

Cuando divergen los mercados, surgen oportunidades

AUTORES



Erin Browne
Portfolio Manager
Asignación de activos



Emmanuel Sharef
Portfolio Manager
Asignación de activos
y multi-activos reales

RESUMEN

- Anticipamos que el crecimiento, la inflación y las políticas monetarias mundiales mostrarán trayectorias divergentes. Aunque es probable que la economía de EE. UU. mantenga su fortaleza, la inflación sigue siendo un riesgo. En este entorno, nuestros portafolios multi-activos ponen el foco en la calidad y la diversificación.
- Las señales ascendentes y descendentes nos llevan a sobreponer de forma moderada la renta variable, principalmente valores estadounidenses de gran capitalización, determinados mercados emergentes y algunas industrias cíclicas. Además, las asignaciones a renta variable deberían contribuir a mitigar el riesgo de inflación.
- Las políticas de los bancos centrales deberían respaldar la inversión en mercados desarrollados fuera de EE. UU., como Australia, Canadá, Reino Unido y la eurozona. También nos gustan los bonos de titulización hipotecaria (MBS) de agencias estadounidenses y varias áreas del crédito titulado, que ofrecen un atractivo perfil de rentabilidad-riesgo.

Las perspectivas económicas y de mercado mundiales muestran divergencias entre regiones y sectores. El año pasado, el crecimiento mundial parecía estancado en general, pero las tendencias de este año apuntan a un posible aterrizaje suave, en vez de una recesión, principalmente gracias a la persistente fortaleza de la economía estadounidense. No obstante, esa resiliencia entraña riesgos, entre los que destaca la posibilidad de una inflación más alta.

Unas perspectivas macroeconómicas divergentes generan oportunidades atractivas en las distintas clases de activos.

En mercados de renta fija, estamos reforzando nuestra exposición a determinados países fuera de EE. UU., ya que la previsible flexibilización de la política monetaria en esos países podría beneficiar a la clase de activos este año. En renta variable, seguimos favoreciendo a las empresas de alta calidad, que están preparadas para resistir diversos escenarios macroeconómicos, pero también estamos ampliando nuestras asignaciones a otros sectores, entre los que se incluyen las industrias cíclicas. La diversificación y la flexibilidad siguen siendo cruciales, y la gestión activa permite descubrir ideas interesantes y gestionar los riesgos.

En general, nos parece un entorno rico en objetivos para los portafolios multi-activos.

ENTORNO MACROECONÓMICO: DINÁMICAS DE CRECIMIENTO, RIESGOS DE INFLACIÓN

Nuestro indicador de ciclo económico interno (el modelo de factores dinámicos, que abarca unas 750 variables macro y de mercado) señala que la economía estadounidense se acerca a la fase final del ciclo expansivo. El PIB real ha seguido creciendo con fuerza, mientras que la inflación se ha frenado en niveles algo superiores al objetivo del 2% de la Reserva Federal (Fed). Como resultado, es probable que las tasas de interés oficiales de EE. UU. se mantengan altas durante más tiempo de lo que se pensaba, lo que podría conllevar un mayor endurecimiento de las condiciones financieras y un repunte de la volatilidad en las áreas de la economía más vulnerables a unas tasas más altas, como los inmuebles comerciales, el crédito privado y los bancos regionales. Esto significa que, aunque los factores que han contribuido a la resiliencia de la economía estadounidense parecen duraderos, no podemos descartar el riesgo de recesión (si desea profundizar en esta cuestión, le recomendamos que lea nuestras Perspectivas Cíclicas más recientes, tituladas ["Mercados divergentes, portafolios diversificados"](#)).

Además de la fortaleza económica de EE. UU., empezamos a ver señales de una incipiente aceleración en el resto del mundo, tras un 2023 en el que los mercados desarrollados (ex EE. UU.) registraron un crecimiento entre plano y ligeramente negativo. Por ejemplo, los índices de gestores de compras (PMI), que son un indicador adelantado de actividad, han rebotado en algunas regiones en los dos últimos meses (ver gráfico 1). Aun así, es previsible que EE. UU. siga siendo el principal motor del crecimiento mundial, sobre todo en comparación con otros mercados desarrollados.

Sin embargo, esta resiliencia económica no está exenta de riesgos, sobre todo porque los bancos centrales siguen comprometidos con devolver la inflación a los niveles objetivo. La inflación estadounidense se ha mantenido muy por encima del objetivo este año y ha superado las expectativas del mercado, lo que probablemente obligará a la Fed a posponer los recortes de tasas. Este escenario de tasas de interés más altas durante más tiempo ("higher-for-longer") podría restarle impulso al crecimiento económico.

En un entorno de este tipo, es previsible que a las empresas con balances solventes y fácil acceso a capital les vaya mejor que a las empresas más pequeñas o las más sensibles a tasas de interés.

Gráfico 1: Los índices de gestores de compras (PMI) han repuntado en los últimos meses



Fuente: Bloomberg, a 31 de marzo de 2024

CICLOS DE BENEFICIOS Y OPORTUNIDADES EN RENTA VARIABLE

Las tendencias macro y las favorables señales ascendentes nos llevan a sobreponderar moderadamente la renta variable en nuestros portafolios multi-activos.

Nuestro análisis de las presentaciones de resultados corporativos nos proporciona una señal destacable, ya que el porcentaje de empresas que hacen referencia a la "reducción de inventarios" ha pasado del 27% el pasado mes de octubre al 15% en abril. Esto sugiere que el exceso de inventario que tanto preocupaba a las empresas el año pasado ha mejorado notablemente (aunque aún son muy pocas las que hablan de reponer inventarios).

También apreciamos una mejora de los beneficios por acción (BPA) a medida que varios sectores salen de lo que podríamos llamar "recesiones sucesivas del BPA", una situación en la que diferentes sectores de renta variable experimentan caídas de beneficios en diferentes momentos y luego se recuperan, uno tras otro, a lo largo de varios trimestres.

De hecho, el sector growth del S&P 500 (dominado por la tecnología) sufrió una recesión del BPA en 2022 y se recuperó en 2023, justo cuando los BPA de la mayoría de los otros sectores se estaban contrayendo (ver gráfico 2). A medida que avance 2024, prevemos que los valores defensivos y cíclicos dejarán atrás las reducciones de beneficios, lo que podría implicar aumentos de precios significativos.

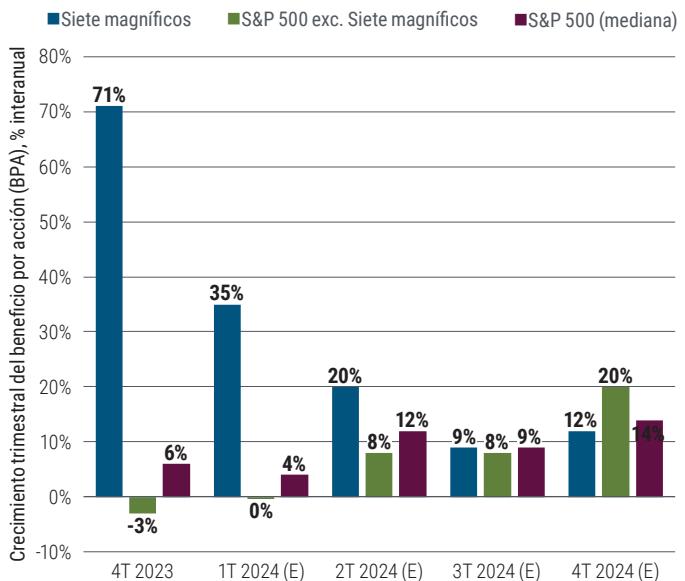
Gráfico 2: Recesiones sucesivas del crecimiento de beneficios en los sectores del S&P 500

Crecimiento del beneficio por acción (BPA) del S&P 500 por sector, % interanual

	Crecimiento	Defensivos	Cíclicos
1T 2022	0%	15%	18%
2T 2022	-10%	4%	30%
3T 2022	-7%	0%	18%
4T 2022	-17%	-1%	12%
1T 2023	-5%	-12%	8%
2T 2023	14%	-13%	-13%
3T 2023	24%	-7%	-1%
4T 2023	30%	-5%	-14%
1T 2024 (E)	21%	-1%	-8%
2T 2024 (E)	15%	10%	1%
3T 2024 (E)	12%	11%	1%
4T 2024 (E)	16%	15%	21%

Fuente: Datos de Bloomberg y cálculos de PIMCO, al 4T 2023; estimaciones de consenso para 2024. Porcentajes interanuales.

Gráfico 3: Los beneficios de las grandes tecnológicas podrían dejar de dominar el S&P 500 en 2024 a medida que mejoren el resto de sectores



Fuente: Datos de FactSet y estimaciones de consenso, a marzo de 2024. Los siete magníficos son Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

La evolución de estas sucesivas recesiones y recuperaciones podría fomentar la convergencia entre las tasas de crecimiento del BPA de las empresas líderes y las rezagadas del S&P 500. Los valores tecnológicos conocidos como los "siete magníficos" registraron un crecimiento interanual del BPA del 71% en el cuarto trimestre de 2023, pero se estima que este crecimiento se moderará al 12% para el cuarto trimestre de 2024 (ver gráfico 3). Por el contrario, se prevé que los beneficios de los otros 493 valores pasen de contraerse un 3% a crecer un 20% en el mismo periodo.

El crecimiento de beneficios podría impulsar las rentabilidades de precios de este segundo grupo y prevemos que las ganancias se repartan de forma más generalizada, en vez de concentrarse en los "siete magníficos" (que generaron cinco puntos porcentuales del 11% de rentabilidad total que se anotó el S&P 500 en el primer trimestre de 2024). Energía y salud se encuentran entre los sectores cuyos beneficios probablemente se acelerarán más este año. Por el contrario, las grandes tecnológicas y los servicios de comunicaciones podría experimentar una desaceleración del crecimiento de sus BPA (que, no obstante, seguirá siendo alto).

En cuanto a los factores de renta variable, las dinámicas de final de ciclo suelen resultar positivas para el factor calidad y, en menor medida, para los factores momentum y baja volatilidad. Esta afirmación se basa en nuestros cálculos históricos de los ratios de Sharpe de diversos factores de renta variable durante varias fases del ciclo a lo largo de los últimos 40 años.

En el contexto de un portafolio, la combinación del entorno descendente y las tendencias ascendentes sugieren una sobreponderación moderada en renta variable. Favorecemos los valores de gran capitalización y alta calidad, principalmente estadounidenses, pero también de mercados emergentes que presenten valoraciones razonables. Los valores cíclicos industriales también podrían ofrecer oportunidades interesantes a medida que dejen atrás las recesiones sucesivas de beneficios.

También creemos que la exposición a los mercados de renta variable representa una forma rentable de gestionar el riesgo de inflación, por lo que nuestros portafolios de asignación de activos mantienen un posicionamiento general neutro en activos reales.

UNAS PERSPECTIVAS DIVERGENTES RESPALDAN UNA ASIGNACIÓN DIVERSIFICADA EN RENTA FIJA

En nuestra opinión, los altos rendimientos que ofrece actualmente gran parte del mercado de renta fija apuntan a una revalorización del capital y tendemos a preferir los vencimientos intermedios. Dicho esto, a medida que las perspectivas y el alcance de la inflación, el crecimiento y la política monetaria muestren divergencias entre países, es probable que el comportamiento de la renta fija soberana siga el mismo camino.

Vemos oportunidades particularmente interesantes en regiones donde el crecimiento es lento o plano y la inflación está más controlada, lo que sugiere que la política monetaria podría flexibilizarse próximamente, dando impulso a la renta fija. En concreto, nos gusta la renta fija de Australia, donde el banco central es consciente del elevado endeudamiento de los hogares y del peso de las hipotecas a tasa de interés variable. Reino Unido, la eurozona y Canadá también están en situación de bajar tasas antes y de forma más agresiva que EE. UU., basándonos en las tendencias de inflación y las perspectivas económicas. En general, esta desincronización entre la trayectoria del banco central estadounidense y las de otras grandes economías desarrolladas crea oportunidades para diversificar la asignación a renta fija y generar rentabilidades atractivas.

EE. UU. podría mantener una sólida trayectoria de crecimiento, acompañada de una inflación persistentemente alta, lo que en general le resta atractivo a la renta fija estadounidense frente a la de muchos otros mercados desarrollados. Aun así, seguimos favoreciendo los bonos de titulización hipotecaria (MBS) de agencias estadounidenses, que ofrecen unos diferenciales amplios con respecto a los treasuries y que

podrían estrecharse cuando tengamos más claro cuándo empezará a bajar tasas la Fed, lo que debería reducir la volatilidad de tasas de interés.

En los mercados de crédito, encontramos valoraciones interesantes y fundamentales sólidos en varias áreas del crédito titulado. En general, nuestras carteras mantienen un posicionamiento neutro en crédito corporativo grado de inversión (IG), donde los diferenciales son muy estrechos, y están infraponderadas en high yield (HY), donde podrían empezar a repuntar los impagos.

En divisas, las perspectivas mundiales nos llevan a preferir el dólar estadounidense y determinados mercados emergentes, mientras que infraponderamos el euro.

TEMAS CLAVE PARA LOS INVERSORES: INTELIGENCIA ARTIFICIAL

La inteligencia artificial (IA) ha sido un importante motor de rentabilidad en renta variable y prevemos que continúe siéndolo a medida que las tecnologías mejoren y se desarrollen más aplicaciones comerciales.

A principios de 2023, el potencial de la IA para facilitar mejoras de productividad generalizadas y abrir nuevas posibilidades de análisis incentivó una significativa expansión de múltiples (es decir, aumentos de valoración), sobre todo entre las empresas tecnológicas. Desde entonces, hemos asistido al lanzamiento de nuevos productos, equipos cada vez más potentes, ganancias de eficiencia contrastables y un mayor gasto de capital a medida que las empresas han incorporado capacidades de IA. Todo esto ha fomentado un crecimiento de beneficios considerable entre las empresas que forman parte de la cadena de suministro de la infraestructura de IA, donde la demanda podría superar a la oferta en el futuro próximo. Las empresas tecnológicas están priorizando la inversión en IA, mientras que las encuestas realizadas entre directores de inversión (CIO) de todos los sectores indican que los presupuestos para tecnología se han ampliado en 2024, tras reducirse en los dos años previos.

La IA generativa se encuentra en una fase muy temprana. La larga trayectoria de crecimiento que se anticipa y los robustos flujos de efectivo de los principales actores sugieren que, pese a las elevadas valoraciones, no estamos ante una burbuja. Las estimaciones de consenso para una cesta de valores de gran capitalización que destaque en el sector de la IA sitúan el crecimiento de los beneficios por encima del 30% en 2024 y en

torno al 28% en 2025, superando con creces las estimaciones de crecimiento de beneficios para el conjunto del mercado de renta variable estadounidense.

Ahora mismo, la inversión en IA se concentra principalmente en equipos (hardware), por lo que las empresas más beneficiadas han sido las que venden "picos y palas", es decir, las herramientas necesarias para construir esos equipos, como semiconductores, servidores, redes y centros de datos, entre otras. Un consejero delegado del sector pronostica que la base instalada de centros de datos se duplicará en los próximos cuatro o cinco años, hasta los 2 billones de dólares.

A medida que la infraestructura subyacente vaya madurando, el impacto de la IA será mayor y los inversores deberían estar atentos a la evolución de esta tendencia. El mercado es consciente de que la IA requiere enormes cantidades de energía, por lo que las empresas bien posicionadas para suministrar electricidad a los centros de datos están siendo recompensadas. Suministros públicos (utilities), energía, salud, tecnología y otros sectores del S&P 500 han registrado un aumento notable en el número de empresas que mencionan la IA en sus presentaciones de resultados.

Anticipamos que las futuras beneficiarias de la temática de la IA incluirán 1) a las empresas que hayan adoptado esta tecnología y sean capaces de automatizar sus necesidades de mano de obra y reducir costos, 2) a determinadas empresas de software que desarrollen aplicaciones para usuarios finales y 3) a las biotecnológicas, gracias al potencial que ofrece la IA para acelerar drásticamente el proceso de descubrimiento de fármacos.

TEMAS CLAVE PARA LOS INVERSORES: ELECCIONES EN EE. UU.

Las elecciones de 2024 tienen importantes implicaciones para los mercados tanto a nivel macro como por sectores. Ni los demócratas ni los republicanos tienen interés en aprobar nuevos estímulos fiscales a gran escala ni en recortar el gasto a largo plazo. Sin embargo, las diferencias en materia de política comercial, fiscal, industrial y otras tendrán consecuencias distintas dependiendo de quién ocupe la Casa Blanca y de la composición del Congreso.

Es probable que una victoria republicana –ya sea solo a nivel ejecutivo (presidencia), o ejecutivo y legislativo– dé lugar a un conjunto de políticas que podrían generar más inflación. Podríamos esperar un aumento de los aranceles, el restablecimiento de las prohibiciones a la inmigración y que

se prorroguen todas o casi todas las rebajas fiscales. Entre los sectores que, con mayor probabilidad, se beneficiarían de una victoria republicana están gas y petróleo, oleoductos, automoción, sector financiero y las áreas ligadas al gasto en defensa. El sector de las energías renovables lo tendría más difícil, las empresas de consumo se enfrentarían a un mayor riesgo arancelario y las tecnológicas podrían ser objeto de titulares negativos.

Por su parte, una victoria demócrata probablemente implicaría un mayor apoyo para las energías limpias –aunque el margen fiscal sería limitado, a la vista del déficit y el nivel de endeudamiento del país– y más restricciones a los combustibles fósiles. Los impuestos a las empresas podrían aumentar, aunque también podrían ampliarse los créditos fiscales reembolsables para las familias. El sector financiero también podría enfrentarse a un entorno regulatorio más estricto. Los aranceles y los controles de exportación podrían aplicarse de forma táctica, pero no en la medida en que lo harían con un gobierno republicano. Si los demócratas ganasen la presidencia y el Congreso, es probable que se ampliasen los subsidios de la Affordable Care Act, lo que beneficiaría al sector salud.

CONCLUSIONES

Pronosticamos divergencias regionales en términos de crecimiento e inflación, lo que se traducirá en diferentes trayectorias de política monetaria. Parece que la economía estadounidense mantendrá la fortaleza que ha exhibido hasta ahora. Una inflación persistente, como la que ha registrado EE. UU. este año, sigue siendo un riesgo clave para las economías y los mercados.

En nuestros portafolios multi-activos, favorecemos las exposiciones de mayor calidad y hacemos hincapié en la diversificación. Nos resultan particularmente atractivos los valores estadounidenses de gran capitalización, los mercados de deuda soberana no estadounidense y determinadas oportunidades en crédito titulado. En todos los mercados, un enfoque activo y riguroso nos ayuda a identificar oportunidades interesantes y a gestionar los riesgos.

Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden perder valor. La inversión en el **mercado de renta fija** está sujeta a riesgos, incluyendo el riesgo de mercado, de tasas de interés, de emisor, de crédito, de inflación y de liquidez. El valor de la mayoría de los instrumentos y las estrategias de renta fija se ve afectado por las variaciones de las tasas de interés. Los bonos y las estrategias de renta fija de duración más elevada tienden a ser más sensibles y volátiles que los títulos con duraciones más cortas; el precio de los bonos baja, por lo general, cuando las tasas de interés suben, y los entornos de tasas de interés bajas incrementan este riesgo. La menor capacidad de las contrapartes de los bonos para satisfacer sus compromisos podría contribuir a reducir la liquidez del mercado e incrementar la volatilidad de los precios. En el momento del reembolso, las inversiones en renta fija pueden tener un valor superior o inferior a su costo inicial. El valor de las **acciones** puede descender debido a las condiciones, tanto reales como supuestas, del mercado general, la economía y los diferentes sectores. Los **títulos de alto rendimiento (high yield) y con calificaciones inferiores** suponen mayores riesgos que sus homólogos con calificaciones más elevadas; por tanto, los portafolios que invierten en ellos podrían estar sujetos a mayores niveles de riesgo de crédito y liquidez que las que no lo hacen. La inversión en **títulos denominados en moneda extranjera y/o domiciliados en el extranjero** puede comportar un mayor riesgo debido a las fluctuaciones de los tipos de cambio, así como a los riesgos económicos y políticos, que podrían acentuarse en los mercados emergentes. Los **bonos de titulización hipotecaria (MBS) y los bonos de titulización de activos (ABS)** pueden ser sensibles a las variaciones de las tasas de interés, puesto que están sujetos al riesgo de reembolso anticipado. Asimismo, su valor puede fluctuar en respuesta a la percepción del mercado sobre la solvencia del emisor. Aunque en su mayoría están respaldados por algún tipo de aval público o privado, no existe garantía de que los avalistas privados cumplan sus obligaciones. Los **títulos de deuda soberana** normalmente están respaldados por el gobierno que los emite; las obligaciones de agencias y organismos del Gobierno de Estados Unidos cuentan con distintos grados de apoyo pero, en general, no están respaldadas por el pleno crédito y la solvencia del gobierno federal estadounidense; los portafolios que invierten en estos títulos no están garantizados y su valor podrá fluctuar. El valor de los **inmuebles** y de los portafolios que invierten en el sector inmobiliario puede fluctuar debido a las pérdidas por siniestro o declaración de ruina, los cambios en las condiciones económicas locales y generales, la oferta y la demanda, las tasas de interés, los impuestos sobre bienes inmuebles, las restricciones normativas sobre alquileres, las leyes de zonificación y los gastos operativos. El **crédito privado** implica una inversión en títulos no cotizados en bolsa que están sujetos al riesgo de iliquidez. Los portafolios que invierten en crédito privado pueden estar apalancados y adoptar prácticas de inversión especulativas que aumentan el riesgo de pérdida de la inversión. La **diversificación** no garantiza la protección frente a una posible pérdida.

Las referencias a valores específicos y a sus emisores tienen fines únicamente ilustrativos y no deben interpretarse como recomendaciones de compra o venta de dichos valores. PIMCO puede poseer o no los valores a los que se hace referencia y, en caso de poseerlos, no se garantiza que vayan a mantenerse dichos valores.

El índice S&P 500 es un índice de mercado no gestionado que, en general, se considera representativo del mercado bursátil en su totalidad. El índice se concentra en el segmento de gran capitalización del mercado estadounidense de renta variable. No es posible invertir directamente en un índice no gestionado.

PIMCO no proporciona asesoramiento jurídico ni fiscal. Consulte a su asesor fiscal y/o legal para aclarar dudas o cuestiones concretas sobre fiscalidad y otros aspectos jurídicos.

Las declaraciones relativas a las tendencias de los mercados financieros o las estrategias de cartera se fundamentan en las condiciones actuales del mercado, que pueden fluctuar. No existe garantía de que estas estrategias de inversión funcionen bien en todo tipo de condiciones de mercado ni de que resulten adecuadas para todos los inversores, y cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente durante períodos bajistas del mercado. Las perspectivas y las estrategias están sujetas a cambios sin previo aviso.

Las previsiones, las estimaciones y determinados datos incluidos en el presente documento se basan en el análisis interno, y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión, una oferta o una solicitud de compra, ni constituyen una recomendación para la compra o venta de ningún instrumento financiero. Las previsiones y las estimaciones presentan ciertas limitaciones inherentes, y a diferencia de un registro real de rentabilidad, no representan operativa real ni tienen en cuenta las limitaciones de liquidez, las comisiones y/u otros posibles costos. Además, las referencias a resultados futuros no deben interpretarse como una estimación o una promesa de los resultados que podrían derivarse para el portafolio de un cliente.

Este material refleja las opiniones del gestor. Dichas opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso. Este material se distribuye exclusivamente con fines informativos, y no debe considerarse como asesoramiento de inversión ni como una recomendación respecto a ningún valor, estrategia o producto de inversión. La información incluida en el presente documento se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque ello no puede garantizarse.

PIMCO presta servicios exclusivamente a instituciones, intermediarios financieros e inversores institucionales cualificados. Los inversores particulares deben ponerse en contacto con su propio profesional financiero con el objeto de determinar las opciones de inversión más adecuadas para su situación financiera. Este material refleja las opiniones del gestor. Dichas opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso. Este material se distribuye exclusivamente con fines informativos, y no debe considerarse como asesoramiento de inversión ni como una recomendación respecto a ningún valor, estrategia o producto de inversión. La información incluida en el presente documento se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque ello no puede garantizarse. Se prohíbe expresamente la reproducción de la presente publicación, en todo o en parte, con independencia del formato utilizado, así como la referencia a ella en cualquier otra publicación, sin previo permiso por escrito. PIMCO es una marca comercial propiedad de Allianz Asset Management of America LLC en Estados Unidos y el resto del mundo. ©2024, PIMCO.