

Comunicación de marketing.
Exclusivamente para inversores profesionales.



Perspectivas de inversión 2025: no es momento para la complacencia

Contenido

Resumen	3
En busca de las condiciones para el crecimiento	4
Marco de valoración: evaluar señales de valoración en un abanico de clases de activos	10
Perspectivas de nuestros CIOs: el ensanchamiento de los mercados ofrece un conjunto de oportunidades más amplio	14
Renta variable global: ¿atrayente o alarmante?	19
Perspectivas de nuestros CIOs: posicionamiento para la resiliencia en renta fija	23
¿En qué parte del ciclo económico nos encontramos?	27
Perspectivas de nuestros CIOs: continuación de las tendencias de crecimiento en los mercados privados	30
Comienza la recuperación del mercado inmobiliario	34

El valor de las inversiones fluctuará, lo cual provocará que el valor de las participaciones se reduzca o se incremente.

Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Siempre que se mencionen rentabilidades, las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión y no deben tampoco considerarse como una recomendación de compra o venta de ningún valor o título específico.

Resumen

2024 ha sido un año repleto de acontecimientos, con un número récord de elecciones nacionales, intensificación de conflictos, un repentino desplome bursátil en Japón y la normalización de los recortes del precio del dinero. Sin embargo, estos desarrollos no han hecho mella en los mercados de renta variable: en el momento de redactarse este informe de previsiones, el índice S&P 500 acumulaba una subida del 25% en el año¹.

Así, llegados a la recta final del año, es buen momento para considerar los factores y acontecimientos que podrían afectar a los mercados financieros en los próximos 12 meses. ¿En qué ámbitos deberían concentrarse los inversores y qué tendencias podrían afectar a las rentabilidades en 2025, ahora que finaliza el primer cuarto del siglo XXI? Con la perspectiva de volatilidad continuada en los mercados, no es momento para la complacencia.

En su introducción a esta nueva edición de nuestro informe de perspectivas, Mason Woodworth, Director de soluciones de inversión, analiza si los mercados pecan de optimismo en sus hipótesis de crecimiento económico, por qué motivos podría ser este el caso, y qué implicaciones tendría ello para los inversores.

Nuestros CIOs de inversión en renta variable, renta fija cotizada y mercados privados comentan las principales áreas en las que se concentrarán en 2025, evaluando los probables motores de sus respectivos mercados y, sobre todo, ofreciendo una hora de ruta a los inversores para ayudarles a navegar con éxito los próximos doce meses.

M&G Investments no impone un modelo de asignación único basado en su «visión corporativa», sino que fomenta la diversidad de pensamiento en todos sus equipos de in-

versión. Uno de los pilares de nuestro enfoque de inversión es el intercambio continuo de ideas y puntos de vista entre expertos en distintas clases de activos, para lograr tanto una visión de conjunto como perspectivas específicas. Esto es lo que denominamos «Intelligence Connected».

De esta manera, en un entorno de inversión cada vez más complejo e interconectado, nuestros expertos globales tratan de identificar oportunidades prometedoras a largo plazo en todos los sectores y regiones. Esperamos que esta edición de nuestras Perspectivas de inversión te resulte una guía esclarecedora y útil para 2025.

¹Fuente: LSEG Datastream, 25 de noviembre de 2024.

En busca de las condiciones para el crecimiento

Mason Woodworth,
Director de soluciones de inversión

Conclusiones clave

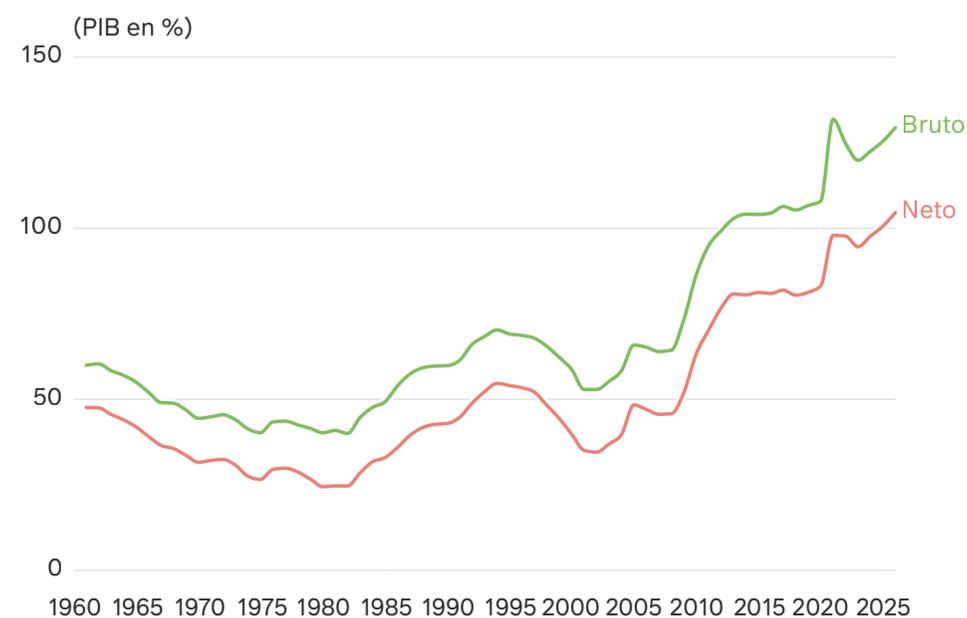
- Los niveles récord de endeudamiento gubernamental y la subida de los costes de financiación siembran temores en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- Las autoridades están priorizando el crecimiento económico como una solución a este reto, pero se teme que el crecimiento pueda no volver a niveles «normales».
- En este contexto tan incierto, un enfoque activo podría ayudar a los inversores a identificar oportunidades y mitigar decepciones potenciales.

En un mundo de endeudamiento público elevado y crecimiento apagado, resulta tentador asumir que la actividad económica volverá a niveles más «normalizados», permitiendo a los gobiernos reducir su deuda hacia niveles más sostenibles. Sin embargo, ¿podría ser esta una hipótesis demasiado optimista? Mason Woodworth evalúa si las condiciones actuales pueden propiciar un crecimiento suficiente, y examina la perspectiva de un crecimiento inferior a lo previsto junto a sus consecuencias para los inversores.

Los niveles de endeudamiento público, sobre todo en Estados Unidos pero también en otros países, han subido drásticamente en los últimos años. En 2024, el ratio deuda/PIB de Estados Unidos alcanzó el 123%², una subida que puede atribuirse a la pandemia de COVID-19 y a la crisis financiera global de 2008/2009. Estos acontecimientos excepcionales llevaron a los gobiernos y a los bancos centrales (sobre todo en el universo desarrollado) a proporcionar enormes cantidades de estímulo monetario y fiscal para dar impulso a sus economías.

²Understanding the National Debt | U.S. Treasury Fiscal Data, consultado en noviembre de 2024.

La carga de deuda de Estados Unidos ha crecido considerablemente



Fuente: LSEG Datastream/Fathom Consulting, octubre de 2024 (incluyendo pronóstico de la OCDE).

Esta situación podría haber sido sostenible cuando los tipos de interés estaban a cero, pero ahora que los costes de financiación han subido marcadamente y satisfacer los pagos de deuda es más costoso, existe una preocupación creciente en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Concentración en estimular la economía

¿Cómo salir de una situación caracterizada por un fuerte endeudamiento gubernamental, financiación elevada de los hogares (pese a tasas de ahorro razonablemente altas) y escasez de mano de obra?

Una posible vía de salida de esta trampa es el crecimiento económico: una expansión sólida acompañada de inflación moderada facilitaría la gestión de la deuda, pero la gran incógnita para los inversores es si tenemos las condiciones necesarias para que las economías florezcan.

Reactivar la actividad económica tras años de crecimiento apagado es una de las prioridades de los políticos en todo el mundo. Se ha convertido en parte de la narrativa, desde la del primer ministro británico Keir Starmer hasta la de los líderes de la Europa continental, e incluso la de China, cuyos legisladores anunciaron una batería de medidas de estímulo.

«Una expansión sólida acompañada de inflación moderada facilitaría la gestión de la deuda.»

Pero por mucho que las autoridades se concentren en el crecimiento, este no puede producirse sin las condiciones adecuadas. Así, es importante mirar más allá de la superficie para entender mejor si una recuperación fuerte del crecimiento económico es un escenario realista. Con una idea más clara de las posibles fuentes de crecimiento, los inversores pueden evaluar qué factores descuentan las cotizaciones y las expectativas de los mercados de renta variable y de renta fija.

¿Motores de crecimiento?

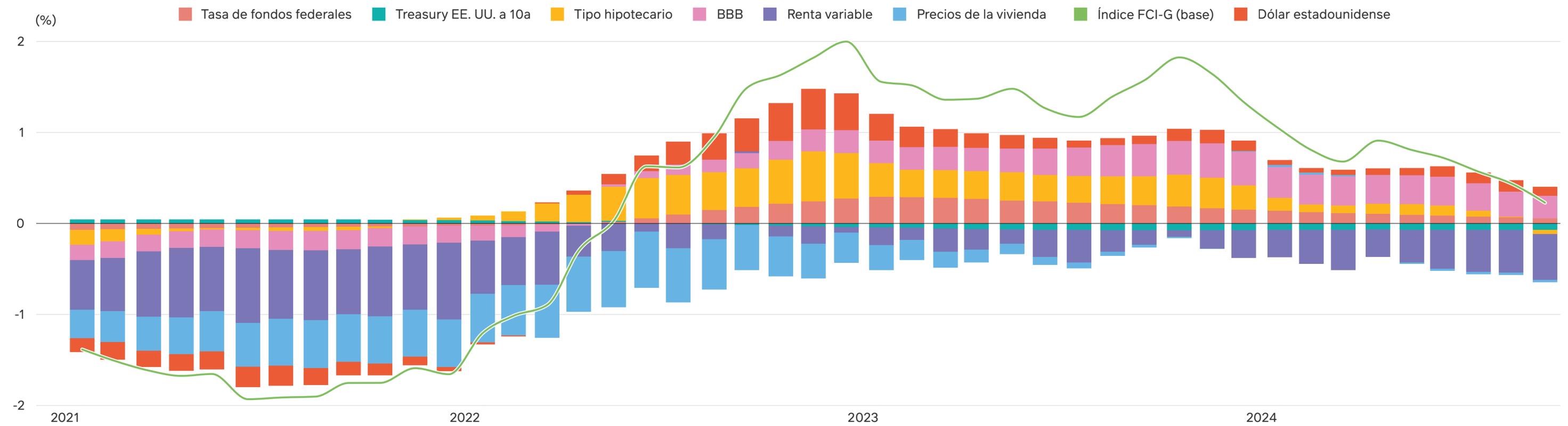
El índice de condiciones financieras (ICF) de la Reserva Federal trata de medir el estado de salud de la economía estadounidense y su potencial de crecimiento futuro empleando un abanico de variables, como los precios de los activos y los tipos de interés.

El ICF sugiere que a día de hoy las condiciones financieras son relativamente restrictivas, pero se han ido relajando a lo largo de 2024. Esto ha obedecido en gran medida al avance

continuado de los mercados de renta variable (representados por las barras violeta en el gráfico), aunque el inicio del ciclo de recortes de tipos de la Fed también ha contribuido.

Dada la precariedad de las posiciones fiscales de los gobiernos y que las condiciones financieras para empresas y consumidores también están restringidas, la política monetaria ha cobrado una importancia creciente. Un eventual descenso de los costes de financiación para consumidores y gobiernos podría ayudar a apuntalar el panorama de crecimiento, y el futuro rumbo del precio del dinero será de crucial importancia. La expectativa es que los tipos de interés continuarán bajando en los próximos 12 meses, lo cual podría dar impulso al crecimiento del PIB; dicho esto, es poco probable que vuelvan a los niveles tan bajos o incluso negativos de la época posterior al estallido de la pandemia, con lo que las condiciones podrían no ser tan favorables como hace tres años.

Índice de condiciones financieras de Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos, septiembre de 2024.

Expectativas de crecimiento

Si consideramos las expectativas de crecimiento descontadas en las cotizaciones de los activos, podemos ver que en ciertas áreas del mercado (sobre todo las acciones tecnológicas estadounidenses) reina un optimismo considerable sobre el crecimiento futuro. Más allá de esta categoría estrecha, no obstante, los mercados de renta variable se han mostrado bastante apagados.

Tomemos como ejemplo a Nvidia, una acción que ha repuntado más de un 195% este año³, impulsada por el entusiasmo en torno a la inteligencia artificial (IA) y a la demanda futura de los chips que fabrica. Es indudable que la IA podría tener un amplio abanico de aplicaciones y está comenzado a ser adoptada por las empresas, pero vale la pena preguntarse si las ventajas de productividad conseguidas mediante esta tecnología cumplirán las expectativas que descuentan actualmente las cotizaciones de las acciones.

¿Podría haber cierto grado de euforia en ciertas partes del mercado hoy en día? Si el crecimiento económico no alcanza los niveles previstos, los beneficios de las empresas podrían ser muy inferiores a los pronósticos y decepcionar a los inversores.

¿Y si el crecimiento decepciona?

Para que la IA florezca será necesario invertir en la infraestructura necesaria para respaldar su funcionamiento, desde la energía requerida para alimentar los centros de datos hasta las redes que transmiten esa información. Si el crecimiento futuro es inferior al nivel de tendencia y los gobiernos no pueden elevar su gasto en infraestructura debido a problemas fiscales, esto podría retrasar el desarrollo de la infraestructura crítica necesaria para respaldar a la IA.

Como decíamos antes, una consecuencia potencial de un crecimiento más débil es que los beneficios corporativos serían seguramente más bajos de lo pronosticado. Esto

podría reducir el volumen de capital disponible para invertir (gasto en bienes de equipo), algo que en el ámbito de la IA, por ejemplo, podría frenar el ritmo de adopción.

Con escenarios como este, vale la pena preguntarse nuevamente si contamos con las condiciones necesarias para propiciar un crecimiento superior al nivel de tendencia. De cara al largo plazo, no obstante, un nivel de crecimiento inferior al esperado no tiene por qué ser desastroso para los inversores y los mercados. Incluso si experimentamos un crecimiento del PIB más bajo del asumido, es probable que todavía haya ganadores.

Un crecimiento inferior a la tendencia, y por consiguiente menores niveles de beneficio y de inversión en bienes de equipo, podrían perjudicar al ritmo de adopción de la IA, por ejemplo. Esto podría inquietar a los inversores en IA, pero los fabricantes de chips no son los únicos beneficiarios de este tema: alimentar esta tecnología exigirá una inversión en capacidad adicional de generación de energía eléctri-

³ La información proporcionada no debe considerarse como una recomendación para comprar o vender valores concretos.

ca. Para los inversores a quienes les preocupa Nvidia, quizá haya oportunidades vinculadas pero menos dependientes del PIB. ¿Podrían los proveedores de energía y de infraestructura ser oportunidades más seguras y rentables?

¿Buen momento para la inversión activa?

Habiendo examinado un escenario en que el crecimiento económico no logra volver a niveles «normales», queda por plantearse qué significaría para los inversores. Una observación es que limitarse a invertir en mercados amplios presenta un riesgo potencial. Tal como destaca Carlo Putti más adelante en su artículo, los diferenciales de la deuda corporativa son extremadamente estrechos, lo cual sugiere que el mercado no se muestra muy preocupado por los impagos y el panorama de crecimiento.

En cambio, la curva de tipos de la deuda soberana descuenta cierto nivel de crecimiento inferior a la tendencia, o incluso brotes de recesión. ¿Significa esto que los diferenciales de crédito podrían ser vulnerables a un entorno económico más precario?

En el mercado de renta variable reina mucho entusiasmo en torno a la tecnología, pero poca cosa más. Invertir de manera amplia ha tenido éxito hasta la fecha, pero en adelante, parece prudente adoptar un enfoque más selectivo. Si la narrativa de crecimiento acaba decepcionando, ciertas expectativas podrían sufrir un revés.

Esto no significa que vaya a producirse una recesión (de hecho no es lo que prevemos), pero creemos que todavía debe producirse una considerable normalización para volver a un equilibrio en que los valores relativos tengan sentido. En tal escenario, creemos que deberá aplicarse un enfoque

más activo y selectivo para tomar decisiones de inversión con mayor probabilidad de generar las mejores rentabilidades. Para los inversores, este no es momento para la complacencia.

Marco de valoración: evaluar señales de valoración en un abanico de clases de activos

Stuart Canning,
Gestor macro global

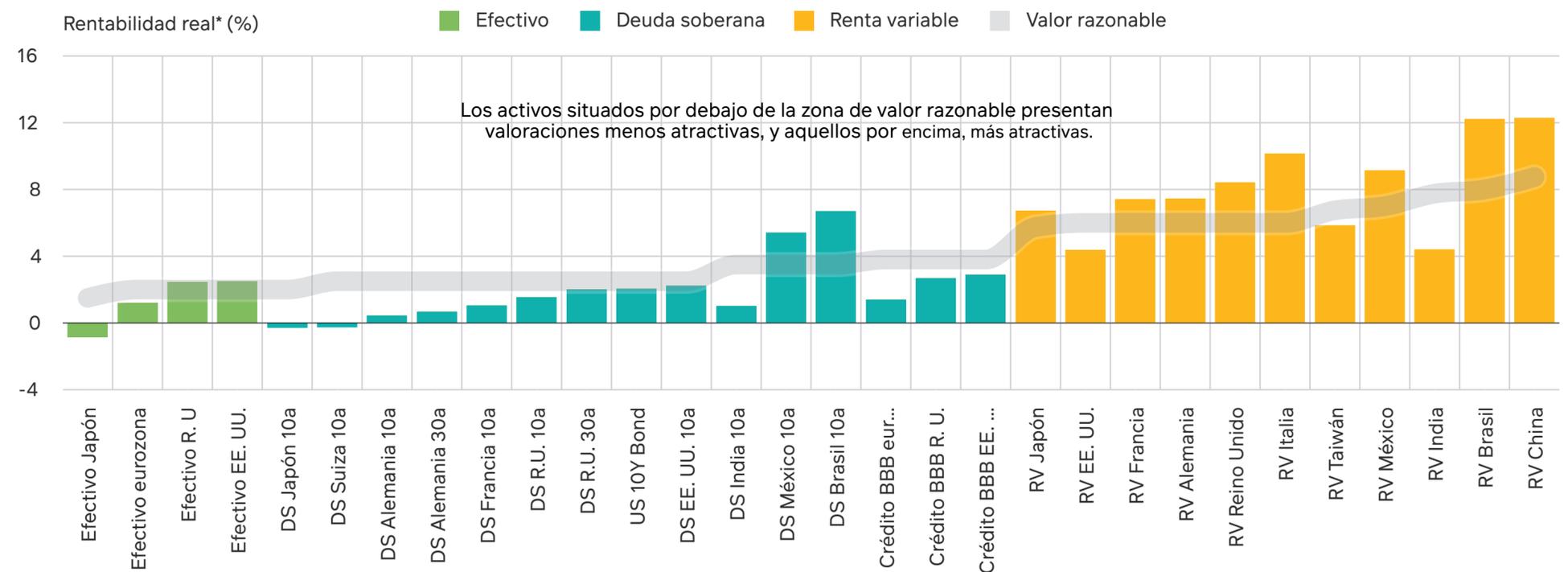
Conclusiones clave

- Nuestro marco de valoración indica que aunque varios mercados de renta variable parecen razonables o atractivos frente a la renta fija, hacía tiempo que muchas regiones (como Estados Unidos) no ofrecían una remuneración tan baja respecto a la deuda.
- Las rentabilidades al vencimiento (TIR) relativamente elevadas en muchos mercados de deuda del universo desarrollado ofrecen un colchón potencial de cara a un escenario de debilidad económica.
- Dada su diversidad, los mercados emergentes podrían ofrecer oportunidades selectivas tanto en acciones como en renta fija.

El marco de valoración compara las rentabilidades reales de un abanico de activos globales con una evaluación de su «valor justo o razonable», calculado en base a la labor de análisis del equipo Global Macro de M&G.

Cuando la rentabilidad real de un activo supera a su estimación de valor razonable, se considera que presenta una valoración atractiva; si dicha rentabilidad real es más baja, se considera que el activo en cuestión es caro.

TIR real frente a una evaluación de valor razonable



* Rentabilidad real: para efectivo/renta fija = tipo de interés actual/TIR nominal menos expectativa de consenso de inflación a largo plazo; para renta variable = inversa del ratio PER (earnings yield), calculado en base a previsiones de beneficio de consenso. Los datos anteriores son una representación hipotética proporcionada únicamente a efectos ilustrativos y no es representativa de ningún producto o estrategia de M&G. En ningún momento afirmamos que cualquier cuenta, producto o estrategia vaya a lograr beneficios, pérdidas o resultados similares a los mostrados.

Fuente: Bloomberg, 22 de noviembre de 2024.

Visión general de valoración

El marco de valoración arroja las siguientes observaciones:

Visión de conjunto

El efectivo sigue siendo un activo competitivo. La cuestión clave para los inversores globales sigue siendo el tipo de intervención a corto plazo (liquidez) en Estados Unidos, tanto su nivel actual como su nivel futuro.

La rentabilidad del efectivo estadounidense suele considerarse como la tasa «libre de riesgo» que deben superar otras inversiones para justificar el riesgo adicional que conllevan para el inversor.

TIR bajas de la renta fija: varios activos de deuda ofrecen rentabilidades al vencimiento más bajas que el efectivo del universo desarrollado tras deducirse la tasa de inflación.

Valoraciones elevadas en ciertas acciones: muchos activos expuestos a riesgo de crecimiento (renta variable y crédito) ofrecen una menor rentabilidad excedente que en el pasado.

Expectativas de menores tipos de interés y crecimiento económico favorable: estas señales de valoración sugieren confianza en que los tipos de interés a corto plazo acabarán disminuyendo y en que las condiciones de crecimiento son suficientemente benignas como para justificar una menor remuneración del riesgo en crédito y renta variable.

Liquidez

Perspectiva de menores tipos de interés: existe una confianza elevada en que los tipos de interés de intervención de los bancos centrales se hallan en una trayectoria a la baja en Estados Unidos, la Europa continental y el Reino Unido. Esto ha respaldado la reciente rentabilidad positiva de muchos activos de inversión. Los inversores que han mantenido liquidez en cartera en los últimos doce meses se han perdido la fuerte rentabilidad de la renta variable.

Japón se halla en una senda distinta: en Japón, las TIR reales del efectivo siguen siendo negativas, y se anticipa que subirán (aunque de manera moderada). Las eventuales diferencias entre economías en el rumbo de las tasas de efectivo pueden dar pie a una volatilidad significativa de los tipos de cambio, lo cual explica en parte los marcados movimientos registrados por el yen y por los activos japoneses en agosto de 2024.

Recortes de tipos en mercados emergentes: también se anticipan caídas de los tipos de intervención en muchas economías emergentes, con la notable excepción de Brasil.

Renta fija

Una nueva era para la deuda pública: las TIR de la deuda soberana en muchas economías han subido considerablemente desde los niveles posteriores a la crisis financiera de 2008/2009. Se hallan cerca de donde estuvieron durante gran parte de la década del 2000, pero por debajo de los niveles de los años noventa.

Las TIR podrían caer si la economía se deteriora: la incertidumbre en torno al panorama económico ha elevado la volatilidad en los mercados de renta fija, llegando hasta a poner en duda su papel como activos «seguros». No obstante, incluso con los recortes de tipos a corto plazo descontados actualmente en las cotizaciones, todavía existe margen para que las TIR disminuyan si surgen problemas genuinos de crecimiento.

Diferenciales de crédito estrechos: la TIR adicional que ofrece actualmente la deuda corporativa (crédito) en concepto de riesgo de impago en el Reino Unido y la Europa continental es baja en términos históricos, tanto en el caso de empresas seguras (AAA) como en las percibidas como más especulativas (BBB y high yield).

Remuneración del riesgo de mercados emergentes: ciertos mercados emergentes como Brasil, México y Sudáfrica ofrecen actualmente niveles más atractivos de remuneración del riesgo a los inversores.

Renta variable

Concentración en las valoraciones estadounidenses: actualmente, la principal temática de conversación desde una perspectiva de valoración de la renta variable es la bolsa estadounidense.

Expectativas elevadas de crecimiento en EE. UU.: los niveles actuales de *earnings yield* son comparables a los de la burbuja tecnológica de finales de los noventa. El entusiasmo reinante en torno a la IA establece un claro paralelismo entre hoy y dicho periodo, pero el panorama de beneficio subyacente, las ponderaciones sectoriales y las normas contables son muy diferentes. Dicho esto, existe poco margen de error si la narrativa de crecimiento estadounidense no se materializa.

Mercados caros en Asia: las bolsas de Taiwán (impulsada asimismo por la tecnología y la IA), la India (tras un crecimiento estructural doméstico muy positivo) y Australia también parecen menos atractivas en términos históricos.

Oportunidades más allá de EE. UU.: la mayoría de los demás mercados (incluidos Europa y Japón) muestran valoraciones razonables o incluso atractivas, mientras que el pesimismo en torno a la economía china ha creado valor en dicho mercado, al igual que en Corea del Sur.

Perspectivas de nuestros CIOs: el ensanchamiento de los mercados ofrece un conjunto de oportunidades más amplio

Fabiana Fedeli,
CIO de renta variable, multiactivos y sostenibilidad

Conclusiones clave

- En 2025, aprovechar caídas provocadas por el sentimiento a corto plazo y seguir actuando en base a los fundamentales será una estrategia más exitosa que tratar de pronosticar el momento propicio para entrar o salir del mercado.
- Por lo que respecta a la inversión en renta variable en el nuevo año, creemos en una estrategia basada en la selección de valores, en lugar de determinar nuestra exposición a países o sectores desde una perspectiva *top-down*.
- A Wall Street todavía le queda recorrido alcista con el impulso de expectativas de desregulación y recortes de impuestos, pero no todas las acciones serán capaces de rendir de la misma forma. Anticipamos un nuevo ensanchamiento de las rentabilidades del mercado hacia áreas que hasta ahora habían permanecido en la sombra.
- Si bien cabe esperar que la bolsa estadounidense continuará destacándose en 2025, todavía vemos oportunidades interesantes en acciones específicas en otros mercados, incluidos Europa y Asia. Como siempre, la selección de valores es esencial.

«Hemos aprendido a sacar partido a movimientos provocados por el sentimiento a corto plazo.»

En nuestras perspectivas semestrales de 2024, afirmamos no creer que el trasfondo macroeconómico se prestara a la contratación a corto plazo o a la adopción de una exposición amplia a índices bursátiles en base a pronósticos del momento en que fuera a subir o bajar el mercado. También afirmamos que la rentabilidad de la renta variable se estaba ensanchando, y que motores de acciones específicas estaban pasando a un primer plano.

Los mercados extrapolan a partir de datos individuales

Desde entonces (quién lo iba a decir) los mercados nos han subido a una montaña rusa de emociones. En las tres semanas comprendidas entre 15 de julio y el 5 de agosto de 2024, empezó a temerse de manera creciente que el mundo, liderado por EE. UU., entrara en una recesión en toda regla. Los mercados siguieron al pie de la letra el guion de tal escenario, con caídas en los de renta variable y subidas de la renta fija. A fin de agosto, la recesión se había olvidado y las acciones habían recuperado el terreno perdido (según los índices S&P 500 y MSCI All Country World). En la tercera

semana de octubre, la TIR del bono soberano estadounidense a 10 años había vuelto a los niveles de mediados de julio, seguida de cerca por la del *treasury* a 5 años.

¿Qué ocurrió? Pues no mucho. Sencillamente, nos hallamos en una coyuntura en la que los participantes del mercado parecen estar extrapolando previsiones a largo plazo a partir de datos individuales. A medida que estos datos cambian de dirección, también lo hacen los pronósticos, y todo apunta a que esta dinámica continuará a medida que entramos en 2025.

Por consiguiente, seguimos pensando que tratar de vaticinar el momento en el mercado subirá o bajará no es la mejor estrategia de contratación para el próximo año; en lugar de ello, hemos aprendido a sacar partido a movimientos provocados por el sentimiento a corto plazo, juzgando el desenlace más probable de cara al futuro sin perder de vista los fundamentales.

Desde que terminara el verano, cortesía asimismo de las elecciones en Estados Unidos, los mercados de renta variable han repuntado y los de renta fija han pasado apuros. En el

momento de redactarse este informe, las TIR de la deuda acababan de bajar después de que Scott Bessent fuera nominado como Secretario del Tesoro estadounidense (con la esperanza de que salve a la salud fiscal del país de la liberalidad de Trump), para volver a subir al día siguiente cuando el presidente electo habló de un paquete de aranceles más amplio. Este es otro conjunto de verdades que no podremos evaluar hasta ver qué políticas implementa Trump en 2025, pero que el mercado ha decidido extrapolar.

Mercados más amplios

La resiliencia del crecimiento macroeconómico y las expectativas de nuevos recortes del precio del dinero son una combinación que respalda al beneficio de las empresas, y por consiguiente, a los mercados de renta variable. Así, no sorprende que la bolsa estadounidense haya sido la más destacada en 2024.

De cara a 2025, ahora que las valoraciones han alcanzado nuevos máximos pospandemia, lo más probable es que los inversores se pregunten si le queda recorrido alcista a Wall Street. Nosotros creemos que sí, pero no todas las acciones serán capaces de rendir de igual forma.

Mientras que los informes en los medios y las conversaciones de mercado siguen concentrados en las 7 magníficas (7M)⁴, la rentabilidad en los mercados de renta variable se ha ensanchado, incluso en Estados Unidos. Desde comienzos de año, por ejemplo, la mediana de rentabilidad de las 7M ha sido del 36,8%, mientras que en el índice S&P 500, la mediana de rentabilidad de las 200 y de las 100 acciones más destacadas (exceptuando las 7M) ha sido del 43,1% y del 57,2%, respectivamente. Al mismo tiempo, el sector tecnológico ha registrado una mediana de rentabilidad del 13,5%, frente al 20,2% de las acciones del índice exceptuando a dicha industria⁵.

De esto cabe extraer dos conclusiones: la primera es que los inversores están ampliando su búsqueda de oportunidades de inversión hacia acciones cuyas valoraciones y expectativas han sido más razonables; la segunda es que existen otros segmentos más allá de la tecnología que presentan perspectivas positivas.

Debido a ello, el «Trump trade»⁶ es una apuesta por el ensanchamiento de las rentabilidades del mercado hacia áreas que hasta ahora habían permanecido en la sombra, y no una mera apuesta por el índice S&P 500, que sigue a merced de las idiosincrasias de las 7M. Entre las acciones estadounidenses más destacadas últimamente figuran empresas de suministro público, industriales y de energía, así como varias entidades financieras.

La actual temporada de publicación de beneficios también muestra que acciones del mismo sector generan distintos niveles de crecimiento y rentabilidad, no solo debido a su ex-

⁴ Las «7 Magníficas» son un grupo de grandes compañías estadounidenses: Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet (la matriz de Google), Meta (la antigua Facebook), Nvidia y Tesla.

⁵ Fuente: M&G Investments, Bloomberg. Divisa: USD. Mediana de rentabilidad en 2024 hasta el 28 de noviembre. En base a un análisis de las acciones incluidas en el SPDR S&P 500 ETF TRUST, que reproduce exactamente la composición del índice S&P 500.

⁶ Inversiones que deberían beneficiarse de las políticas del presidente electo.

posición sectorial, sino también a elementos característicos de cada compañía, como por ejemplo calidad de producto, innovación, gestión del balance y, por supuesto, la calidad del equipo directivo.

Por este motivo, a la hora de invertir en renta variable en 2025, creemos en una estrategia basada en la selección de valores, en lugar de determinar nuestra exposición a países o sectores desde una perspectiva *top-down*.

Concentración en Trump

De cara a 2025, es probable que muchos inversores basen su posicionamiento en las políticas de Trump. Las expectativas de menor regulación y de recortes impositivos son desarrollos positivos para el panorama macroeconómico inmediato de Estados Unidos, aunque estos últimos perjudicarían la posición fiscal del país a largo plazo.

Los aranceles, no obstante, son una incógnita. La imposición de aranceles elevados sobre la importación tendría un efecto negativo sobre la economía estadounidense, y sobre

todo, en la inflación. Cualquier impacto inflacionario de las políticas de Trump podría cambiar la trayectoria de las decisiones de la Reserva Federal en el próximo año, pero existe un problema de calendario: todo impacto potencial sobre la inflación no tendrá un efecto inmediato, y hasta ahora, la Fed ha basado sus decisiones de tipos de interés en datos históricos.

La pregunta que podrían hacerse los inversores en 2025 es: «¿comenzará la Fed a considerar el potencial inflacionario de las políticas de Trump, o continuará recortando tipos en base a cifras previas para luego volver a subirlos si las políticas de la nueva administración comienzan a tener un efecto inflacionario?» La segunda opción podría conllevar una mayor volatilidad en el nuevo año, sobre todo en los mercados de renta fija.

También es probable que las políticas de Trump propicien la apreciación del dólar en 2025, lo cual tendría consecuencias para los mercados no estadounidenses. No obstante, cabe destacar que el Trump trade no es el único posicionamien-

to posible. Un deterioro del trasfondo macroeconómico en Estados Unidos podría aguarles la fiesta a los mercados de renta variable.

Oportunidades en Europa y Asia en 2025

Si bien cabe esperar que la bolsa estadounidense continúe destacándose frente a otros mercados a corto plazo, impulsada por un crecimiento más sólido y por las expectativas de política de Trump, todavía vemos oportunidades interesantes en acciones específicas en otros mercados, incluidos Europa y Asia. Aquí también buscamos oportunidades en acciones específicas con una perspectiva *bottom-up*, en lugar de exposiciones de tipo *top-down* o a índices bursátiles generales.

En Europa, por ejemplo, detectamos oportunidades en áreas más cíclicas como por ejemplo los sectores químico y de materiales, cuyas valoraciones deprimidas reflejan que la demanda en los mercados finales está tocando fondo.

También vemos oportunidades entre los bancos británicos y del norte de Europa mejor capitalizados y menos sensibles al precio del dinero.

En Asia, el riesgo de subidas arancelarias por parte de Estados Unidos ha elevado la cautela de los inversores, sobre todo de cara a las acciones chinas en un momento en que ya reina una mayor incertidumbre en torno al plan de estímulo económico y recuperación doméstica de Pekín. Creemos que esto está creando oportunidades interesantes de selección de valores que los inversores con enfoques *bottom-up* podrían explotar en 2025.

Estamos viendo que la consolidación sectorial y la reestructuración corporativa están sentando las bases para la expansión tanto de ventas como de márgenes en ciertos sectores de orientación doméstica, como inmobiliarias y hoteles.

Al mismo tiempo, también cabe destacar que muchos negocios basados en China han ajustado sus cadenas de suministro hacia el sureste asiático, con lo que el impacto

de subidas arancelarias será complejo y en algunos casos bastante distinto al de hace seis años, algo que podría dar pie a oportunidades interesantes de selección de valores en los próximos doce meses.

La selección de valores sigue siendo esencial

De cara a 2025, desde nuestra perspectiva actual, resulta difícil pronosticar en qué momento se producirá un deterioro significativo del trasfondo macroeconómico. El sentido común nos dice que ello ocurrirá tarde o temprano, pero la historia nos enseña que apretar el gatillo demasiado pronto puede tener un coste de oportunidad significativo en términos de rentabilidad bursátil. Teniendo en cuenta esa incertidumbre, creemos que los inversores deberían concentrarse en seleccionar las áreas del mercado capaces de ofrecer la mayor rentabilidad, en lugar de intentar pronosticar la rentabilidad total del índice.

Desde comienzos de 2024, la mediana de rentabilidad de las 100 acciones de mejor comportamiento del S&P 500 (del 57,1%) ha sido muy superior a la de las 400 acciones restantes del indicador (del 12,7%)⁷. A medida que los inversores se preparan para navegar el año que se avecina, creemos que la selección de valores seguirá siendo un elemento crucial a la hora de generar rentabilidades de cartera superiores.

En el siguiente artículo, Johnny Hughes, Director de inversión de renta variable y multiactivos, nos ofrece su visión sobre las perspectivas de la renta variable global para el próximo año.

⁷ Fuente: M&G Investments, Bloomberg. Divisa: USD. Mediana de rentabilidad en 2024 hasta el 28 de noviembre. En base a un análisis de las acciones incluidas en el SPDR S&P 500 ETF TRUST, que reproduce exactamente la composición del índice S&P 500.

Renta variable global: ¿atrayente o alarmante?

Johnny Hughes,
Director de inversión, renta variable y multiactivos

Conclusiones clave

- La fuerte subida del oro ante los temores geopolíticos y fiscales, unida al estrechamiento de los diferenciales de crédito a causa del optimismo económico, crea una coyuntura compleja para los activos de riesgo.
- La renta variable global ha desafiado las expectativas con subidas propiciadas por la IA, pero a medida que disminuyen los tipos de interés, el liderazgo del mercado podría ampliarse más allá de Estados Unidos.
- Con la perspectiva de volatilidad persistente en 2025, la gestión activa podría ser crucial para responder y explotar oportunidades variadas en distintas regiones y sectores de renta variable.

El precio del oro roza cotas históricas, pero los diferenciales del crédito high yield están cerca de mínimos históricos. Este es trasfondo para los activos de riesgo en la recta final de otro año sorprendentemente sólido para la renta variable global.

Señales: diferenciales de crédito

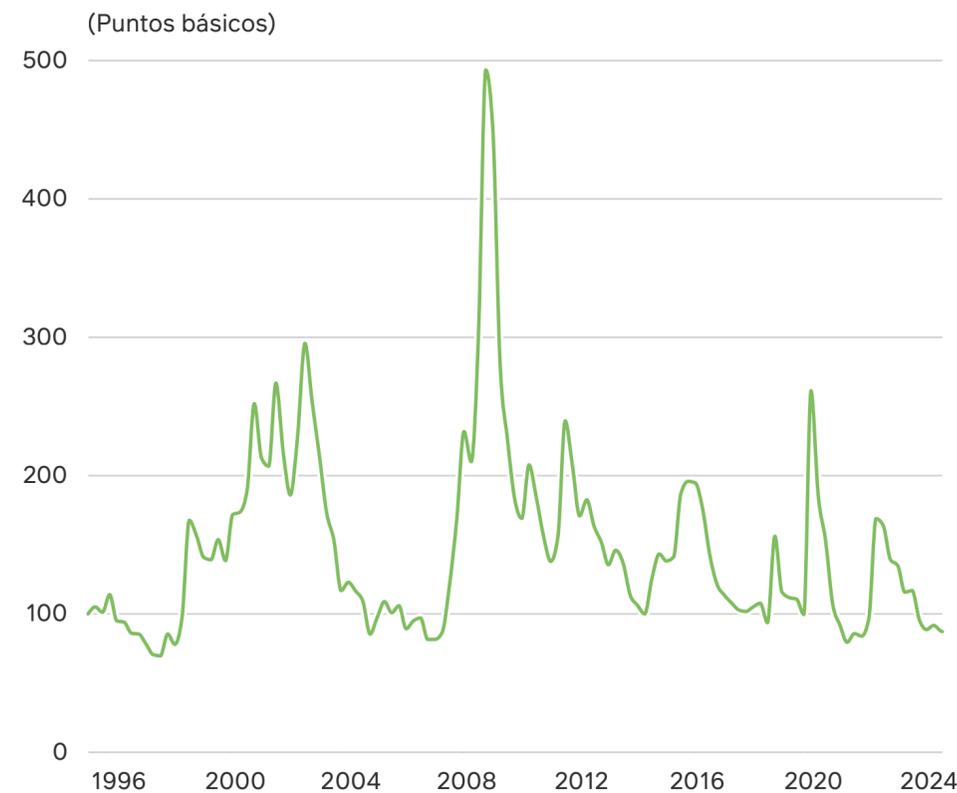
Esta clase de activos de riesgo es un potente mecanismo indicador, pero también depende de otros mercados globales. El oro refleja un mundo de tensiones geopolíticas, agendas fiscales insostenibles y un miedo creciente al dinero fiduciario; los diferenciales de crédito, en cambio, apuntan a un nirvana económico en el que los beneficios corporativos permanecen boyantes. ¿Quién tiene razón? A lo mejor ambos.

Comencemos por el mensaje positivo de los diferenciales de crédito. Vale la pena recordar que la renta variable tiende

a pasar gran parte del tiempo cerca de máximos históricos, así que sería erróneo temer a las acciones por el mero hecho de comportarse según su naturaleza propia. Los índices bursátiles muestran cierto sesgo de supervivencia, y la historia muestra que la rentabilidad está liderada por una parte concentrada del mercado que se ve remunerada por un menor coste del capital, lo cual le permite mantener esta ventaja durante periodos prolongados.

«El oro refleja un mundo de tensiones geopolíticas, agendas fiscales insostenibles y un miedo creciente al dinero fiduciario.»

Diferenciales high yield EE. UU. cerca de mínimos históricos



Fuente: Bloomberg, octubre de 2024.

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Con independencia de si la Fed ha hecho una jugada maestra o ha tenido suerte con la autoreparación de las cadenas de suministro, el actual tablero macroeconómico muestra una inflación casi normalizada y niveles de empleo todavía récord. Los recientes recortes del precio del dinero son un mensaje claro y rotundo de que el llamado «Fed put» existe (es decir, que el presidente de la entidad, Jerome Powell, acudirá en nuestra ayuda).

Pese a ser estructuralmente más alta que en la última década, la inflación es manejable dados los niveles moderados de endeudamiento corporativo y de los hogares, brindando a las empresas la panacea olvidada de la fijación de precios. Incluso la fuerza deflacionaria de China parece haberse visto alimentada por el estímulo en múltiples frentes de 2024.

Los beneficios de la IA salvaron a la renta variable durante el bajón manufacturero tras el boom postpandemia, aportando más tiempo para la corrección de las existencias. Ahora, el testigo debe pasarse a las demás 493 acciones del índice, a medida que las presiones de tipos se moderan y el crecimiento fuera de Estados Unidos vuelve a reacomplarse.

Japón experimenta un renacimiento, pues las tres flechas han dado por fin en el blanco. La India es un fenómeno de crecimiento, y China podría convertirse de manera creciente en la apuesta *value* de los mercados emergentes. Europa vuelve a pasar apuros, y un repunte de China unido a fundamentales favorables para una mayor amplitud del mercado podría ayudar a sus bolsas a seguir avanzando.

Señales: oro

Por lo que respecta a las señales del oro, la lista de cosas que podrían torcerse es extenuante, y eso son solo las incógnitas conocidas. Afortunadamente, los mercados se han visto impulsados por el rápido y claro desenlace de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

No obstante, el pronóstico de recesión plasmado en la curva de tipos podría acabar cumpliéndose con independencia de los esfuerzos tempranos de la Fed para relajar las condiciones monetarias.

Los mercados podrían responder negativamente a los planes de gasto público, y un eventual rebrote de la inflación podría desencadenar una oleada de ventas en los mercados de deuda, provocando un nuevo desanclamiento de la tasa libre de riesgo.

El precio del oro roza máximos históricos



Fuente: LSEG Datastream, 26 de noviembre 2024.

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

¿Mercados rotos?

Muchos comentaristas también temen los entresijos del sistema. Los mercados parecen «rotos»: la beta y la indexación han corrompido el mecanismo señalizador de los precios.

La negociación de alta frecuencia (HFT), los fondos cuantitativos sistemáticos y los asesores de contratación de materias primas (CTA) han convertido al mercado de renta variable en una zona de exclusión para los inversores con disciplina de valoración y repulsión frente a las estrategias de tendencia. Todo apunta a que episodios de volatilidad como el desplome veraniego del yen en 2024 serán habituales, erosionando la fe de los inversores en los activos de riesgo.

El muro de inquietudes

En resumen, la ausencia de una gran recesión en Estados Unidos hasta la fecha podría verse como un triunfo o una fuente de gravedad. A lo mejor hemos tenido «recesiones», pero no una tradicional colectiva y coordinada.

La pandemia de COVID-19 desequilibró a los mercados, provocando el desacoplamiento de los bienes y los servicios. La Fed supo evitar una crisis de crédito con su rápida resolución de la quiebra de Silicon Valley Bank, y una fuente fiscal para los consumidores hizo el resto. Seguramente se produjeron una serie de «recesiones rodantes» en áreas como la vivienda, la banca regional, las empresas no tecnológicas, China, Europa, la producción manufacturera, la

automoción y las acciones sensibles a los tipos de interés. Por suerte, la IA y los balances gubernamentales proporcionaron un colchón macro.

Así que con 2025 a la vuelta de la esquina, la renta variable continúa escalando el muro de inquietudes. Las señales macroeconómicas para las acciones emiten mensajes extremos, pero justificados. Cabe afirmar que el mayor riesgo es la incapacidad de explotar el mayor punto fuerte de la renta variable, que es su variedad geográfica y sectorial.

Creemos que la gestión activa sigue siendo el mejor modo de responder y gestionar el riesgo de lo que será inevitablemente un año tumultuoso.

Perspectivas de nuestros CIOs: posicionamiento para la resiliencia en renta fija

David Knee,
CIO adjunto de renta fija

Conclusiones clave

- La incertidumbre y la imprevisibilidad han sido las consignas de los últimos años, y todo apunta a que lo seguirán siendo en 2025, con incógnitas como el impacto de las políticas de Donald Trump y la trayectoria del crecimiento global.
- La moderación de la inflación permitirá el descenso de los tipos de interés, contrarrestando el creciente proteccionismo y otras políticas anticrecimiento, mientras que las TIR absolutas de los bonos a muy corto plazo y de mayor vencimiento podrían brindar cierta protección frente a la inflación en el nuevo año.
- En un entorno de diferenciales estrechos, déficits crecientes, políticas fiscales todavía desconocidas y moderación del crecimiento del PIB, las carteras podrían beneficiarse de un posicionamiento defensivo.

Los últimos dos años han cuestionado la ortodoxia económica: pese a la subida de los tipos de interés en 5 puntos porcentuales en Estados Unidos y en otras regiones, las economías avanzadas han hecho gala de una resiliencia notable. La primera potencia mundial, en particular, sorprendió al mundo con un crecimiento superior a la tendencia espoleado por una mayor productividad.

No obstante, con la teoría económica puesta en duda, a los mercados les está costando interpretar qué sucederá a continuación ahora que las anclas a largo plazo se han debilitado; de esta manera, los inversores están optando por escudriñar todo nuevo dato en busca de indicadores del rumbo potencial de la economía global.

Ni siquiera la Fed es inmune a esta inseguridad: la dispersión de las perspectivas de tipos a largo plazo de sus gobernadores no había sido tan extrema desde que comenzara a publicarse el *dot plot* (el gráfico que representa las expectativas de los miembros individuales del FOMC) en 2012. Por consiguiente, los mercados empezarán un nuevo año enfrentados a la incertidumbre. ¿Qué nos deparará 2025?

«Los mercados de renta fija estarán atentos a políticas en áreas clave como aranceles, impuestos e inmigración.»

El impacto de Trump 2.0

En los mercados, la respuesta predecible a un entorno más impredecible es una mayor volatilidad. La victoria electoral de Donald Trump no ha hecho más que amplificar este hecho, con los inversores atentos a cómo podría desarrollarse su segundo mandato. Trump hizo campaña en base a declaraciones de política a grandes trazos, y el tiempo dirá si se acaban materializando en medidas reales. Su primera presidencia demostró que lo que Trump dijo que haría y lo que terminó haciendo fueron dos cosas muy diferentes.

Los mercados de renta fija estarán atentos a políticas en áreas clave como aranceles, impuestos e inmigración, que podrían reactivar la inflación y limitar la capacidad de actuación de la Fed, además de elevar déficits ya crecientes.

La realidad económica no cambia

Pese a esta incertidumbre, los hechos económicos no cambian: los déficits están aumentando. La pendiente positiva del tramo a largo plazo de las curvas de tipos en los mercados desarrollados sugiere que los inversores en deuda son conscientes de ello. Tras más de una década en que el precio del dinero ha sido inferior a las tasas de crecimiento real y la creencia subsiguiente de que la capacidad de financiación era ilimitada (recordemos la Teoría Monetaria Moderna), se ha producido un giro en el entorno. El interés en concepto de deuda para el ejercicio fiscal 2024 era de 1,1 billones de dólares⁸, superando el coste del programa sanitario Medicare (de 1,05 billones) y el gasto en defensa militar (830.000 millones)⁹. En adelante, la política fiscal potencialmente expansiva de Trump podría acelerar el déficit, dejando que el mercado de deuda pública sobrelleve la carga.

¿Cómo evolucionarán el crecimiento y la inflación?

Para los inversores en renta fija con la mirada puesta en el próximo año y más allá, el Fondo Monetario Internacional (FMI) no ofrece demasiado consuelo. En su informe de perspectivas económicas mundiales (WEO) de octubre, la organización esboza un panorama poco inspirador de cara a los próximos cinco años. Se prevé que el crecimiento global para 2024 y 2025 será del 3,2% y que permanecerá a un ritmo similar, hasta el 3,1% en 2029¹⁰.

Si la IA va a ser realmente el motor de la cuarta revolución industrial, estas cifras apenas lo reflejan. Tampoco entreveremos este escenario en las cifras de productividad; en Estados Unidos la productividad ha sido sólida, debido en gran medida a un fuerte aumento de la inmigración. No obstante, parece poco probable que esto persista. Un aspecto positivo en medio de esta mediocridad es que no existe un riesgo a la baja

extremo. La moderación de la inflación permitirá el descenso de los tipos de interés (a lo mejor no tan rápido como les gustaría a los inversores en renta fija), contrarrestando el creciente proteccionismo y otras políticas anticrecimiento, como la limitación de la inmigración.

Rentas atractivas en la recta final del año

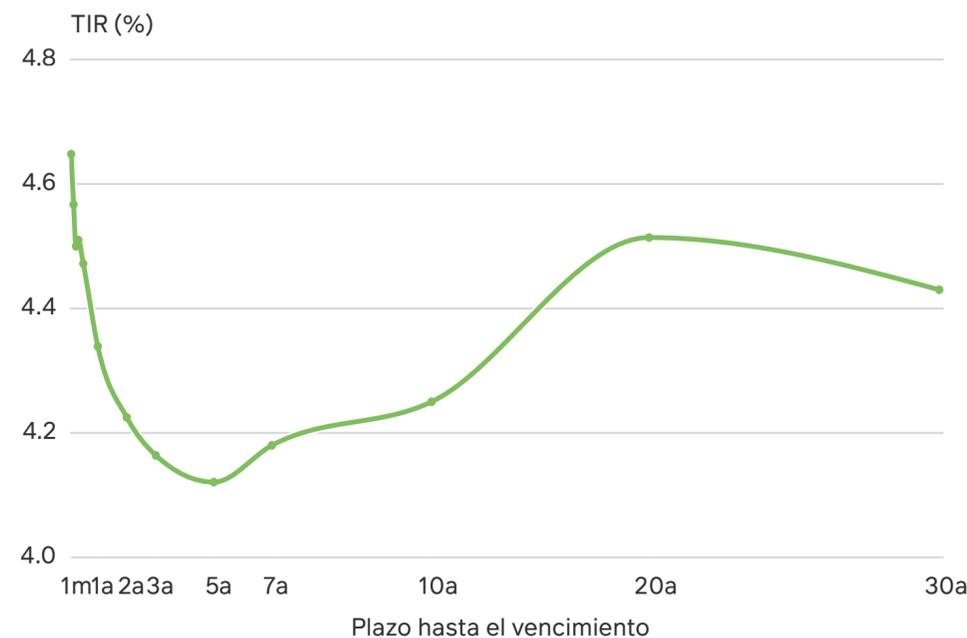
Para los inversores en renta fija global, ya cerca de 2025, creemos que los bonos a muy corto plazo y de mayor vencimiento presentan rentabilidades al vencimiento (TIR) absolutas todavía atractivas. Con TIR reales de la deuda soberana cercanas al 2% (un nivel que no se veía desde antes de la crisis financiera global), estos títulos brindan cierta protección frente a la inflación proyectada. Además, los bonos a largo plazo también ofrecen una cobertura decente para la exposición a la renta variable si se deteriora la narrativa macroeconómica. Dado que las expectativas de recortes de

⁸ Oficina de Rendición de Cuentas del Gobierno (GAO) de los Estados Unidos, «Financial Audit: Bureau of the Fiscal Service's FY 2024 and FY 2023 Schedules of Federal Debt», (gao.gov), noviembre de 2024.

⁹ Gasto público: Oficina de Análisis Económico (BEA) de los Estados Unidos, noviembre de 2024.

¹⁰ Fondo Monetario Internacional (FMI): World Economic Outlook, octubre de 2024.

Curva de tipos de referencia de la deuda soberana estadounidense



Fuente: LSEG Datastream/Fathom Consulting, 27 de noviembre de 2024.

tipos están vinculadas a los bonos a medio plazo, es más difícil pronosticar cuál será su evolución, y lo que ocurra a partir de ahora seguirá dependiendo en gran medida de los datos.

Aspectos a seguir de cerca en 2025

La tesis de la deuda corporativa presenta múltiples matices. El diferencial de crédito en casi todas las categorías del mercado de renta fija es más bajo que su respectiva media a largo plazo. Los inversores no reciben una buena remuneración por los riesgos corporativos a largo plazo, ni en el segmento con grado de inversión (IG) ni en el high yield.

Dicho esto, las TIR absolutas parecen cercanas a sus medias a largo: la del crédito IG estadounidense es del 5,2%, frente a una media del 4,8% desde 1996¹¹. Esto está atrayendo capital al mercado, creando un círculo vicioso de menores diferenciales que encarece cada vez más la deuda corpo-

rativa. Resulta imposible anticipar el catalizador que conducirá a la normalización de los diferenciales de crédito, pero con cuatro ciclos en los últimos 15 años, no es probable que la tendencia actual se prolongue de manera indefinida.

En este entorno de diferenciales estrechos, déficits crecientes, políticas fiscales todavía desconocidas y moderación del crecimiento del PIB, 2025 deberá enfocarse con cautela y las carteras se beneficiarán de un posicionamiento defensivo.

En el siguiente artículo, Carlo Putti, Director de inversión en el equipo de renta fija, nos ofrece su perspectiva sobre el actual entorno macroeconómico y por qué cree que presenta un contexto favorable para la renta fija.

¹¹ ICE, Bloomberg, noviembre de 2024.

¿En qué parte del ciclo económico nos encontramos?

Carlo Putti,
Director de inversión, renta fija

Conclusiones clave

- Con el crecimiento y la inflación aparentemente restringidos, la perspectiva de subidas significativas de los tipos de interés parece improbable. Esto eleva el atractivo de la deuda, sobre todo si empeoran las condiciones económicas.
- Los diferenciales de crédito estrechos remunerar el riesgo de manera limitada, y justifican la cautela debido a riesgos de impago potencial en un entorno de política más restrictiva.
- Los bonos parecen favorables en un entorno macro complicado y de deterioro del mercado laboral, pero los inversores deberían ser selectivos en el segmento del crédito debido a una remuneración del riesgo potencialmente inadecuada.

En lugar de moverse en línea recta, las cotizaciones de los mercados suelen fluctuar entre extremos. Un día el consenso puede ser que la economía va a descalabrarse y que se necesitan varios recortes del precio del dinero, para luego producirse un cambio repentino del sentimiento e imponerse de nuevo la narrativa de tipos más altos por más tiempo, con la expectativa de una reaceleración del crecimiento y la inflación.

Por supuesto, la realidad es que las economías no suelen moverse con tanta rapidez y siguen un ritmo más firme y pausado. Adoptar una vista de pájaro nos ayuda a entender mejor en qué fase del ciclo económico nos encontramos y lo que ello podría significar para la renta fija.

Principales motores: crecimiento e inflación

Básicamente, existen dos motores clave para la deuda: el crecimiento y la inflación. Mayores niveles en ambas variables provocarán seguramente una subida de las rentabilidades al vencimiento (TIR) de los bonos; de bajar el crecimiento y la inflación, también lo harán las TIR, impulsando las cotizaciones de los bonos. Tras un periodo de crecimiento

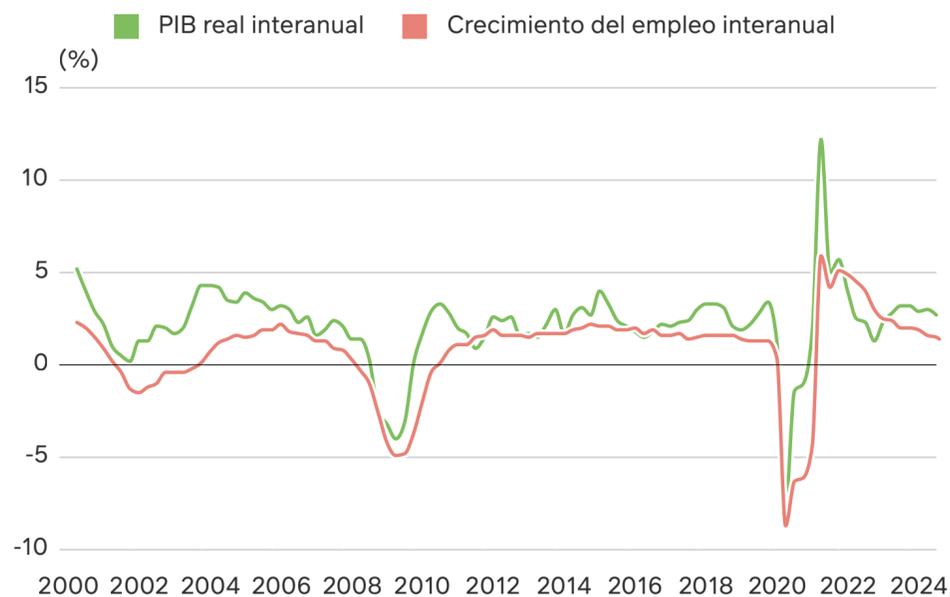
extraordinario e inflación elevada, espoleados por políticas monetarias y fiscales expansivas, las cosas han comenzado por fin a normalizarse, llevando a los bancos centrales a recortar sus tipos de intervención.

Si analizamos el crecimiento y la inflación más atentamente, vemos que ambos se hallan actualmente restringidos, lo cual limita el margen de subida del precio del dinero desde los niveles actuales.

El crecimiento se ve probablemente restringido por el mercado de trabajo, pues el tamaño de la fuerza laboral es un factor clave a este respecto: cuanta más gente trabaje, mayor será probablemente el crecimiento; en cambio, una fuerza laboral decreciente conducirá seguramente a una ralentización de la actividad económica.

El siguiente gráfico compara el crecimiento del empleo frente al crecimiento del PIB real en Estados Unidos. El primero se está frenando, y actualmente es del 1,5% en tasa interanual. Con este nivel de crecimiento en el mercado laboral, será difícil generar un crecimiento del PIB del 2% o superior de manera sostenida.

El crecimiento potencial, probablemente limitado por el deterioro del mercado laboral



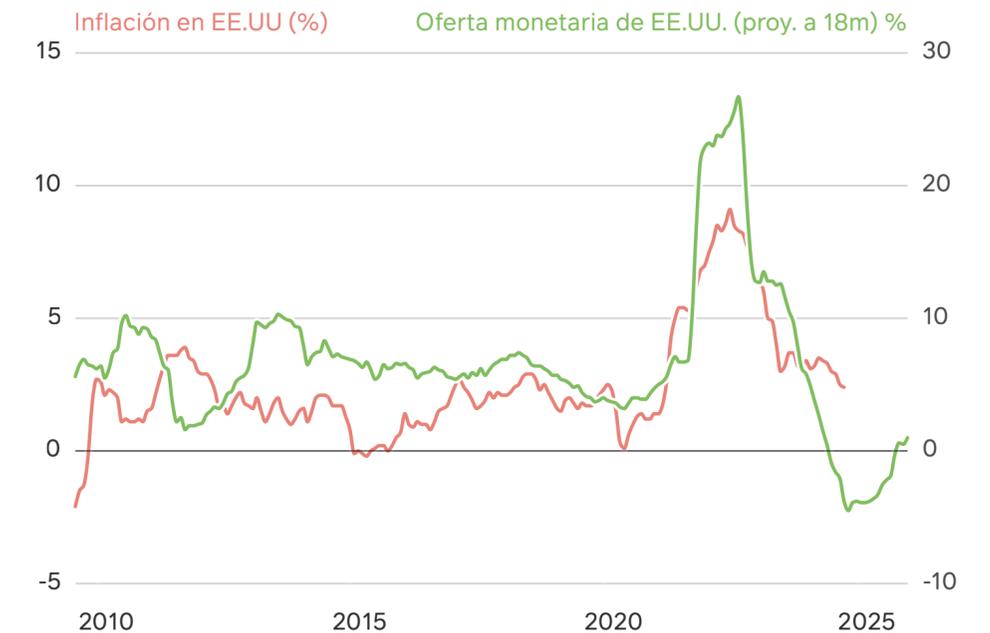
Fuente: Bloomberg, 30 de septiembre de 2024.

Pasando a la inflación, la oferta monetaria ha sido un factor determinante de los precios durante este ciclo. Como puede verse en el siguiente gráfico, el fuerte aumento de la oferta monetaria en torno a la pandemia condujo a una fuerte subida de la inflación unos meses más tarde.

El descenso subsiguiente de la oferta monetaria se ha traducido en presiones desinflacionarias, y por lo general, la inflación está volviendo a los objetivos de los bancos centrales. Pese a estar creciendo, la oferta monetaria sigue siendo históricamente baja, y esto debería limitar la inflación en el futuro próximo.

«La oferta monetaria ha sido un factor determinante de los precios durante este ciclo.»

La inflación potencial se ve probablemente limitada por el descenso de la oferta monetaria



Fuente: M&G, Bloomberg, 31 de agosto de 2024.

Todo esto esboza una imagen de ralentización general de las economías, y el potencial de presiones inflacionarias renovadas o de una reaceleración del crecimiento económico parece limitado ahora mismo. En nuestra opinión, esto se traduce en un binomio de riesgo/rentabilidad atractivo para la renta fija.

Si el crecimiento y la inflación se hallan efectivamente restringidos, es poco probable que los tipos de interés vayan a subir mucho desde sus niveles actuales. Por otra parte, el potencial al alza de la clase de activos es significativo, sobre todo si se acaba produciendo una ralentización más pronunciada o incluso una recesión.

Estrechamiento de los diferenciales de crédito

Hasta ahora hemos hablado del entorno económico general y de lo que significa para el precio del dinero. No obstante, como inversores en deuda, existe un área de mercado adicional a considerar: el crédito.

Cuando prestamos dinero a una empresa, no solo nos exponemos a cambios en los tipos de interés, sino también a cambios en los diferenciales de crédito: la remuneración adicional que exigimos a cambio del mayor riesgo que asumimos comparado con activos libres de riesgo como la deuda soberana.

A diferencia de los tipos de interés, que han aumentado de manera significativa en los últimos años, los diferenciales se han estrechado y hoy en día son históricamente bajos, reflejando un entorno de crecimiento positivo y un riesgo de impago limitado. Esto significa que la mayor parte de las malas noticias ya están reflejadas en las cotizaciones. Pensamos que esto deja a los inversores con un binomio riesgo/rentabilidad poco favorable, sobre todo teniendo en cuenta la fase del ciclo económico en que nos encontramos, con políticas fiscales y monetarias por lo general más restrictivas, lo cual podría conducir a una nueva ralentización, y por consiguiente a mayores tasas de impago.

Un contexto favorable para la renta fija

En resumen, el entorno macroeconómico parece estar deteriorándose de manera gradual. La compresión de la oferta monetaria y el deterioro del mercado laboral ejercen una presión a la baja sobre el crecimiento y la inflación. En este contexto, creemos que la deuda presenta una opción de inversión favorable, respaldada más si cabe por el perfil de riesgo/rentabilidad que ofrece actualmente la clase de activos.

No obstante, los inversores deberán ser más selectivos en el segmento de crédito, ya que la remuneración adicional que reciben por el hecho de prestar dinero a compañías podría no bastar si el entorno macroeconómico se deteriora en mayor medida.

Perspectivas de nuestros CIOs: continuación de las tendencias de crecimiento en los mercados privados

Emmanuel Deblanc,
CIO de mercados privados

Conclusiones clave

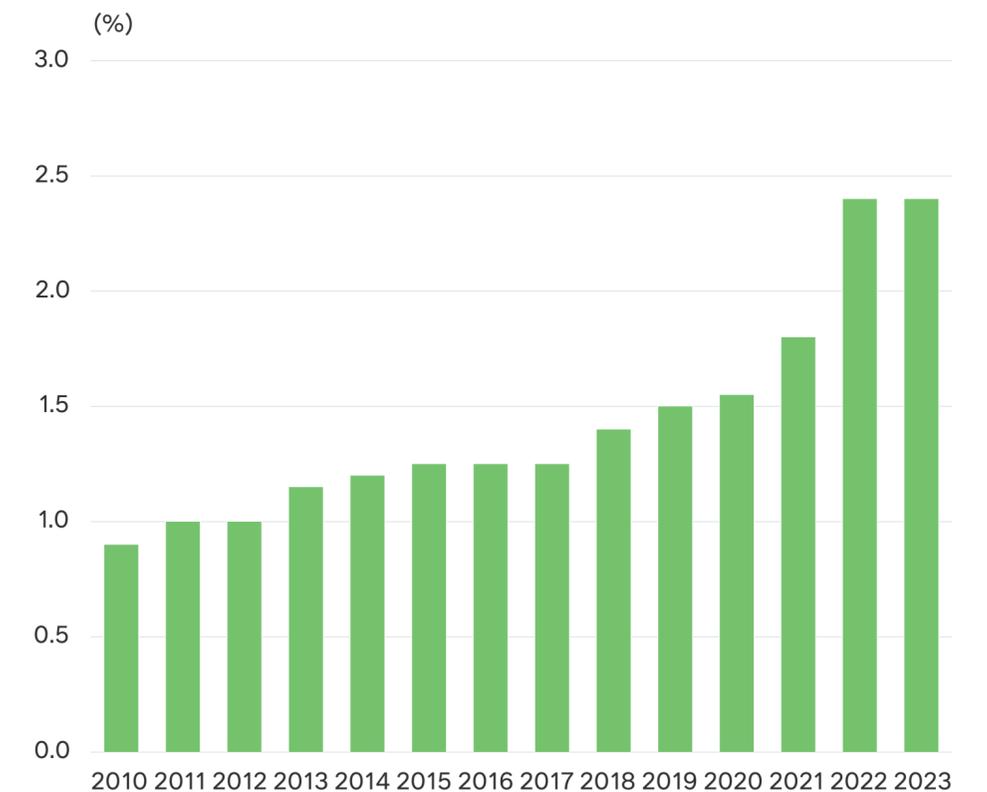
- Los tipos de interés elevados han limitado los niveles de actividad en los mercados privados, pero los recientes recortes del precio del dinero podrían dar pie a una fase más favorable para la clase de activos en 2025.
- Los inversores institucionales están pasando de los mercados de activos cotizados a los privados, de la mano de respaldo regulatorio y tendencias estructurales como la transición energética y las tendencias demográficas.
- Los segmentos de *private equity* e inmobiliario muestran señales de recuperación, y la expectativa es que el crédito no cotizado mantendrá su resiliencia. Estos factores podrían impulsar el crecimiento en los próximos doce meses.

2024 ha sido un año difícil para la mayoría de los mercados privados, no en términos de rentabilidad sino de oferta de operaciones de calidad. Durante la mayor parte de los últimos dos años, los tipos de interés elevados han sido un lastre sobre los niveles de actividad en la clase de activos. Pese al hecho de que los bancos centrales los están recortando, la expectativa es que permanecerán muy por encima de los niveles de 2010. No obstante, ahora existen señales de una subida de los niveles de actividad en la mayoría de las subclases de activos, y todo apunta a que 2025 ofrecerá un entorno más favorable para los inversores en mercados privados.

Aumentan las asignaciones en activos no cotizados

Aunque la narrativa de crecimiento de los mercados privados se ve respaldada por múltiples factores, tres de ellos serán seguramente sus principales motores en los próximos doce meses. El primero es un giro en las asignaciones de los inversores: los institucionales se están alejando progresivamente de los mercados de activos cotizados y entrando en los activos privados. Ciertas encuestas sugieren que la clase de activos representará más del 50% de la cartera institucional media en el plazo de tres años¹².

Cuota de los mercados privados en los activos financieros globales



Fuente: Preqin, 31 de diciembre de 2023.

¹² Estudio anual sobre mercados privados de State Street, 2024.

«El universo privado no es homogéneo y el panorama para el próximo año variará de un mercado a otro.»

En segundo lugar, la regulación gubernamental y las políticas de impulso a la demanda de inversiones en mercados privados brindarán respaldo adicional. La transición energética, el desarrollo de la infraestructura, el cambio demográfico y la desglobalización son tendencias en las que las empresas que facilitan el cambio tienen una presencia desproporcionada en el universo privado.

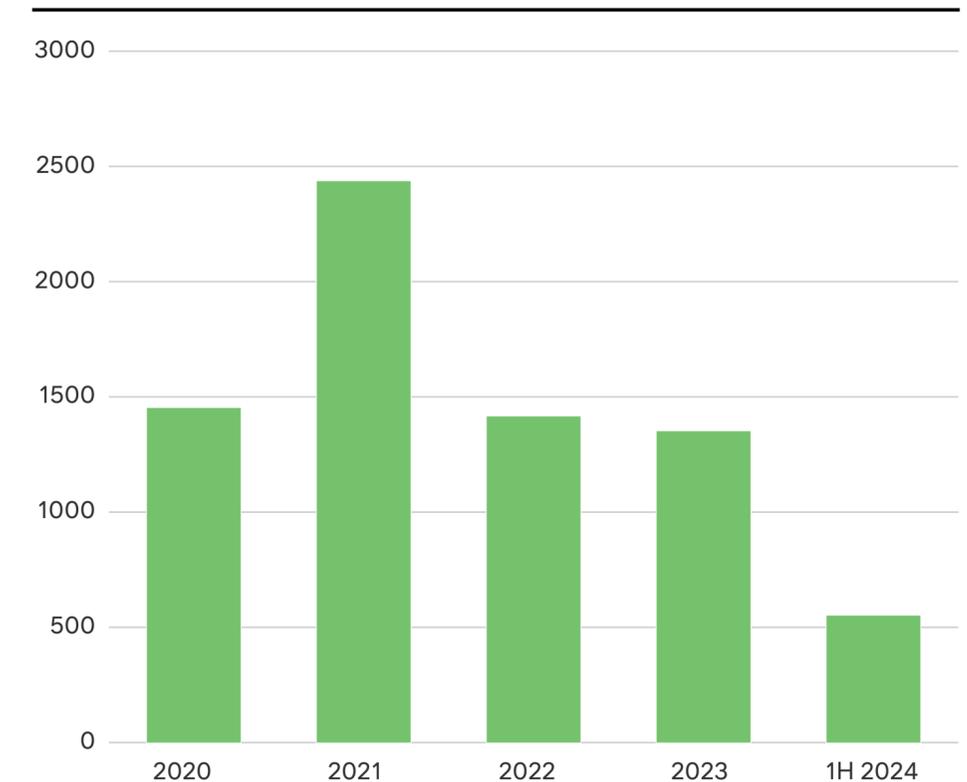
El último motor será la apertura de los mercados privados a una base de inversores más amplia. Todo esto ya está siendo fomentado con la introducción del Fondo Europeo de Inversión a Largo Plazo (ELTIF) en Europa y del Fondo de Activos a Largo Plazo (LTAF) en el Reino Unido, vehículos que facilitan enormemente el acceso a los inversores no institucionales. Este proceso de «democratización» es positivo, y todo apunta a que potenciará la inversión en la clase de activos.

Señales de vida: el resurgir de las OPI podría ayudar al *private equity*

Por supuesto, el universo privado no es homogéneo y el panorama para 2025 variará de un mercado a otro. El sector de *private equity* ha pasado un momento difícil, no solo debido a unos tipos de interés elevados, sino también a que el mercado de ofertas públicas iniciales (OPI) ha estado básicamente cerrado durante los últimos tres años. A menudo, los inversores en *private equity* dependen del mercado de salidas a bolsa para cerrar sus posiciones, y esto tiene repercusiones: el no poder salir de una inversión se traduce en incapacidad para reciclar capital en nuevas oportunidades.

Afortunadamente, el mercado de OPI vuelve a dar señales de vida, lo cual debería ayudar a despejar el volumen de inversiones no liquidadas. Esto debería ser una buena noticia para el sector de *private equity* durante los próximos 12 meses.

Número de OPI a nivel global



Fuente: EY Global IPO Trends Q2 2024.

Tendencias positivas

Por lo que respecta al menor flujo de operaciones en 2024 respecto a años previos, el crédito no cotizado no ha sido una excepción. Sin embargo, 2025 podría ser escenario de un cambio de tendencia. Esta clase de activos, caracterizada por tipos flotantes, ha mostrado fortaleza en el marco de las subidas de los tipos de interés desde comienzos de 2022. Así, la perspectiva de recortes del precio del dinero podría parecer negativa, pero tal conclusión sería precipitada.

Los inversores no deberían limitarse a considerar los tipos nominales, sino tener en cuenta las TIR reales, que permanecen históricamente elevadas. Tampoco hay que olvidar que las rentabilidades del crédito no cotizado abarcan tanto renta como pérdida de crédito, y un precio del dinero más bajo reduce el riesgo de impago. Por último, unos tipos de interés más bajos espolearán la actividad de fusiones y adquisiciones, lo cual conducirá a un mayor volumen de operaciones, diferenciales más anchos y mejora de las rentabilidades potenciales.

El crédito privado ofrece múltiples estrategias, y estamos viendo que los inversores están dispuestos a diversificar su

exposición al segmento más allá del préstamo directo. Así, de cara a 2025, creemos que estrategias como las finanzas especializadas pasarán cada vez más a un primer plano. El crédito no cotizado ha demostrado ser un área de inversión notablemente sólida en distintos ciclos de mercado, y nuestra expectativa es que lo seguirá siendo.

La propiedad inmobiliaria, en modo recuperación

El inmobiliario privado es una historia más compleja. La clase de activos ha sufrido desde que la Fed comenzara a elevar su tipo de intervención a comienzos de 2022, ya que esto condujo a mayores costes de financiación para promotores e inversores, y a la desconexión entre compradores y vendedores, lo cual provocó la caída de las valoraciones de los inmuebles.

El segmento todavía se enfrenta a obstáculos como tipos de interés todavía elevados, la necesidad de absorber nueva oferta inmobiliaria y fundamentales inciertos en sectores como el de oficinas. Pese a todo esto, sin embargo, el mercado inmobiliario privado comienza el nuevo año en modo recuperación: las valoraciones parecen haber tocado fondo y el

flujo de operaciones está aumentando. La trayectoria e intensidad de esta recuperación quedan por verse, pero con las valoraciones en sus niveles actuales, estamos seguros de que 2025 ofrecerá oportunidades a los inversores.

Los motores estructurales han llegado para quedarse

En general, confiamos en que el entorno de crecimiento para los mercados privados continuará en 2025. Los inversores están asignando cada vez más capital en esta área, y los motores estructurales ya mencionados no van a desaparecer. Nuestra expectativa es que la naturaleza relativamente resiliente de esta área de inversión y las rentabilidades que puede ofrecer continuarán atrayendo a los inversores.

En el siguiente artículo, Richard Gwilliam, Director de análisis inmobiliario, ofrece su perspectiva sobre el sector inmobiliario, destacando el creciente optimismo sobre la clase de activos en medio de la evidencia de una temprana de recuperación.

Comienza la recuperación del mercado inmobiliario

Richard Gwilliam,
Director de análisis inmobiliario

Los últimos dos años han sido un doloroso periodo de ajuste para el sector inmobiliario, prácticamente en todos los sectores y regiones. Ahora, sin embargo, las valoraciones se han estabilizado y han tocado fondo (incluso en los mercados más castigados), y algunos ya muestran señales de recuperación incipiente. El sentimiento ha cambiado de manera palpable, y el apetito de los inversores por los activos inmobiliarios está aumentando. Estos desarrollos, unidos a los recortes iniciales de tipos implementados por los bancos centrales, sienta las bases para un aumento de las oportunidades de compra, venta y préstamo en el marco de un nuevo ciclo.

Un 2025 más optimista

Con un mayor optimismo de cara al nuevo año, creemos que es momento para aprovechar el impulso presente en los mercados inmobiliarios. A nivel global estamos viendo las perspectivas de rentabilidad más atractivas en muchos años, gracias a una combinación de mayor potencial de rentas y de mejora del crecimiento en alquileres, puesto que una demanda en fase de recuperación coincide con una oferta muy limitada.

Sin tratarse de un fenómeno universal, también cabe esperar la reaparición de cierta compresión de TIR a medida que aumenta la confianza, la aversión al riesgo comienza a disiparse y los inversores empiezan a competir por los activos más atractivos, impulsando las rentabilidades. Los activos *core*, sobre todo en los sectores siempre atractivos de «beds and sheds» (residencial y logística) e incluso en partes de los sectores de comercio minorista y oficinas, nos parecen los mejor posicionados para beneficiarse en las fases iniciales del ciclo.

Para algunos inversores, ahora también podría ser buen momento para considerar subir por la curva de riesgo. Creemos que los retos estructurales, combinados con precios cíclicamente deprimidos, ofrecen oportunidades atractivas para reposicionarse en activos con objeto de generar alfa (es decir, obtener una rentabilidad superior a la del mercado) a medida que se afianza la recuperación.

Perspectiva de recuperación irregular

No obstante, anticipamos una recuperación irregular, en forma de «K»; pese a estar convencidos de que muchos activos ganarán terreno, también creemos que algunos activos se enfrentarán a nuevas caídas a medida que entramos en 2025. El sector de oficinas es un claro ejemplo. Los mejores edificios de su clase deberían seguir destacándose y subir de valor, mientras que los activos de menor calidad parecen destinados a permanecer en una tendencia a la baja, con riesgo de quedarse obsoletos.

Además, el potencial de dificultades a la hora de lograr refinanciación para ciertos activos podría prolongar sus tribulaciones de precio. No obstante, ello podría conllevar posibles oportunidades de mayor rentabilidad en el futuro para inversores capaces de adquirir activos a menor precio.

De igual manera, invertir en el otro extremo de la estructura de capital, a través de deuda inmobiliaria, podría ayudar a mitigar el riesgo de caídas asociado con activos más vulnerables a una trayectoria a la baja.

Los inversores capaces de ejecutar estrategias de descarbonización de inmuebles («brown-to-green») podrían lograr un cambio de rumbo en el activo, desde el tramo descendente al ascendente de la «K». Tal estrategia podría tener especial éxito en inmuebles con buena ubicación.

Sacar partido a vientos de cola estructurales

Pensamos que aprovechar motores sectoriales estructurales seguirá siendo esencial para lograr el crecimiento de los alquileres. El mercado inmobiliario ha pasado a un primer plano en todo el mundo, ya que la asequibilidad de la vivienda es muy precaria en muchas regiones, pese al crecimiento de los salarios. La demanda de vivienda continúa creciendo en las grandes áreas urbanas, debido al fuerte crecimiento de la población impulsado por altos niveles de migración tanto interna como internacional. Al mismo tiempo, la insuficiencia de oferta de inmuebles a largo plazo y a nivel global se ha visto exacerbada por costes de endeudamiento y construcción elevados.

Los hogares de rentas bajas han sido los más castigados por este problema, ya que el desarrollo de viviendas sociales asequibles se ha visto gravemente afectado por retos de viabilidad. Esto presenta una oportunidad al capital

institucional para ayudar a abordar esta urgente necesidad social invirtiendo en soluciones de vivienda asequible. Liberar una mayor oferta de vivienda, tanto de propiedad como de alquiler, será crucial para aliviar la carga sobre los presupuestos de los hogares y mejorar la habitabilidad en las grandes ciudades del mundo.

Dinámica cambiante

De cara a un nuevo ciclo, creemos que unos precios de entrada más bajos y la intensificación del crecimiento en el sector de alquileres son motivos de peso para invertir en inmobiliario. Dicho esto, la dinámica cambiante dentro de los distintos segmentos inmobiliarios sugiere que este ciclo podría ser diferente al anterior.

Aunque las tendencias macroeconómicas seguirán siendo favorables para el sector industrial y supondrán un desafío para los de inmuebles comerciales y oficinas, por ejemplo, la coyuntura a nivel micro ya no es tan sencilla. El auge en la oferta de espacios logísticos en ciertas ubicaciones durante

los últimos dos años ha conducido a una variación significativa en las tasas de vacancia, incluso en los activos de mayor calidad. Por otra parte, todo apunta a que los centros comerciales regionales dominantes se sustraerán a la tendencia de rentabilidad del subsector, y que el potencial de renta elevada que ofrecen se verá seguramente suplementado por el crecimiento del alquiler a medida que los inquilinos vuelven a buscar espacio en las ubicaciones «correctas».

En el marco de nuestra expectativa de recuperación irregular del mercado, contar con el activo adecuado en la ubicación adecuada podría ser la clave de rentabilidades superiores a medida que avanza el ciclo.

