

Perspectivas de 2023: preparados para el reinicio

Noviembre 2022

El cambio que estamos observando en los mercados parece que va ser crucial. El dinero vuelve a tener un coste, por lo que podría volver a haber alternativas a la renta variable. ¿Pero esto supone simplemente la vuelta a las condiciones “normales” tras un largo periodo de tipos de interés bajísimos y una inflación muy controlada? ¿O se nos está escapando algo? A medida que los mercados se van ajustando y empiezan a estabilizarse, creemos que pueden surgir posibles oportunidades para los inversores en 2023.

Aspectos clave

- Los niveles tan altos de inflación y las subidas de tipos son dos razones de peso que explican por qué la economía mundial se está ralentizando; nosotros creemos que los mercados siguen subestimando el nivel que pueden llegar a alcanzar los tipos.
- Pero podríamos estar acercándonos al punto en el que las malas noticias para la economía, incluyendo la inminente recesión, se convierten en buenas noticias para los mercados, y podría haber posibles oportunidades para volver a entrar en los mercados de bonos y acciones en 2023.
- En esta “nueva vieja normalidad”, consideramos que empiezan a surgir oportunidades dentro de los mercados de renta fija, empezando por los bonos del estado y, de forma progresiva, dentro del crédito con grado de inversión.
- El año que viene también podría ser el momento de posicionar las carteras a largo plazo, centrándonos en temáticas de alta convicción como la seguridad nacional, la innovación en materia climática y la sostenibilidad.

Visión macro: tenemos una recesión a la vista, pero conviene planificar la recuperación



Stefan Hofrichter
Responsable de
Economía y Estrategia

¿El escenario más probable para 2023 es la reactivación de los activos de riesgo? La venta en tándem de acciones y bonos que los inversores vivieron en 2022 es rara, pero no

inédita.¹ Tras una disrupción así, los inversores podrían esperar una recuperación. No obstante, todo dependerá en gran parte de la trayectoria que sigan la inflación y

los tipos de interés, así como de la gravedad de una previsible recesión mundial. Aunque está justificada la cautela, es probable que, durante el año, se presenten oportunidades

1. La última vez que cayeron tanto los índices de renta variable como de renta fija de Estados Unidos fue en el año 1994. Fuente: *Stocks and Bonds are Falling in Lockstep at Pace Unseen in Decades*, Wall Street Journal, 3 de mayo 2022

para los inversores a medida que la economía mundial se vaya adaptando a una normalización de las condiciones financieras; una "normalidad" que podría resultar extraña tras un periodo tan prolongado de tipos tan bajos.

Las fuerzas estructurales acentúan las presiones inflacionistas

El consenso del mercado y de los bancos centrales había considerado en un primer momento que el aumento de la inflación era "transitorio", un fenómeno provocado por las alteraciones en las cadenas de suministro derivadas de la COVID-19 y la guerra de Ucrania. Estos factores externos tienen un papel relevante a la hora de explicar unos niveles de inflación no vistos desde principios de los 80, pero llevamos un tiempo sosteniendo que hay fuerzas estructurales que también están influyendo:

- El exceso de estímulo monetario tras la crisis financiera mundial, que fomentó la demanda de bienes y servicios, y que no se retiró a tiempo para combatir la inflación.
- Del mismo modo, el apoyo a la política fiscal y monetaria que plantearon los gobiernos tras la COVID-19 sembró la semilla de las presiones inflacionistas.
- Otros factores estructurales que contribuyen a un entorno inflacionista a largo plazo, como la desglobalización, las dinámicas que impulsan subidas salariales en regiones clave y la lucha contra el cambio climático.

¿Han descontado ya los mercados el efecto de la nueva política monetaria?

Desde que reconoció la necesidad urgente de endurecer su política, la Reserva Federal de Estados Unidos ha subido los tipos al ritmo más rápido en más de tres décadas. El resto de bancos centrales de los principales mercados desarrollados, salvo el Banco de Japón, han seguido su ejemplo. La escala y la velocidad de las subsiguientes subidas de tipos no han dejado de sorprender a los mercados; y nosotros creemos que se sigue subestimando el nivel que

acabarán alcanzando los tipos. Prevedemos más subidas a medida que los bancos centrales intenten frenar la inflación:

- Para volver a equilibrar la economía, es probable que el tipo de los fondos federales suba muy por encima del nivel "neutral", que es el nivel teórico en el que la política monetaria no es ni acomodaticia ni restrictiva. Sobre la base de nuestra visión de un tipo neutro cercano al 4%, esperamos que el tipo objetivo suba hasta el 5% o más y que se mantenga en ese nivel durante más tiempo del que prevén los mercados.
- También esperamos que otros grandes bancos centrales suban los tipos de interés más de lo que esperan los mercados.
- Es probable que veamos una bajada de las tasas de inflación interanual a medida que transcurre el año 2023, debido en parte a los efectos de base, a medida que los precios de la energía empiezan a bajar. Pero es probable que esto no sea suficiente para que los bancos centrales dejen de subir los tipos. Las presiones inflacionistas subyacentes se van a mantener más allá del corto plazo.
- ¿Qué pasa con la interacción de la inflación y cualquier entorno de recesión inminente? No podemos excluir un escenario en el que los bancos centrales dejen de subir los tipos una vez que empiece la recesión. Aun así, teniendo en cuenta su discurso reciente, consideramos que se trata de un riesgo, no de un escenario base. Cualquier estímulo de la política fiscal que los gobiernos utilicen para aliviar el impacto de la recesión probablemente tendrá que lidiar con nuevas subidas de tipos.

Nuestras perspectivas económicas: la recesión será un obstáculo para los activos de riesgo

Dado que el alcance total de la política monetaria probablemente aún no ha sido descontado por parte de los mercados, es de esperar que los activos de riesgo sigan atravesando turbulencias. Si bien es cierto que las valoraciones han empezado a

ajustarse, seguimos considerando que los mercados de bonos y el mercado de renta variable estadounidense tienen unos precios poco atractivos. Una consideración importante: la Reserva Federal pretende crear explícitamente unas condiciones financieras más estrictas, incluyendo la bajada de los precios de los activos, para lograr una desaceleración de la economía. De este modo, el banco central estadounidense espera reducir la inflación.

La elevada inflación y las subidas de tipos son dos razones de peso por las que la economía mundial se está desacelerando:

- Prevedemos que la economía estadounidense entre en recesión en 2023. La solidez del mercado laboral ha protegido hasta ahora a la economía de un supuesto aterrizaje brusco, es decir, de una desaceleración más severa. Pero el aumento de los costes de financiación y la caída de la renta real disponible (debido a las altas tasas de inflación) van a lastrar la economía. Estos factores, junto con la ralentización del crecimiento de los beneficios de las empresas, que reprimirá su actividad de inversión, acabarán por desencadenar una recesión.
- Es posible que Europa caiga en recesión antes, probablemente durante el cuarto trimestre de 2022, fundamentalmente por su considerable dependencia del petróleo y el gas importados, cuyo precio ha subido de forma significativa.
- China está sufriendo no solo por las dificultades que atraviesa el mercado inmobiliario, sino también por las consecuencias de su política de cero COVID, una política que el presidente de China, Xi Jinping, defendió durante su discurso en el Congreso del Partido Comunista de octubre de 2022.²

Esta recesión mundial es un obstáculo importante para que los precios de los activos de riesgo puedan repuntar, al menos por ahora. Si el pasado sirve de guía para el futuro, los precios de las acciones podrían tocar fondo durante la primera

2. Fuente: [China is sticking to its 'zero Covid' policy](#), New York Times, 16 de octubre de 2022

mitad de la recesión, una vez que los inversores empiecen a ver signos de recuperación. Lo mismo podría ocurrir con el comportamiento relativo de los bonos con riesgos más elevados en comparación con los soberanos. Los inversores también deben ser conscientes de los riesgos relacionados con la estabilidad financiera. La crisis de los fondos de pensiones de Reino Unido, relacionada con la subida de las rentabilidades de la deuda pública del país en octubre de 2022, fue un recordatorio de que la subida de los tipos puede hacer aflorar riesgos en materia de estabilidad financiera que habían estado fuera del foco de atención tras varios años de auge de los mercados.

El hecho de que el mercado se pase de frenada podría sentar las bases para un posible repunte de la renta fija y la renta variable

Teniendo en cuenta estas perspectivas, por ahora mantenemos una posición bastante prudente. Pero esperamos ver oportunidades potenciales para volver a elevar la exposición a bonos y acciones a lo largo de 2023. Hay varios posibles puntos de inflexión que deben tenerse en cuenta:

– En particular, la renta fija, pero también la renta variable, podría estabilizarse y repuntar una vez que las expectativas del mercado sobre las subidas de tipos superen el nivel de lo que será realmente necesario (véase el **Gráfico 1**). Normalmente, esto ocurre hacia el final de un ciclo de subidas de tipos.

- El pesimismo de los inversores suele marcar su punto más bajo durante una recesión. A partir de ahí, los inversores pueden empezar a escalar “el muro de la preocupación”, el punto en el que los inversores superan sus temores sobre cuestiones negativas y los valores empiezan a subir.
- El actual aumento de la volatilidad del mercado podría ser un entorno ideal para que los inversores más activos identifiquen oportunidades dentro de las distintas clases de activos. Nuestros Directores de Inversión (CIO) exploran a continuación esas oportunidades.

Gráfico 1: Los mercados están descontando ahora unos tipos de interés más altos



Fuente: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Banco de Pagos Internacionales, Bloomberg. Datos a 20 de octubre de 2022.

Estrategia de renta fija: ¿Será 2023 el momento de volver a los mercados?



Franck Dixmier
CIO Global
de Renta Fija

Tras un reajuste histórico como el vivido en los mercados mundiales de bonos, una pregunta clave en la mente de los inversores es cómo volver a apostar por la renta fija de cara a 2023. El panorama macroeconómico sigue siendo complicado. La inflación subyacente puede tardar

más de lo previsto en volver a estar bajo control aunque a medida que las economías se van desacelerando, es probable que la tendencia alcista de la inflación general se vaya atenuando un poco. Pero siguen acechando los riesgos de cola. Es posible que los mercados hayan juzgado

mal la política monetaria en dos sentidos: en primer lugar, en relación con el nivel al que tendrán que llegar a subir los tipos, y mantenerse durante algún tiempo, para poder estabilizar y reducir la inflación; y en segundo lugar, la magnitud en que habrá que reducir las medidas de relajación cuantitativa a través de la compra de activos.

En el futuro, creemos que los bancos centrales tendrán dificultades para dejar atrás la percepción que tiene el mercado de su papel como “creadores de mercado de bonos” o “financiadores de la política fiscal” de último recurso. A medida que las expectativas en torno a la liquidez y el “dominio fiscal” vayan llegando a su fin, podemos esperar que los episodios de volatilidad del mercado sean la característica dominante de los próximos meses.

Nuestros propios indicadores adelantados prevén que el crecimiento mundial siga manteniéndose por debajo de su potencial en los próximos meses. Cada vez es más probable que se produzca una recesión mundial, debido a los vientos en contra derivados del endurecimiento de las condiciones financieras y la reducción de la capacidad adquisitiva de los hogares. Para las economías emergentes, en las que la inflación está dando los primeros signos de moderación y muchos bancos centrales están cerca del final de sus ciclos de ajuste, la fuerte revalorización del dólar y la reducción de la liquidez mundial en dólares no son ninguna ayuda.

Debemos plantearnos la posibilidad de invertir en activos que ayuden a minimizar la volatilidad de los tipos, los diferenciales y las divisas

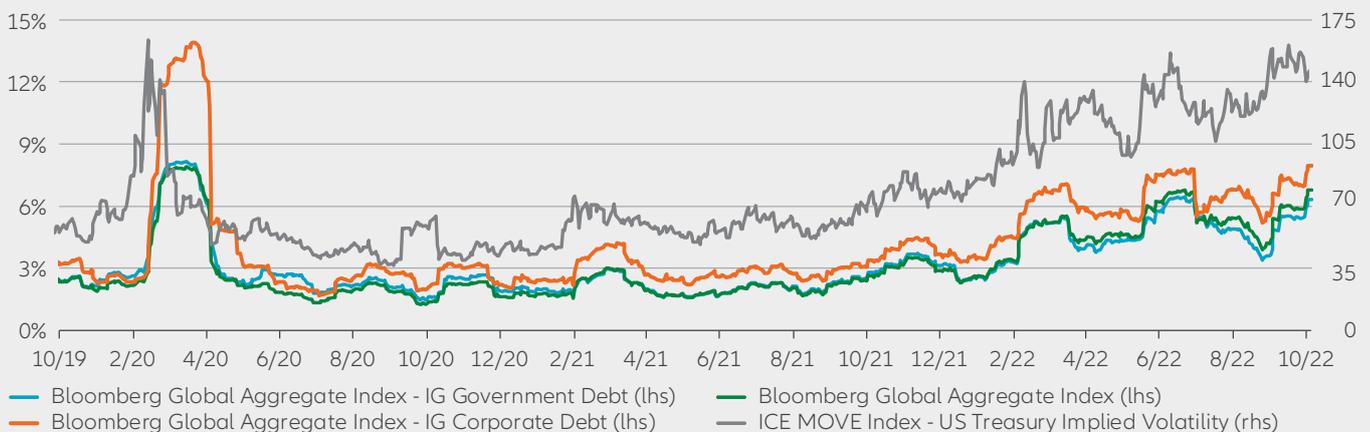
Si bien es cierto que la venta masiva de deuda pública británica en octubre de 2022 fue realmente idiosincrática

en ciertos aspectos, lo cierto es que significó que los inversores podían añadir la “estabilidad financiera” a una lista de riesgos de cola que ya incluía la “pertinaz inflación” y la “recesión profunda”. Las perspectivas para los bonos se han complicado: las medidas de volatilidad implícita y realizada de los bonos siguen siendo demasiado elevadas y muy inestables para asumir demasiado riesgo directo y unidireccional en las carteras (véase el **Gráfico 2**). Ideas para reflexionar:

- Teniendo en cuenta la incertidumbre macroeconómica inherente a este punto del ciclo de los tipos y del crédito, podría ser el momento equivocado para aumentar de forma agresiva la duración o el riesgo de crédito.
- Muchas curvas de tipos de la deuda pública están planas o invertidas, por lo que la compra de bonos a corto plazo podría asegurar una rentabilidad tan alta, o incluso más, que la que ofrece la deuda a largo plazo. Sin embargo, los bonos a corto plazo podrían no ayudar mucho a amortiguar la volatilidad de las carteras, ya que la parte frontal de las curvas de tipos sigue siendo vulnerable a nuevas perturbaciones derivadas de la revalorización de los tipos finales a corto plazo.
- Bajo nuestro punto de vista, los inversores deberían plantearse la posibilidad de combinar los bonos con vencimiento a corto plazo con estrategias *overlay* en derivados que pueden ayudar a minimizar la volatilidad de los tipos, los diferenciales y las divisas. Es importante tener en cuenta que estas estrategias de cobertura podrían suponer un desembolso de efectivo y unos costes que pueden mermar la rentabilidad.
- Los bonos flotantes son otra forma de añadir exposición a la deuda corporativa de corta duración con menos

Gráfico 2: Las medidas de volatilidad esperada y realizada de los bonos han bajado desde sus máximos recientes, pero siguen siendo altas

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 31 de octubre de 2022. Rentabilidad del índice en dólares (con cobertura). La volatilidad realizada (30 días después) está anualizada. IG= bonos calificados como Investment Grade. lhs= 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 rentabilidad 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 y las cuestiones relevantes sobre el riesgo. Los inversores no pueden invertir directamente en un índice. Las rentabilidades de los índices se presentan como rentabilidades netas, que reflejan tanto la evolución de los precios como los ingresos por distribución de dividendos, en su caso, pero no reflejan las tasas, las comisiones ni otros gastos de inversión.

riesgo de tipo de interés. Debemos tener en cuenta que las rentabilidades de los bonos flotantes tienden a ser más bajas que los de los bonos corporativos a tipo fijo; harían falta varias subidas consecutivas de los tipos para que las rentabilidades de los bonos flotantes empezaran a recuperar el terreno perdido.

Oportunidades de una huida buscando la seguridad

El cambio a un régimen impulsado por la inflación (en contraposición a un régimen impulsado por el crecimiento) está empezando a abonar las oportunidades para las estrategias de bonos flexibles que podrían beneficiarse de las discrepancias de precios en los mercados mundiales. Las condiciones del mercado se han vuelto más propicias para un posicionamiento táctico y de valor relativo, buscando beneficiarse de forma gradual de los movimientos de los diferenciales entre países y activos en todo el espectro de la curva de tipos.

Algunos bancos centrales van por delante de otros en el ciclo de subidas de tipos, y estamos empezando a ver los primeros signos de una mayor divergencia en las expectativas en relación con la política monetaria. Es posible que dentro de poco los inversores quieran apostar de forma más estratégica, pero de manera progresiva, por los mercados desarrollados de referencia, que podrían beneficiarse de una huida en busca de la seguridad. Esto incluye mercados en los que ya se han producido importantes subidas de tipos, donde se pueden encontrar rentabilidades reales más positivas a lo largo de la curva y donde las expectativas de tipos de interés terminales (es decir, el máximo antes de que los tipos vuelvan a bajar) son elevadas en comparación con el tipo percibido como "neutral".

Atención a los resultados poco ortodoxos

También conviene tener en cuenta el ajuste cuantitativo. Si los bancos centrales se adelantan y aceleran la salida de sus posiciones de bonos, la liquidez podría empeorar y los bonos a más largo plazo podrían no comportarse como se espera en un escenario de huida en busca de la seguridad.

Las turbulencias del mercado de bonos británicos han planteado otro escenario poco ortodoxo. Mientras sigan subiendo los tipos a corto plazo, los bancos centrales podrían tener que retrasar las restricciones monetarias como forma de restaurar la liquidez en el extremo largo de la curva. Podrían argumentar que las compras de bonos en ese contexto no son inflacionarias, ya que no fomentan necesariamente el préstamo y el gasto. Los mercados de bonos y de divisas podrían comportarse de forma diferente y, sin embargo, estar bajo presión.

¿Y ahora, qué? Para empezar, crédito con grado de inversión

Una vez que la inflación y los tipos se estabilicen, al menos en los mercados de referencia, contamos con que los activos de mayor riesgo (y que ofrecen mayores diferenciales) les irán siguiendo poco a poco. El ciclo crediticio apenas ha comenzado a girar y el impacto total de la caída de la demanda de los consumidores en los sectores corporativos apenas ha empezado a dejarse notar. Las bajadas en el mercado suelen requerir paciencia, y el análisis histórico sugiere que tres meses de recesión constituyen un posible punto de entrada para aumentar la apuesta por el riesgo en el crédito con grado de inversión. Otras oportunidades potenciales que conviene tener en cuenta son:

- Las rentabilidades que ofrece la deuda con etiqueta de sostenibilidad, como los bonos verdes emitidos principalmente en el segmento de grado de inversión, se han reajustado a niveles más competitivos. Nosotros creemos que la crisis energética va a impulsar la demanda y la rentabilidad a largo plazo de la financiación verde y social, aunque a corto plazo se recurra a fuentes más contaminantes y haya topes en las facturas de la energía para evitar una crisis.
- Los bonos corporativos de alta rentabilidad y la deuda externa de los mercados emergentes han recuperado su valor y ofrecen un amplio colchón de rentas (vía cupones) y una rentabilidad potencialmente atractiva a largo plazo. Pero estos activos pueden conllevar una mayor volatilidad, así como riesgos de impago, por lo que la gestión activa es fundamental.

Los fundamentales son mucho mejores que en periodos anteriores de recesión, pero sigue existiendo incertidumbre sobre hasta dónde llegarán los tipos y cuáles serán las consecuencias para el crecimiento. Nuestras previsiones siguen favoreciendo la infraponderación de la beta en la renta fija, con el fin de reducir esta infraponderación de manera gradual a través de emisores de mayor calidad y una asignación libre por zonas geográficas.

Estrategia de renta variable: adaptación a la “nueva normalidad”



Virginie Maisonneuve
CIO Global de
Renta Variable

En 2022 se produjo el endurecimiento más rápido de las condiciones monetarias en 40 años, al tratar de evitar los bancos centrales un “anclaje” de las expectativas de la inflación al estilo de los años 70. Los mercados tardaron en apreciar lo agresivos que estaban dispuestos a ser los responsables de la política monetaria, pero las medidas adoptadas ya están ayudando a enfriar la inflación y van a sentar las bases para los mercados en 2023.

Dada su relativa fortaleza económica y su resistencia en materia energética, Estados Unidos tiene la capacidad de absorber un endurecimiento monetario más drástico que otros países. Una dosis tan fuerte de medicina ayuda a la lucha contra la inflación, pero también puede tener consecuencias globales. Ha contribuido a suprimir de forma brusca la demanda, a incrementar el riesgo de recesión y a crear tensiones en los mercados de divisas y en otros espacios. Ya estamos viendo que las perspectivas mundiales cada vez difieren más, con un crecimiento lento y una inflación baja en China, y con Europa debilitada por su dependencia estructural del gas ruso.

Los cambios geopolíticos, las alteraciones de la cadena de suministro y los desafíos demográficos pueden aumentar los costes, pero ofrecen potencial de inversión

El futuro ecosistema de los mercados será probablemente muy distinto del que ha prevalecido en la última década. Los factores deflacionarios, como la expansión de la cadena de suministro global gracias a la potencia manufacturera de China o la transferencia de tecnología entre las diferentes regiones y naciones, se enfrentarán a nuevos contrapesos. Otros cambios geopolíticos podrían tener importantes ramificaciones, como la evolución de China hacia una tercera fase de su desarrollo reciente, en la que espera combinar el éxito económico continuado con la influencia del

denominado “poder blando”.

Las cadenas de suministro mundiales se están rediseñando en función de la confianza y la vuelta de la producción “a casa”, o cerca, es cada vez más frecuente. Las tecnologías como la inteligencia artificial (IA) se están implantando mucho más allá del sector tecnológico, lo que está creando un entorno competitivo de “supervivencia del más fuerte”, un fenómeno que denominamos “darwinismo digital”. Todos estos factores, así como el envejecimiento general de la población, podrían contribuir a crear unos costes de fricción adicionales y dar soporte a la inflación.

Asimismo, el camino hacia un futuro de energías renovables podría experimentar cierta volatilidad y requerir una recalibración significativa. Conviene prepararse para un futuro en el que los tipos de interés probablemente tengan que estar por encima de lo que hemos visto en la última década en una “nueva normalidad” en la que el dinero vuelve a tener un coste.

2023 podría ser una buena oportunidad para posicionar las carteras a largo plazo

Los inversores deberían estar atentos a las siguientes señales:

- **Conviene prepararse para el posible cambio de tendencia del mercado de renta variable:** a corto plazo, nos acercamos al momento en que las malas noticias para la economía podrían convertirse en buenas noticias para los mercados de renta variable, a medida que el debilitamiento de la actividad económica comience a reducir la inflación. Esto podría provocar un ritmo más lento de subidas de tipos, y en última instancia un pico de tipos en 2023, junto con una recesión.
- **Se esperan ajustes en los beneficios:** las expectativas de beneficios corporativos (véase el **Gráfico 3**) aún tienen que bajar, quizás de

forma significativa en algunos casos, para reflejar el entorno recesivo, el aumento de los inventarios, el incremento de los costes de los insumos y los tipos de interés, así como un dólar más fuerte. Además, las expectativas tendrán que ajustarse a un mundo en el que el dinero vuelve a tener un coste. El crecimiento ya no puede financiarse con un endeudamiento ilimitado, y el umbral de rentabilidad que se exige al capital empleado debe aumentar. En última instancia, esta evolución es saludable y puede promover la supervivencia de los más aptos, favorecer a las empresas y los balances de más calidad y aumentar ingresos para algunos.

- **Percibir la volatilidad como una oportunidad potencial:** los cambios de “régimen” tienden a provocar volatilidad y perturbaciones, creando un entorno atractivo para los gestores activos más que para la gestión pasiva. En medio de la volatilidad de 2023, los inversores deberían explorar las oportunidades para posicionar las carteras a largo plazo. En primer lugar, conviene plantearse la posibilidad de anclar las carteras con estrategias multifactoriales de baja volatilidad que ofrezcan una posible base de estabilidad sobre la que construir el resto. En segundo lugar, debemos explorar el *value* de la calidad y oportunidades en *growth*, así como la búsqueda de rentas a través de dividendos. Por último, conviene considerar temáticas de alta convicción en torno a pilares clave como la seguridad nacional (por ejemplo, alimentos, energía, agua, ciberseguridad), la adaptación al cambio climático y la innovación (por ejemplo, IA) y sostenibilidad. Según la Agencia Internacional de la Energía (AIE), para lograr las emisiones netas cero en 2050 será necesario que la inversión anual en energías limpias se multiplique por más de tres de aquí a 2030, hasta alcanzar unos 4 billones de dólares.³ De este modo, se prevé

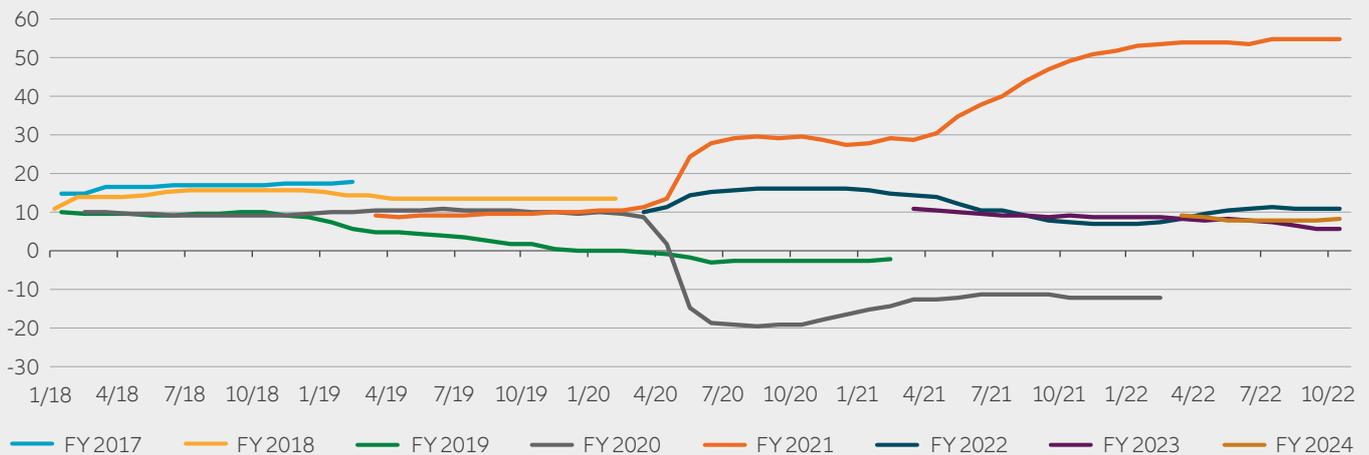
3. Fuente: *Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector*, IEA, octubre de 2021

que el panorama de la inversión pase de estar centrado en materias primas como el petróleo y el gas a las renovables y las materias primas necesarias para su suministro. Podría decirse que el mundo nunca ha experimentado una transformación energética de esta magnitud.

– **Atentos a las señales clave:** además de la evolución de las presiones inflacionistas, vemos tres señales importantes que debemos vigilar en 2023: a) la evolución del mercado laboral estadounidense: creemos que la Reserva Federal de Estados Unidos podría sentirse cómoda con un

aumento del paro del 3,5% a más del 4%, b) cómo afronta Europa la crisis energética que se está desarrollando, y c) los ajustes que lleve a cabo China en su política tras la Asamblea Popular Nacional de marzo de 2023 y el modelo de crecimiento que adopte el país.

Gráfico 3: Tras el enorme repunte de los beneficios por acción en 2021, las expectativas de beneficios para 2023 y 2024 parecen poco halagüeñas, pero podrían ajustarse aún más



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos a 1 de noviembre de 2022.

Estrategia multiactivo: surgen posibles refugios



Gregor MA Hirt
CIO Multiactivo Global

Han sido tiempos difíciles para los mercados. Las carteras mixtas de bonos y acciones han experimentado una rara correlación de rentabilidades negativas. La inflación subyacente sigue siendo elevada y las expectativas del mercado sobre la inflación a largo plazo siguen siendo demasiado bajas, en nuestra opinión. Y está claro que la Reserva Federal de Estados Unidos va a utilizar la destrucción de la riqueza financiera para debilitar la demanda. Pero nuestro grupo de expertos en multiactivos ve una luz al final del túnel, empezando por los activos de renta fija:

- Los bonos del estado, en particular los del Tesoro de Estados Unidos, podrían ofrecer las primeras oportunidades y empezar a parecer atractivos para los inversores que buscan rentabilidades a más largo plazo. Los inversores esperan que se repita la pauta histórica de que los bonos del estado se comporten mejor que otras clases de activos cuando la inflación caiga desde los máximos.
- TINA (There Is No Alternative), la popular frase hecha sobre la compra de acciones, “no hay alternativa”, ya

no es aplicable. Y las encuestas a los inversores⁴ indican unos niveles récord de efectivo en las carteras. Algunos inversores a largo plazo podrían volver a la renta fija una vez que la volatilidad de los bonos se estabilice.

- En el caso de los bonos corporativos con grado de inversión, preferimos pecar de precavidos por ahora. Este es el caso, en particular, de Europa, dado el temor a la recesión como consecuencia del aumento de los precios de la energía. Los diferenciales de crédito podrían ampliarse aún más

4. El número de participantes en la encuesta de gestores de fondos de Bank of America que sobreponderan la renta variable ha alcanzado un mínimo histórico, según la encuesta mensual del banco correspondiente a septiembre. Fuente: “Super bearish” fund managers’ allocation to global stocks at all-time low, Bank of America survey shows, Reuters, 22 de septiembre de 2022

y ofrecer puntos de entrada atractivos, pero sabemos que estos episodios de ampliación suelen ser efímeros.

El momento de la reincorporación al mercado de renta variable dependerá de una recesión

Para los mercados de renta variable, las valoraciones se han vuelto más atractivas, pero principalmente porque los precios se han ajustado. Los inversores deben tener en cuenta:

- Que las expectativas de beneficios siguen siendo relativamente altas, particularmente en Estados Unidos; y creemos que hay margen para que bajen.
- Los mercados europeos, donde las valoraciones parecen más justas, corren el riesgo de sufrir una recesión más larga y profunda que la que se espera en Estados Unidos. Hará falta más debilidad en el mercado para que nuestro equipo de Multiactivos justifique una postura más constructiva.

El momento perfecto es imposible de predecir. Pero históricamente, la primera mitad de una recesión, que es probable que llegue a Estados Unidos en 2023, podría ofrecer un punto de entrada potencial, ya que tiende a ser cuando los precios comienzan a tocar fondo. Especialmente si la Reserva Federal continúa endureciendo de forma agresiva su política monetaria, como se espera que haga.

Las materias primas energéticas mantienen su fortaleza, a pesar del entorno de recesión

En términos relativos, preferimos tácticamente los bonos *high yield* de Estados Unidos frente a las acciones de Estados Unidos por lo que pueden aportar en términos de *carry* y por ofrecer valoraciones más atractivas (véase el **Gráfico 4**). Desde el punto de vista sectorial, nos siguen gustando la energía, la sanidad mundial y el sector financiero de Estados Unidos.

Las materias primas están demostrando ser más resistentes de lo que muchos inversores esperaban, especialmente en el sector energético. Un entorno de recesión no suele ser óptimo para esta clase de activos, pero el panorama geopolítico ofrece un soporte poco habitual, con factores como:

- La guerra en Ucrania, que prevemos que durará hasta bien entrado el año 2023.
- La falta de inversión en energías “marrones” como el *fracking* en los últimos años.
- El paso a la descarbonización ayudará a los precios del gas.
- Por último, la OPEP parece empeñada en que el precio del petróleo siga alto durante más tiempo en los próximos trimestres, pese a la presión de Estados Unidos sobre Arabia Saudí.

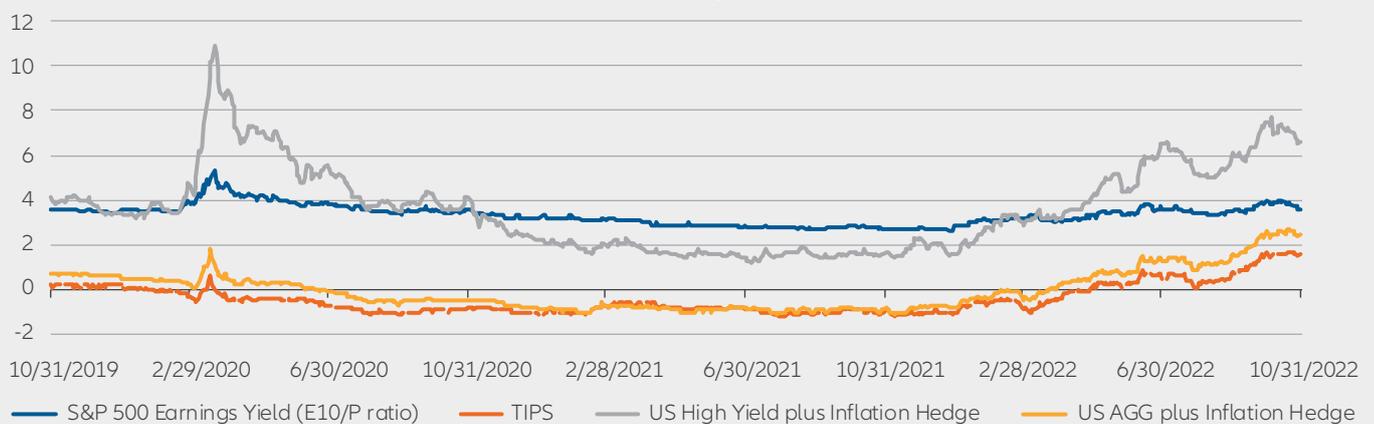
Precaución garantizada hasta que el dólar se estabilice

Un factor clave para los próximos meses será la trayectoria del dólar. La divisa está sobrevalorada, pero creemos que podría revalorizarse más, ya que los estudios indican que las divisas a veces sobrepasan su valor razonable durante períodos más largos. Su principal apoyo proviene de una ventaja relativa en la relación comercial. En combinación con los precios aún elevados de la energía, la fortaleza del dólar podría convertirse en un reto cada vez mayor para algunos mercados emergentes más débiles. Los préstamos del Fondo Monetario Internacional ya han alcanzado los 140 mil millones de dólares⁵, un récord tras la subida de los tipos, los elevados precios de las materias primas y la desaceleración económica mundial.

Las diferencias en las trayectorias de los tipos de interés en muchos países pueden ofrecer ahora una oportunidad para obtener rentabilidades atractivas, pero seguimos siendo cautos por el momento y esperamos que el dólar se estabilice. Para los inversores a largo plazo, creemos que los bonos *high yield* de Asia podrían ofrecer cierto valor frente a los globales.

En general, nuestras perspectivas sobre los multiactivos favorecen un enfoque flexible del posicionamiento de las carteras a medida que los inversores gestionan la transición de un entorno inflacionista a uno recesivo.

Gráfico 4: A medida que los activos refugio van sustituyendo a la “renta variable como única opción”, las acciones estadounidenses tienen un reto de valor absoluto y relativo



Fuente: Bloomberg. Datos a 31 de octubre de 2022.

5. Fuente: IMF bailouts hit record high as global economic outlook worsens, Financial Times, 25 de septiembre de 2022

Otro punto de vista: Voya Investment Management

Visión desde Estados Unidos: el pico de los tipos podría ser una señal de volatilidad en aumento



Matt Toms
CIO global,
Voya Investment
Management

Gran parte de la agitación en los mercados financieros en 2022 respondió en gran medida a los tipos de interés, y la Reserva Federal de Estados Unidos ha sido la que ha marcado la pauta. Los inversores de todo el mundo se sienten como pasajeros en un viaje con muchas turbulencias tratando de aguantar el tirón mientras anticipan el próximo movimiento de la Fed. Pero, aunque es importante mantenerse centrados en el largo plazo, sería un error pasar por alto las señales del entorno. Nos referimos a lo siguiente:

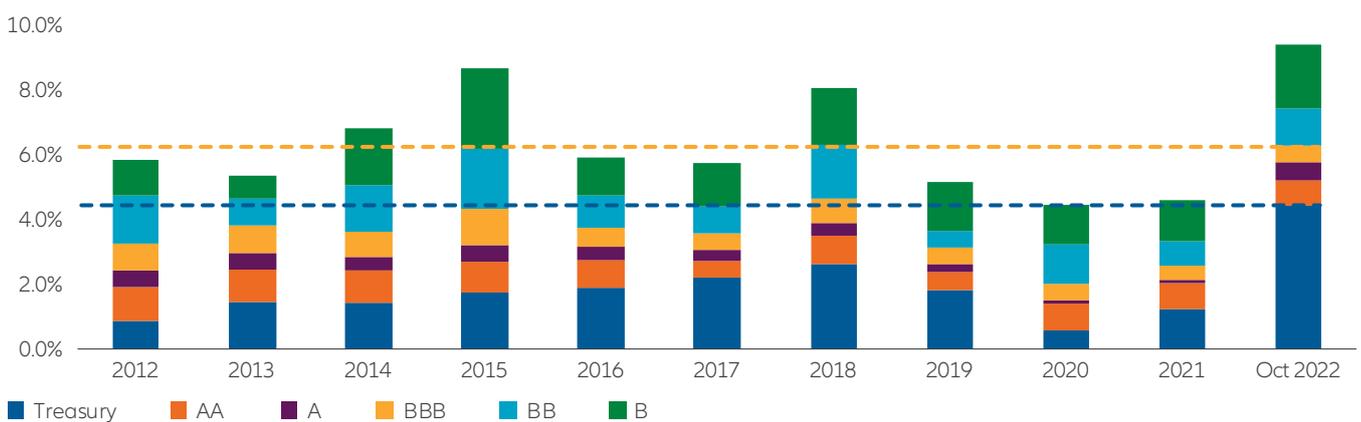
- La economía estadounidense sigue funcionando y la resistencia económica es buena para los consumidores y las empresas. Además, la Fed querrá ver una bajada en la inflación y una economía estadounidense notablemente más lenta antes de rebajar los tipos. Los mercados podrían reaccionar mal si la Fed se mantiene firme incluso después de que baje la inflación, pero eso podría ser una oportunidad para aprovechar caídas de corto plazo.
- El ciclo económico es una realidad, así que no debería sorprendernos ver una leve recesión en Estados Unidos en algún momento de 2023. Las cifras de empleo podrían empeorar un poco (aunque posiblemente no lo suficiente

como para justificar un recorte de los tipos) y los beneficios de las empresas están preparados para contraerse. Esta evolución, en última instancia saludable, podría preparar la siguiente fase del ciclo y contribuir a limitar la gravedad de la corriente descendente de la economía, siempre que no se produzcan desequilibrios significativos (burbujas) en la economía estadounidense.

- Queda mucho que decir sobre la búsqueda de un flujo de ingresos estable durante un período de volatilidad, y los inversores en renta fija pueden obtener mayores rentabilidades por un menor riesgo general. Los activos de alta calidad que generan ingresos son un buen lugar en el que estar en estos momentos.
- Los márgenes de beneficio de las empresas aún pueden bajar más, aunque a los mercados financieros no les guste. Tras la reciente compresión de la ratio precio-beneficio (PER), la calidad del beneficio en esta ecuación va a ser cada vez más importante. Lo que hemos visto hasta ahora es un reajuste de los precios de los activos impulsado en gran medida por los tipos, y no por el temor a una caída drástica de la economía.

Gráfico 5: Hay un resqueño de esperanza para los inversores en bonos: más rentabilidad por menos riesgo

Rentabilidades de Estados Unidos por calidad crediticia (2012-2022)



Fuente: Bloomberg Index Services Limited y Voya Investment Management. Bonos del Tesoro representados por el índice Bloomberg US Treasury. Rentabilidades por calidad crediticia representados por los subíndices Bloomberg US Corporate Aa, A y Baa y los subíndices Bloomberg US High Yield Corporate 2% Issuer Cap Ba y B. La línea discontinua azul representa la rentabilidad del índice del Tesoro estadounidense a 31 de octubre de 2022 y la línea discontinua amarilla representa la rentabilidad del índice Bloomberg US Corporate Baa a 31 de octubre de 2022.

Allianz Global Investors y Voya Investment Management (Voya IM) han establecido un acuerdo de colaboración estratégica de largo plazo. Desde el 25 de julio de 2022, el equipo de gestión se traspasó a Voya IM, entidad que pasa a ser responsable del fondo mencionado en esta presentación. AllianzGI continúa ofreciendo sus servicios y compartiendo información con Voya IM para esta estrategia.

– El dólar se ha convertido en una moneda de alta rentabilidad, ya que la Reserva Federal ha intentado en repetidas ocasiones frenar la inflación con una política monetaria estricta. Esperamos que el dólar se mantenga fuerte, pero si los tipos a largo plazo alcanzan su punto máximo, eso podría eliminar un factor clave que impulsa tanto el valor del dólar como la volatilidad del mercado.

Principales ideas para 2023: flujos de ingresos de mayor calidad y renta variable estadounidense

Para los inversores en renta fija, existe un aspecto positivo en la gran desbandada de los bonos: más rentabilidad por menos riesgo (véase el **Gráfico 5**). Estamos viendo rentabilidades atractivas y duraciones cortas en los valores respaldados por activos (incluidos los préstamos para automóviles y las tarjetas de crédito) y los valores respaldados por hipotecas (respaldados por prestamistas de titularidad gubernamental, como Fannie Mae). Las empresas con grado de inversión también han vivido ventas masivas, lo que ha hecho subir sus rentabilidades, mientras que su menor duración las hace menos volátiles. Los inversores deben tener en cuenta que la inversión en bonos no gubernamentales implica un riesgo de crédito, incluido el riesgo de impago. Y todos los bonos incluyen algún grado de riesgo de tipo de interés, que va aumentando a medida que aumenta la duración de un bono.

La volatilidad de los mercados de renta variable está creando oportunidades tanto en las grandes como en las pequeñas empresas estadounidenses. Las empresas más grandes suelen resistir mejor la inflación prolongada y tienen flujos de beneficios más duraderos, mientras que las de escasa capitalización cotizan con descuento respecto a las de gran capitalización y podrían repuntar si se disipan las condiciones de fuerte sobreventa actuales. Por supuesto, cualquier inversión en acciones puede tener volatilidad, como han demostrado los mercados en repetidas ocasiones. Esto es especialmente cierto en el caso de las pequeñas compañías, cuyo valor tiende a fluctuar más que el de las grandes. Si miramos más allá de Estados Unidos, otras regiones parecen menos atractivas en comparación con la fortaleza económica relativa de Estados Unidos, incluso con múltiplos de valoración reducidos.

¿El resultado final? Aunque esperamos ver un periodo prolongado de volatilidad en los mercados de riesgo hasta que los tipos de interés se estabilicen, las estrategias de inversión de mayor calidad que generan ingresos puede que sean capaces de ofrecer rentabilidades atractivas.

Allianz Global Investors es una gestora activa con más de 600 profesionales de la inversión repartidos en 20 oficinas en todo el mundo, con un patrimonio de 521.000 millones de euros. Invertimos a largo plazo y buscamos generar valor para los clientes en cada etapa del camino. Para hacerlo, somos activos – en la forma en que nos asociamos con los clientes y nos anticipamos a sus necesidades cambiantes, y construimos soluciones basadas en nuestras capacidades de inversión. Nuestro foco en proteger y hacer crecer los activos de nuestros clientes nos lleva de forma natural a un compromiso con la sostenibilidad para impulsar un cambio positivo. Tenemos la profunda convicción de que la experiencia es esencial para encontrar la mejor solución para nuestros clientes.

Active is: Allianz Global Investors

Datos de 30 septiembre de 2022. El patrimonio total incluye activos o carteras de títulos, valorados a valor de mercado actual, para los cuales las compañías de Allianz Asset Management son responsables frente a los clientes en cuanto a la provisión de gestión de carteras y servicios de gestión discrecional, tanto de forma directa como a través de asesores o sub-advisors. Esto excluye activos para los cuales las compañías de Allianz Asset Management prestan principalmente servicios de administración. Los activos bajo gestión se gestionan tanto para clientes terceros como para Allianz Group.

La diversificación no garantiza una ganancia ni protege contra pérdidas.

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 U.S. LLC, un asesor de inversiones registrado ante la U.S. Securities and Exchange Commission; Allianz Global Investors Distributors LLC, distribuidor registrado ante FINRA, y afiliado a Allianz Global Investors U.S. LLC; 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) con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma.