

EXCLUSIVAMENTE PARA INVERSORES PROFESIONALES



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN | PRIMERA EDICIÓN | POR M&G INVESTMENTS

A photograph of a person standing on a beach at night, looking out at the ocean under a vibrant green aurora borealis. The scene is framed by a dark, semi-transparent border.

Perspectivas de inversión 2023

En esta edición

- 03** **Introducción: invertir en una época de incertidumbre**
- 04** **2022 en retrospectiva**
- 10** **Es necesario “hilar fino” para invertir en este contexto** *Fabiana Fedeli*
- 16** **¿Ha vuelto el valor a los mercados de renta fija?**
Jim Leaviss
- 22** **En el punto de mira: deuda high yield** *Stefan Isaacs*
- 24** **Invertir en un entorno de mayores tipos de interés.** *Will Nicoll*

El valor de los activos del fondo podrían tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. 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.

Invertir en una época de incertidumbre

En la recta final de un año volátil e impredecible, los directores de inversión (CIO) de M&G Investments comparten sus perspectivas sobre los principales temas que afectan a los mercados financieros. La inflación elevada, unos tipos de interés crecientes, la crisis energética y la ralentización del crecimiento económico son apenas algunos de los grandes temas a los que se enfrentan actualmente los inversores.

En esta edición inaugural de Perspectivas de inversión, Fabiana Fedeli (CIO de Renta Variable, Multi-activos y Sostenibilidad), Jim Leaviss (CIO de Renta Fija cotizada) y Will Nicoll (CIO de Activos Alternativos y Mercados Privados) analizan los retos potenciales para sus respectivas clases de activos y destacan dónde divisan oportunidades de inversión prometedoras.

Comenzamos con un breve repaso a 2022, un año en el que varias tendencias a largo plazo han dado marcha atrás y se han puesto a prueba nociones arraigadas sobre el comportamiento del mercado.



2022



Sin lugar donde esconderse

Caídas correlacionadas de la renta variable y la renta fija

2022 ha sido un año difícil para los inversores de todo el mundo, debido a las fuertes caídas de la mayoría de las clases de activos. El optimismo inicial en torno a una recuperación económica global tras la pandemia no tardó en disiparse, pues la guerra en Ucrania y el shock energético subsiguiente reverberaron en todo el mundo. La inflación galopante y los esfuerzos de los bancos centrales para controlarla se convirtieron en el tema dominante.

Con el retroceso generalizado y simultáneo de los mercados de renta variable y de renta fija, los inversores no tuvieron dónde esconderse (Gráfico 1). Incluso tras un fuerte repunte del mercado en noviembre, el índice MSCI ACWI había caído un 14,6% (en dólares estadounidenses) en 2022 (a finales de noviembre). Los *treasuries* cayeron un 12,3% en el mismo periodo.

Este descenso correlacionado asestó un duro golpe a los inversores que intentaban mitigar el riesgo de inversión mediante una cartera equilibrada compuesta de ambas clases de activos, las llamadas «estrategias 60/40».

El índice MSCI ACWI ha caído un

-14.6%

Los *treasuries* han caído un

-12.3%

A 30 de noviembre de 2022, en USD

Gráfico 1: 2022 ha registrado un descenso correlativo de la renta variable y la renta fija

Rentabilidad en el año hasta la fecha (%)

**Las acciones de energía y el dólar estadounidense florecieron**

No obstante, hubo claros de luz durante la tormenta. El sector de la energía floreció con la subida de los precios del petróleo y del gas, después de que la invasión rusa de Ucrania sembrara temores en torno al suministro de energía a nivel mundial. Las acciones *value* globales también mostraron una evolución relativamente buena, pues los inversores dieron la espalda a acciones *growth* caras y rotaron hacia oportunidades entre empresas previamente repudiadas con valoraciones bajas. En cierta medida, este giro podría verse como un cambio de las tendencias presentes durante la pandemia, cuando las acciones tecnológicas y de internet de gran capitalización gozaban de demanda. En el mercado cambiario, el dólar fue la divisa más destacada, gracias al respaldo de mayores tipos de interés en Estados Unidos.

Las «estrategias 60/40» pasaron apuros con la caída de los bonos y renta variable

Fuente: Bloomberg, 30 de noviembre de 2022.

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

Un nuevo régimen:

Mayores niveles de inflación y de tipos de interés

Este año, los inversores han tenido que lidiar con varias conmociones macroeconómicas, dominadas por el retorno de la inflación. A comienzos de año, las autoridades todavía anticipaban que la inflación sería «transitoria», pero los precios continuaron disparándose en todo el mundo. En Estados Unidos y el Reino Unido, la tasa de inflación anual alcanzó sus mayores niveles en 40 años durante 2022, impulsada por el marcado encarecimiento de la energía tras la invasión rusa de Ucrania (Gráfico 2).

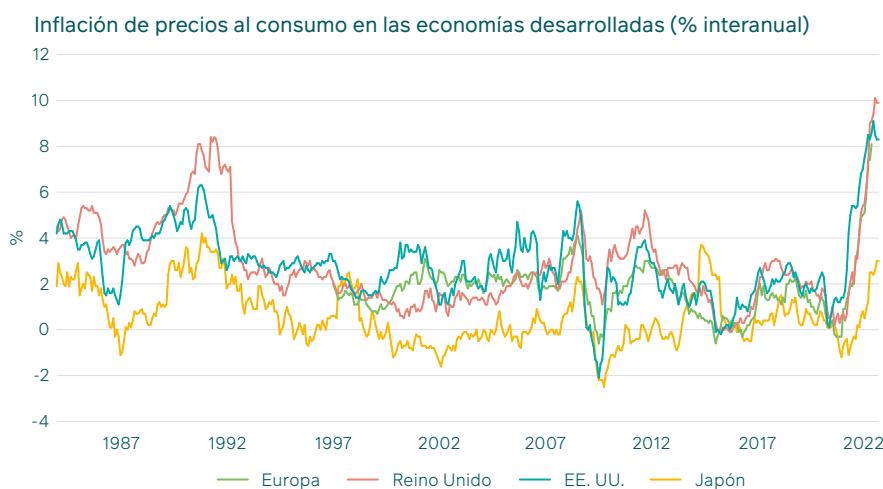
Las fuertes subidas de los precios de la alimentación y la energía hicieron temer

por una crisis del «coste de la vida» y por caídas de la renta disponible de los hogares. En el caso de las compañías, los inversores temieron que la inflación condujera a mayores costes de insumos (incluidos los salarios) y márgenes de beneficio potencialmente más bajos.

Aunque los datos recientes sugieren que las subidas de precios (al menos en Estados Unidos) podrían estar frenándose, la inflación permanece elevada y acaparará probablemente la atención del mercado en los próximos meses. No obstante, los inversores tienden a no permanecer concentrados en la misma narrativa durante

mucho tiempo: aunque la inflación sigue estando en primer plano, el tema podría perder relevancia en adelante. Jim Leaviss considera probable que las presiones inflacionarias disminuyan el próximo año, con lo que una nueva narrativa podría ganar tracción. 2023 podría ser el año en que los inversores pasan a concentrarse en el crecimiento económico (o su ausencia) y en la amenaza de recesión.

Gráfico 2: La inflación no había sido tan alta en 40 años



Fuente: Bloomberg, 30 de noviembre de 2022.

El fin de unos tipos de interés ultrabajos

Para muchos, el desarrollo más significativo de 2022 (y quizá el predominante de cara al año que viene) es el giro hacia una política monetaria restrictiva. A fin de combatir una inflación persistentemente elevada, los bancos centrales de todo el mundo subieron sus tipos de interés de forma agresiva. Aunque el Banco de Inglaterra (BdI) fue el primero en elevar el precio del dinero en la recta final de 2021, la Reserva Federal estadounidense marcó el camino ampliando el tamaño de las subidas de tipos, con cuatro subidas consecutivas de 75 puntos básicos desde junio de 2022. El BdI y el BCE también adoptaron posturas cada vez más restrictivas, mientras que el Banco de Japón fue la excepción, manteniendo su política de tipos de interés en mínimos.

La determinación de las autoridades monetarias para frenar la inflación elevando el precio del dinero puso fin a una tendencia que ha dominado los mercados financieros durante más de una década: tipos de interés ultrabajos y dinero barato. Estos factores parecen haber impulsado los precios de los activos en los últimos años, y el giro monetario podría tener un efecto igualmente dramático. Tal como apunta Fabiana Fedeli,

incluso de bajar la inflación, los mayores costes de financiación podrían seguir presionando los balances corporativos y creando dificultades a las compañías más débiles. Adaptarse a este nuevo régimen será sin duda uno de los mayores retos a los que se enfrentan los inversores en 2023, pues un rápido endurecimiento monetario podría poner en peligro el crecimiento económico.

Mercados dominados por las noticias

Las noticias y los acontecimientos macroeconómicos han dominado en gran medida la evolución de los mercados financieros en 2022. Los inversores, por ejemplo, han seguido con una atención obsesiva cada cifra de inflación y su impacto subsiguiente en la política de tipos de la Fed, intentando determinar si esta podría dar marcha atrás. Dada la actual incertidumbre en torno al panorama económico global y las tensiones geopolíticas reinantes, cabe esperar volatilidad en los mercados de cara a los próximos meses. Las empresas podrían pasar apuros en esta coyuntura complicada, pero tal como destaca Will Nicoll, estas dificultades podrían ofrecer oportunidades interesantes a los inversores pacientes y concentrados. ■

10 **Es necesario “hilar fino”
para invertir en este
contexto** *Fabiana Fedeli*

16 **¿Ha vuelto el valor a los
mercados de renta fija?**

Jim Leaviss

24 **Invertir en un entorno
de mayores tipos de
interés** *Will Nicoll*

En las páginas siguientes, nuestros CIOs aportan su perspectiva sobre los principales problemas a los que se enfrentan los inversores hoy en día. Tras un año difícil podrían esperarnos nuevos retos, encabezados por el riesgo de recesión. Dicho esto, también podría haber razones para el optimismo, con oportunidades potencialmente atractivas en múltiples mercados.

Les deseamos una lectura grata y esperamos que estos puntos de vista les parezcan interesantes.

2023

Es necesario “hilar fino” para invertir en este contexto

Fabiana Fedeli,
CIO de Renta Variable,
Multi-activos y Sostenibilidad

Hemos visto cómo los mercados de renta variable han permanecido volátiles dentro de un rango de cotización en 2022, sensibles sobre todo al flujo de noticias y afectados por múltiples fuerzas exógenas. Para salir de esta dinámica en los próximos meses necesitaremos algún tipo de sacudida positiva, ya sea una confirmación de que la inflación ha tocado techo o que los bancos centrales han dejado de subir tipos, o bien una resolución de la trágica guerra en Ucrania o (por supuesto) una recesión más suave de lo previsto.



Los inversores buscarán compañías con estrategias de negocio y fortaleza financiera suficientes como para soportar el bajón potencial de la economía.

Luz al final del «túnel de subidas de tipos»

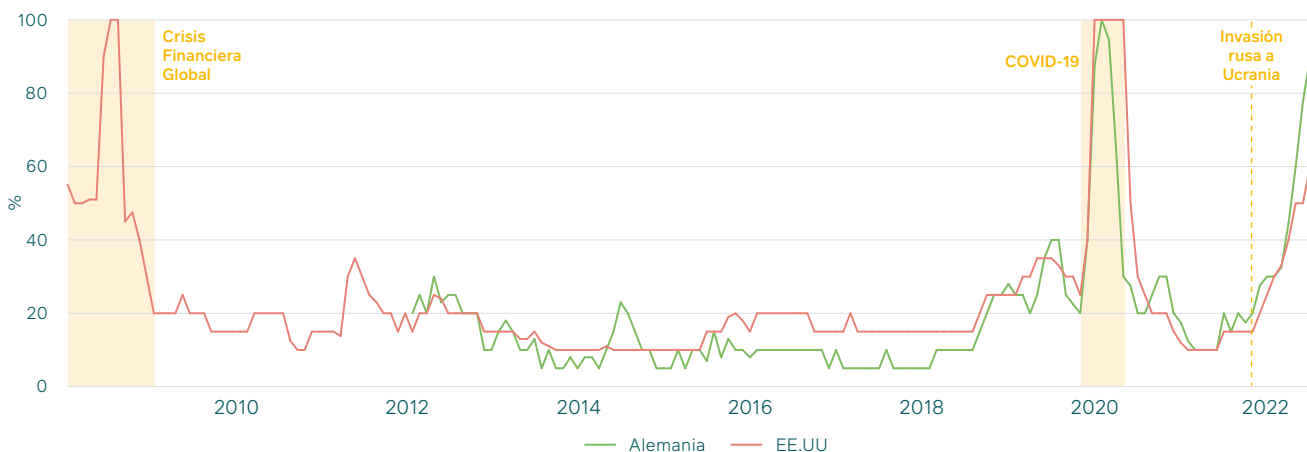
De momento, la inflación sigue preocupando a los inversores. Los datos recientes muestran indicios de que la inflación está tocando techo en Estados Unidos, dado que los tipos de interés amortiguan la demanda y las cadenas de suministro se están recuperando. No obstante, con el gasto rotando de nuevo hacia servicios intensivos en mano de obra y un mercado de trabajo todavía tenso, consideramos poco probable que la Fed cambie su postura de forma pronunciada, con lo que el precio del dinero podría permanecer elevado durante un tiempo. Tampoco vemos señales de que la inflación vaya a disminuir en otros mercados desarrollados, con los mayores costes de la alimentación y la energía presionando aún los precios en la Europa continental y el Reino Unido.

Dicho esto, estamos más cerca de la luz al final del «túnel de tipos de interés», dada la probabilidad de que los bancos centrales dejen de subir el precio del dinero en la primera mitad de 2023. Tras subidas de 75 puntos básicos por parte de la Fed, el BCE y el Bdl en sus reuniones más recientes, podríamos asistir a una reducción unificada de las próximas subidas en diciembre (de permitirlo los datos).

Pese a todo lo anterior, no veo margen alguno para que las autoridades monetarias adopten una retórica menos restrictiva: al fin y al cabo, con ello se arriesgarían a relajar de facto las condiciones monetarias reduciendo las expectativas de tipos, lo cual a su vez dificultaría su labor y podría obligarles a endurecer su política en mayor medida y durante más tiempo.

Gráfico 3: ¿Se avecinan tiempos económicos difíciles?

Bloomberg, mediana de los pronósticos de probabilidad de recesión en los próximos doce meses



Fuente: Bloomberg, 30 de noviembre de 2022.

Probabilidad de recesión

Aunque toda confirmación de que la inflación ha tocado techo respaldaría una mejora del sentimiento de mercado, es probable que los inversores, al preocuparles menos la inflación, comiencen a desviar su atención hacia la probabilidad y envergadura de una recesión. Así, la medida de la ralentización económica global también pasará a un primer plano en los próximos meses. Las expectativas de recesión son relativamente elevadas, sobre todo en Europa, donde los altos precios de la energía, la inflación persistente y unos costes de financiación crecientes amortiguarán probablemente la actividad (Gráfico 3). Por lo general, a los mercados de renta variable no les gustan las recesiones.

Una caída de la inflación podría apuntalar los márgenes de beneficio de las compañías por un lado, pero dos fuerzas opuestas adicionales tendrían efecto al mismo tiempo: mayores costes de financiación (debido a los mayores tipos de interés) y la incapacidad de las empresas de subir precios más si cabe

en un entorno recesivo. Para las más débiles, el encarecimiento del dinero podría causar dificultades reales en sus balances.

Los inversores buscarán compañías con estrategias de negocio y fortaleza financiera suficientes como para soportar el bajón potencial de la economía.

Otro elemento que seguimos muy de cerca es el riesgo geopolítico. Una eventual resolución satisfactoria a la guerra en Ucrania, que implique un acuerdo y la retirada de sanciones, proporcionaría probablemente un impulso significativo al sentimiento de los inversores. La relación más productiva entre Estados Unidos y China tras el encuentro de los presidentes Joe Biden y Xi Jinping en noviembre mejoró el sentimiento recientemente, pero ello no significa que la tormenta haya amainado. Cabe esperar una continuación de las tensiones entre ambos países, y todavía anticipamos que el gigante asiático responda a las restricciones tecnológicas impuestas por Washington.

Será crucial aplicar un enfoque selectivo

¿Cómo pueden los inversores en renta variable navegar este entorno complicado de tipos de interés elevados, menores niveles de beneficio, ralentización del crecimiento y probable recesión? Como ya **comentamos anteriormente este año**, creemos que en este contexto de mercado es necesario «hilar fino» para poder invertir, es decir, no es un mercado para hacer grandes apuestas sectoriales y regionales.

Sin embargo, nos continúa pareciendo uno en que los inversores activos pueden cosechar alfa, pero en el que será crucial adoptar un enfoque selectivo para identificar a aquellas compañías con balances saneados y un fuerte poder de fijación de precios. La temporada de publicación de resultados más reciente ha demostrado que empresas de un mismo sector de actividad han logrado generar beneficios muy diferentes en base a sesgos de exposición,

control de costes, mix de productos y, en general, a la calidad de su equipo directivo.

En mi opinión, este sigue siendo un mercado en el que se está «tirando la fruta fresca con la podrida», que por lo tanto ofrece oportunidades para invertir en empresas con fundamentales sólidos en las que la mala evolución de su cotización no encaja con la fortaleza del negocio subyacente.

Detectamos oportunidades selectivas en todos los países excepto en Japón, donde la reforma y la reestructuración corporativas siguen acelerándose, y creemos que existen abundantes oportunidades en acciones específicas. También estamos encontrando oportunidades interesantes en China. Pese a haber registrado una de las mejores rachas históricas, las valoraciones todavía nos parecen bajas, y pensamos que ciertas acciones cotizan en niveles deprimidos que no reflejan sus fundamentales subyacentes.

En Japón, la reforma y la reestructuración corporativas siguen acelerándose.





Nos siguen gustando temas a largo plazo como las renovables (junto a proveedores y usuarios de tecnologías de bajas emisiones de carbono) y la infraestructura (ligada a la inflación, con dividendos mayores y crecientes que la contrarrestan), al tratarse de áreas en las que el gasto de capital continuará subiendo con independencia de las condiciones de mercado dominantes.

En nuestras estrategias multi-activos, hemos elevado las posiciones en deuda soberana en el extremo a largo de la curva de tipos, y ahora tenemos una postura de duración superior a la del índice. Por lo que respecta a la exposición a la renta variable, nos hemos alejado de los mínimos de octubre pero aún mantenemos una pequeña sobreponderación táctica; ello refleja el equilibrio entre la mejora del flujo de noticias recientes (riesgo geopolítico e inflación) y el hecho de que la subida bursátil ha sido bastante rápida y el rumbo macroeconómico todavía es demasiado incierto.

La inversión sostenible ha llegado para quedarse

Desde una perspectiva de sostenibilidad, los últimos dos años han sido complicados. La pandemia de COVID-19 ha tenido un impacto significativo en áreas de desarrollo como la salud, la educación y la pobreza. Más recientemente, la crisis energética y la creciente crisis del coste de la vida han asestado nuevos reveses a los compromisos de sostenibilidad a corto plazo. Por ejemplo, la fuerte subida de los precios del gas tras la invasión rusa de Ucrania ha conducido a un aumento de la demanda de carbón en Europa en lo que va de año.

Aunque este será seguramente un fenómeno a corto plazo, representa un alejamiento

Ver el informe de M&G SDG Reckoning [aquí](#).

de la ambición global a largo plazo de abandonar gradualmente el uso de carbón. A la luz de la disrupción del mercado de la energía provocada por el conflicto, muchos inversores alineados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) definidos por Naciones Unidas o concentrados en el ecosistema de emisiones bajas han quedado rezagados respecto a sus homólogos sin tales criterios en 2022.

Pese a estos desafíos, yo creo que la inversión sostenible ha llegado para quedarse. De hecho, pienso que de aquí a cinco años ya no distinguiremos entre productos sostenibles y no sostenibles: incorporar criterios de sostenibilidad en el modo en que invertimos se convertirá sencillamente en la corriente principal.

La guerra en Ucrania también ha puesto de relieve la necesidad de mejorar la seguridad energética y diversificar las fuentes de energía, lo cual pone en primer plano a las renovables. Iniciativas gubernamentales como REPowerEU en la Europa continental y la Ley de Reducción de la Inflación en Estados Unidos están dirigiendo miles de millones de dólares al respaldo de la transición energética.

No obstante, los gobiernos no son los únicos en tomar tales medidas: las compañías también están impulsando la inversión sostenible, reconociendo la importancia de concentrarse en los objetivos de reducción de emisiones de carbono a largo plazo. Y allí donde fluye el capital, es probable que surjan oportunidades de inversión. Como mencioné en un reciente [artículo sobre la COP27](#), una mayor colaboración entre los sectores público y privado también ayudará a generar oportunidades de inversión.

Al examinar la inversión sostenible a través de la lente de los ODS, se estima que la brecha de financiación anual es de más de 4 billones de dólares. El informe M&G SDG Reckoning, producido anualmente por nuestro equipo de impacto desde 2020, muestra que la escala actual de los flujos financieros dirigidos a abordar los ODS es insuficiente. La única forma de cerrar esta brecha es que los sectores público y privado redoblen sus esfuerzos, tomando más medidas y dirigiendo capital hacia la resolución de problemas de sostenibilidad globales en ámbitos como seguridad alimentaria, igualdad sanitaria, inclusión social, pérdida de biodiversidad y desperdicio excesivo. Las conclusiones de la reciente cumbre climática COP27 ponen de relieve la relevancia de todas estas cuestiones, entre muchas otras.

En el futuro, incorporar criterios de sostenibilidad en el modo en que invertimos se convertirá sencillamente en la corriente principal.

”

Si bien respaldamos los ODS, la ONU no refrenda nuestros fondos ni estamos afiliados a esta organización.

¿Ha vuelto el valor a los mercados de renta fija?

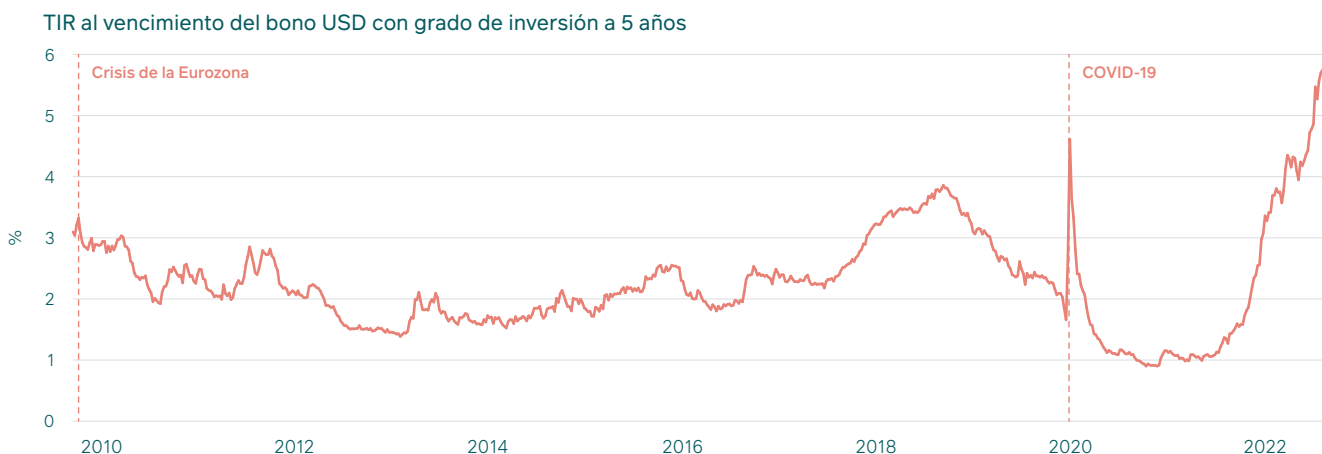
PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN | OUTLOOK 2023

Jim Leaviss,
CIO de Renta fija cotizada

Los mercados de renta fija han experimentado una de las caídas más pronunciadas de su historia en 2022, pues los temores en torno a una inflación persistentemente elevada y el agresivo endurecimiento de la política monetaria impulsaron las TIR de la deuda soberana hasta su mayor nivel en más de una década. Las valoraciones del crédito también se han visto fuertemente presionadas, cuando los inversores comenzaron a tener en cuenta el impacto de la ralentización del crecimiento económico y de los mayores costes de financiación sobre los beneficios corporativos.

Esto ha conducido a un reajuste significativo de los diferenciales de crédito y de la tasa «libre de riesgo» (representada por las TIR de la deuda soberana). Las TIR de la deuda corporativa con grado de inversión han alcanzado máximos multianuales, y la del bono estadounidense a 5 años supera el 4% (Gráfico 4). Sin perder de vista los retos a los que se enfrenta la economía mundial, creemos que los fundamentales corporativos siguen siendo sólidos y que las TIR actuales ofrecen un valor muy atractivo a los inversores. Ya por sí solos, los efectos de base significan que las cifras de inflación anuales deberían comenzar a bajar a lo largo de 2023. Esto debería favorecer a los mercados de renta fija, sobre todo ahora que un ciclo de subidas de tipos en Estados Unidos parece estar plenamente descontado en las cotizaciones.

Gráfico 4. TIR de la deuda a lo largo del tiempo: rentabilidad al vencimiento del bono USD con grado de inversión a 5 años



Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank, índices ICE, S&P Global, a 28 de noviembre de 2022.
Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

La inflación disminuirá gradualmente, pero la Fed todavía no da señales de cambiar de rumbo

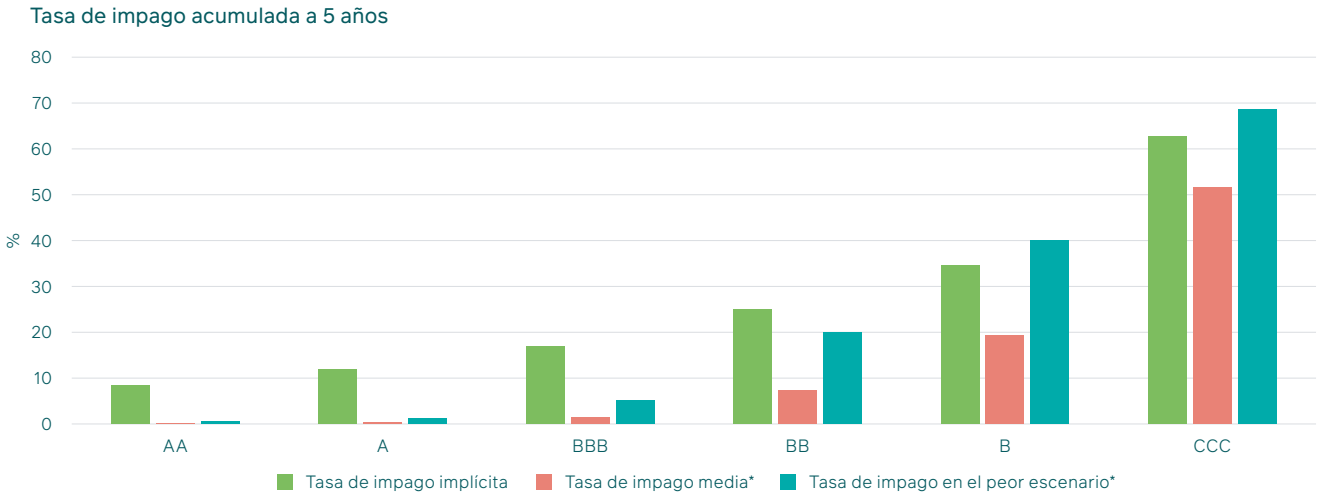
Nuestra expectativa es que la inflación seguirá siendo un tema urgente para los inversores, si bien empezamos a ver indicios de que las subidas de precios comienzan a frenarse, al menos en Estados Unidos: el índice de precios de consumo (IPC) en dicho país aumentó un 7,7% en tasa interanual en octubre, frente al 9,1% en junio. Creemos que la inflación continuará ralentizándose en 2023, debido en parte a efectos de base y al descenso de los precios de las materias primas, pero también al hecho de que las condiciones financieras se han endurecido considerablemente durante el pasado año. Los efectos de la política monetaria suelen notarse con un retraso de 12 a 18 meses, con lo que el pleno impacto de las subidas de tipos de interés no comenzarán realmente a surtir efecto hasta el año que viene.

Dicho esto, y aunque ya hemos visto un descenso de la inflación de bienes, anticipamos que la inflación de servicios permanecerá elevada durante un tiempo y

que la gran escasez de mano de obra en el mercado laboral estadounidense ejercerá una presión continuada sobre los salarios. Los ciclos salariales tienden a durar años en lugar de meses, y la Fed será muy consciente del riesgo de desencadenar una espiral de salarios y precios. Por consiguiente, aunque la entidad debería ser capaz de frenar su ritmo de subidas del precio del dinero al enfriarse la inflación, probablemente desee mantener su política en territorio restrictivo durante algo más de tiempo, y quizá sea prematuro hablar de un cambio de dirección en toda regla en este momento.

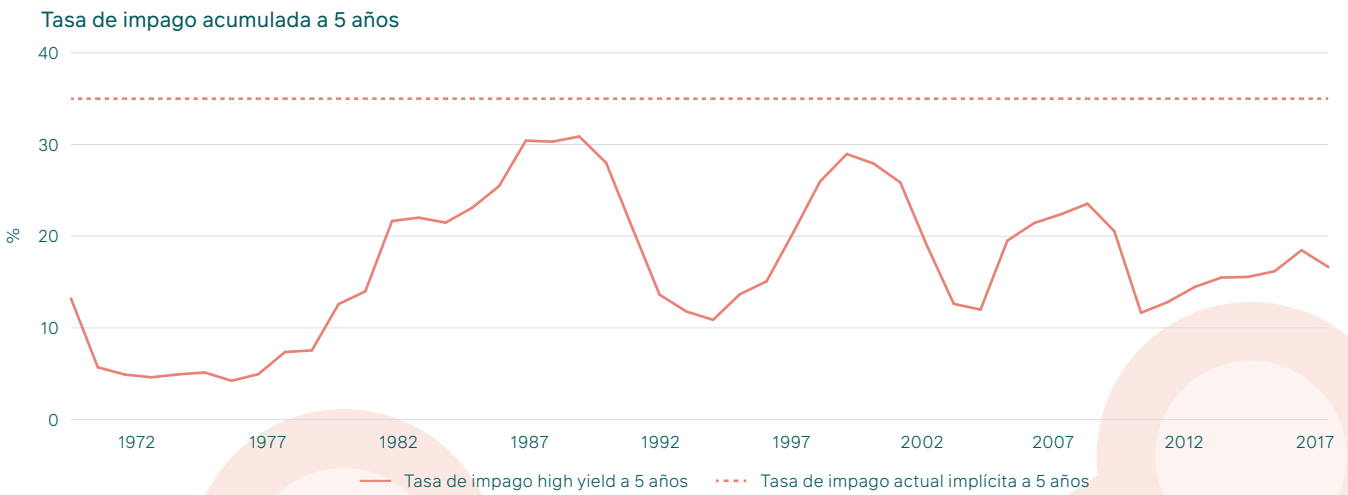
Más allá de 2023, creemos que a la Fed podría resultarle más difícil mantener la inflación por debajo del 2% que en el pasado, debido al hecho de que muchas de las fuerzas que mantuvieron la inflación tan baja durante muchos años podrían comenzar a disiparse. En particular, todo apunta a que la globalización perderá fuerza en adelante, tal como reflejan desarrollos como la repatriación de cadenas de suministro y el mayor uso de aranceles y otras medidas de restricción del comercio.

Gráfico 5. Tasas de impago implícitas vs históricas



Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank, índices ICE, S&P Global, a 31 de octubre de 2022.
 *Asumiendo una tasa de recuperación del 40% para grado de inversión y 30% para high yield.
 Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Gráfico 6. ¿Qué nivel de impago descuenta actualmente el mercado high yield?



Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank, índices ICE, S&P Global, a 30 de septiembre de 2022.
 Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.



INCLUSO DE ENFRIARSE LA INFLACIÓN, ES PROBABLE QUE LA FED DESEE MANTENER SU POLÍTICA EN TERRITORIO RESTRICTIVO



Un reto al que se enfrentan los bancos centrales es que si comienzan a hablar de cambiar de rumbo demasiado pronto, se arriesgan a desencadenar un nuevo repunte de la renta variable y una caída de las TIR de la deuda, lo cual tendría el efecto de relajar las condiciones financieras y crear potencialmente más inflación. Así, las autoridades monetarias podrían considerar necesario mantenerse firmes ahora para evitar tener que endurecer su política de nuevo, y con ello quizá causar más daños en el futuro.

En tal entorno, mantenemos una postura un tanto cauta en torno a la deuda soberana, reconociendo que sus valoraciones parecen mucho más atractivas que hace doce meses. Pese a haber elevado gradualmente la duración de la cartera al subir las TIR este año, creemos que todavía es pronto para ampliar agresivamente estas posiciones. Hasta que no veamos señales claras de un cambio de rumbo de la Fed, creemos que la deuda soberana permanecerá confinada a un rango de cotización limitado, aunque con volatilidad intermitente en base a la respuesta del mercado a las declaraciones de la Fed.

Los diferenciales de crédito descuentan un bajón pronunciado

Creemos que ahora el crédito ofrece un valor significativo, y que remunera adecuadamente a los inversores por el riesgo que conlleva. Si bien cabe esperar volatilidad en el corto plazo, pensamos que a largo plazo la clase de activos ofrece una dinámica de riesgo/rentabilidad muy atractiva. La expectativa es que los impagos permanecerán bajos debido a fundamentales corporativos sólidos y balances saneados, al tiempo que muchas compañías han aprovechado para refinanciar su deuda de cara a los próximos años a muy buen precio.

En nuestra opinión, los mercados descuentan con creces las malas noticias: los diferenciales de crédito reflejan una tasa de impago implícita muy superior no solo a las tasas medias, sino también a las peores tasas de impago (Gráfico 5). Por ejemplo, la deuda corporativa con calificación BBB descuenta una tasa de impago acumulada a 5 años del 16,9%, frente a una tasa media del 1,5% y del 5,1% en el peor escenario (a 31 de octubre de 2022).

Pensamos que esto refleja un panorama de impagos demasiado pesimista, y hemos aprovechado para añadir riesgo de crédito en muchos de nuestros fondos. No obstante, el incierto entorno económico obliga a mantener un enfoque selectivo. En general, nos inclinamos por emisores más defensivos y de mayor calidad, que deberían mostrar más solidez de materializarse un escenario más recesivo. Al mismo tiempo, áreas más especulativas nos inspiran mucha más cautela, como por ejemplo la deuda high yield con calificación CCC, al anticipar que los impagos podrían subir de forma bastante significativa.

También vemos una dispersión considerable de los diferenciales en los mercados de deuda corporativa: bonos con la misma calidad crediticia que cotizan a un diferencial distinto respecto a los mercados de deuda soberana. Creemos que esta dispersión podría aumentar más si cabe al acercarnos a un giro en la política de la Fed, y esto podría ser una excelente fuente de oportunidades para las gestoras activas capaces de identificar bonos con cotizaciones anómalas.

Al brindar exposición tanto a los tipos de interés como al crédito, creemos que los bonos corporativos pueden aportar solidez en condiciones de mercado inciertas. Aunque 2022 fue una excepción, los diferenciales de crédito y los tipos de interés suelen moverse en dirección opuesta entre sí, y pensamos que esta correlación inversa puede ayudar a proporcionar un valioso «colchón» a los inversores en deuda corporativa durante periodos de turbulencia en los mercados.

Oportunidades selectivas en los mercados emergentes

Otra área en la que vemos valor atractivo a medio plazo es el universo emergente, aunque invertir en ella requiere un enfoque muy selectivo. La deuda de mercados emergentes ha sufrido retrocesos significativos este año, y ahora cotiza en niveles de TIR muy elevados. La apreciación implacable del dólar frente a otras divisas ha supuesto un claro obstáculo para la clase de activos, pero pensamos que la mayor parte de este *rally* ya se ha producido y anticipamos que se suavizará en adelante debido al deterioro del déficit comercial estadounidense.

Algunos de los países emergentes más grandes muestran mejores fundamentales que en 2013, con superávits por cuenta corriente, menores déficits presupuestarios, mayores reservas de moneda extranjera y monedas más baratas. Es más: a diferencia de ciclos de endurecimiento previos, muchos bancos centrales de este universo se han adelantado a la Fed elevando agresivamente sus tipos de interés desde 2021, lo cual ha ayudado a impulsar unas TIR muy atractivas disponibles para los inversores.

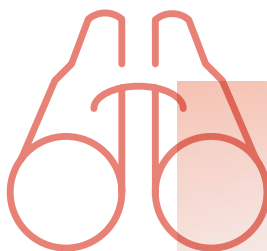
Aunque los distintos actores en la clase de activos tienden a verse de forma homogénea, existe una gran dispersión entre emisores emergentes, tanto en términos de valoración como de trayectoria de crecimiento de economías individuales. Por ejemplo, muchos países latinoamericanos han permanecido relativamente aislados de los efectos de la guerra en Ucrania, y varios se han beneficiado del encarecimiento de las materias primas. ■



**CREEMOS
QUE LA
MAYORÍA DE
LAS GRANDES
ENTIDADES
BANCARIAS
ESTÁN EN
BUENA FORMA
Y QUE LA
SUBIDA DE
LOS TIPOS
DEBERÍAN
MEJORAR SU
RENTABILIDAD**



En el punto de mira: deuda high yield



Stefan Isaacs,
CIO Adjunto de Renta fija cotizada

PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN | OUTLOOK 2023

Renta atractiva para amortiguar el riesgo de caídas

A finales de noviembre, los diferenciales de la deuda high yield global se hallaban en los 508 puntos básicos, un nivel que en nuestra opinión descuenta gran parte de las malas noticias económicas y representa un punto de entrada bastante atractivo a la clase de activos.

A su nivel actual, los diferenciales reflejan una tasa de impago a cinco años de entorno al 30% para el mercado high yield, un porcentaje que supera nuestras expectativas y que parece especialmente extremo para el peor de los escenarios de impago (Gráfico 6). Los fundamentales corporativos nos parecen por lo general sólidos, y nuestra expectativa es que los ingresos de las empresas harán gala de robustez. El apalancamiento en la clase de activos permanece relativamente moderado: muchas empresas han aprovechado para reducir su endeudamiento o ampliar su vencimiento tras la pandemia, lo cual debería reducir significativamente el riesgo de refinanciación.

En este contexto, creemos que los índices high yield representan actualmente un universo de mayor calidad que antes de la pandemia. Pese a anticipar una subida de las tasas de impago desde niveles actualmente muy bajos, no prevemos que los incumplimientos vayan a dispararse. Con unas TIR totales ligeramente inferiores al 9%, consideramos que la clase de activos ofrece un flujo de ingresos atractivo, que debería brindar un colchón significativo frente a cualquier ensanchamiento adicional de los diferenciales o un aumento de los impagos.

Perspectivas sectoriales: optimismo frente a los bancos, cautela en torno al consumidor

Desde una perspectiva sectorial, los bancos nos parecen bien situados para beneficiarse de un entorno de tipos de interés crecientes, al ser capaces de capturar mayores márgenes de préstamo y contar con una protección significativa frente a un bajón más pronunciado de lo habitual de la mano de sus sólidas posiciones de capital. Las valoraciones actuales reflejan



**CREEMOS QUE
EL MERCADO
REMUNERA
ADECUADAMENTE
EL RIESGO DE
CRÉDITO...**

**PERO ES
IMPORTANTE
MANTENER
UN ENFOQUE
SELECTIVO**



fuertes pérdidas en el sector bancario, aunque pensamos que la percepción del mercado se aleja bastante del panorama fundamental. Está claro que se producirán algunas pérdidas, pero creemos que la gran mayoría de las grandes entidades gozan de solidez para capear el temporal, mientras que la subida de los tipos de interés debería mejorar de forma significativa su rentabilidad.

Al mismo tiempo, también detectamos valor en el sector inmobiliario. Dada su sensibilidad a las TIR de la deuda y su naturaleza a largo plazo, las valoraciones de este segmento han caído de forma muy pronunciada este año. Los últimos años también han sido escenario de un gran volumen de emisiones, lo cual ha supuesto un obstáculo técnico. En esta área es importante invertir de forma selectiva y evaluar detalladamente las valoraciones de los inmuebles subyacentes, pero el sector nos parece barato en su conjunto, con muchos bonos inmobiliarios cotizando muy por debajo de su valor nominal.

Los sectores expuestos al consumidor nos inspiran mucha más cautela, aunque la gran fortaleza del mercado laboral estadounidense nos lleva a anticipar una caída moderada de la demanda en lugar de un desplome en toda regla. En este contexto, pensamos que la gran mayoría de las compañías (a excepción de las más apalancadas) deberían ser capaces de navegar un periodo de ralentización del crecimiento. ■

Invertir en un entorno de mayores tipos de interés

Will Nicoll,
CIO de Activos Alternativos y Mercados Privados



El impacto de unos tipos de interés crecientes

Para empezar, vale la pena destacar que los mercados privados son una colección amplia y versátil de clases de activos, que abarcan un ancho espectro de oportunidades de inversión como crédito no cotizado, finanzas estructuradas y de consumo, inmobiliario, infraestructura y *private equity*.

Dada esta diversidad, el impacto de unos tipos de interés crecientes ha sido diferente para las distintas áreas del mercado. Algunas han respondido de forma agresiva, impulsadas por los mismos temores de

crédito que han influido en los mercados de renta fija cotizada, mientras que otras lo han hecho de forma más lenta y apenas han comenzado a descontar la posibilidad de obstáculos recesivos. Por su parte, otras son de naturaleza más defensiva y tienen potencial de soportar incluso los panoramas económicos más duros. De hecho, la subida del precio del dinero ha respaldado la tesis de inversión en gran parte del universo de crédito no cotizado e ilíquido, dada la naturaleza de baja duración y tipos variables de estos activos. De este modo, las caídas de cotización en esta área han sido más limitadas que en el caso de la renta fija tradicional.



Las capacidades de cobertura directa (e indirecta) de los alternativos resultarán probablemente atractivas a los inversores precavidos que deseen proteger sus carteras.

No obstante, es importante considerar el efecto potencial de subidas de TIR tan rápidas y significativas. Unos cupones crecientes de la deuda no cotizada, que podrían haber sido del 3% o el 4% y podrían aumentar hasta el 5% o el 6%, son positivos para los inversores, pero tal aumento de los costes de financiación puede marcar una diferencia extraordinaria para el balance de la compañía emisora. En mi opinión, esta cuestión de mayores costes de financiación (sobre todo combinados con niveles de inflación elevados) será el tema predominante a lo largo de 2023 e ilustra la necesidad de aplicar un enfoque selectivo y flexible a la hora de invertir.

Más allá de los activos financieros tradicionales, las capacidades de cobertura directa (e indirecta) de los alternativos resultarán probablemente atractivas a los inversores precavidos que deseen proteger sus carteras. A la hora de invertir en áreas como *private equity*, infraestructura e inmobiliario, sigue siendo extremadamente importante concentrarse en compañías o inmuebles de calidad que van a sobrevivir sea cual sea la coyuntura económica en la que se encuentren. Esto significa prestar siempre atención a los activos subyacentes y a su calidad, y asegurarse de que pueden soportar condiciones difíciles; de nuevo, la selectividad y la disciplina de precios son aspectos cruciales.



Aunque la perspectiva de recesión quizá sea una de las principales preocupaciones de los inversores de cara al año que viene, un bajón económico podría crear oportunidades para estrategias de inversión concentradas en empresas en apuros. Por ejemplo, los «fondos distressed» capaces de ver más allá de los titulares negativos y trabajar con empresas en fase de recuperación podrían ver una oportunidad para captar capital.

Más allá de la situación macroeconómica a corto plazo, la infraestructura nos parece un tema importante a largo en los mercados privados. Nos hallamos en un momento especialmente excitante para la infraestructura, al embarcarnos en la transición energética y rotar hacia una economía digital: en los próximos años tendremos que rediseñar completamente la infraestructura mundial, y gran parte de esta labor se realizará con tecnologías emergentes respaldadas por

private equity, capital riesgo y préstamos privados.

El fin de unos tipos de interés ultrabajos

Otra observación es que el paisaje ha cambiado completamente. Aunque la inflación podría bajar en 2023, no anticipamos que las cosas vuelvan a ser como antes. Hemos vivido un periodo verdaderamente extraordinario de tipos de interés ultrabajos (e incluso negativos), y la gente se ha acostumbrado a la abundante liquidez resultante (Gráfico 7).

Pero cuando la inflación acabe bajando, existe el riesgo de que los inversores esperen un retorno a lo que consideran como la normalidad; en realidad, unos tipos de interés negativos no eran normales. La disponibilidad generalizada de liquidez excedente tampoco lo es, y cabe afirmar que los inversores todavía tendrán que ajustarse a esta idea.

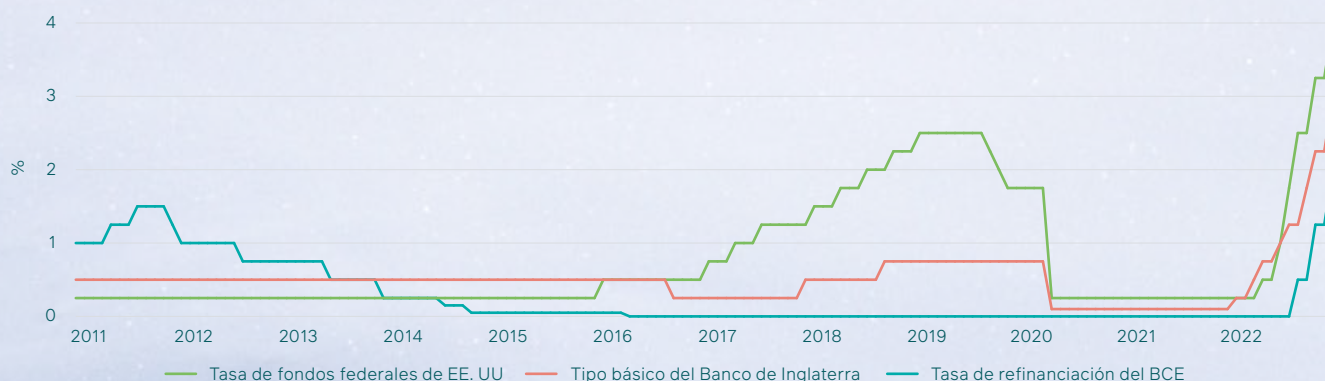
A más largo plazo, estamos pasando de una posición de tipos de interés ultrabajos a un entorno más en línea con las tendencias históricas. Esto podría significar que áreas de los mercados privados que han crecido con gran fuerza (debido en parte a las recientes condiciones de tipos bajos) podrían ser objeto de presiones.

El inmobiliario en un entorno de tipos de interés al alza

Con las TIR de la deuda significativamente más altas, la prima de riesgo de la propiedad inmobiliaria se ha estrechado, con lo que resulta más difícil justificar las rentabilidades bajas de la propiedad en algunos segmentos.

Creemos que una corrección de precios en los mercados inmobiliarios globales impulsará la variación de rentabilidades de las carteras existentes, en función de la calidad de sus activos. Los requisitos cada

Gráfico 7: Alejándonos de la era de tipos de interés ultrabajos



Fuente: Refinitiv Datastream, 30 de noviembre de 2022.

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



Creemos que los mercados privados nos ofrecerán ideas muy interesantes y con valoraciones atractivas.

vez más exigentes impuestos a los inquilinos significan que los edificios sin credenciales verdes corren riesgo de menores tasas de ocupación, y todo apunta a que se acelerarán los descuentos «marrones» para inmuebles antiguos. Pese al coste elevado que supone realizar reformas exhaustivas, creemos que retrasar tales obras podría ser un falso ahorro.

También cabe esperar una rotación de las asignaciones de cartera, dado que sectores inmobiliarios tradicionales como las oficinas se enfrentan a retos estructurales y cíclicos. El segmento residencial nos parece más sólido, dada la necesidad apremiante de viviendas. Por consiguiente, ayudar a cerrar la brecha de oferta podría mitigar la actual presión al alza sobre las rentabilidades

a través de perspectivas de renta y crecimiento atractivas, permitiendo a las instituciones crear un impacto social positivo.

Obviamente, las revalorizaciones de los inmuebles tardarán tiempo en materializarse, pero con la estabilización de las rentas, creemos que los activos reflejarán probablemente una oportunidad de valor atractiva a largo plazo, con mejores perspectivas de rentabilidad.

Con la aparición de obstáculos económicos, navegar la volatilidad del mercado requerirá pericia y perspectiva. La historia nos muestra que, en los años posteriores a una recesión, el inmobiliario suele mostrar una buena evolución. Y en nuestra opinión, ofrece potencial de aportar las mejores inversiones a largo plazo.



Oportunidades *value* interesantes

2023 va a ser un año muy interesante por varios motivos. Para empezar, los mercados privados están respondiendo de forma muy distinta, y con desfases temporales muy diferentes, a los acontecimientos y desarrollos vistos en 2022.

Creemos que ciertas áreas ofrecen oportunidades *value* muy atractivas, mientras que otras presentan mucho menos valor. En algunos casos, estamos esperando a que los mercados reaccionen. Por consiguiente, de cara a 2023, creemos que los mercados privados nos ofrecerán ideas muy interesantes y con valoraciones atractivas.

Al hallarnos en un ciclo crediticio, y dada la probabilidad de que el actual ciclo de subidas de tipos de interés aún no haya llegado a su fin, los inversores podrían retroceder hacia activos «más aburridos». Así, aunque en los próximos dos años podrían surgir grandes oportunidades, la probabilidad de que muchos nuevos inversores consideren los mercados privados será bastante baja. Para la estructura de los activos privados y los mercados de *private equity*, no obstante, creemos que existen buenas tendencias favorables a largo plazo.



La democratización de los activos privados

La «democratización» de los activos privados (que está llevando estas inversiones a un público más amplio que la base tradicional de inversores institucionales) es una tendencia ampliamente debatida.

El inversor institucional está acostumbrado a la idea del «efecto J» en *private equity*: las rentabilidades de estas inversiones son negativas en sus años iniciales, antes de remunerar al inversor más adelante en la vida del fondo. Los inversores *wholesale* o particulares se sienten menos cómodos con esta estructura, con lo que la participación de estos clientes en los mercados privados ha sido muy inferior.

La aparición y crecimiento de un mercado secundario podría ayudar a democratizar la clase de activos, pues permitiría invertir y comenzar a obtener rentabilidades inmediatas, incluso si son ligeramente más bajas que las de inversores capaces de tener un fondo en cartera a lo largo de toda su duración.

Uno de los principales desafíos para este proceso es la educación. En su conjunto, los inversores todavía no están plenamente familiarizados con los mercados privados, al

no haber existido productos fácilmente disponibles sobre los que poder hablar y pensar. Regímenes como los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE) de la UE y los fondos de activos a largo plazo (LTAF) del Reino Unido están cambiando gradualmente esta situación: ayudan a clientes a invertir en productos que no tienen liquidez diaria, permitiéndoles así acceder a activos privados sin crear una discrepancia de liquidez. La aparición de nuevos fondos semilíquidos que invierten en activos privados elevará seguramente la demanda de estos activos, lo cual a su vez podría impulsar el crecimiento del conjunto del mercado.

Sostenibilidad e inversión de impacto

Otro impulso que nos parece significativo para los mercados privados es el interés creciente en la inversión sostenible y de impacto. Existen abundantes oportunidades de inversión que satisfacen objetivos climáticos o sociales dentro de los mercados privados, cuyo capital suele destinarse a actividades o proyectos específicos. Las oportunidades de inversión son muy variadas, y abarcan desde energías renovables y transformación digital hasta alojamiento asequible y para estudiantes y regeneración urbana, pasando por explotación forestal e inclusión



La aparición y el crecimiento de un mercado secundario podrían contribuir a democratizar esta clase de activos.

financiera. Vemos un abanico extremadamente amplio de activos interesantes que ofrecen rentabilidades atractivas.

Superar el desafío

Al adentrarnos en el nuevo paisaje inversor, es probable que los mercados financieros muestren cierta volatilidad en los próximos meses. No obstante, creemos que los mercados privados ofrecen un rango diverso de activos y estrategias de inversión bien situados para capear un entorno complicado de mayores tipos de interés, ofreciendo asimismo oportunidades excitantes a largo plazo.

Exclusivamente para inversores profesionales. Prohibida su posterior distribución. Ninguna otra persona o entidad debe utilizar la información contenida en el presente documento. Esta información no constituye una oferta ni un ofrecimiento para la adquisición de acciones de inversión en cualquiera de los fondos de M&G. Promoción financiera publicada por M&G Luxembourg S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg.