

Mercado de capitales

Una combinación complicada

Casi dos años después de que estallara la pandemia, los mercados se enfrentan a una combinación complicada: los datos económicos se están enfriando de nuevo tras los niveles extremadamente altos registrados después de la reapertura económica de los países, mientras que las tasas de inflación siguen aumentando y se mantienen por encima de lo esperado.

Podemos establecer un punto en común entre estos dos acontecimientos: los llamados problemas de "cuello de botella" en la cadena de suministros. La falta de productos semielaborados (la crisis de los semiconductores de la que tanto se habla no es la única) está impidiendo a las fábricas aprovechar al máximo su capacidad. Además, la falta de transporte, por su parte, retrasa en muchas ocasiones la comercialización de las mercancías. Es por ello que muchos de los consumidores se mantienen a la espera de los productos que ahora escasean y, ante la duda, están dispuestos a pagar más por ellos, o se ven obligados a hacerlo.

Los "cuellos de botella" se están sintiendo especialmente en el sector de la energía. Los precios del gas natural se han multiplicado recientemente y los precios del petróleo también están aumentando, lo que repercute directamente en nuestros bolsillos con la subida del precio de la calefacción, el combustible y el transporte.

Estas tendencias nos recuerdan a la estanflación de los años 70. Pero, ¿se trata realmente de un ejemplo que refleja la situación actual? Creemos que no por los siguientes motivos:

- El crecimiento económico dista mucho de estar estancado; es cierto que se está enfriando, pero sigue siendo sólido. Los modelos habituales apenas muestran riesgos de recesión.
- Los problemas en la oferta de petróleo son ahora mucho más moderados que en los años 70. La tasa de cambio de los precios del petróleo a dos años era de aproximadamente el 150% a mediados de los años 70, y actualmente está en el rango del 20-25%.

Se espera que la mayor parte de los factores inflacionistas actuales se normalicen en 2022. Sin embargo, los productos más básicos de la cesta de la compra han mostrado tasas de crecimiento más elevadas. Un claro ejemplo es el precio de los



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist
Global Economics &
Strategy

La estanflación de la década de 1970 no nos parece un buen ejemplo para reflejar la situación actual, pues el crecimiento dista mucho de estar estancado y el aumento de los precios del petróleo no es tan acusado.

Fecha: 29/10/2021

| Índices de cotización de acciones | | Tipos de interés en % | | |
|-----------------------------------|---------|-----------------------|---------|-------|
| IPC | 51.310 | EE. UU. | 3 meses | 0,13 |
| IBEX 35 | 9.124 | | 10 años | 1,57 |
| Euro Stoxx 50 | 4.278 | UEM | 3 meses | -0,56 |
| S&P 500 | 4.605 | | 10 años | -0,15 |
| Nasdaq | 15.498 | Japón | 3 meses | 0,06 |
| Nikkei 225 | 29.647 | | 10 años | 0,08 |
| Hang Seng | 25.377 | México | 3 meses | 5,45 |
| Bovespa | 103.501 | | 10 años | 7,49 |
| Divisas | | Materias primas | | |
| USD/EUR | 1,165 | Petróleo | | |
| Yen/USD | 114,015 | (Brent, USD/barril) | | |
| Peso/USD | 20,322 | | | 84,4 |

alquileres en Estados Unidos, donde, además, los salarios también están aumentando, mientras que en la zona euro permanecen en niveles más moderados por el momento. En el pasado, las demandas salariales solían basarse en las tasas de inflación observadas, y dada la escasez de mano de obra en cada vez más profesiones, es probable que en este caso los salarios también aumenten en los próximos trimestres.

Esto da lugar a una compleja situación para los bancos centrales. La inflación parece ser más alta y más complicada de lo que se pensaba al principio. Ahora se espera un retroceso de los programas de compra de bonos lanzados durante la pandemia. Sin embargo, los mercados de tipos de interés van siempre un paso más allá: desde hace unas semanas, se prevé que hasta finales de 2023 la Reserva Federal suba los tipos en al menos tres ocasiones, frente a una única subida de tipos que se esperaba anteriormente. Ahora incluso se prevé que el Banco de Inglaterra varíe los tipos por primera vez este año. Aunque los tipos de interés siguen siendo bajos, especialmente en relación con la actividad económica, la incertidumbre en estos segmentos del mercado aumenta.

Hasta ahora, el entorno de los mercados de valores no ha sido particularmente complicado. Pueden seguir basándose en informes de beneficios sólidos, y las valoraciones, algunas de ellas bastante altas, pueden justificarse por tipos de interés reales muy bajos. Sin embargo, es poco probable que la situación sea más fácil para los mercados de valores en un futuro próximo.

No se complique,

Stefan Rondorf

Mercados en detalle

Asignación táctica de acciones y bonos

- La complicada combinación de la desaceleración del crecimiento y el aumento de las tasas de inflación está provocando actualmente fluctuaciones, especialmente en los mercados de bonos. En particular, la Reserva Federal de Estados Unidos, con el objetivo de inflación media establecido recientemente, aún no ha probado su capacidad de reacción ante las crecientes tasas de inflación.
- Los bonos del Gobierno de EE. UU. pudieron beneficiarse de una combinación favorable de oferta y demanda durante el verano. Ahora la situación podría revertirse: es probable que la Reserva Federal pronto empiece a comprar menos (*tapering*), y el Gobierno estadounidense empiece a emitir más bonos (por ejemplo, para la financiación de los paquetes de infraestructuras). Esto, junto con el aumento de la inflación, indica unos rendimientos más altos (y una caída de los precios).
- Como la inversión en renta variable no deja de suponer una participación sobre activos reales (las empresas), históricamente, las valoraciones de las acciones han logrado soportar tasas de inflación de hasta un 4% en los países desarrollados. Los bonos, por el contrario, sufren cuando hay una alta inflación y representan una clase de activos nominales.
- Las entradas en los fondos de renta variable se siguen manteniendo. En este contexto, es probable que el entorno de tipos bajos y negativos sea un motor importante.

Acciones

- Hasta ahora, los mercados de renta variable mundiales han sido capaces de hacer frente a la desaceleración del crecimiento bastante bien, gracias a la normalización de las tasas de crecimiento desde los niveles de auge de la primera fase de la reapertura económica. No obstante, en términos absolutos, el crecimiento sigue siendo sólido en todo el mundo y, por el momento, no existe apenas riesgo de recesión.
- También ayuda que las preocupaciones por una crisis financiera latente en el mercado inmobiliario chino se hayan calmado por el momento. En términos regionales, su motor de crecimiento sigue estancado mientras que en EE. UU. la tendencia de los datos de recuperación económica vuelve a apuntar al alza tras la crisis provocada por la variante delta.
- La valoración de las acciones sigue siendo elevada. Sin embargo, está respaldada por los tipos de interés reales, muy bajos para el entorno económico (~tipos de interés del mercado monetario menos inflación). Como valores reales, prácticamente no tienen alternativa: las valoraciones de los bienes inmobiliarios son incluso mayores en muchos lugares.
- Los resultados empresariales del tercer trimestre vuelven a ser convincentes por el momento. Las sorpresas en los beneficios de las empresas estadounidenses han vuelto a estar por encima de la media, aunque no han sido tan fuertes como en los últimos trimestres. Muchas empresas pueden imponer aumentos de precios en un entorno de fuerte demanda. Los problemas en algunos sectores se deben a que las fábricas no pueden aprovechar su capacidad al máximo debido a la falta de productos intermedios.

Bonos

- En el caso de los bonos como clase de activo nominal, la tendencia al alza de las tasas de inflación es especialmente delicada. Además de los rendimientos negativos, que suelen predominar, el valor real de los cupones y el importe de reembolso (fijo) está disminuyendo a causa de una elevada devaluación monetaria.
- Los bancos centrales podrían seguir viéndose presionados por el aumento de la inflación. Cada vez son más los bancos centrales, incluidos los de los países desarrollados, que están poniendo fin a sus programas de apoyo a la crisis antes de lo previsto, tal y como ha ocurrido con el banco central canadiense.
- En el mercado monetario de países como Reino Unido y Canadá se está valorando la posibilidad de una subida de tipos de interés más contundente. Los mercados también esperan ahora más subidas de los tipos por parte de la Reserva Federal que las que habían anunciado en septiembre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés). En cambio, el Banco Central Europeo (BCE) se defiende de las especulaciones que afirman que también se producirá una subida de tipos (a partir del -0,5%) en la zona del euro en 2022. Por el momento, vemos pocos argumentos para ello. El BCE se mantiene en el mismo bando que el banco central japonés.

- Es probable que los mercados de crédito sigan buscando una mayor rentabilidad. Sin embargo, debido a la inminente reducción del estímulo monetario y a las ambiciosas valoraciones, el segmento sigue siendo vulnerable a las correcciones, especialmente en el contexto de una volatilidad potencialmente mayor en otros mercados. Dado que los diferenciales se encuentran en mínimos históricos tanto en grado de inversión como para los bonos de alto rendimiento, es probable que el aumento de los rendimientos con respecto a la deuda pública provenga principalmente del incremento del interés actual (*carry*). Vale la pena ser selectivos.
- También es probable que los rendimientos estadounidenses sigan aumentando a medio plazo, a juzgar por la tendencia alcista observada recientemente. Los bonos del estado de la zona euro deberían poder escapar de esta tendencia, al menos en parte, ya que es probable que el BCE mantenga tipos de interés bajos durante un período de tiempo más largo.

Divisas

- El dólar estadounidense sigue respaldado en un contexto en el que las políticas de los bancos centrales y las expectativas de los tipos de interés son cada vez más divergentes, y en el que es posible que se produzca una reducción del apetito por el riesgo debido a la complicada situación actual. Sin embargo, según nuestros cálculos, parece estar sobrevalorado con respecto a la mayoría de las divisas de los países industrializados y también de los países emergentes.
- Sin embargo, los factores adversos a medio plazo para el billete verde continúan presentes; además de la alta evaluación, EE. UU. mantiene déficits gemelos, por lo que es probable que el estímulo fiscal adicional que se espera pronto siga generando nuevos déficits presupuestarios elevados. Ya podemos decir que el déficit por cuenta corriente se puede considerar significativo.

Materias primas

- Desde una perspectiva histórica, las materias primas han demostrado ser la mejor cobertura contra la inflación elevada, seguidas de las acciones.
- Recientemente, el precio del gas natural se ha multiplicado. Como consecuencia de las bajas temperaturas del invierno pasado, muchos depósitos de todo el mundo presentan niveles bajos de cara al próximo invierno. El gas también ha sido necesario como fuente de energía en verano: por un lado, la producción de electricidad eólica y solar se ha situado por debajo de la media en muchos lugares y, por otro, el caluroso verano en el Mediterráneo y partes de América ha aumentado la demanda de energía para la refrigeración. Si este invierno no es muy frío, los precios podrían volver a estabilizarse a partir de la primavera de 2022.
- El precio del petróleo también ha aumentado mucho recientemente, aunque teniendo en cuenta el aumento de los precios de los dos últimos años (incluida la caída al comienzo de la pandemia), se puede decir que es moderado.
- Los metales industriales, como el cobre, siguen siendo demandados a pesar de la desaceleración del crecimiento en China, aunque recientemente el precio del cobre se haya movido lateralmente. Por el momento, el oro también mantiene una tendencia lateral.

Inversiones:

- Con la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (COP26), la protección del clima estará en boca de todos este mes.
- El 29 de julio de 2021 se produjo un nuevo “Earth Overshoot Day” (“Día de la sobrecapacidad de la Tierra”), según los cálculos de *Global Footprint Network*. En este día, el uso de recursos naturales supera la capacidad de la Tierra de regenerarlos. En resumen, vivimos por encima de nuestras posibilidades.
- El Banco Europeo de Inversiones (BEI) estima que la Unión Europea necesitará invertir entre 175.000 y 270.000 millones de euros anuales para poder cumplir de aquí a 2030 tres de sus objetivos en materia de energía y cambio climático: reducir las emisiones de CO2 en un 40% con respecto a los niveles de 1990; consumir un tercio de la energía actual en condiciones económicas normales, y cubrir al menos un 32% de la demanda energética con fuentes renovables.
- Conseguir este volumen de inversión no parece tan difícil si tenemos en cuenta que los más de 3.800 signatarios de la iniciativa PRI (“Principios para la Inversión Responsable”) gestionan un total de 120 billones de dólares. Todos ellos se han comprometido a basar sus decisiones de inversión en los factores ASG: ambientales, sociales y de gobierno corporativo.
- Los factores ASG se integran cada vez más a menudo en los fondos de inversión. De esta forma, se podrán realizar inversiones sostenibles para cada bolsillo. Esto es lo que se llama #FinanceForFuture.



Pie de Imprenta

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstrasse 42 – 44
60323 Frankfurt am Main, Germany

Stefan Rondorf

Origen de los datos, a no ser que se indique algo distinto: Thomson Reuters.

Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, usted podría no recuperar su inversión por completo. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados futuros. La información recogida en este documento tiene carácter meramente informativo y no forma parte de, ni constituye, una oferta, solicitud o recomendación de venta o de compra de ningún título o producto. La información contenida en el presente documento está sujeta a cambio sin previo aviso y es correcta en la fecha de su publicación; no obstante, no se ofrece garantía de la exactitud, integridad, actualización, exhaustividad o adecuación de la misma. En consecuencia, Allianz Global Investors no será responsable de ningún daño, directo o indirecto, que pueda producirse como consecuencia del uso de dicha información o de errores u omisiones de la misma, salvo en caso de negligencia grave o dolo. No está permitida la reproducción, publicación o transmisión de este contenido, independientemente de la forma. Este material no ha sido revisado por ninguna autoridad supervisora. El presente no constituye una oferta pública en virtud de los términos de la Ley Número 26.831 de la República Argentina y la Resolución General No. 622/2013 de la CNV. El único objetivo de esta comunicación es el de informar y no constituye una promoción o publicidad de los productos o servicios de Allianz Global Investors en Colombia o para residentes colombianos bajo el apartado 4 del Decreto 2555 de 2010. Esta comunicación no intenta de ninguna manera, directa o indirectamente, iniciar el proceso de compra o la prestación de un servicio por parte de Allianz Global Investors. Con la recepción de este documento, cada residente en Colombia reconoce y acepta haber contactado a Allianz Global Investors por iniciativa propia y la comunicación, bajo ninguna circunstancia, surge de ninguna actividad promocional o de mercadeo llevada a cabo por Allianz Global Investors. Los residentes colombianos aceptan que el acceso a cualquier página en redes sociales de Allianz Global Investors se realiza bajo su propia responsabilidad e iniciativa y son conscientes de que pueden tener acceso a información específica sobre productos o servicios de Allianz Global Investors. Esta comunicación es estrictamente privada y confidencial y no puede ser reproducida. Esta comunicación no constituye una oferta pública de valores en Colombia sujeta a la regulación de ofertas públicas de valores establecida en el apartado cuarto del Decreto 2555 de 2010. Esta comunicación y la información incluida en ella no deben ser consideradas, por tanto, como una oferta o solicitud por parte de Allianz Global Investors o sus filiales de venta de ningún producto financiero en Brasil, Panamá, Perú y Uruguay. Este material ha sido emitido y distribuido por las siguientes compañías de Allianz Global Investors: Allianz Global Investors U.S. LLC, un asesor de inversiones registrado ante la U.S. Securities and Exchange Commission; Allianz Global Investors Distributors LLC, distribuidor registrado ante FINRA, y afiliado a Allianz Global Investors U.S. LLC; Allianz Global Investors GmbH, una gestora de inversiones en Alemania, supervisada por la German Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (www.cnmv.es) con el número 10.