

Exclusivamente para inversores profesionales



# Perspectivas de renta variable y multi-activos

## Primer trimestre 2023





## Índice de contenidos

Sorpresas que esperamos en 2023 .....	3
Prólogo de la CIO.....	4
Multi-activos .....	10
Global .....	13
Reino Unido.....	16
Japón .....	18
Asia Pacífico (excluyendo Japón) .....	20
Mercados emergentes.....	22
Impacto .....	24
Convertibles .....	26

El valor de los activos del fondo podría 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.

# Sorpresas que esperamos en 2023

- Después de tres años caracterizados por una pandemia mundial y una guerra en Europa, hemos aprendido a cambiar nuestra actitud, de «¿qué cabe esperar para el futuro?» a «¿qué *no* cabe esperar para el futuro y, por tanto, para qué no estamos preparados?».
- Con indicios de debilitamiento de la inflación, el relato en los mercados para 2023 tendrá que cambiar de «¿cuánto más seguirán subiendo los tipos los bancos centrales?» a «¿qué grado de desaceleración del crecimiento cabe esperar?».
- Mientras los mercados esperan mayores evidencias acerca de la inflación y la actividad económica, es probable que a principios de 2023 veamos una continuación de la volatilidad.
- Creemos que una recesión profunda y prolongada, ya sea mundial o regional, no está descontada y provocaría una mayor debilidad en los mercados de renta variable.
- En caso de haber recesión significativa, las condiciones del mercado de renta fija parecen mejores, con unas valoraciones y TIR convincentes que compensan los futuros riesgos.
- No obstante, con unas expectativas de recesión cada vez más afianzadas —sobre todo en Europa—, un resultado más “suave” de lo previsto podría ser un plus inesperado que impulsaría las acciones al alza.
- En lo que de momento parece que vaya a ser una continuación de 2022, el ser selectivos sigue siendo el principal factor de alfa en el mercado.
- Dado que la complejidad del entorno macroeconómico comporta riesgos tanto al alza como a la baja, seguimos buscando las «incógnitas conocidas» con la esperanza de arrojar algo de luz sobre las «incógnitas desconocidas».
- Pase lo que pase en 2023, esperamos que haya sorpresas por delante.

A medida que los recientes datos de inflación en todo el mundo parecen tocar techo, el relato de los mercados tendrá que pasar de centrarse en el ritmo y la evolución de las subidas de tipos de los bancos centrales a enfocarse en la intensidad y la duración de la desaceleración mundial. Suponiendo que estamos ante una recesión mundial importante, las condiciones en el mercado de renta fija parecen mejores que en el de renta variable, con unas valoraciones relativas atractivas y unas TIR que remuneran los riesgos futuros, sobre todo si esperamos que la inflación descienda y que las subidas de tipos acaben pronto. Sin embargo, como hemos aprendido en los tres últimos años, hay que tener cuidado con lo inesperado. Con unas expectativas de recesión cada vez más afianzadas —sobre todo en Europa—, un resultado más “suave” de lo previsto, quizá gracias a una mayor normalización del mercado energético, podría ser un plus inesperado que impulsara al alza la renta variable. Hasta que los datos resulten más claros, es probable que los mercados de renta variable tengan un comienzo volátil en 2023. En el mercado, la selección es el principal factor de alfa, y seguimos encontrando oportunidades atractivas en todas las clases de activos, regiones y sectores. Somos conscientes de que la complejidad del entorno macroeconómico actual conlleva riesgos tanto al alza como a la baja, por lo que continuamos buscando las «incógnitas conocidas» con la esperanza de arrojar algo de luz sobre las «incógnitas desconocidas». Pase lo que pase en 2023, esperamos que haya sorpresas por delante.

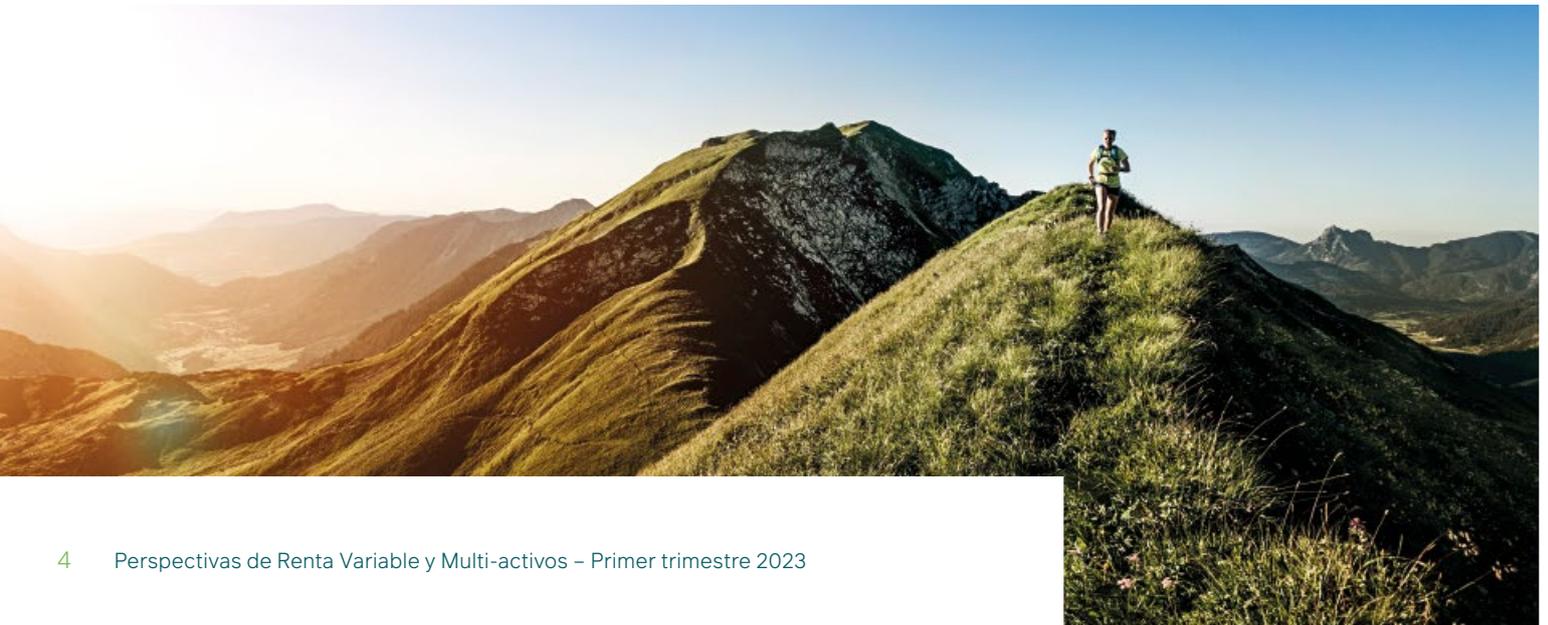


**Fabiana Fedeli**  
CIO de Renta Variable,  
Multi-activos y Sostenibilidad

El mundo ha cambiado, y nosotros también. Después de tres años caracterizados por una pandemia mundial y una guerra en Europa, como inversores hemos aprendido a cambiar nuestra actitud, de «¿qué cabe esperar para el futuro?» a «¿qué *no* cabe esperar para el futuro y, por tanto, para qué *no* estamos preparados?». Se trata de buscar las «incógnitas conocidas» con la esperanza de arrojar un ápice de luz sobre las «incógnitas desconocidas». Un cambio de actitud que hemos adoptado al escribir estas perspectivas. No creo que las conclusiones sean diferentes de lo que habríamos escrito en un momento de menor agitación, pero posiblemente somos más conscientes de mantener una puerta abierta a escenarios alternativos.

Tanto los datos de inflación como las indicaciones de los bancos centrales siguieron determinando gran parte de los movimientos de los mercados durante los últimos meses de 2022. Dado que la inflación parece estar tocando techo en todo el mundo, el discurso de los mercados para 2023 va a cambiar, de «¿cuánto seguirán subiendo los tipos los bancos centrales?» a «¿qué grado de desaceleración del crecimiento cabe esperar?». El comportamiento de los mercados, y especialmente el comportamiento relativo de la renta variable frente a la renta fija, dependerá de la intensidad y la duración de dicha desaceleración frente a las expectativas actuales.

Mientras los mercados esperan mayores evidencias, es probable que a principios de 2023 veamos una continuación de la volatilidad. Además de los nuevos datos sobre el crecimiento mundial, existen otros dos factores potenciales de volatilidad. En primer lugar, aunque la inflación está remitiendo en muchos países debido a que los tipos de interés más altos frenan la demanda y a que las cadenas de suministro se recuperan, es probable que la tensión del mercado laboral (sobre todo en EE. UU.) prolongue en cierto modo las presiones inflacionistas en 2023. En segundo lugar, dado que casi vemos la luz al final del «túnel de las subidas de tipos», ya que es probable que los bancos centrales dejen de subirlos en algún momento del primer semestre de 2023, los mercados empiezan a tener



esperanzas de que la Fed rebaje los tipos a finales de año. Esto me parece poco probable, a menos que nos enfrentemos a una profunda recesión en EE. UU., con una inflación cercana al 2%, lo que no creemos que sea nuestro escenario principal. Y lo que es más importante, creo que la Fed responderá a estas expectativas del mercado manteniendo un discurso contundente, ya que corre el riesgo de relajar *de facto* las condiciones monetarias al rebajar las expectativas sobre los tipos, lo que, a su vez, dificultaría la labor de la Fed y podría obligar a endurecer los tipos más y durante más tiempo.

Todos sabemos que a la renta variable no le gustan las recesiones, y creemos que una recesión intensa y prolongada —a nivel global o regional— no está descontada y provocaría una mayor debilidad en los mercados bursátiles. El índice S&P500 ha subido alrededor de un 22% desde los niveles previos a la crisis y ha caído menos de la mitad del 55% registrado en la crisis financiera global de 2007-2008, lo que no es un síntoma de miedo a una recesión<sup>1</sup>.

Suponiendo que estamos ante una recesión mundial importante, el mercado de renta fija parece estar en mejores condiciones que el de renta variable, con unas valoraciones relativas atractivas y unas TIR que remuneran los riesgos futuros, sobre todo si esperamos que la inflación descienda y que las subidas de tipos acaben pronto. Sin embargo, como nos han enseñado los tres últimos años, hay que tener cuidado con lo inesperado. Con unas expectativas de recesión cada vez más afianzadas —sobre todo en Europa—, un resultado más “suave” de lo previsto, quizá gracias a una mayor normalización del mercado energético, podría ser un plus inesperado que impulsara al alza la renta variable. Hasta que los datos resulten más claros, es probable que los mercados de renta variable tengan un comienzo volátil en 2023.

Para identificar la rentabilidad alcista hay que profundizar en los detalles. Los recientes preanuncios de beneficios, los datos de ventas y las primeras publicaciones de beneficios del cuarto trimestre de 2022 muestran una

<sup>1</sup>Fuente: Rentabilidades totales en dólares estadounidenses. Periodo de antes a después de la COVID: Del 14 de febrero de 2020 al 10 de enero de 2023. Periodo del máximo al mínimo de la crisis financiera global: del 10 de octubre de 2007 al 3 de marzo de 2009. Periodo del máximo al mínimo reciente: del 31 de diciembre de 2021 al 10 de enero de 2023.

“ En lo que de momento parece que vaya a ser una continuación de 2022, el ser selectivos sigue siendo el principal factor de alfa en el mercado. ”

A nighttime photograph of a city skyline, likely Hong Kong, featuring several prominent skyscrapers with their lights on. The buildings are reflected in the water in the foreground. The sky is a mix of orange and blue, suggesting dusk or dawn. The overall scene is vibrant and modern.

continuación de lo sucedido el año pasado: compañías de los mismos países y sectores muestran resultados muy diferentes, ya que un mejor posicionamiento en el mercado, los cambios en la exposición, la solidez de los balances y, en muchos casos, una mejor gestión, ayudan a algunas a capear el temporal mejor que a otras.

Cabe destacar que la complejidad del entorno macroeconómico actual conlleva riesgos tanto al alza como a la baja. Una resolución convincente de la guerra en Ucrania, por lejana que parezca, sería un factor positivo determinante, primero desde el punto de vista humanitario y, segundo, porque supondría un alivio para las cadenas de suministro de materias primas. Otros datos menos convincentes, pero no por ello menos influyentes en el mercado, a los que estamos muy atentos son la evolución de los mercados laborales de los países desarrollados (especialmente EE. UU.) y los actuales desafíos en materia de suministro energético. Si los mercados laborales siguen así de sólidos, las presiones inflacionistas podrían aumentar, mientras que un deterioro de las condiciones podría hacer que los responsables políticos dejaran de centrarse en combatir la inflación. Y a pesar del alivio temporal resultante de la estabilización de los precios del petróleo y del gas, a largo plazo sigue habiendo problemas para restablecer el *mix* del suministro energético en todo el mundo.

Aun reconociendo el relativo atractivo de los mercados de renta fija frente a la renta variable, nuestro equipo multi-activos es consciente de la volatilidad potencial que viene y de los factores que podrían cambiar rápidamente la situación. Por ello, en todas nuestras carteras mantenemos una posición neutral en renta variable y una ligera sobreponderación en duración. La posición en duración depende de los tramos largos de la curva de tipos estadounidense y de la deuda denominada en divisa local de los mercados emergentes, que cabe esperar que se beneficien de un pico en el ciclo del dólar estadounidense. En este ámbito, apostamos sobre todo por la deuda soberana latinoamericana, dadas sus elevadas TIR reales y unas perspectivas inflacionistas que, de momento, parecen estar bastante bajo control.

En renta variable, desde el punto de vista geográfico, hemos continuado aumentando la inversión en China. Seguimos siendo selectivos, pero desde que aumentamos posiciones en el segundo semestre de 2012, hemos abandonado algunos valores que se habían comportado muy bien y hemos invertido en otros que seguían presentando valoraciones razonables. Creemos que la reapertura de la economía tras la crisis financiera será un gran estímulo, no solo para la economía del país, sino también para el resto de Asia y, gracias al aumento de la demanda de materias primas, para otros mercados emergentes. Podría darse algo de volatilidad a corto plazo debido a un retraso en el repunte de los datos macroeconómicos. Esto se debe a que el impulso de la esperada reapertura puede hacer frente a obstáculos a corto plazo, debido a las elevadas tasas de contagio de COVID-19 y a las celebraciones anticipadas del Año Nuevo chino. A pesar de esto, creemos que el mercado acabará superándolos.

Corea ofrece oportunidades de inversión atractivas, ya que las empresas se benefician de la reapertura y la estabilización de China, así como de un giro en el ciclo tecnológico mundial, sobre todo en el sector de los semiconductores. También encontramos diversos valores atractivos en Latinoamérica, que se benefician de la inflación mundial de los precios de las materias primas y, en el caso de México, de una mayor deslocalización. En Brasil, los inversores siguen nerviosos, como es comprensible, por la vuelta del presidente Lula y las políticas económicas y fiscales que adoptará su Gobierno. La fragmentación del Congreso (que podría suavizar algunas de las políticas menos favorables al mercado del Gobierno de Lula) y evitar valores propensos a la intervención política nos dan confianza en las perspectivas de obtener más alfa de varios valores de renta variable brasileños.

La rentabilidad de los mercados emergentes en 2022 presenta grandes diferencias por sectores y países. Es posible que veamos una mayor dispersión de valores en 2023, a medida que los inversores miren más allá de las consideraciones macroeconómicas así como se centren en oportunidades de valores concretos. Y lo que es más importante, aunque la renta variable de los mercados emergentes parece relativamente bien

“ En los mercados emergentes (...) es posible que veamos una mayor dispersión de valores en 2023, a medida que los inversores miren más allá de las consideraciones macroeconómicas ”

posicionada, el mayor riesgo es que un menor crecimiento, la desinflación y el pico del ciclo de subidas de tipos de la Fed puedan tentar a los bancos centrales de los mercados emergentes a rebajar los tipos. Es probable que los inversores desconfíen de movimientos prematuros.

Por último, pero no por ello menos importante, nos siguen interesando las acciones japonesas y creemos que suponen una atractiva oportunidad de inversión a largo plazo. Es probable que la reciente ampliación de la horquilla del control de la curva de tipos por parte del Banco de Japón y la consiguiente subida del yen ejerzan presión sobre los márgenes de los exportadores y de las empresas muy endeudadas. Sin embargo, encontramos una serie de compañías que están mejorando su apalancamiento operativo, con un impacto positivo en el crecimiento de los beneficios, junto con un aumento del retorno a los accionistas por un aumento de los dividendos y la recompra de acciones.

En el plano sectorial, seguimos encontrando oportunidades atractivas en tecnología. Desde una perspectiva sectorial general, las presiones podrían continuar debido a la subida de los tipos de interés y al aumento del coste del capital. Sin embargo, el sector tecnológico presenta importantes diferencias. Los semiconductores, en particular, destacan por beneficiarse de tendencias estructurales a largo plazo.

Un aspecto que parece haber pulsado el botón de reinicio es el ecosistema de la sostenibilidad. La mayoría de las estrategias de inversión sostenibles se pusieron a prueba en 2022. La combinación de inflación, subida de tipos y la terrible guerra de Ucrania llevó a los inversores hacia las acciones *value*, materias primas, defensa y bancos, alejándose del tipo de valores que suelen dominar las estrategias sostenibles y de impacto. La fuerte depreciación de 2022 ha eliminado la «prima ESG» de la que habían disfrutado algunos valores sostenibles a finales de 2021, ofreciendo buenos puntos de entrada. Además, dado el cambio estratégico para diversificar las fuentes de energía y frenar el consumo energético, junto con la fuerte inversión en energías renovables de los gobiernos a ambos lados del Atlántico, esta área sigue resultando una oportunidad de inversión atractiva.



Y no nos olvidemos del mercado de bonos convertibles, que empezó 2023 con mayores rentabilidades y una menor sensibilidad a la renta variable que en los últimos años. Más del 20% de los bonos convertibles mundiales cotizan ahora a un precio por debajo del 80% de su valor nominal y con una TIR superior al 10%. La mayoría de los analistas esperan que las nuevas emisiones alcancen los 70.000-80.000 millones de dólares en 2023, cifras similares a los niveles prepandemia. Semejante afluencia de nuevas operaciones, comparada con un tamaño de mercado de 356.000 millones de dólares a finales del año pasado, provocaría un importante cambio en las características del mercado. Los convertibles son atractivos para las compañías, ya que suelen conllevar un cupón más bajo que la deuda directa, a cambio de tener la opción de convertirse en acciones. Esto podría dar lugar un conjunto más diverso de emisores al mercado de convertibles, ya sean de high yield y emisores con grado de inversión que optimicen sus balances.

Estamos preparados y posicionados de cara a 2023. Y lo que es más importante, seguimos buscando las «incógnitas conocidas» con la esperanza de arrojar algo de luz sobre las «incógnitas desconocidas». Sabremos que habrá sorpresas. No es momento de hacer grandes predicciones macroeconómicas, sino de seguir los datos y aprovechar las oportunidades que presente cualquier desaceleración. Cabe destacar que la selectividad sigue siendo la clave.

En las siguientes páginas, podrás encontrar las opiniones de nuestro equipo Multi-activos y nuestros equipos de Renta Variable de M&G, que ofrecen más detalles a nivel regional o temático. Te deseamos una lectura amena y esperamos que interesante, además de un feliz, saludable y próspero año nuevo.

**Fabiana Fedeli**

CIO de Renta Variable, Multi-activos y Sostenibilidad



# Multi-activos



**Steven Andrew**  
Gestor de fondos Multi-activos

## El último trimestre de 2022: La montaña rusa de las TIR en los *treasuries* estadounidenses

Tanto los datos de inflación como las indicaciones de los bancos centrales siguieron determinando gran parte de los movimientos de los mercados durante los últimos meses de 2022. Tras un dato de inflación de los precios al consumo (IPC) de EE. UU. inferior a las previsiones y el tono más moderado de los mensajes de los bancos centrales, la expectativa de una ralentización de las subidas de tipos impulsó al alza los activos de riesgo y a la baja las TIR de los *treasuries* durante gran parte del cuarto trimestre de 2022 (tras marcar máximos a finales de octubre). Sin embargo, en diciembre los bancos centrales apuntaron a un ritmo más lento de subidas de tipos aunque con un pico más alto, lo que, junto con los crecientes obstáculos del crecimiento económico, volvió a poner en evidencia la aversión al riesgo y el aumento de los *yields* estadounidenses.

Los bruscos vaivenes de las TIR de la deuda pública son un buen ejemplo de algunas de las oportunidades tácticas que hemos tratado de aprovechar a lo largo del año. A finales de octubre, aumentamos nuestra exposición en *treasuries* a largo plazo, que habían registrado ventas masivas en previsión de la inflación de noviembre. El rápido giro de 180 grados de los mercados recompensó nuestra operación y nos llevó a reducir de nuevo nuestra exposición a los *treasuries* a 30 años, antes de que las ventas masivas volvieran en las últimas semanas del año. En cuanto a la renta variable, hemos mantenido una exposición entre neutral y ligeramente positiva.

Figura 1: Tipos de los *treasuries* estadounidenses – 2.º semestre de 2022



Fuente: Bloomberg a 31 de Diciembre de 2022.

## 2023: Un año de menor crecimiento e inflación, pero en el que las valoraciones y la volatilidad presentan oportunidades para el inversor activo en multi-activos

Tras un año muy difícil, y a pesar de un entorno macroeconómico complejo, seguimos observando oportunidades para los inversores activos en multi-activos:

- Una mejora de las valoraciones de los activos, lo que podría traducirse en mayores rentabilidades esperadas a largo plazo.
- La continua volatilidad de los mercados ofrece oportunidades de asignación táctica de activos.
- Mayores niveles de rentabilidad, que favorecen la descorrelación entre las distintas clases de activos.



Tras las caídas del año pasado, la mayoría de las clases de activos han recuperado valor, pero debemos ser conscientes de que el valor estratégico está condicionado por la naturaleza del régimen en el que nos encontramos. Debemos reconocer que el entorno macroeconómico actual sigue siendo sumamente complejo y a menudo contradictorio, con riesgos tanto al alza como a la baja.

Entre otras cosas, seguimos de cerca la evolución de los mercados laborales en los países desarrollados (especialmente EE. UU.). Si continúa la persistente fortaleza observada en estos países, las presiones inflacionistas podrían aumentar, mientras que un deterioro de las condiciones podría desviar la atención de los responsables políticos de la lucha contra la inflación. También seguimos atentos a la crisis energética: a pesar del alivio temporal que ha supuesto la estabilización de los precios del petróleo y el gas, sigue habiendo problemas a largo plazo para restablecer el *mix* del suministro energético en todo el mundo.

De cara al futuro, creemos que seguir siendo tácticos y receptivos a los cambios en las valoraciones del riesgo y la rentabilidad por parte del mercado continúa siendo imperativo. Actualmente, el ánimo de los inversores oscila entre la preocupación por la presión inflacionista y el debilitamiento de los fundamentales económicos, pero no vemos indicios de una polarización de las expectativas. Dicho de otro modo, no observamos la extrema volatilidad de los mercados de renta variable que suele asociarse a la inquietud de los inversores por el riesgo de recesión.

Creemos que las valoraciones de los mercados de renta variable, aunque no son elevadas, continúan siendo susceptibles de un mayor deterioro de la confianza y de posibles caídas de los beneficios. Sin embargo, seguimos siendo conscientes de que, en el entorno macroeconómico actual, aún hay margen para sorpresas al alza. Mantenemos una perspectiva neutral sobre la renta variable en general, inclinándonos por los mercados de renta variable más baratos (en especial, Europa y Japón frente a la renta variable estadounidense).

Los mercados de renta fija presentan las TIR más atractivas que se han visto desde hace mucho tiempo, y vemos más oportunidades de rentas y diversificación en este ámbito. La duración estadounidense, en particular, podría actuar como un factor de diversificación útil en caso de un “aterrizaje brusco” y/o un cambio en la política. Tenemos una pequeña sobreponderación positiva de duración en todas nuestras carteras. Mientras tanto, los mercados de crédito ofrecen rentabilidades nominales atractivas y algunas de nuestras carteras exploran el crédito bancario, así como áreas de deuda en divisa local de mercados emergentes, que pueden esperar beneficiarse de un pico en el ciclo del dólar estadounidense; en este ámbito favorecemos especialmente a las emisiones soberanas latinoamericanas. Seguimos manteniendo altos niveles de liquidez que pueden utilizarse rápidamente a medida que surjan oportunidades.



# Global



**Daniel White**

Director de Renta Variable Global

## ¿Qué deberían esperar los inversores de renta variable global en 2023?

Las perspectivas están muy equilibradas.

Por un lado, el panorama macroeconómico sigue siendo sombrío. Sin embargo, las cotizaciones de muchas acciones ya han caído. Las valoraciones de muchas compañías y sectores han alcanzado niveles en los que muchas «malas noticias ya están descontadas». Es probable que esta tensión genere un periodo de volatilidad e incertidumbre, pero también oportunidades.

Teniendo esto en cuenta, ¿cuáles son las sorpresas esperadas para el 2023 que los inversores de renta variable global deberían tener en cuenta?

## Los bancos tocan fondo pronto

Ante una probable recesión mundial en 2023, la cautela de los inversores con respecto al sector bancario resulta comprensible.

A pesar de las atractivas valoraciones, los sólidos ratios de capital y las tendencias relativamente benignas de la calidad crediticia, el sector bancario —desde el punto de vista del precio de las acciones— ha tenido históricamente dificultades en entornos de recesión. Las recesiones siempre deparan sorpresas a los bancos. La velocidad a la que han subido los tipos de interés y se ha retirado la liquidez de los bancos centrales probablemente hará que esto vuelva a ser así en 2023.

Aunque la trayectoria pueda no ser diferente en 2023 que en ciclos anteriores, cabe recordar que las cotizaciones de las acciones bancarias suelen tocar fondo pronto. Esperar a que los datos macroeconómicos se vuelvan positivos antes de invertir en el sector suele ser tardía, dejando escapar las mayores oportunidades de exceso de rentabilidad.

El hecho de que las previsiones de beneficios del sector para 2023 ya hayan empezado a reducirse (a medida que el mercado empieza a tener en cuenta el pico de los márgenes netos de intereses y otros factores adversos) supone que existe un gran potencial de sorpresas al alza en algún momento del año. Y ello, a pesar de las casi inevitables preocupaciones por la recesión, a ambos lados del Atlántico, donde la probabilidad de recesión ha aumentado considerablemente por la ralentización del crecimiento. El entorno más difícil del Reino Unido y Europa sigue lastrando los márgenes de las compañías y el poder adquisitivo de las familias. Al otro lado del Atlántico, la Fed sigue decidida a atajar la inflación, y si mantiene un tono relativamente duro hasta que veamos indicios definitivos de ralentización de la actividad y debilidad del mercado laboral, podría haber una recesión más profunda en EE. UU. Un dólar más fuerte durante más tiempo podría perjudicar a los mercados emergentes, aunque China puede resistir mejor y recuperarse más rápido de la expectativa generalizada actual.

## El sector farmacéutico y el ciclo electoral presidencial estadounidense

En algún momento de 2023, es probable que los inversores enfoquen su atención cada vez más en las elecciones presidenciales estadounidenses de 2024. Aunque las elecciones en sí no se celebren hasta noviembre de 2024, es probable que asistamos a un revuelo informativo a lo largo de 2023, sobre todo antes de las primarias (el proceso de selección de los candidatos de los principales partidos), en el que los posibles candidatos debaten, se enfrentan y anuncian las políticas propuestas.

El sector farmacéutico es un área del mercado históricamente vulnerable en este punto del ciclo político.

Un tuit de Hillary Clinton publicado en septiembre de 2015 —más de 12 meses antes de las elecciones presidenciales estadounidenses de 2016—, en el que expresaba su indignación por las subidas «injustificadas» de los precios de los medicamentos, provocó una rentabilidad muy inferior de las cotizaciones de muchas de las compañías farmacéuticas en los meses posteriores.

Después de haber cosechado unas rentabilidades excelentes en 2022, podría decirse que el riesgo de caída es aún mayor en 2023 si los acontecimientos políticos acaban siguiendo «el manual táctico de 2015».

Por otra parte, el ciclo electoral presidencial estadounidense de 2024 podría fácilmente no ser relevante desde el punto de vista farmacéutico. Los demócratas acaban de aprobar un proyecto de ley que aborda los precios de los medicamentos con receta en EE. UU. El Congreso está dividido y es casi seguro que el candidato demócrata sea el actual presidente de EE. UU. Bajo nuestro punto de vista, el riesgo de crecientes noticias negativas (o «incógnitas desconocidas») es algo menor.

## El sector tecnológico ya no es una «apuesta unidireccional»

2022 supuso un gran cambio para el sector tecnológico. Tras ocho años de rentabilidad relativa superior, 2022 fue el año más débil para el sector en términos absolutos desde la crisis financiera global de 2008 y el peor año de rentabilidad relativa desde 2002 (en el que se produjo el estallido de la burbuja TMT).

Esto plantea algunos interrogantes obvios: ¿hacia dónde se dirige el sector a partir de ahora? ¿Supone el retroceso de 2022 una excelente oportunidad de compra? ¿O marca el inicio de una travesía de varios años en el desierto de los inversores, como ocurrió en 2002?

Creemos que la respuesta es compleja y presenta muchos matices. Desde una perspectiva sectorial general, la presión podría continuar debido a la subida de los tipos de interés, dadas las repercusiones para el coste del capital y las valoraciones de las acciones de crecimiento (es decir, muchas empresas tecnológicas).

Pero dentro del sector tecnológico la situación es muy diferente. Los semiconductores, en concreto, destacan por beneficiarse de tendencias estructurales a largo plazo (con un contenido cada vez mayor en todo tipo de productos, desde vehículos eléctricos hasta aplicaciones industriales y electrodomésticos), teniendo cotizaciones de sus acciones que ya reflejan algunas preocupaciones macroeconómicas a corto plazo y mostrando valoraciones atractivas.

Por tanto, aunque el sector tecnológico ya no sea una «apuesta unidireccional», eso no significa que no haya muchas oportunidades dentro del sector, cuando se adopta una perspectiva a más largo plazo, siempre que sigamos siendo selectivos.

# Reino Unido



**Michael Stiasny**  
Director de Renta Variable Británica

## Para los inversores británicos, el tamaño importa

El final de 2022 trajo una relativa calma a un año por lo demás tumultuoso en los mercados del Reino Unido, en el que la calamitosa política nacional complicó un entorno de inversión ya de por sí difícil. El cuarto trimestre comenzó con las consecuencias del desastroso «minipresupuesto» del Gobierno, que provocó la intervención del Banco de Inglaterra en los mercados de *gilts*, el nombramiento de un nuevo primer ministro y un presupuesto de otoño más moderado desde el punto de vista fiscal. Todo ello contribuyó posteriormente a que el índice FTSE All Share obtuviera una sólida rentabilidad total del 8,7% en el cuarto trimestre de 2022<sup>2</sup>.

A lo largo del año natural, el índice británico FTSE All Share arrojó una rentabilidad total relativamente plana del 0,3%<sup>2</sup>, pero superior a la de otros grandes mercados desarrollados, gracias principalmente a una elevada concentración de valores de gran capitalización del sector energético y minero. En combinación con la debilidad de la libra esterlina, el índice FTSE 100, orientado al exterior, obtuvo una rentabilidad total positiva del 4,7%, superando al índice FTSE 250, más nacional, en un 22,0%, la mayor diferencia registrada hasta la fecha<sup>2</sup>.

## Aguardan más sorpresas

Las perspectivas del Reino Unido para 2023 distan mucho de ser positivas, como refleja la fuerte caída del índice FTSE 250 el año pasado. Los inversores no dejan de prestar atención a la debilidad esperada de la economía y la divisa, las fuertes presiones inflacionistas y las continuas disputas entre el Gobierno y los sindicatos. Sin embargo, al igual que 2022 trajo grandes sorpresas, es probable que los mercados aún no anticipen o descuenten las principales noticias de este año.

Dado que la mayoría de los analistas del mercado tienen una perspectiva negativa del Reino Unido como destino de inversión, la mayor sorpresa sería, con diferencia, otro año de rentabilidad superior. No es algo que descartemos. Las empresas de mediana y pequeña capitalización podrían empezar a recuperarse dadas las atractivas valoraciones que ofrecen, mientras que el índice FTSE 100 también podría echar por tierra las predicciones y ofrecer otro año de buena rentabilidad, si persiste la combinación de inflación y tipos de interés más altos. Como se ve en el gráfico 2, las valoraciones del Reino Unido siguen mostrando un importante descuento con respecto a los mercados mundiales, a pesar de la rentabilidad superior del año pasado.

**Gráfico 2. El mercado británico se aproxima a sus valoraciones mínimas históricas frente a los países del resto del mundo<sup>3</sup>**



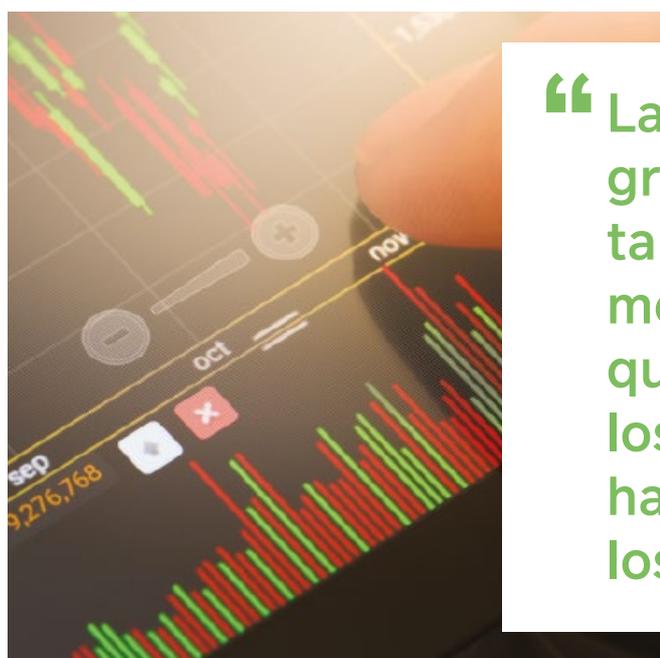
<sup>2</sup>Fuente: Datastream, rentabilidades totales, a 30 de diciembre de 2022.

<sup>3</sup>Fuente: Panmure Gordon, MSCI, Refinitiv, diciembre 2022.

\*PER, V/EBITDA y P/B medios a plazo combinados (igual ponderación). \*GBP para el Reino Unido y el mundo hasta el 30/12/2022.

Las valoraciones en mínimos históricos de las compañías británicas, junto con la debilidad de la divisa, también han dejado objetivos de adquisición potencialmente atractivos. Por tanto, es posible que veamos a empresas de alto perfil salir de los índices británicos. Aunque no basamos nuestras decisiones de inversión en este tipo de especulaciones, no nos sorprendería ver que un valor importante de los sectores del petróleo y el gas o de la minería fuera objeto de oferta, pues compañías como BP presentan un descuento significativo con respecto a sus homólogas estadounidenses, incluso después de un año de excelentes resultados.

Las empresas británicas con grandes planes de pensiones también pueden estar en mejores condiciones de lo que espera el mercado, ya que los tipos de interés más altos han reducido o eliminado los pasivos no financiados. Como aspecto menos divertido, estos beneficios aumentarán porque las tasas de mortalidad también están subiendo<sup>4</sup>. Por tanto, algunos de los



“ Las empresas británicas con grandes planes de pensiones también pueden estar en mejores condiciones de lo que espera el mercado, ya que los tipos de interés más altos han reducido o eliminado los pasivos no financiados. ”

gigantes de la industria británica pueden empezar a salir de las sombras de sus grandes pasivos por pensiones, lo que podría sorprender a los inversores, dados los titulares negativos sobre los planes de pensiones del Reino Unido del año pasado.

Tras un 2022 difícil, muchos inversores están deseosos de recuperar las temáticas de inversión globales que tan bien les han funcionado en la última década. Sin embargo, si nuestras sorpresas se cumplen, es posible que 2023 sea una repetición del año anterior, en el que las acciones de la antigua economía y las acciones value beneficien potencialmente a los mercados británicos una vez más.

<sup>4</sup>Fuente: Statista, <https://www.statista.com/statistics/281478/death-rate-united-kingdom-uk/>



# Japón



**Carl Vine**

Co-Director de Renta Variable del Pacífico Asiático

## El Banco de Japón ha cumplido con nuestra “sorpresa prevista” para 2023 justo al terminar 2022

El Banco de Japón anunció finalmente en diciembre un cambio en su política de control de la curva de tipos. Aunque el cambio inicial fue modesto, la medida indica algo más significativo: la esperada normalización de la política monetaria japonesa. No hacemos pronósticos de política macroeconómica, pero creíamos que la política monetaria japonesa estaba en contradicción con el crecimiento, la inflación y los salarios imperantes en Japón, que ahora son más favorables de lo que hemos visto en este siglo. Algo tenía que ceder.

Los beneficios de 2022 fueron favorables en Japón. Pero como gran parte del crecimiento ha procedido de la debilidad del yen, no hay duda de que el reciente fortalecimiento de la moneda restará brillo a las revisiones de los beneficios a corto plazo. Pero la situación general está clara: Japón ha salido de su aventura con la deflación estructural. Es probable que esto sea favorable para el PIB nominal y la renta variable en el futuro. La normalización de la política es reflejo de unos fundamentales económicos más sanos y debería ser motivo de celebración.



A lo largo de 2022, pensábamos que la renta variable japonesa representaba una atractiva oportunidad de inversión a largo plazo. Nuestra opinión no ha cambiado. El crecimiento estructural de los beneficios, derivado principalmente de la autosuperación empresarial, es el elemento central de nuestra tesis.

Esperamos más pruebas de autosuperación en 2023 y otro año de sólido crecimiento subyacente de los beneficios. La agenda de cambio corporativo constituye un buen augurio para los selectores de valores, mientras que las perspectivas más constructivas para los precios y los salarios refuerzan nuestro optimismo a largo plazo. Con vistas a un futuro más lejano, el escenario parece preparado para otra década de crecimiento de los beneficios de un solo dígito, crecimiento de los dividendos de dos dígitos y unas recompras anuales de aproximadamente 2-3 puntos porcentuales. Por tanto, incluso antes de un aumento de las bajas valoraciones, es factible que Japón obtenga rentabilidades compuestas de en torno al 15% en la próxima década. Si a esto añadimos el alfa de la selección de valores que ofrece este mercado poco analizado, seguimos siendo optimistas sobre el conjunto de oportunidades a largo plazo.



# Asia Pacífico (excluyendo Japón)



**Dave Perrett**

Co-Director de Renta Variable del Pacífico Asiático

Comparado con el primer semestre de 2022, cuando gran parte de la región seguía confinada, este año todas las economías asiáticas abrirán por fin tras la COVID. Además, con cierto retraso, Asia recibirá un gran impulso del principal motor económico de la región, China, que se abrirá completamente tras la pandemia. El factor retraso es importante. La economía china dejó 2022 con una gran debilidad. El mercado inmobiliario está increíblemente deprimido, con caídas de un 50% sobre las nuevas construcciones y las ventas de terrenos, mientras que la actual ola de COVID también está pesando sobre el consumo y la actividad. La debilidad de la demanda exterior supondrá un nuevo revés importante. Por si fuera poco, este año, el Año Nuevo chino se adelanta a la tercera semana de enero, por lo que será muy difícil calibrar los niveles de actividad como muy pronto hasta mediados del primer trimestre. Esto apunta a una situación en la que los mercados se esforzarán por determinar en qué medida deben centrarse en la debilidad económica china a corto plazo frente a la normalización posterior a la crisis. El potencial de volatilidad del mercado es evidente, ya que podría verse arrastrado de un lado a otro.

Aunque no queremos entrar en el juego de predecir el futuro, nos gustaría señalar modestamente dos factores. El primero es que en gran parte de Asia, y especialmente en China, la inflación se encuentra a un nivel inferior al de EE. UU., Reino Unido y Europa, sobre todo en términos históricos. En consecuencia, la política económica china se ha relajado en todos los ámbitos, con unos tipos de interés más bajos, política fiscal y una flexibilización de numerosas restricciones inmobiliarias. El impacto de esta flexibilización de la política se ha visto obstaculizado por las políticas de «cero COVID», que han lastrado la confianza de los consumidores y la actividad en general. Con el último cambio de política, se espera que estas medidas de flexibilización empiecen a dar sus frutos.

En segundo lugar, la competitividad de las divisas ofrece a las autoridades políticas asiáticas una flexibilidad económica adicional e implica también la posibilidad de obtener beneficios adicionales gracias a las divisas más fuertes. Las monedas de la región, incluido el renminbi (RMB), en su mayor parte son flotantes y tienen un valor competitivo, al haberse depreciado frente al dólar estadounidense. Este caso se da cada vez más, dados los actuales diferenciales de inflación entre Asia y Occidente. A partir de ahora debería haber menos presiones fundamentales a la baja sobre las monedas de la región y, por tanto, los bancos centrales locales tendrán flexibilidad para fijar su propia política monetaria. De cara al futuro, en algún momento la infravaloración debería corregirse por sí sola, dando lugar a ganancias de divisas en el futuro.

La competitividad de las divisas ofrece a las autoridades políticas asiáticas una flexibilidad económica adicional e implica también la posibilidad de obtener **beneficios adicionales** gracias a las divisas más fuertes.



Cabe señalar que, a pesar de su reciente repunte, la renta variable china presenta en su mayor parte valoraciones atractivas tanto en términos absolutos como, sobre todo, relativos. En consecuencia, los inversores siguen apostando por un resultado positivo en el tira y afloja entre la debilidad a corto plazo y un resultado de recuperación tras la pandemia a medio plazo.





# Mercados emergentes



**Michael Bourke**

Director de Renta Variable de Mercados Emergentes

## Todas las miradas puestas en China y la Reserva Federal estadounidense

En 2022, la renta variable de los mercados emergentes registró su peor año desde la crisis financiera global. El índice MSCI Emerging Markets perdió un 22% en dólares estadounidenses y fue el sexto año de rentabilidad absoluta negativa en la última década.

En 2023, aunque es probable que el crecimiento se ralentice, las rentabilidades de la renta variable pueden mejorar a medida que los inversores asimilen el impacto de la reapertura de China y la disminución del impacto de la subida de tipos en EE. UU. mientras que nos acercamos al pico del ciclo de la Fed. La inflación no es motivo de preocupación para los mercados emergentes, ya que los bancos centrales la abordaron antes y con mayor determinación que en los mercados desarrollados. La desaceleración del crecimiento, la desinflación y el pico del ciclo de subidas de tipos de la Fed podrían tentar a los bancos centrales de los mercados emergentes a rebajar los tipos, aunque el mercado seguirá desconfiando de las medidas prematuras. India, Indonesia, Brasil y Sudáfrica carecen de margen en su política monetaria, mientras que Corea y Taiwán se verán fuertemente impulsadas por los factores opuestos de la recuperación de China y la desaceleración económica mundial.

Desde nuestro punto de vista, China parece preparada para comportarse especialmente bien, dada la combinación de bajas valoraciones y recuperación de la economía. La esperada apuesta por la reapertura de China puede afrontar varios obstáculos a corto plazo, dadas las elevadas tasas de contagio de la COVID-19, pero creemos que el mercado empezará a ver más allá a medida que nos acerquemos a las primeras celebraciones del Año Nuevo chino. Paralelamente, la reapertura de China debería impulsar la demanda de materias primas, lo que creemos que puede tener efectos positivos en otros mercados emergentes. Dado que muchos inversores aún están tratando de valorar si la «prosperidad común» de Pekín se extiende a los accionistas, o si la reapertura y la mayor preocupación por los resultados económicos tras la caída de la Fed son favorables para las compañías, vemos un punto de entrada atractivo.

Corea también parece muy atractiva y se beneficiará de la reapertura y estabilización de China, así como de un giro en el ciclo tecnológico mundial, especialmente en el sector de los semiconductores. Además, hay varios valores atractivos en Brasil, ya que el país sigue beneficiándose de la inflación mundial de los precios de las materias primas y de los problemas de la cadena de suministro. De momento, como es lógico, los inversores siguen nerviosos por la vuelta del presidente Lula y las políticas económicas y fiscales que adoptará su Gobierno. La fragmentación del Congreso, que podría suavizar algunas de las políticas menos favorables al mercado del Gobierno de Lula, y evitar valores propensos a la intervención política, nos dan confianza en las perspectivas de obtener más alfa en varios valores de renta variable brasileños.

## “ Corea se beneficiará de la reapertura y estabilización de China, así como de un giro en el ciclo tecnológico mundial ”

En cambio, en los círculos de inversores de mercados emergentes se debate mucho si la India ha ido demasiado lejos, con unas valoraciones a largo plazo con desviaciones típicas superiores a las históricas. Las empresas se han beneficiado de la generosidad monetaria y fiscal adoptada durante la pandemia, que también ha impulsado las valoraciones del mercado. Mientras se reduce el estímulo económico, es probable que los inversores encuentren otros mercados emergentes que ofrezcan un perfil de riesgo/rentabilidad más atractivo, especialmente con la reapertura de China. Las valoraciones en la India están en máximos absolutos y son las más altas en relación al resto de mercados emergentes. Seguimos infraponderados en la India.

El año 2022 fue excelente para la región de Oriente Medio y Norte de África (MENA), debido a los altos precios de la energía y a su capacidad de resiliencia frente a los problemas mundiales. Las ponderaciones de los índices regionales marcaron máximos históricos. Esta resiliencia puede continuar, estimulando la diversificación del crecimiento, por ejemplo, en Arabia Saudí, donde ha habido varias ofertas públicas de ventas (OPV) que han ampliado el conjunto de oportunidades de renta variable. Arabia Saudí es ahora el sexto país con mayor ponderación en el índice MSCI EM, con un 4%, cerca del 5% de Brasil a 31 de diciembre de 2022.

La rentabilidad de los mercados emergentes en 2022 presenta grandes diferencias por sectores y países. Es posible que veamos una mayor dispersión de valores en 2023, a medida que los inversores miren más allá de las consideraciones macroeconómicas y se centren en oportunidades de valores concretos. A medida que los tipos estadounidenses marquen máximos, las divisas de los mercados emergentes deberían beneficiarse, especialmente si sus bancos centrales tardan en rebajar los tipos. El entorno como tal es casi perfecto para que los gestores activos prosperen.

En general, los mercados emergentes son mucho más baratos que los desarrollados en la mayoría de los indicadores de valoración simples, y ahora que los beneficios empiezan a estabilizarse (mientras que en EE. UU. aún no han caído de forma significativa) podríamos ver una rentabilidad superior a la esperada en esta clase de activos.

A pesar del “culebrón” informativo a corto plazo, los factores a largo plazo de los mercados emergentes siguen intactos. La deslocalización beneficiará a México y a la región ASEAN. India e Indonesia siguen mejorando su crecimiento estructural, aunque las acciones cotizan a múltiplos más elevados. Países como Corea y Taiwán siguen teniendo ventajas competitivas muy fuertes, y la solidez de Oriente Medio y el Norte de África da una nueva profundidad a la clase de activos.

Como siempre, los mercados continuarán descontando con bastante antelación las cambiantes circunstancias macroeconómicas de China y otros países. En un contexto incierto, mantenemos nuestra filosofía *bottom up* y seguimos dispuestos a aprovechar las oportunidades de valores idiosincrásicos.

# Impacto



**John William Olsen**  
Director de Renta Variable de Impacto

La mayoría de las estrategias de inversión sostenibles se pusieron a prueba en 2022. La combinación de inflación, subida de tipos y la terrible guerra de Ucrania llevó a los inversores hacia las acciones de estilo *value*, materias primas, defensa y bancos, alejándose del tipo de valores que suelen dominar las estrategias sostenibles y de impacto.



El esperado debate sobre “si la inversión ESG ha muerto o solo está perdiendo valor” que siguió a la rotación ha sido un gran desacierto, pero también útil en cierto modo. Ha ayudado a educar a los inversores, a combatir el *greenwashing* y a ajustar las definiciones. Este retroceso temporal, junto el entorno macroeconómico, debería ayudar a configurar los mercados bursátiles de 2023 basándose en algunas observaciones diferentes:

- 1** El cambio de percepción ha eliminado la «prima ESG» de la que habían disfrutado algunos valores sostenibles. Fue más pronunciado en el caso de los *stocks* medioambientales hacia finales de 2021, pero una fuerte revalorización en 2022 de los sectores menos respetuosos con el medioambiente ha reequilibrado aún más el mercado.
- 2** Las compañías que ofrecen resultados sostenibles en el mundo real se están beneficiando de los estímulos macroeconómicos a largo plazo, porque el mundo necesita más soluciones, no menos, en un entorno de tipos más altos, desigualdad creciente, pandemias, redes eléctricas en dificultades y preocupaciones por la seguridad energética. Muchas de estas empresas se encuentran, fundamentalmente, en una situación aún más ventajosa que hace un año.
- 3** El paso de la calidad al *value* podría no ser un cambio duradero en el liderazgo del mercado. Nos sorprendería que así fuera, y creemos que las compañías de mayor calidad tienen las características necesarias para resistir el paso del tiempo. Consideramos que las empresas tienen mayor calidad si tienen una ventaja que les permite generar valor, muy por encima de su coste de capital, y resistir mejor las perturbaciones externas como las recesiones, la escasez de capital y el aumento de los costes de los insumos. Fundamentalmente, no es una mala posición, especialmente ahora, cuando el coste del capital ya no se mantiene insosteniblemente bajo gracias a los bancos centrales, y cuando el crecimiento del PIB podría verse frenado por la ralentización de las tendencias de la globalización, el aumento de los costes de financiación y un acceso más restringido al capital de crecimiento.
- 4** Las valoraciones de las compañías con buenos rendimientos de los flujos de caja, oportunidades de crecimiento aceptables y capacidad para generar una sólida rentabilidad del capital invertido (ROIC) deberían verse menos afectadas que las acciones extremas *value* o de crecimiento (*growth*) en el entorno actual. Esperamos que las compañías con muchos activos y bajo ROIC sufran más las consecuencias de un ciclo bajista y un mayor coste de capital. A su vez, las empresas de alto crecimiento, cuyo valor se basa en la esperanza de flujos de caja en un futuro lejano, ya han sufrido y con razón. Lo más probable es que el acceso menos generoso al capital se mantenga en 2023, reduciendo las perspectivas fundamentales de algunas de estas compañías de crecimiento deseosas de capital.

La sorpresa potencial en 2023 podría ser que los inversores se unan en torno a estas observaciones más pronto que tarde. Seguimos invirtiendo en compañías de calidad con ventajas competitivas. No se trata necesariamente de empresas increíblemente «fascinantes» o controvertidas, sino de compañías sólidas y bien posicionadas, un segmento del mercado bien preparado para sorprender de forma positiva en 2023. Incluso para carteras con una rotación limitada como la nuestra, la reciente volatilidad del mercado ha ofrecido oportunidades para iniciar nuevas posiciones en una serie de atractivas empresas de impacto. La revalorización no se basa necesariamente en su suerte prevista para 2023, sino en su probabilidad de sobrevivir y prosperar durante la próxima década, y ofrecer un potencial alcista mucho mayor a largo plazo tras el gran reseteo de 2022.

“ Seguimos invirtiendo en compañías de calidad con ventajas competitivas ”



# Convertibles

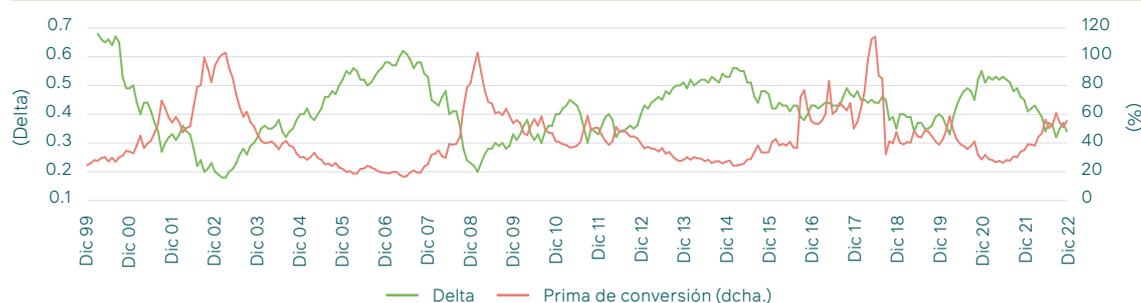


**Léonard Vinville**  
Director de Convertibles

## El mercado tiene ahora una gran proporción de convertibles con high yield y baja delta

El mercado de bonos convertibles comienza 2023 con TIR más altos y menor sensibilidad a la renta variable que en los últimos años. Más del 20% de los bonos convertibles globales cotizan ahora a un precio por debajo del 80% de su valor nominal y con una TIR superior al 10%. Como consecuencia de la subida de los tipos de interés durante 2022, el mercado ha cambiado mucho de forma y características. Los títulos de alto valor y crecimiento (una gran proporción de los últimos emisores de convertibles) se han vendido masivamente, dando lugar a una cantidad importante de convertibles «agotados»: aquellos cuyo precio está sustancialmente por debajo del nominal, muy «fuera del dinero» con rendimientos altos, elevadas primas de conversión y deltas bajos que los hacen menos sensibles a los movimientos de las acciones y más similares a los bonos simples.

Gráfico 3: Convertibles: Gran caída de las deltas y aumento de las primas de conversión



Fuente: Bank of America Global Research, diciembre de 2022. Delta = sensibilidad del precio del bono convertible a una variación de 1 dólar en el precio del activo subyacente. La escala oscila entre 0 y 1.

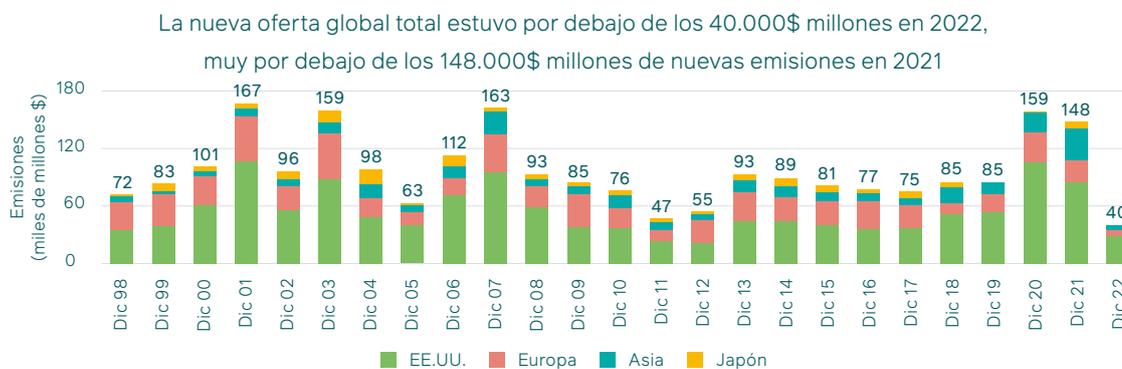
## Previsión de recuperación de las nuevas emisiones

En 2023 se espera una recuperación de las nuevas emisiones, del orden del 20% del tamaño actual del mercado. El año pasado, las nuevas emisiones cayeron un 75%, hasta los 40.000 millones de dólares, cifra muy inferior a los 159.000 y 148.000 millones de dólares de 2020 y 2021, respectivamente. La mayoría de los analistas esperan que las nuevas emisiones alcancen los 70.000-80.000 millones de dólares en 2023, cifras similares a los niveles anteriores a la crisis de la COVID. Semejante afluencia de nuevas operaciones, comparada con un tamaño de mercado de 356.000 millones de dólares a finales del año pasado, provocaría un importante cambio en las características del mercado. Las nuevas emisiones llegan en forma de operaciones equilibradas. Reducirán la prima de conversión global del mercado y aumentarán su delta. Dadas las condiciones que predominan en el mercado, esperamos que un gran número de las nuevas emisiones sean refinanciaciones y canjes/renovaciones de bonos existentes, y calculamos que serán bien recibidas por los inversores, ya que ofrecerán la oportunidad de reinvertir el producto en condiciones más deseables y atractivas que las disponibles en 2020 y 2021.

## ¿El factor sorpresa en 2023? Una mayor diversidad de emisores

Al mismo tiempo, creemos que las compañías tratarán de reducir el coste de su deuda en un entorno de tipos de interés más altos. Los convertibles suelen conllevar un cupón más bajo que la deuda directa a cambio de tener la opción de convertirse en acciones. Esto puede atraer a un conjunto más diverso de emisores al mercado de convertibles (incluidos los *crossover/high yield* y los emisores con grado de inversión que optimizan sus balances).

Gráfico 4: Nuevas emisiones de bonos corporativos globales por año



Fuente: Bank of America Global Research, a diciembre de 2022.

## M&A

Esperamos que las fusiones y adquisiciones sigan siendo significativas durante este año. En 2022, la actividad corporativa ascendió al 12% de todos los reembolsos de convertibles, su nivel más alto en seis años. Creemos que las valoraciones más bajas y el pequeño tamaño de muchos emisores de convertibles atraerán el interés de compañías más grandes y con abundante liquidez, sobre todo en los sectores tecnológico, sanitario y de consumo discrecional. Estas fusiones y adquisiciones pueden ofrecer excelentes beneficios a los inversores en convertibles, como mecanismo de protección contra adquisiciones, impulso al valor nominal y aceleración de las TIR recibidas.

## Impagos

Cabe esperar que la tasa de impagos aumente algo, en sintonía con los movimientos observados en el mercado high yield, pero no esperamos un aluvión de problemas financieros. De producirse, es poco probable que el aumento de los impagos se dé durante 2023, ya que una parte muy importante del mercado se emitió durante 2020 y 2021 por empresas con poca o ninguna otra deuda, cuyos vencimientos se alcanzarán después de 2025.

Reimpreso con autorización. Copyright © 2023 Bank of America Corporation ("BAC"). El uso de lo anterior no implica que BAC o cualquiera de sus afiliados respalde las opiniones o la interpretación o el uso de dicha información o actúe como respaldo del uso de dicha información. La información se proporciona "tal cual" y ni BAC ni ninguna de sus afiliadas garantiza la precisión o la integridad de la información.

