

Exclusivamente para inversores profesionales.

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.



Previsión trimestral – 4T 2022

¿Hemos Llegado ya?

Previsión trimestral– 4T
Octubre de 2022
Equipo de Renta variable
y Multi-Activos de M&G

A menudo recuerdo a mi equipo que una de las cualidades más fuertes de un inversor es la resiliencia. Nunca se sabe lo que el mercado nos va a deparar, y es fundamental afrontar la volatilidad sin dejarse llevar por el pánico y manteniendo firme el timón. Los últimos días del tercer trimestre fueron uno de esos momentos que requieren firmeza, ya que vivimos movimientos de precios extremos e históricos en el mercado de bonos de gobierno del Reino Unido, que tuvieron un efecto dominó a corto plazo en otros activos. Los nuevos dirigentes del Gobierno del Reino Unido anunciaron unos presupuestos expansionistas desde el punto de vista fiscal que, por los efectos indirectos sobre las estrategias de los fondos de pensiones del Reino Unido basadas en pasivos, provocaron un aumento de las rentabilidades (TIR) de los *gilts* en toda la curva de más de 150 puntos básicos (pb) en apenas unos días, así como un desplome de la libra esterlina.

Lo sucedido en el Reino Unido ha hecho que los mercados sean conscientes de que la continuación de la guerra en Ucrania, el aumento de la inflación y la postura severa de los bancos centrales no son las únicas cartas que se juegan en la mesa de la incertidumbre. Hay más probabilidades de que gobiernos de todo el mundo empiecen a aplicar políticas fiscales expansionistas para compensar la caída del crecimiento y el descontento de sus electores. Como es probable que suceda en el Reino Unido, podríamos acabar con la paradoja de que los bancos centrales suban los tipos y apliquen un endurecimiento cuantitativo para contrarrestar las iniciativas de política fiscal aplicadas por sus propios

gobiernos para impulsar el crecimiento. Como nos ha recordado el Reino Unido, no es una buena receta para la solidez fiscal y la estabilidad monetaria.

Es probable que la incertidumbre que viene depare una continua volatilidad tanto en los mercados de renta variable como en los de renta fija hasta finales de año. Por supuesto, las valoraciones de ambas clases de activos parecen atractivas. En el caso de la renta variable, los principales índices bursátiles han vuelto casi a sus mínimos del año y, de acuerdo con mis compañeros de renta fija, en muchas áreas las valoraciones de los bonos corporativos parecen igualmente atractivas.

Se ha alertado de que las expectativas de beneficios que alimentan las valoraciones de la renta variable y del crédito no concuerdan con las crecientes expectativas de desaceleración del crecimiento que se avecinan. Las previsiones de beneficios de los analistas de ventas han disminuido, pero puede que no lo suficiente. Varias compañías han revisado a la baja sus beneficios durante la última parte del tercer trimestre a ambos lados del Atlántico, entre ellas FedEX, Nike, Next y compañías de semiconductores con exposición al mercado de consumo. Aunque sin avisar, otras compañías han comenzado a apretarse el cinturón, empezando por la congelación del empleo.

Así pues, tenemos unos datos macro y micro que confirman los temores de los inversores y un ánimo sumamente bajista en los mercados cotizados. La pregunta que hay que hacerse es: «¿Hemos llegado ya?». ¿Las valoraciones descuentan todos los males previstos?

La respuesta depende de los horizontes de inversión y de la disposición a afrontar una mayor volatilidad a corto plazo. Para los inversores a largo plazo, a los que no les importa que sus carteras fluctúen en el medio plazo, este momento es tan bueno como cualquier otro para invertir más en activos de riesgo líquidos.

A más corto plazo, y de cara a finales de año, creemos que los mercados seguirán siendo volátiles y se moverán dentro de un rango cuya amplitud, tanto al alza como a la baja, dependerá de las noticias. Hemos aprendido que, en momentos como este, cuando el ánimo es tan generalizadamente negativo y el mercado converge hacia un posicionamiento prudente, cualquier noticia positiva puede generar un repunte. Sin embargo, nos cuesta ver algún desencadenante positivo que pueda generar un *rally* prolongado del mercado (p. ej., más allá de los máximos del verano). Estos factores serían, por ejemplo, la resolución de la guerra en Ucrania y el levantamiento de las sanciones, una caída importante de la inflación y/o un giro por parte de los bancos centrales. Ninguno de ellos parece probable a corto plazo. Esperamos que los bancos centrales sigan subiendo los tipos. Disponen de una ventana de oportunidad mientras los datos de empleo siguen siendo relativamente resilientes y la lucha contra la inflación es una prioridad. Dicho esto, los bancos centrales siguen estando condicionados por los datos. Por tanto, los mercados serán muy sensibles a cualquier noticia que insinúe un cambio de rumbo.

También cuesta ver una caída prolongada desde este nivel. Obsérvese que la palabra clave es «prolongada», ya que en unos mercados tan a flor de piel, cualquier noticia negativa puede desencadenar un descenso. Para una caída prolongada haría falta una crisis del crédito como la que vimos en 2008. Sin embargo, como me recuerda mi equipo, los balances de las compañías son ahora, en general, mucho más sólidos que en la crisis financiera mundial, y la suficiencia de capital del sector bancario es mucho mayor. Aunque esto es cierto especialmente en los mercados desarrollados, también ha habido importantes mejoras en muchos de los mercados emergentes más grandes y estables. En Asia, por ejemplo, nuestro equipo de inversión indica que la mayoría de las compañías regionales no parecen tener desajustes monetarios significativos entre sus ingresos y su deuda y, por tanto, no son vulnerables a la fortaleza del dólar estadounidense de la misma manera que lo fueron en 1997 y 1998.

Como hemos dicho en el pasado, un mercado en el que las próximas noticias y los próximos datos siguen siendo inciertos, no es un entorno para «invertir sin hilar fino», es decir, tomando decisiones generalizadas en base a sectores, estilos o países. Los mercados se ven influidos por una gran cantidad de factores y las compañías siguen viéndose afectadas de formas muy dispares. Incluso dentro de un mismo sector, las compañías se comportan de forma muy diferente dependiendo de su exposición, la solidez de sus balances o su capacidad de fijación de precios. Este sigue siendo un mercado en el que hay que buscar oportunidades selectivas, ya que se actúa de forma indiscriminada y, en el frenesí del mercado, se venden masivamente compañías con sólidos fundamentales.

En cuanto al posicionamiento de nuestras carteras, en nuestras estrategias multi-activos seguimos infraponderados en duración, pero nos hemos aproximado a la neutralidad aprovechando las recientes subidas de las rentabilidades (TIR). La infraponderación se centra en los tramos más cortos de la curva de tipos, mientras que somos más constructivos en los tramos más largos. Seguimos neutrales en cuanto a la renta variable en general, y continuamos manteniendo mayores saldos de liquidez para aprovechar las oportunidades que surgen de la volatilidad del mercado en todas las

clases de activos. Hemos operado de forma táctica en torno a lo que consideramos episodios de finanzas conductuales en los mercados, como la volatilidad de los *gilts* británicos a finales del tercer trimestre.

En renta variable, la reciente volatilidad del mercado y los subsiguientes trastornos del precio de las acciones siguen ofreciéndonos importantes oportunidades específicas en algunas posiciones, cuando el nivel de acción de los precios es injustificado teniendo en cuenta los fundamentales subyacentes. El sector tecnológico nos sigue pareciendo interesante. Preferimos las compañías expuestas a las tecnologías de la información, la nube y datos. Somos menos productivos en cuanto a la tecnología relacionada con el consumo, en la que vemos crecientes signos de debilidad. Los sectores más profundamente cíclicos también están empezando a mostrar algunas oportunidades selectivas, por ejemplo, el sector químico.

Por países, encontramos oportunidades selectivas en todos los mercados, algunas de ellas bastante atractivas se encuentran en Japón, donde la reforma corporativa y la reestructuración de las compañías han seguido cobrando impulso durante el último trimestre. En el Reino Unido, si bien somos prudentes acerca del contexto macroeconómico, algunas acciones de gran capitalización ofrecen especialmente buen valor, con la ventaja de una gran exposición a los ingresos de los mercados internacionales, donde la debilidad de la libra esterlina impulsa los ingresos tras la conversión de divisas.

Un cambio interesante durante el último trimestre se ha producido en el ámbito de los convertibles, como explica nuestro gestor de carteras Leonard Vinville. Tradicionalmente, los convertibles se comportan mejor que sus acciones subyacentes en una fase de mercado bajista. Sin embargo, en el tercer trimestre, la «convexidad» de los convertibles (es decir, participando más cuando el precio de la renta variable subyacente sube que cuando baja) ha mejorado, generando algunas oportunidades en las áreas de mayor rentabilidad del universo que cotizan cerca o por debajo de su valor mínimo de los bonos (el valor mínimo de los bonos es el valor de un convertible como instrumento de tipo fijo, es decir, el valor actual de los pagos de los cupones y el reembolso al vencimiento).

Por último, pero no por ello menos importante, nos siguen atrayendo las temáticas a más largo plazo, como las energías renovables (junto con los proveedores y los usuarios de tecnología con bajas emisiones de carbono) y las infraestructuras (dividendos más altos y crecientes, que contrarrestan la inflación), ya que son áreas en las que el gasto en bienes de equipo seguirá aumentando independientemente de las condiciones del mercado. Este año, muchas áreas de inversión relacionadas con el clima se han comportado peor que sus homólogas con gran uso de carbono. Sin embargo, la necesidad de diversificar las fuentes de energía desde un punto de vista estratégico, además de los factores climáticos, sigue siendo una prioridad y así lo demuestran las recientes políticas gubernamentales, como la Ley de reducción de la inflación en EE. UU., que se aprobó agosto y ofrece incentivos para la adopción y expansión de las energías renovables.

Como seguimos recordando tanto a nosotros mismos como a nuestros clientes, existen buenas oportunidades de rentabilidad en los mercados, pero sigue siendo clave actuar de forma selectiva y diversificando.

En las siguientes páginas, encontrará las opiniones de nuestros equipos de inversión Multi-activos y Renta variable de M&G, que ofrecen más detalles a nivel regional o temático. Le deseamos una lectura agradable y, esperamos, interesante.

Fabiana Fedeli

Directora de inversión (CIO), Renta variable y Multi-activos

Fabiana Fedeli

**Chief Investment Officer (CIO)
Renta Variable y Multi-Activos**



Índice

Multi-Activos	5
Global	6
Impacto	7
Mercados Emergentes	10
Asia Pacífico	11
Japón	12
Convertibles	13

Multi-activos



María Municchi

**Gestora de multi-activos
sostenibles**

Comenzando el otoño con un enfoque de asignación activa

Valoración y psicología del mercado

Hemos recorrido un largo camino desde la complacencia del mercado de principios de año; hoy en día, los potenciales riesgos a la baja para las economías y los precios de los activos están consolidados. Los bonos de gobierno a largo plazo en las economías desarrolladas tienen rentabilidades (TIR) que (en retrospectiva) se habrían considerado atractivas durante gran parte de la década de 2010. Los mercados de renta variable y de crédito ofrecen en general unos niveles de compensación por el riesgo de crecimiento que son relativamente elevados, aunque no a los niveles que vimos en períodos de pánico extremo, como a finales de 2018 o a principios de 2020.

Sin embargo, estos indicios de valoración siempre están condicionados por sus supuestos subyacentes y hay razones para sugerir que los supuestos implícitos hoy son más vulnerables de lo habitual. El contexto político y social derivado de los años de la pandemia es muy diferente al que prevalecía en la década de 2010, y las expectativas de beneficios que alientan las valoraciones de la renta variable y el crédito no concuerdan con las crecientes expectativas de una desaceleración importante del crecimiento que se avecina. Además, la interacción de las políticas monetarias y fiscales en todo el mundo proporciona un elemento adicional de incertidumbre, como sugieren los recientes acontecimientos en el Reino Unido.

Por tanto, nuestros fondos multi-activos a largo plazo están posicionados para el cuarto trimestre del año con una exposición neutral a la renta variable (con preferencia por Europa frente a EE. UU.) e infraponderados en renta fija, donde seguimos favoreciendo los tramos más largos de la curva.

Sostenibilidad

El peor comportamiento de las inversiones sostenibles en comparación con otras áreas durante el último año ha hecho bajar el ánimo de los inversores (y las valoraciones) en un momento en que la reiterada atención del mundo a la seguridad energética debería, en última instancia, ser una buena noticia para las compañías e inversores centrados en la sostenibilidad a largo plazo.

Los avances tecnológicos, la reducción de los costes y la facilidad de instalación, en comparación con la energía nuclear y las fuentes tradicionales de carbono, podrían seguir acelerando la adopción de las energías renovables en distintos países y regiones. Esta tendencia también está respaldada por sólidas políticas gubernamentales, como la Ley de reducción de la inflación en EE. UU., que se aprobó en agosto y trajo consigo numerosos incentivos para la adopción y expansión de las energías renovables.

A largo plazo, las valoraciones actuales de las inversiones sostenibles podrían representar un buen punto de entrada para beneficiarse de algunas de las tendencias de varios años vinculadas a la transición energética y son, por tanto, una parte interesante de la selección de inversiones de nuestras carteras.

Sortear los movimientos del mercado

Sigue siendo un entorno en el que la *selectividad*, las *respuestas tácticas* (a las oportunidades creadas por la volatilidad a corto plazo) y el uso adecuado de *mayores posiciones de liquidez* (o posiciones cortas cuando sea posible) probablemente sean sumamente importantes para obtener rentabilidades de inversión.

Ese ha sido el caso especialmente en las últimas semanas del tercer trimestre, cuando asistimos a movimientos de precios extremos e históricos en el mercado de bonos de gobierno del Reino Unido. Los recientes presupuestos (expansionistas desde el punto vista fiscal) anunciados por el nuevo Gobierno conservador provocaron una oleada de ventas que elevó las rentabilidades (TIR) de los *gilts* en toda la curva en más de 150 pb en apenas unos días.

La rapidez del movimiento de los precios, junto con el hecho de que el mercado se centrara en el paquete de medidas de política fiscal (e ignorara en gran medida el deterioro de los datos económicos o el impacto potencial en el mercado de la vivienda y el sistema de pensiones), se percibió incoherente con los fundamentales. Históricamente, en los mercados desarrollados, existe muy poca relación entre la solidez del balance y la rentabilidad (TIR) del bono de gobierno, ya que esto se refleja principalmente en la moneda, que podría decirse que ya se había deteriorado.

Esto supuso una oportunidad táctica interesante para utilizar la liquidez disponible en nuestras carteras multi-activos exclusivamente a largo plazo. Aunque la volatilidad sigue caracterizando al mercado de *gilts* del Reino Unido, tras la intervención del Banco de Inglaterra el 28 de septiembre, las rentabilidades (TIR) retrocedieron rápidamente hasta niveles mucho más bajos, lo que nos brindó la oportunidad de cerrar esta operación táctica después de solo unos días.

Las valoraciones más atractivas y la creciente negatividad mencionadas anteriormente no han ido acompañadas, hasta ahora, del pánico extremo que caracteriza a algunas de las oportunidades más fructíferas para los inversores a largo plazo, pero ha habido señales de intensificación de la tensión en las últimas semanas. La capacidad de responder a esas tensiones seguirá siendo clave para generar rentabilidades.

Global



Daniel White
Director de Renta
Variable Global

Bajada en Memphis

«Hay dos tipos de economistas: los que no tenemos ni idea y los que no saben ni eso».

John Kenneth Galbraith

Los principales índices de renta variable se han desplomado durante 2022 y, en varios casos, han vuelto a rozar sus mínimos del año.

Las continuas ventas masivas se han debido en gran medida por una serie de factores macroeconómicos. Recientemente, el discurso del «giro de la Fed» ha implosionado. La inflación no ha tocado techo todavía. Los temores de recesión y estanflación han revivido.

A pesar de todo el pesimismo *top down*, las previsiones de beneficios *bottom up* (es decir, lo que los analistas del mercado esperan que generen las compañías subyacentes en términos de beneficios futuros) han seguido mejorando y aumentando considerablemente.

Aunque no es habitual que las previsiones de beneficios vayan por detrás de los precios de las acciones, son esencialmente dos caras de la misma moneda. Sería casi imposible que se movieran en direcciones opuestas indefinidamente. En algún momento, una de ellas (o ambas) tiene que ponerse al día con la realidad.

Esto nos lleva a un reciente anuncio de la compañía estadounidense FedEx (con sede en Memphis, Tennessee).

La compañía sorprendió recientemente al mercado al anunciar que sus beneficios trimestrales serían más de un 30% inferiores a lo previsto. FedEx culpó al deterioro de las «tendencias macroeconómicas» mundiales, que «empeoraron significativamente a finales del trimestre»¹.

FedEx es uno de los mayores proveedores de mensajería, carga y logística del mundo, y gestiona unos 16,5 millones de paquetes al día, opera en más de 220 países y conecta aproximadamente el 99% del PIB mundial². Razón por la que se considera a la compañía un barómetro económico.

Si, como sugiere el aviso de beneficios de FedEx, la economía mundial se está deteriorando, las previsiones de beneficios globales son probablemente demasiado altas y no son un indicador fiable.

¿Qué significado tiene todo esto para los inversores? ¿Esperan los inevitables recortes de beneficios? ¿O los precios de las acciones y los índices ya han alcanzado un nivel en el que las «malas noticias están descontadas»?

Son preguntas complejas que no tienen una respuesta única o sencilla.

Una solución es centrarse en métricas de valoración que dependan menos de las expectativas futuras a corto plazo. Los valores contables y los dividendos pueden ser especialmente útiles en este sentido.

A partir de este marco, vemos valor en sectores como el químico (que cotiza a valores contables, o por debajo de ellos, y ofrece rentabilidades de dividendos de un solo dígito), partes de la cadena de suministro de semiconductores (generadora de bastante liquidez con dividendos crecientes) y el farmacéutico (también generador de gran liquidez con dividendos atractivos).

Además, como señalan mis compañeros en otra parte de este documento, los balances de las compañías son, en general, mucho más sólidos de lo que eran en la crisis financiera mundial. La posibilidad de una pérdida de capital permanente es significativamente menor que entonces.

Otra solución al problema de las previsiones de beneficios es invertir en temas o tendencias que puedan resistir mejor (o sean menos susceptibles) a las crisis y desaceleraciones económicas. Las infraestructuras y el ecosistema de bajas emisiones de carbono —como ha destacado anteriormente la directora de inversiones, Fabiana Fedeli— encajan perfectamente en esta categoría.

El entorno macroeconómico a corto plazo parece más difícil e incierto. Pero esta incertidumbre está empezando a generar oportunidades. Incluso en un escenario de desaceleración, el ratio riesgo/remuneración a largo plazo para ciertas partes del mercado parece atractivo.

¹ Fuente: <https://investors.fedex.com/news-and-events/investor-news/investor-news-details/2022/FedEx-Reports-Preliminary-First-Quarter-Financial-Results-and-Provides-Update-on-Outlook/default.aspx>

² Fuente: <https://www.fedex.com/en-us/about/company-structure.html>

Impacto



No hay que llevar la contraria a un mercado que no se ha decidido

Tratar de averiguar lo que hará el mercado de valores a corto plazo siempre es un ejercicio extraordinariamente difícil. Ahora mismo, probablemente incluso más de lo habitual. Lo más probable es que una recesión mundial no favorezca a los activos de riesgo, incluida la renta variable. Sin embargo, la combinación de una fuerte inflación, la subida de los tipos de interés, la liquidez con una rentabilidad real negativa muy cara y la preocupación por la liquidez en alternativos, hace que la renta variable parezca más atractiva en comparación.

Afortunadamente, cuando gestionamos estrategias de renta variable nuestro trabajo no consiste necesariamente en predecir la dirección del mercado. Por lo general, invertimos plenamente en acciones, gestionamos el riesgo de la cartera y nos centramos en encontrar oportunidades a largo plazo en nuestros mercados.

Hay varios buenos argumentos para seguir invirtiendo en renta variable, pero también para mantener una cartera equilibrada.

Acertar en el contexto económico al invertir en renta variable puede, a veces, ser muy gratificante, cuando se acierta. Actualmente existe un *tira y afloja* en el mercado entre el tradicional «valor» (*value*, bajo ratio precio-beneficio, pero con beneficios volátiles) y el «crecimiento de calidad» (*quality growth*, mayor ratio precio-beneficio pero con un crecimiento de beneficios más estable).

El aumento de la inflación suele dar ventaja al valor sobre el crecimiento de calidad, pero cuando el rápido aumento de los precios crea una destrucción de la demanda, el péndulo tiende a inclinarse de nuevo hacia las compañías estables con poder de fijación de precios. Es probable que los precios de las acciones de las compañías de crecimiento no rentables sigan en entredicho durante un tiempo, pero la revalorización ya ha sido brutal.

Mantenemos un enfoque equilibrado y estamos preparados para aprovechar la acción indiscriminada de las cotizaciones si el miedo se extiende en los mercados. Seguimos favoreciendo a las compañías sólidas —que a menudo se apoyan en tendencias de crecimiento de una década— que son capaces de afrontar la volatilidad a corto plazo, y que podemos sentirnos cómodos manteniendo a través de los ciclos económicos.

Permanecer centrados, equilibrados y preparados cuando el mercado ofrece algunas oportunidades relativas más claras y a más largo plazo, como suele ocurrir en las ventas de pánico o en los periodos de exuberancia, puede parecer aburrido para los gestores activos, pero resulta ser una opción sensata en estos momentos. Estar en desacuerdo con el mercado tiene más sentido cuando el mercado ha tomado una decisión.



Reino Unido



Michael Stiasny
Director de Renta
Variable Británica

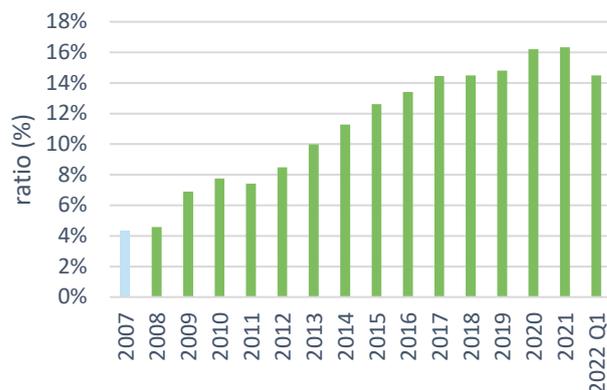
Un rayo de esperanza a pesar de la fragilidad

El mercado británico mostró una relativa resiliencia durante la mayor parte del tercer trimestre, antes de caer tras la presentación de los «minipresupuestos» del nuevo ministro de economía a finales de septiembre. Muchos de los principales componentes del índice FTSE 100 se beneficiaron de la debilidad de la libra esterlina, los elevados precios de las materias primas y la subida de los tipos de interés. Por el contrario, el índice FTSE 250, más centrado en el ámbito nacional, tuvo un mal comportamiento, lastrado por los temores de recesión, y el único alivio lo proporcionó el constante interés por las adquisiciones de varios valores de mediana capitalización.

De cara al futuro, es difícil ver por qué esta narrativa va a cambiar pronto: los tipos de interés siguen subiendo y los temores de recesión continúan profundizándose. Además, los recientes «minipresupuestos» han aumentado los temores del mercado en torno a la gestión fiscal de la economía, lo que ha provocado la caída de la libra esterlina y del mercado de los *gilts*. Esto ha provocado importantes correcciones en los precios de las acciones.

A pesar de este contexto, los balances de las compañías son en general más sólidos que antes de la pandemia, el Gobierno británico ha intervenido para ayudar a mitigar el impacto del aumento de los costes de la energía y el índice FTSE All-Share obtiene la mayoría de sus ingresos fuera del Reino Unido. Todos estos factores pueden restringir la caída relativa del mercado británico. A la hora de pensar en la forma de una próxima desaceleración, a menudo se hacen comparaciones con la crisis financiera mundial.

Gráfico 1. Ratios de capital Core Tier 1. Más resilientes actualmente



Fuente: Numis, rentabilidades regulatorias de la PRA, 2022. Ratio de capital CET1 agregado de los principales bancos del Reino Unido.

Como ya se ha mencionado, los balances de las compañías son ahora más fuertes y nos gustaría sostener que el impacto en el mercado del Reino Unido será bastante diferente esta vez. En particular, dos de los mayores sectores del Reino Unido parecen muy diferentes hoy en día en comparación con hace 15 años. Los bancos están fundamentalmente recapitalizados y si observamos el gráfico 1 podemos ver una marcada diferencia en los ratios de capital de nivel 1 en comparación con 2007, antes de la crisis financiera mundial. Lo mismo ocurre con las compañías mineras, que tenían niveles de deuda mucho más altos que los actuales.

La reacción a los «minipresupuestos» ya muestra que la atención se centra en el balance del Gobierno y en la medida en que la libra esterlina continuará su reciente caída. Es poco probable que los niveles mucho más elevados de deuda pública del Reino Unido en relación con el PIB, que actualmente se sitúan en torno al 95%³, cambien a corto plazo, teniendo en cuenta la anunciada limitación de los precios de la energía y las concesiones fiscales reveladas por el Canciller.

En conjunto, el mercado británico está posicionado en largo con respecto al dólar, dada la desproporcionada ponderación de las compañías petroleras, mineras, farmacéuticas y de tabaco en el índice. Esperamos que estos sectores, junto con los bancos, paguen algo más del 50% de todos los dividendos del Reino Unido en 2023, lo que respalda la previsión de rentabilidad (TIR) global del mercado, que se sitúa en torno al 4%, incluso antes de que se produzcan beneficios por la depreciación de la libra. Por tanto, aunque la

³ Fuente: DataStream, UK ONS, 2022.

economía británica pueda sufrir una recesión, no preveemos que el impacto en el mercado británico sea tan grave como durante la crisis financiera mundial.

Por último, la debilidad de la libra esterlina favorece también las fusiones y adquisiciones entrantes, por lo que esperaríamos ver una actividad de adquisición continua en los valores de mediana capitalización y, si la debilidad de la libra esterlina continúa, probablemente también en el índice FTSE 100. Es probable que sigamos siendo vendedores involuntarios, ya que las valoraciones ya están en peligro y somos reacios a deshacernos de compañías de valor, incluso si hay vientos de cola económicos en contra a corto plazo.

Mercados emergentes



Michael Bourke
Director de Renta
Variable de Mercados
Emergentes

Brasil en el foco

La renta variable se encuentra atrapada actualmente en una tormenta macroeconómica perfecta, golpeada por una inflación disparada y un endurecimiento de los tipos, que está frenando drásticamente la demanda mundial. ¿Qué ha pasado con los «locos años 20» que se esperaban tras la COVID-19? En una palabra, Rusia.

Pero el entorno es más complejo y no se reduce solo a eso. Los bancos centrales (en retrospectiva) sobreestimularon durante la pandemia. Posteriormente, han tardado en reaccionar a las presiones inflacionistas, que han pasado de la preocupación por la oferta a las presiones salariales, no han retirado esa liquidez y, por tanto, se han visto forzados a realizar subidas de tipos aparentemente por pánico.

Bajo nuestro punto de vista, los aspectos positivos se pierden potencialmente entre todo el ruido. Mientras que muchos mercados emergentes son rehenes de la suerte de la demanda mundial (p. ej., Corea y Taiwán, dadas sus grandes bases de exportación dominantes), otros países de mercados emergentes son más cerrados y/o están vinculados a las materias primas, por lo que sienten el asedio con menos intensidad. Países como Indonesia y Sudáfrica han resistido y, a nivel regional, Latinoamérica parece muy interesante.

Tipos: ¿se acuerdan de ellos? Parece que los mercados han olvidado lo que son los tipos de interés más altos y cómo afectan a las compañías de forma diferente. Los bancos llevan tanto tiempo sin que se apueste por ellos que muchos inversores empezaron el año infraponderados alegremente. Sin embargo, los bancos siguen superando a otros sectores en los mercados emergentes en lo que va de año. Una desaceleración, a diferencia de una profunda recesión, no es un mal entorno para los bancos, que disfrutaban de la ventaja de unos márgenes más altos debido a la lentitud de la financiación y a una revalorización más acelerada de las carteras de préstamos, sin preocuparse excesivamente por

el riesgo de la calidad de los activos. La excepción es China, donde los inversores siguen temiendo las implicaciones de la política de «cero covid» y una posible crisis inmobiliaria.

Justo cuando el mercado se ha acostumbrado a temer de nuevo la inflación, aparece China con un recordatorio de por qué la inflación mundial ha sido tan baja durante las dos últimas décadas. Mientras los responsables políticos permiten que el renminbi se debilite, y las divisas asiáticas se desploman en relación con la fortaleza del dólar estadounidense, China sigue desinflándose. La desglobalización, la deslocalización y la regionalización son temas muy discutidos, pero muy difíciles de precisar. Vemos que está ocurriendo en los mercados emergentes, pero las instalaciones y los equipos, a diferencia de los mercados, no pueden moverse tan rápidamente. Vemos, por ejemplo, que Foxconn construye en la India para satisfacer la demanda local y que Samsung realiza proyectos similares en Vietnam. Creemos que esta tendencia es real, y que la ASEAN e India probablemente se beneficien, y que México sea otro de los grandes ganadores debido a la deslocalización estadounidense.

Aunque nos centramos en emplear un proceso de selección de valores *bottom up* y coherente, hemos estado atentos a las elecciones presidenciales de Brasil. ¿Deben los mercados temer el «segundo advenimiento» de Lula? En una primera ronda extremadamente reñida, el expresidente Lula (que pasó un tiempo en la cárcel por cargos de corrupción) se situó justo por delante de su rival, el actual presidente Jair Bolsonaro, y ambos pasan a la segunda ronda electoral prevista para finales de octubre. Sin embargo, los mercados brasileños siguen en calma: el Bovespa es uno de los valores más destacados de los mercados de renta variable mundiales, y la fortaleza del real contribuye a la rentabilidad en dólares de los inversores extranjeros. A menos que veamos un resultado estrecho que pueda inspirar reclamaciones de fraude similares a las de Trump por parte del bando de Bolsonaro, creemos que el mercado hace bien en no preocuparse excesivamente.

Cabe mencionar que se dice que Lula apuesta por Gerardo Alckmin, el respetado exgobernador de São Paulo, como ministro de economía, lo que tranquilizaría a los mercados de que no va a abandonar repentinamente la disciplina fiscal. La sostenibilidad de la deuda de Brasil a largo plazo sigue estando llena de peligros y el país necesita crecimiento. Al menos a corto plazo, el déficit por cuenta corriente es estable, los activos están baratos y el banco central ha garantizado la estabilidad en un mundo de tipos más elevados, llevando los tipos reales a uno de los más altos de los mercados emergentes. De hecho, creemos que el mercado está empezando a esperar el fin de las subidas de tipos por parte de la Fed, con el resultado probable de que Brasil puede ser el primer banco central de los mercados emergentes que empiece a recortar los tipos, quizás tan pronto como el próximo año.

Asia Pacífico



Dave Perrett
Co-Director de Renta
Variable del Pacífico
Asiático

Focos de valoraciones atractivas

El tercer trimestre de 2022 se caracterizó por la continua volatilidad de los mercados regionales. Las expectativas de los tipos de interés mundiales, la fortaleza del dólar estadounidense, la preocupación por el debilitamiento de la demanda tecnológica, la guerra europea, el débil crecimiento chino y las tensiones del estrecho de Taiwán son solo algunos de los acontecimientos clave que afectaron a los mercados asiáticos durante el trimestre. Los mercados más expuestos a estas tendencias fueron los más débiles, ya que los de China y Hong Kong cayeron casi un 20% en términos de dólares estadounidenses, mientras que Corea y Taiwán cayeron algo menos del 10%. Por el contrario, la India, que se considera un mercado más interno y, por tanto, una especie de refugio seguro, subió casi un 10%.

Hasta 2022, el relato sobre el crecimiento mundial ha pasado del crecimiento, a la confusión, y ahora se espera una recesión material en la actividad mundial. Como expertos en selección de valores *bottom up*, tenemos poco que decir sobre los futuros resultados económicos.

Donde sí podemos añadir valor es en la valoración, en los fundamentales de los valores subyacentes y en la perspectiva de cómo estas variables se comparan con períodos anteriores de trastornos económicos. Tenemos la suerte de contar con miembros del equipo que invirtieron activamente tanto durante la crisis financiera asiática de finales de la década de los 90 como durante la más reciente crisis financiera mundial.

El sistema financiero de Asia sin Japón sigue dominado por los bancos para sus necesidades de crédito, por lo que es un buen punto de partida para comparar la salud relativa en un contexto histórico. Si analizamos los cinco mayores bancos individuales de China, Corea, Singapur, Tailandia e India, lo primero que hay que señalar es que el crecimiento de los préstamos en los

tres años anteriores a mediados de 2022 ha sido de entre la mitad y dos tercios del registrado hasta mediados de 2008. En esencia, los bancos entraron en esta recesión siendo más precavidos.

En otras medidas, como las provisiones para deudas incobrables y la relación entre el capital y los préstamos, los bancos se encuentran en general en una posición mucho, mucho más fuerte. Es importante destacar que los cinco bancos cotizan con descuentos de valoración con respecto a la situación en la que se encontraban al inicio de la crisis financiera mundial, en la mayoría de los casos de forma significativa.

Este descuento de valoración también se aplica a las compañías no financieras. Con la excepción de sectores específicos en algunas partes de la tecnología y las industrias relacionadas con el clima, las compañías han sido muy cautelosas a la hora de ampliar su capacidad debido a las incertidumbres geopolíticas y relacionadas con la COVID-19. Además, la mayoría de las compañías regionales no parecen tener desajustes monetarios significativos entre sus ingresos y su deuda y, por tanto, no son vulnerables a la fortaleza del dólar como lo fueron en 1997 y 1998.

A pesar de esta posición relativamente fuerte, hay “cestas” de valoración que están más deterioradas que en las profundidades de la crisis financiera mundial, especialmente en los mercados chinos.

De hecho, hay diversas compañías rentables que cotizan por debajo de la valoración de la liquidez en sus balances. Las rentabilidades de los dividendos de un solo dígito, entre medias y altas, son habituales.

En general, hay muchos factores que pesan sobre el sentimiento y el panorama parece, potencialmente, muy sombrío. Nuestro punto de vista es que este panorama tan desfavorable ha sido descartado cada vez más por muchos mercados regionales, lo que se pone de manifiesto en las bolsas con niveles de valoración muy atractivos en un momento en el que los fundamentales *bottom up* corporativos y financieros son históricamente sólidos.

En consecuencia, la asimetría en torno a las perspectivas de rentabilidad resulta cada vez más atractiva para los inversores a largo plazo.



Japón



Oportunidades bursátiles propiciadas por la microeconomía

Como se menciona en otra parte de esta nota, los giros macroeconómicos y geopolíticos durante el tercer trimestre supusieron importantes vientos en contra para los mercados de capitales. En este contexto, y junto con otros mercados de renta variable a nivel mundial, la renta variable japonesa perdió terreno. Aunque la caída del 4% en moneda local durante el trimestre parece relativamente modesta en un contexto global, esto, por supuesto, ignora el “elefante en la habitación”, el yen. Gracias a la caída del 10% del valor del yen frente al dólar en el trimestre, en dólares estadounidenses, la renta variable japonesa cayó casi un 15%. A finales del tercer trimestre de 2022, el yen había perdido un 20% de su valor frente al dólar en lo que va de año y había perdido un 30% desde principios de 2021.

Dado que la notable divergencia entre la política de los bancos centrales de EE. UU. y Japón parece haber impulsado esta depreciación del yen, es notable que

durante el trimestre se reemplazaron dos miembros del consejo del Banco de Japón, siendo los miembros entrantes decididamente más contenciosos que sus predecesores.

Las acciones japonesas a finales de septiembre, consideradas en dólares estadounidenses, estaban cerca de los mínimos de la crisis de la COVID-19 de marzo de 2020. Fuera de eso, tenemos que remontarnos a 2016 para encontrar la misma capitalización bursátil en dólares estadounidenses para el índice Topix, una época en la que los beneficios bursátiles eran aproximadamente un 30% inferiores a los actuales. Dado que muchas compañías japonesas cuentan con importantes fuentes de beneficios estadounidenses y mundiales, el valor en dólares estadounidenses de la bolsa japonesa parece ahora notablemente atractivo.

Mientras tanto, aunque el entorno macroeconómico sigue siendo problemático, el contexto microeconómico en Japón sigue mejorando. El tema de la reforma empresarial, del que hablamos con tanta frecuencia, reunió varios nuevos datos de apoyo en el trimestre. Las reestructuraciones, las fusiones y adquisiciones y las mejoras en materia ESG siguieron cobrando impulso. Seguimos creyendo que se trata de una tendencia estructural y autosostenible que aportará mejoras significativas en el margen de beneficios y en la rentabilidad de los fondos propios (ROE) en los próximos años. Dado nuestro entusiasmo por el conjunto de oportunidades de selección de acciones impulsadas por lo micro en Japón, seguimos construyendo nuestras carteras en torno al riesgo esotérico de una sola compañía, al tiempo que tratamos de asumir el menor riesgo macro y de factores posible.



Convertibles



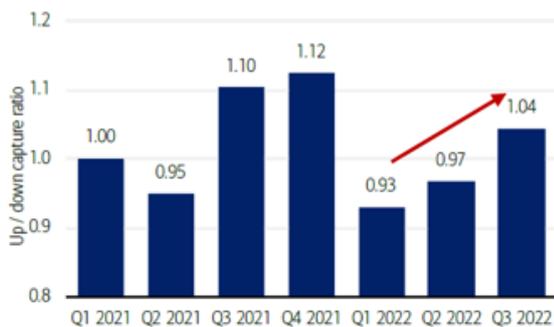
Leonard Vinville
Director de Convertibles

La convexidad de los convertibles

El trimestre que acaba de terminar ha sido volátil: los tipos han subido, el diferencial de cruce ha terminado en niveles similares a los de principios de julio, después de haberse estrechado materialmente hasta mediados de julio, y los mercados de renta variable han borrado las ganancias anteriores para caer por tercer trimestre consecutivo. Aunque reflejan la debilidad de los mercados de renta variable, los bonos convertibles no cayeron en la misma medida.

Gráfico 1. Ratio de captura media de los bonos convertibles estadounidenses frente a las acciones subyacentes.

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



Fuente: BoA Global Research, índices de datos ICE, datos de LLC, a 26 de septiembre de 2022.

Esta «convexidad» (participar más cuando el precio de la acción subyacente sube que cuando baja) es una de las características más importantes de los bonos convertibles. Dado el alto grado de incertidumbre en los mercados en este momento, la naturaleza asimétrica de las rentabilidades disponibles de los convertibles podría, en nuestra opinión, hacer que tener una cierta exposición a esta área del mercado sea particularmente interesante.

Mientras que los convertibles tradicionalmente superan a sus acciones subyacentes en una fase de mercado bajista, es interesante ver que la convexidad de los convertibles ha

mejorado en la segunda mitad del año hasta la fecha. Si nos fijamos en el mercado de bonos convertibles de EE. UU. únicamente como referencia, el ratio de Sharpe de los bonos convertibles de EE. UU. desde principios de julio es el mejor sobre una base de activos cruzados, en contraste con la primera mitad, en la que los bonos convertibles se comportaron peor que la renta variable. Este peor comportamiento se debió a la ampliación de los diferenciales de crédito y a la caída de los precios de las acciones, así como a la composición sectorial del mercado de convertibles. Con su alta representación de valores tecnológicos y orientados al crecimiento, el mercado de convertibles sufrió en relación con el mercado general en las primeras partes del año. Ahora estos sectores parecen haber encontrado cierta estabilidad.

Los convertibles que han mostrado los niveles más altos de convexidad recientemente han sido las áreas de mayor rentabilidad del universo que cotizan cerca o por debajo de su valor mínimo de los bonos (el mínimo de los bonos es el valor de un convertible como instrumento de interés fijo, es decir, el valor actual de los pagos de los cupones y el reembolso al vencimiento). Aunque esta área del mercado tiene una sensibilidad reducida a los cambios en el precio de la renta variable subyacente (un delta bajo), creemos que estos nombres con delta bajo ofrecen valor, ya que cotizan con un diferencial de crédito implícito muy grande.

Como se muestra en el gráfico 2, la convexidad del área de alternativa de rentabilidad del mercado de convertibles ha mejorado durante el último trimestre y, en comparación con la primera parte del año, estos convertibles «agotados» han demostrado resistir mucho mejor los últimos meses. Lógicamente, podría producirse una mayor ampliación de los diferenciales en un escenario de recesión severa, por lo que la selección de valores sigue siendo clave, especialmente en el caso de los convertibles *agotados*, en los que los inversores tienen que estar lo más seguros posible de que los suelos de los bonos se mantendrán.

Gráfico 2. Suelos de los bonos convertibles por grupo delta

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



Fuente: BoA Global Research, índices de datos ICE, datos de LLC, a 26 de septiembre de 2022.



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. **OCT 22/ 841301**