coches eléctricos necesitan financiación. La magnitud de la Ley de Reducción de la Inflación de EE.UU., de 437.000 millones de dólares, es un ejemplo de la capacidad de reacción que los gobiernos están dispuestos a asumir, pero la transición energética también requerirá una enorme movilización de capital privado (véase el Gráfico 5), sobre todo en una época en la que es probable que el margen fiscal de los gobiernos siga siendo reducido. También conocidos como activos “reales”, los proyectos de infraestructuras como las redes eléctricas y de transporte suelen financiarse mediante contratos a largo plazo que pueden ayudar a aislarlos del ciclo económico y de la volatilidad general del mercado.

Valor a largo plazo

La incertidumbre sobre las perspectivas económicas mantendrá a muchos inversores en actitud de espera. Sin embargo, la actual tendencia de tipos más altos y la presencia de nuevas tendencias globales a largo plazo, como la transición energética, deberían ofrecer a los inversores la oportunidad de acceder a algunos sectores de los mercados privados en condiciones atractivas. En nuestra opinión, 2024 debería ser una añada de operaciones en los mercados privados que los inversores querrán ver en sus carteras en los próximos años.

Gráfico 5: ¿Cuánta inversión global adicional será necesaria para la transición energética?



Fuente: BloombergNEF. Nota: los años de inicio difieren según el sector, pero todos los sectores están presentes a partir de 2019. Las cifras nucleares comienzan en 2015. Datos a enero de 2023.

Información importante. 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. Esto es una comunicación publicitaria. Las opiniones y los pareceres expresados en el presente documento, que están sujetos a cambio sin previo aviso, corresponden a las sociedades emisoras en el momento de la publicación. Los datos utilizados se han obtenido de diversas fuentes y se consideran correctos y fiables en el momento de la publicación. Las condiciones de cualquier oferta o contrato subyacente que se haya realizado o celebrado —o que se pueda realizar o celebrar— prevalecerán. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. 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 tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma.