

Comunicación de marketing.
Exclusivamente para inversores profesionales.



Perspectivas trimestrales de
renta variable y multi-activos

Bajistas, alcistas y elecciones

T2 2024

Contenido

| | |
|---------------------------------------|----|
| Bajistas, alcistas y elecciones | 3 |
| Prólogo de la CIO | 4 |
| Tecnología temática | 8 |
| Global | 10 |
| Sostenibilidad | 13 |
| Análisis global | 16 |
| Reino Unido | 19 |
| Japón | 21 |
| Pacífico asiático excepto Japón | 23 |
| Mercados emergentes | 25 |
| Convertibles | 27 |
| Multi-activos | 30 |

El valor de las inversiones fluctuará, lo cual provocará que el valor de las participaciones se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

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

Bajistas, alcistas y elecciones

En 2024, más ciudadanos se darán cita en las urnas que en ningún otro año de la historia. Mientras los expertos de los medios y del sector financiero han debatido hasta la saciedad el “elevado” riesgo geopolítico resultante, no creemos que este sea el caso en todas partes, y ni mucho menos de manera uniforme.

Para afectar a los mercados financieros, los acontecimientos geopolíticos deben tener implicaciones significativas sobre la economía o las economías que impulsan a esos mercados; de lo contrario, la volatilidad resultante se convierte en una oportunidad para los inversores activos de comprar a mejor precio.

Los cambios de política tras las elecciones pueden tener un impacto mucho más duradero, aunque la evolución del mercado podría no estar tan clara y depender de circunstancias más allá de la política doméstica. En la India, el índice S&P BSE Sensex ha hecho gala de fortaleza en los diez años de pragmatismo corporativo del gobierno Modi, pero no tanta como en los diez años previos, cuando las políticas del país eran menos favorables para la bolsa.

Como siempre, la clave está en los detalles: algunos comicios podrían afectar a áreas concretas del mercado y ser menos significativos para otras. En EE. UU., es probable que las oportunidades más excitantes surjan en áreas sobre las que ninguno de los dos candidatos a la presidencia parecen hablar.

Prólogo de la CIO

En 2024, más ciudadanos se darán cita en las urnas que en ningún otro año de la historia, en comicios nacionales o transnacionales (como en el caso de las elecciones al Parlamento de la UE): un total de 91 países, y cerca de la mitad de la población mundial.

Expertos de los medios y del sector financiero han debatido hasta la saciedad el “elevado” riesgo geopolítico resultante, pero si bien estos riesgos han aumentado, no creemos que este sea el caso en todas partes, y ni mucho menos de manera uniforme. No olvidemos que no todos los acontecimientos geopolíticos afectan a los mercados financieros: para hacerlo, deben tener implicaciones significativas sobre la economía o las economías que impulsan a esos mercados. De lo contrario, la volatilidad resultante se convierte en una oportunidad para los inversores activos de comprar a mejor precio. Tomemos como ejemplo la respuesta inicial negativa de los mercados de renta variable al referéndum sobre el *brexit* o a la victoria de Trump en 2016, que dieron pie a oportunidades de inversión tácticas a corto plazo. En EE. UU., los datos históricos muestran que las elecciones rara vez han alterado el rumbo a medio plazo de los activos financieros domésticos.

Los cambios de política tras las elecciones pueden tener un impacto mucho más duradero, aunque la evolución del mercado podría no estar tan clara y depender de circunstancias más allá de la política doméstica. Por ejemplo, la elección de Narendra Modi como primer ministro de la India en mayo de 2014 desencadenó presumiblemente una serie de políticas sin precedentes que mejoraron las perspectivas económicas a largo plazo del país asiático. La bolsa india ha mostrado solidez desde entonces, pero no tanta como en la década anterior al actual presidente, cuando dominaban políticas consideradas menos favorables para las empresas y la economía. El índice Sensex subió un 14% anualizado en los diez años previos a la elección de Modi, frente a un 8% en los casi diez siguientes a su primera victoria electoral, superando al índice MSCI All Country World en 8 y 2 puntos porcentuales, respectivamente¹.

Como siempre, la clave está en los detalles: algunos comicios podrían afectar a áreas concretas del mercado y ser menos significativos para otras. Un área largamente debatida que se considera como una clara perdedora si Trump gana las elecciones en EE. UU. es la de la sostenibilidad y la inversión en un futuro de bajas emisiones, y las valoraciones actuales de muchas empresas en esta área reflejan esta incertidumbre.

El presidente Biden se ha comprometido con la intervención gubernamental y el Acuerdo de París con la Ley de Reducción de la Inflación (LRI), que proporciona 400.000 millones de dólares de financiación a proyectos climáticos y de energía limpia, mientras que Donald Trump ha declarado su intención de derogar la LRI de salir victorioso. Sin embargo, cabe destacar que la LRI se ha plasmado en el código tributario estadounidense por un plazo de 10 años, y abolirla requeriría la aprobación de ambas cámaras del Congreso y del presidente. Además, dentro de la propia LRI existe un área respaldada por ambos partidos, que es la mejora de la infraestructura de red del país.

Otra área debatida a menudo en relación con las elecciones en EE. UU. es la sanidad. Tras el *annus horribilis* de 2023, el sector ha mostrado una evolución algo mejor en lo que llevamos de 2024, lo cual no es habitual en un año electoral. En parte, esto se debe a que el Partido Demócrata ya ha movido ficha. La LRI incluye una provisión que con el tiempo limitará el encarecimiento de los medicamentos, reducirá lo que debe pagar el paciente de su propio bolsillo y recortará los precios de los fármacos cubiertos por *Medicare* en un plazo de 9 a 13 años.

Sin embargo, esto no significa que no pueda ocurrir algo completamente inesperado en materia de reforma sanitaria. Biden ha sugerido que *Medicare* podría llevar a la negociación de precios de 50 fármacos por año (en lugar de los 20 que dispone la legislación actual) y aplicar nuevos límites sobre lo que debe desembolsar el paciente.

¹ Fuente: Bloomberg, abril de 2024. Rentabilidades expresadas en dólares estadounidenses, periodo previo a Modi (16 de mayo de 2004 – 15 de mayo de 2014), periodo Modi (15 de mayo de 2014 – 9 de abril de 2024).

Por su parte, Trump ha mencionado la renovación de un decreto sobre los precios de fármacos en base al principio de nación más favorecida, según el cual EE. UU. pagaría el mismo precio que los principales socios comerciales. Esto supondría una mala noticia para el sector, ya que los precios en la UE son actualmente un 50% de los que aplican los fabricantes que venden a EE. UU.

Aunque las medidas mencionadas todavía son inciertas, conllevan riesgos que deberemos considerar a la hora de tomar decisiones de cartera, y medir frente a las valoraciones y perspectivas de crecimiento del beneficio de las compañías sanitarias.

Tal como menciona uno de nuestros gestores, es probable que las oportunidades más excitantes en EE. UU. surjan en áreas sobre las que ningún candidato a la presidencia parece hablar, como por ejemplo el sector de los seguros médicos.

Unas elecciones que parecen conllevar un resultado potencial muy distinto para los mercados son las generales del Reino Unido. Los participantes del mercado y la comunidad empresarial parecen ver con buenos ojos una victoria del Partido Laborista, hoy en día el escenario más esperado. Este partido, actualmente en la oposición, se ha presentado como más favorable para las compañías que en el pasado, ofreciendo a los inversores la esperanza de un periodo de estabilidad en la política británica que se echa de menos desde 2016.

Tal como expresa otro de nuestros gestores, podríamos analizar las elecciones en retrospectiva dentro de 18 meses y considerarlas como un catalizador de cambio en el sentimiento de los inversores, precisamente porque suponen un cambio limitado. En el Reino Unido es probable que veamos consenso bipartidista sobre políticas en los ámbitos de gasto continuado en la red eléctrica, infraestructura crítica y defensa nacional.

Por supuesto, con un 75% de los ingresos de la bolsa británica procedentes del extranjero, el resultado de las elecciones estadounidenses y sus implicaciones a nivel de políticas son igualmente importantes para las empresas del Reino Unido.

“ Podríamos analizar las elecciones del Reino Unido en retrospectiva dentro de 18 meses y considerarlas como un catalizador de cambio en el sentimiento de los inversores, precisamente porque suponen un cambio limitado ”

Asia también será escenario de múltiples comicios. Entre el 19 de abril y el 1 de junio se celebrarán elecciones generales en la India. La expectativa de consenso es que el partido oficialista Bharatiya Janata Party (BJP) se hará con la victoria, y que el primer ministro Modi será reelegido para un tercer mandato. Las bolsas ya descuentan en su mayor parte este escenario, y un resultado diferente podría desencadenar caídas muy pronunciadas. Aunque todo apunta a estabilidad política, es probable que se implemente un cambio de rumbo a nivel de medidas. La India ha visto doblarse su déficit durante los años de COVID, y ahora se dispone a retirar este estímulo. El ministro de finanzas, Nirmala Sitharaman, ya ha anunciado una consolidación fiscal, lo cual podría afectar a la trayectoria de crecimiento y al recorrido alcista de ciertas empresas indias que se han beneficiado de la generosidad tributaria.

Las elecciones que se celebrarán en Japón en abril no han acaparado tantos titulares. La administración del primer ministro Kishida cuenta con un índice de aprobación muy bajo, de entre el 20% y el 25%. Si su partido pierde las elecciones a la Cámara de Representantes a finales de mes, anticipamos llamamientos a su dimisión. Aunque existe incertidumbre, no creemos que ello haga descarrilar la inercia positiva de la renta variable japonesa, respaldada por la reforma corporativa, la mejora de los balances, el crecimiento de la productividad y el potencial de beneficio.

Para Asia, y China en particular, es probable que la volatilidad de mercado proceda de las elecciones en EE. UU. Algunas de las promesas de Donald Trump en torno a mayores aranceles sobre importaciones de China significan que las empresas del país asiático serán vulnerables a titulares vinculados a una victoria de Trump. Cabe afirmar que parte de ello ya está descontado en las valoraciones deprimidas de la bolsa china, y el grado en que sus empresas dependen de EE. UU. ha venido disminuyendo: este país representó un 17,6% de las exportaciones chinas en 2023, frente al 19,3% hace cinco años². Como siempre, deberemos seguir muy de cerca el flujo de noticias y distinguir claramente entre las compañías que podrían verse afectadas y las que no.

Todo lo anterior se refiere al impacto de corto a medio plazo de las elecciones, pero se avecina un efecto a largo plazo: tanto Biden como Trump parecen inclinados a mantener a EE. UU. en un rumbo de generosidad fiscal y emisión de deuda elevada. Si bien a corto es poco probable que esto amenace al estatus del dólar como divisa de reserva internacional, y al del mercado estadounidense como último “refugio” (lo cual le permite disfrutar de menores costes de servicio de deuda), los mercados están cuestionando de manera creciente la sostenibilidad de la trayectoria fiscal del país. Hasta ahora, los datos históricos no muestran una relación clara entre los niveles de endeudamiento público y las rentabilidades al vencimiento (TIR) de los *treasuries*, pero tal como nos enseña la historia, nada debe darse por sentado.

En las páginas siguientes, nuestros equipos de Renta variable y Multi-activos discuten las implicaciones de las elecciones de 2024 en los mercados y en sus áreas de especialización.

Esperamos que estos artículos te proporcionen una lectura grata e interesante.



Fabiana Fedeli

CIO de renta variable,
multi-activos y sostenibilidad

² Fuente: CEIC Data, exportaciones totales de China a EE. UU., 1981 – 2024 | CEIC Data. Banco Mundial, World Integrated Trade Solution (WITS), abril de 2024. Exportaciones de China por países y regiones en 2018 | WITS Data ([worldbank.org](https://wits.worldbank.org)).



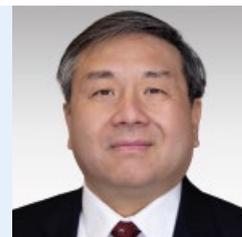




Tecnología temática

Jeffrey Lin

Director de tecnología temática, renta variable



Respaldo el crecimiento de la industria de semiconductores

Los semiconductores han sido una importante fuente de rentabilidad en el primer trimestre de 2024, con una subida de casi el 19%³ en el año hasta la fecha. La rentabilidad del conjunto del sector se ha visto impulsada por el crecimiento secular de la inteligencia artificial (IA) y por la recuperación cíclica en otros mercados finales de semiconductores.

Esto ha dado alas a acciones como Nvidia, debido a la fuerte demanda de procesadores, y a las de compañías de manufactura avanzada como Applied Materials, Tokyo Electron y LAM Research, que fabrican equipamiento para producir chips.

Un desarrollo destacado este trimestre fue la aprobación de la Ley de Inteligencia Artificial de la UE. Este reglamento se propone proteger los derechos fundamentales, la democracia, el Estado de derecho y la sostenibilidad medioambiental frente a sistemas de IA de alto riesgo, estableciendo obligaciones para el uso de la IA en base a sus riesgos potenciales y nivel de impacto. Pensamos que la normativa confirma el impacto potencial que tendrá la IA sobre la economía global, y que la legislación proactiva es un desarrollo positivo para la adopción generalizada de esta tecnología.

Aunque las próximas elecciones federales en EE. UU. son un desarrollo de gran importancia para muchas personas, no creemos que su desenlace vaya a tener un impacto significativo sobre la política actual relacionada con el sector de semiconductores, por varios motivos.

Para empezar, Washington restringió el acceso de China a tecnología de semiconductores bajo las administraciones Trump y Biden, con lo que anticipamos limitaciones a la exportación al país asiático con independencia de cuál de los dos candidatos se haga con la victoria.

En segundo lugar, la Ley de Ciencia y CHIPS (aprobada por el congreso y ratificada por el presidente Biden en agosto de 2022, ofreciendo subsidios a la fabricación de semiconductores en EE. UU.) recibió el respaldo de republicanos y demócratas. Así, nuestra expectativa es que tanto una administración Trump como una liderada por Biden respaldará la fabricación de chips en EE. UU. por motivos de seguridad nacional y para mitigar riesgos de cadena de suministro.

Por este motivo, creemos que nuestra cartera está posicionada de manera neutra en lo que respecta al panorama político en EE. UU. y al resultado de las próximas elecciones federales. Por otra parte, algunas de nuestras posiciones industriales podrían verse impulsadas, mientras que las relacionadas con la atención sanitaria administrada se enfrentan a obstáculos. Las primeras (que representan en torno a un 10% de la cartera) están bien situadas para beneficiarse del mayor gasto de capital en infraestructura y de cualquier medida dirigida a actualizar la red eléctrica, por ejemplo. En el caso de las posiciones sanitarias, la sanidad universal podría cambiar el terreno de juego para las empresas de atención administrada, en especial la introducción de

“...anticipamos un respaldo [continuado] a la fabricación de semiconductores en EE. UU.”

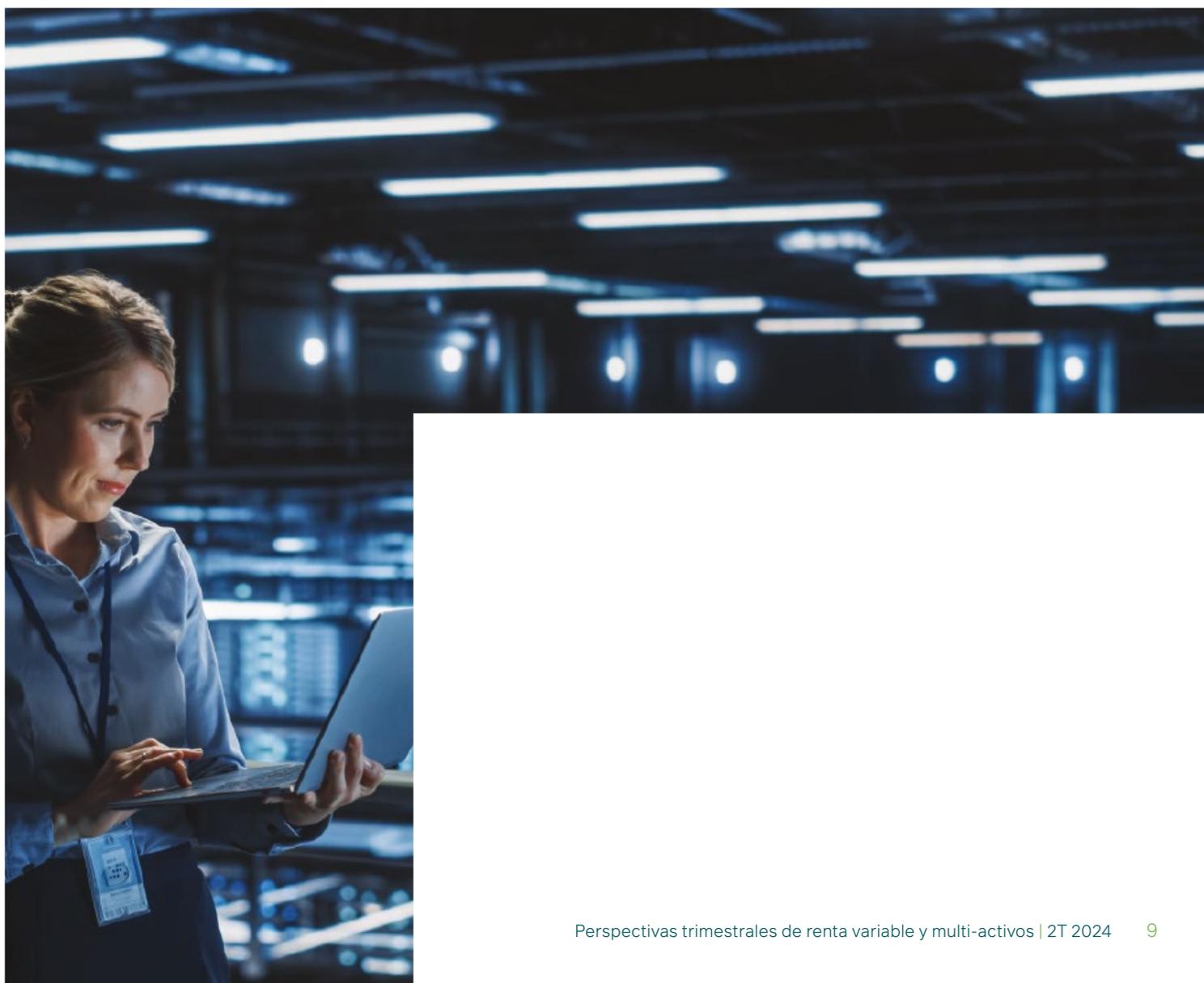
³ Fuente: Bloomberg, MSCI ACWI IMI Semiconductors & Semiconductor Equipment, revalorización, en el año hasta el 29 de marzo de 2024.

un sistema de pagador único. Históricamente, algunos demócratas (como el senador Bernie Sanders) han abogado por una cobertura sanitaria universal, en forma de “Medicare para todos”, pero este concepto no ha figurado en los planes de Biden (o de Trump) para 2024; en lugar de ello, Biden se propone ampliar las provisiones sanitarias en el marco de la Ley de Reducción de la Inflación si logra ser reelegido.

En general, la legislación plantea un riesgo de cola para el sector tecnológico en su conjunto, pero creemos que esta puede coexistir con el crecimiento secular de la tecnología y la IA. En nuestra opinión, las tecnológicas líderes pueden implementar ajustes no excesivamente onerosos para satisfacer a los reguladores. Por ejemplo, anticipamos que Microsoft separará Teams de su paquete Office, para crear dos productos separados y disipar de esta manera temores de monopolio.

El desarrollo de infraestructura para la IA también podría ser objeto de presiones. Nvidia ha afirmado que los centros de datos para IA son diferentes a los de datos históricos, y considera a la próxima generación de instalaciones como “fábricas de IA”. La construcción de estos nuevos centros de datos requerirá electricidad y refrigeración susceptibles de crear cuellos de botella en su desarrollo, y de tener un impacto medioambiental negativo.

También se ha debatido en torno a la capacidad manufacturera de semiconductores ante el crecimiento continuado de la demanda. Los chips para IA se fabrican en fundiciones de vanguardia y creemos que el sector deberá seguir elevando su capacidad a largo plazo, pero este riesgo se ve mitigado por planes de diversificación geográfica del suministro.





Global

John Weavers

Gestor, North American Dividend



Renta variable EE. UU.: la empresa prima sobre la política

El mundo de la inversión puede ser extraño. El primer día de enero no entraña nada inherentemente especial, pero a veces puede ser escenario de marcados cambios de rumbo y de liderazgo en los mercados, como si tiráramos a la basura a los ganadores del año previo junto a los envoltorios de los regalos navideños. En 2022, tras un 2021 incandescente, el índice S&P 500 Index (S&P) tocó techo en la primera jornada bursátil del año, antes de sumirse en un penoso retroceso liderado por el sector tecnológico cuando la Reserva Federal estadounidense inició un ciclo de subidas de tipos dirigido a combatir la inflación. En 2023, tras apenas 3 jornadas bursátiles, las 7 Magníficas tocaron fondo para comenzar un repunte de 12 meses que impulsaría al S&P hasta cotas históricas.

Así, a los inversores podría perdonárseles la cautela con la que han afrontado las fases iniciales de 2024, al anticipar cierta corrección tras 12 meses de auge impulsado por la IA generativa. Sin embargo, este no ha sido el caso. De la rentabilidad de casi el 10% generada por el mercado en lo que va de año, más de un 60% ha procedido de las seis acciones de mejor comportamiento, todas ellas con un ángulo de IA en su tesis de inversión⁴. Además, muchas empresas están viendo crecer sus cifras de beneficio gracias a la IA. Un gran porcentaje de los miles de millones de dólares de capital volcado en el segmento han ido a parar al estandarte de la IA generativa, Nvidia⁵.

Aunque la rentabilidad que generará este gasto y su ritmo de desarrollo todavía son objeto de debate, está claro que la IA generativa ha llegado a para quedarse, de manera más significativa que ciclos tecnológicos previos que han venido acompañados de mucho bombo y platillo, como por ejemplo el Metaverso.

Si hace 12 meses alguien me hubiera dicho que en 2024 se estrenaría la película *Gladiator 2*, habría asumido que el premio a la “Secuela menos deseada” del año estaba cantado. Pero ahora, transcurrido el “supermartes”, parece que ese galardón se lo concederán al enfrentamiento electoral entre Donald Trump y Joe Biden en noviembre.

Pese a las respectivas victorias de ambos candidatos en las primarias, los votantes estadounidenses parecen muy poco entusiasmados con sus opciones este año. En un reciente sondeo de Reuters⁶, un 70% de los encuestados (y en torno a la mitad de los demócratas) se mostraron de acuerdo con la afirmación de que Biden no debería buscar la reelección. Un 56% afirmó que Trump no debería ser candidato, incluido en torno a un tercio de los republicanos.

“...algunas de las oportunidades más excitantes... se encuentran en áreas sobre las que ningún candidato parece hablar”

⁴ Fuente: Bloomberg, 29 de marzo de 2024.

⁵ Fuente: Pitchbook (online), 14 de junio de 2023, The most active investors in generative AI – PitchBook; Macrotrends (online), 4 de abril de 2024. Capitalización de mercado de NVIDIA 2010-2024 | NVDA | MacroTrends.

⁶ Fuente: Reuters, 25 de enero de 2024, Trump vs Biden: The rematch many Americans don't want.



Pese al hecho de que ambos persiguen un segundo mandato, la carrera electoral está girando en torno a meras impresiones, con una notable escasez de detalles sobre política, sobre todo en el ámbito económico. Esto contrasta con 2016, cuando Donald Trump proponía el mayor recorte de impuestos en una generación, o con 2020, con Joe Biden haciendo campaña con un histórico paquete de medidas de estímulo.

A día de hoy todavía estamos esperando a que ambos partidos lancen sus programas electorales oficiales. En este contexto, las oportunidades más excitantes tal vez comiencen a surgir en áreas sobre las que ningún candidato parece hablar. Históricamente, el sector de los seguros sanitarios ha mostrado debilidad durante ciclos electorales, ya que los cambios de poder han planteado riesgos de cambio sistémico. Esta vez no está siendo diferente, pero con dos candidatos que parecen ante todo inclinados a mantener las cosas como están, podríamos hallarnos ante una oportunidad decente para invertir en niveles de cotización que en el pasado se han recuperado con fuerza una vez pasada la tormenta electoral.

Gráfico 1. Sector de atención sanitaria dirigida del S&P 500

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



Fuente: Bloomberg, 2 de Abril de 2024.

En general, la buena noticia para los inversores es que los resultados electorales rara vez han afectado a la capacidad de la bolsa estadounidense de proporcionar rentabilidades atractivas en su conjunto.

| Situación | Número de años | Rentabilidad anual media del índice S&P 500 |
|--|----------------|---|
| Gobierno unificado republicano | 13 | 14,52% |
| Gobierno unificado demócrata | 36 | 14,01% |
| Gobierno dividido con presidente republicano | 34 | 7,33% |
| Gobierno dividido con presidente demócrata | 15 | 16,63% |

Fuente: Bob French, Retirement Researcher, 2023. Datos desde 1926 hasta 2023. "Gobierno unificado" se refiere a que la Presidencia, la Cámara de Representantes y el Senado se hallan bajo el control de un solo partido. "Gobierno dividido" significa que como mínimo una de las dos cámaras del Congreso o la Presidencia es controlada por el otro partido. No es posible invertir directamente en un índice. Exclusivamente a efectos educativos.

Aunque el próximo ciclo electoral dará sin duda pie a oportunidades, nuestra filosofía consistirá en concentrarnos en negocios rentables de gran calidad, con oportunidades a largo plazo para elevar sus beneficios con independencia del clima político, en lugar de pasarnos de listos intentando pronosticar la volatilidad generada por la votación. Tal como dijo Benjamin Franklin, “La amargura de la mala calidad se siente mucho más tiempo que la dulzura del bajo precio”.

Desde el fin de la Segunda Guerra Mundial, EE. UU. ha sido un mercado excelente para los inversores con horizontes a largo plazo. Su función de creación de riqueza está respaldada por una cultura empresarial que persiste y florece con independencia de quién resida en la Casa Blanca. Estoy convencido de que esta dinámica continuará en el futuro.



Sostenibilidad

Randeep Somel

Co-gestor adjunto, estrategia
Global Sustain Paris Aligned



El poder de la política y su influencia sobre el Acuerdo de París

En un 2024 con elecciones en la principal economía del mundo y en el país con mayor número de habitantes del planeta, ¿qué implicaciones tienen estos comicios para el logro de los objetivos del Acuerdo de París sobre cambio climático?

La segunda mitad de 2023 fue un periodo complicado para las compañías de energías renovables, al aumentar la preocupación en torno a las implicaciones de la inflación sobre la viabilidad de proyectos a largo plazo, y al posible efecto de las elecciones en 2024 sobre políticas gubernamentales favorables a nivel mundial.

En el primer trimestre de 2024, la inflación se ha acercado a los objetivos de las autoridades, y las empresas de renovables han comenzado a gestionar mejor sus contratos de cara al riesgo de subidas de los precios. De momento, los gobiernos de todo el mundo mantienen su respaldo a las inversiones verdes, al estar alineadas con sus propios objetivos de descarbonización.

En las estrategias Sustain Paris Aligned, aprovechamos esta oportunidad para añadir nuestras primeras empresas de renovables a las carteras, al considerar que sus valoraciones habían caído hasta niveles atractivos. Estas adiciones incluyen empresas expuestas a las cadenas de suministro de eólica marina y energía solar, que hemos identificado como mejor situadas para gestionar riesgos inflacionarios, con propiedad intelectual y una base de activos diferenciada para crecer.

El mercado ha mantenido la cautela en torno a los grupos de renovables en lo que llevamos de 2024, pero creemos que sus valoraciones actuales proporcionan un buen margen de seguridad y descuentan poco crecimiento a largo plazo.

El sentimiento hacia el sector podría permanecer volátil durante el año a medida que las grandes economías acuden a las urnas, pero las valoraciones son favorables y su trayectoria a largo plazo permanece intacta (si bien la rapidez de la transición podría verse afectada por estos comicios).

Desde convertirse en primer ministro de la India en 2014, Narendra Modi ha introducido ambiciosas reformas favorables para el mercado, incluida la liberalización de las reglas de inversión extranjera directa y la flexibilización de las leyes laborales del país. La India, actualmente el país más poblado del mundo, se ha convertido en la quinta mayor economía a lo largo de la última década (desde el décimo puesto en el ranking)⁷. Debido a su tamaño y crecimiento, su capacidad para crecer de manera sostenible será crucial para el logro de los objetivos fijados con el Acuerdo de París.

“ El sentimiento hacia el sector podría permanecer volátil durante el año a medida que las grandes economías acuden a las urnas, pero las valoraciones son favorables y... la trayectoria a largo plazo permanece intacta ”

⁷ Fuente: Goldman Sachs Intelligence, 6 de julio de 2023 How India could rise to the world's second-biggest economy (goldmansachs.com)

En la COP21 (celebrada en París en 2015), el recién elegido primer ministro Modi presentó un ambicioso objetivo para la India: alcanzar un 40% de su generación eléctrica de fuentes renovables hasta 2030. El país alcanzó ese objetivo en 2022, y actualizó su compromiso de renovables al 50% de su generación de electricidad total de cara a 2030.

La capacidad total de generación eléctrica de la India es de unos 434 GW (de los cuales cerca de 183 GW proceden de renovables a día de hoy)⁸. Su gobierno se ha propuesto alcanzar 500 GW de fuentes renovables de aquí a 2030⁹. El primer ministro Modi ha solicitado ser país anfitrión de la COP33 en 2028. Los ciudadanos indios acudirán a las urnas desde abril hasta junio de 2024, el PIB crece a un ritmo del 8%, y las encuestas apuntan a un tercer mandato para Modi, lo cual es un buen augurio para las ambiciones verdes de la India.

Pero los comicios tal vez más relevantes para el Acuerdo de París se celebrarán en noviembre en EE. UU., cuyos ciudadanos decidirán si conceden al presidente Biden o al expresidente Trump un segundo mandato. Los sondeos apuntan a una lucha muy reñida.

Existen claras diferencias de política entre los dos candidatos: el presidente Biden se ha comprometido con la intervención gubernamental y el Acuerdo de París con la Ley de Reducción de la Inflación (LRI), que proporciona 400.000 millones de dólares de financiación a proyectos climáticos y de energía limpia, mientras que Donald Trump ha afirmado que daría marcha atrás a dicha legislación. Sin embargo, cabe destacar que la LRI se ha plasmado en el código tributario estadounidense por un plazo de 10 años, y abolirla requeriría la aprobación de ambas cámaras del Congreso y del presidente.

Aunque el Partido Republicano podría tener pleno control tras las elecciones de noviembre, la mayor parte de la financiación de la LRI (un 58%) va a parar a estados firmemente republicanos, y el mayor receptor individual es Texas. Los estados bisagra representan otro 10% del gasto¹⁰, y Trump necesitará su respaldo para poder ganar en 2024. A los legisladores republicanos les costará revocar una ley claramente eficaz y con beneficios palpables para sus estados a nivel de empleo e inversión. Un área que goza de respaldo bipartidista es la de la mejora de la infraestructura de red estadounidense, y el ámbito de respaldo más polémico es el de los vehículos eléctricos.

Dado que EE. UU. se halla en una fase más temprana de implementación en ciertos sectores, como por ejemplo el de la eólica marina (todavía no ha construido parque alguno), los incentivos gubernamentales siguen siendo muy importantes.

A lo largo de la carrera electoral es probable que el presidente Biden, a fin de destacar sus logros durante su primer mandato, vincule el bajo paro, el descenso de la inflación y el fuerte crecimiento del PIB con su legislación de gasto en financiación de proyectos verdes e infraestructura.



⁸ Fuente: Gobierno de la India, Ministerio de energía, Autoridad Central de Electricidad (CEA). Datos a febrero de 2024. Dashboard – CEA (cea.nic.in).

⁹ Fuente: Gobierno de la India, Ministerio de energía, Autoridad Central de Electricidad (CEA). Approved_CEA_Annual_Report_2022_23.pdf

¹⁰ Fuente: Net Zero Investor, 1 de enero de 2024. Can Trump ruin Biden's Inflation Reduction Act? | Netzeroinvestor.

Ante la ventaja de Trump en ciertas encuestas, los mercados ya muestran cautela en torno a las implicaciones para las inversiones verdes en el país, con lo que las valoraciones no descuentan un fuerte crecimiento. La retórica electoral no siempre se traduce en políticas definidas, y pese a considerar que la inversión privada en esta área continuará con independencia de quién resida en la Casa Blanca, creemos que crecería mucho más rápido de gozar con respaldo gubernamental.

Tampoco hay que olvidar las elecciones en el Reino Unido. El Partido Conservador se acerca al fin de su cuarta legislatura consecutiva, con lo que seguramente se celebrarán comicios en otoño de 2024. Si bien es cierto que las elecciones pueden causar incertidumbre en los mercados, no existen diferencias de política significativas en torno a las ambiciones de neutralidad de carbono entre el actual gobierno y el Partido Laborista en la oposición.

En noviembre de 2023, el gobierno británico elevó en un 66% el precio garantizado en sus subastas para proyectos de energía marina (de 44 a 73 libras por megavatio hora) y se propone alcanzar una capacidad de 50 GW en dicho segmento de cara a 2030, desde los 14 GW actuales. Actualmente, el Reino Unido tiene la segunda mayor capacidad de generación de energía eólica marina del mundo, por detrás de China. El Partido Laborista, que tiene una ventaja considerable en los sondeos electorales, es tanto o más ambicioso que el actual gobierno en lo que se refiere al objetivo de cero emisiones netas de gases de efecto invernadero (GEI).



Análisis global

Martin Wales

Director de análisis de renta variable,
Analista sénior global de productos farmacéuticos y sanitarios



“El perro que todavía no ha ladrado”: las elecciones presidenciales de 2024 y el potencial de nuevas reformas sanitarias en EE. UU.

A diferencia de los fabricantes de fármacos contra la obesidad que aguaron la fiesta a los inversores en el resto del segmento, el sector de farmacia y biotecnología quedó considerablemente rezagado en 2023, pero en 2024 ha aportado una rentabilidad algo mejor hasta la fecha, lo cual no es habitual en un año de elecciones.

Gráfico 2. El sector de farmacia/biotecnología se estabiliza tras quedar ofuscado por el rally de los fabricantes de medicamentos contra la obesidad

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



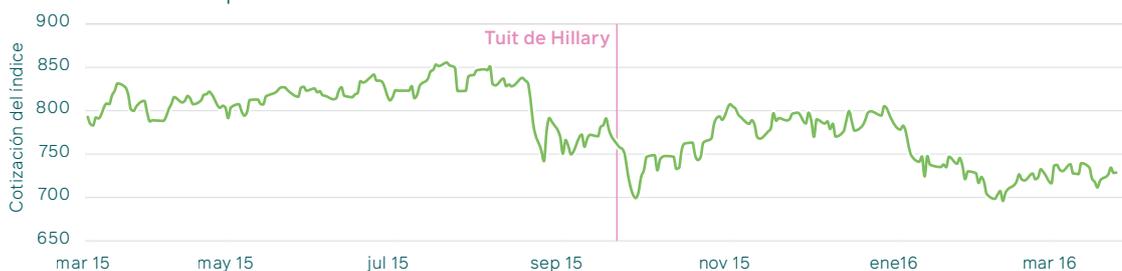
Fuente: Bloomberg. 27 de marzo de 2024.

En los ciclos electorales estadounidenses, la reforma sanitaria (y sobre todo los temores en torno a los precios de los fármacos) suelen dominar el sentimiento hacia el sector farmacéutico/biotecnológico. En nuestro **informe de Perspectivas trimestrales de renta variable y multi-activos del 1T de 2023**, mi compañero Dan White (Director de renta variable global) destacó que las cosas podrían ser distintas este año.

En parte, esto obedece a que el Partido Demócrata (que suele iniciar el debate en esta área y no olvida el golpe que sufrió el sector tras el “tuit de Hillary” en septiembre de 2015 sobre la reforma de los precios farmacéuticos) ya ha movido ficha.

Gráfico 3. Índice S&P 500 Pharmaceuticals, Biotechnology and Life Sciences

Las rentabilidades pasadas no son indicativo de las rentabilidades futuras.



Fuente: Bloomberg. 2 de abril de 2024.

En 2022 Biden aprobó la Ley de Reducción de la Inflación (LRI), que incluye la provisión de limitar las subidas de precios de los medicamentos (desde 2023), reducir los desembolsos del paciente (2024/2025) y comenzar a recortar precios de fármacos cubiertos por Medicare (a partir de 2026 los autoadministrados, o parte D, y a partir de 2028 los que requieren receta médica, o parte B) tras 9 años en el mercado en caso de moléculas pequeñas, y 13 años para los biológicos.

La retórica en torno a los precios de los medicamentos ha sido mucho más limitada de cara al nuevo choque electoral entre Biden y Trump en 2024. Las ramificaciones de la legislación original para los precios farmacéuticos ya se están notando, con negociaciones para recortar el precio de Medicare pagado por los 10 primeros fármacos identificados antes de la fecha final, el 1 de agosto (la fecha prevista para anunciar los precios es el 1 de septiembre de 2024). La litigación de la industria farmacéutica contra el gobierno estadounidense avanza lentamente en los tribunales, y es poco probable que veamos una decisión final antes de que la cuestión llegue al Tribunal Supremo en 2025/2026.

No obstante, existe potencial de que surjan nuevos obstáculos a nivel de política.

Para empezar, Biden sugirió en marzo de 2024 que Medicare podría negociar en última instancia sobre los precios de 50 medicamentos al año, no los 20 (a partir de 2028) que dispone la legislación actual. También le gustaría ampliar el techo de 2000 dólares de desembolsos para el seguro privado, y limitar el precio que debe pagar el paciente de su bolsillo para fármacos genéricos a 2 dólares.

“Cualquier reforma significativa adicional de la LRI... parece improbable”



En segundo lugar, Trump ha presentado pocas propuestas formales más allá de la repatriación de la producción de genéricos, pero se ha pronunciado vagamente a favor de renovar un decreto sobre los precios de fármacos en base al principio de nación más favorecida, según el cual EE. UU. pagaría el mismo precio que los principales socios comerciales. Esto sería una mala noticia para el sector, ya que los precios netos en la UE son actualmente un 50% de los que aplican los fabricantes que venden a EE. UU. Sin embargo, no se está hablando de ello, ya que su decreto de 2017 a este respecto no tuvo impacto alguno, y cambiar la ley de manera significativa requeriría la aprobación de ambas cámaras del Congreso.

Dado que la LRI se aprobó meramente a través de reconciliación presupuestaria cuando los demócratas controlaban la Cámara de Representantes y el Senado, cualquier reforma significativa o cualquier provisión nueva parece poco probable sin la mayoría de un partido en ambas cámaras. Tal como destacó Dan el año pasado, la reforma de los precios farmacéuticos en EE. UU. es “el perro que no ladró”, o que al menos todavía no lo ha hecho en 2024.



Reino Unido

Michael Stiasny

Director de renta variable – Reino Unido



La estabilidad como catalizador de cambio

En el primer trimestre del año, los índices de renta variable británica subieron en torno a un 3%¹¹, pero en base a muchas medidas valoración todavía cotizan a un descuento significativo respecto otros mercados desarrollados. La temporada de publicación de resultados del Reino Unido fue por lo general positiva, y la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés) ha repuntado considerablemente de la mano de varias ofertas de compra. La caída de la inflación que estamos viendo en el país no es tan pronunciada como en el resto del mundo, pero se debe casi íntegramente al tope de los precios de la energía. De cara al resto de 2024, los inversores se concentrarán en acontecimientos capaces de hacer descarrilar a la economía, y en la creciente expectativa de moderación de la inflación y de caída de los tipos de interés.

Las elecciones generales pueden ser fuente de volatilidad e incertidumbre en las bolsas, pero este año, nuestra expectativa es que el mercado responderá con un optimismo cauto a los comicios en el Reino Unido. El Partido Laborista, actualmente en la oposición, ha destacado su intención de proporcionar un entorno favorable a las empresas, lo cual ha merecido el aplauso de gran parte del sector corporativo británico. La base que esto proporciona es importante, pues permite a los inversores anticipar un periodo de estabilidad en la política del país que se ha echado de menos desde 2016. El nivel de incertidumbre e inestabilidad proyectado a nivel internacional ha sido uno de los factores que, en nuestra opinión, ha conducido a una “huelga de compradores”.

Esto no es necesariamente racional, dado que de un 75% a un 80% de los ingresos del FTSE All Share proceden de otros países¹², pero los inversores han expresado de manera consistente que el Reino Unido se ha percibido como inestable, motivo por el que lo han evitado. No obstante, el descuento al que cotiza actualmente el mercado británico, el actual nivel de M&A (que sugiere que muchos actores consideran que el mercado está barato) y el hecho de que el resultado de las próximas elecciones en el Reino Unido es uno de los más predecibles de todas las que se celebrarán a nivel mundial (al menos por el momento), nos llevan a considerar esta cita en las urnas como un posible punto de inflexión. Podríamos analizar las elecciones británicas en retrospectiva dentro de 18 meses y describirlas como un catalizador de cambio en el sentimiento de los inversores, *precisamente* porque suponen un cambio limitado y se traducen en estabilidad para los inversores. Además, si damos crédito a los pronósticos económicos, las elecciones también coincidirán con un periodo de menor inflación y aumento moderado del crecimiento, lo cual debería ayudar a borrar la narrativa del “Reino Unido como el enfermo de Europa” y a mejorar el sentimiento de los inversores.

“...las elecciones [podrían ser] un catalizador de cambio en el sentimiento de los inversores, *precisamente* porque suponen un cambio limitado y se traducen en estabilidad para los inversores”

¹¹ Fuente: LSEG DataStream, abril de 2024. Índices FTSE All Share y FTSE 100 en divisa local hasta el 29 de marzo de 2024.

¹² Fuente: Factset, M&G Investments, marzo de 2024.

Pese a la sugerencia de estabilidad, las nuevas políticas que podrían implementarse tendrán implicaciones prácticas. Todavía no hemos visto los programas electorales de los dos partidos principales, pero cabe esperar que incluirán compromisos con el mantenimiento de reglas fiscales estrictas. De este modo, el dinero para nuevas iniciativas será limitado, con lo que un nuevo gobierno podría buscar nuevas vías de colaboración con el sector privado o transferir una mayor responsabilidad a los ciudadanos. Por ejemplo, cabe esperar un aumento de las tasas de contribución a planes de pensiones (automáticos o no), lo cual beneficiará a compañías de pensiones y de ahorro como Phoenix y Abrdn. También es probable que veamos políticas de ambos partidos que fomenten el gasto continuado en la red eléctrica, en infraestructura crítica y en defensa nacional. Creemos que las compañías que asistirán en estos procesos están bien situadas de cara al futuro, por ejemplo el sector de la construcción y empresas como Kier y Balfour Beatty. Además, está claro que el Reino Unido está sufriendo una nueva oleada de escasez de viviendas, con lo que cualquier política que acelere su producción (como por ejemplo reformas de planificación) podría beneficiar a las constructoras residenciales y a las empresas de productos de construcción.

No obstante, con independencia de lo que uno piense de la política durante la carrera electoral, lo cierto es que el principal motor de volatilidad para el mercado británico serán seguramente los comicios que se celebrarán a la otra orilla del Atlántico. Con un 75% del volumen de negocio de la bolsa británica procedente del extranjero, lo más probable es que las implicaciones geopolíticas (y para el mercado doméstico estadounidense) de una nueva presidencia de Trump o de un segundo mandato para el presidente Biden dominen de manera creciente el debate de los inversores en el Reino Unido, a medida que los mercados tratan de vislumbrar las implicaciones corporativas, el entorno macroeconómico y el contexto geopolítico en el que operan las compañías.





Japón

Carl Vine

Co-director de renta variable del Pacífico asiático



Japón aporta resultados

Durante los tres primeros meses de 2024, la bolsa japonesa ha registrado su rentabilidad trimestral más sólida en una década (en divisa local). El índice TOPIX cerró el periodo cerca de un 17% al alza¹³, gracias al creciente optimismo en torno a la clase de activos.

A diferencia del mercado de renta variable estadounidense, que vio aproximadamente la mitad de su ganancia trimestral concentrada en torno al tema de la inteligencia artificial (IA), la subida de las acciones japonesas ha sido relativamente generalizada. La mayor contribución la realizaron las acciones de automoción, gracias a un rally del 46% de Toyota Motor. Por lo demás, las compañías comerciales, financieras e inmobiliarias mostraron fortaleza. Pese al notable entusiasmo en torno a la IA palpable en ciertos segmentos de la bolsa japonesa durante el trimestre, el principal motor de rentabilidad fue el beneficio de las empresas, combinado con la creciente confianza en el tema de “mejora del capital”.

Entre los desarrollos notables del periodo en Japón cabe destacar los siguientes:

Para empezar, a los observadores les ha interesado ver si los inversores particulares han utilizado o no los mayores límites de ahorro exento colocado en bolsa desde que se revisara el programa NISA el 1 de enero de 2024¹⁴. Aunque solo contamos con datos para enero y febrero, las entradas de capital en cuentas NISA se han triplicado en tasa interanual, hasta un nivel aproximado de 1,7 billones de yenes, casi la mitad de los cuales han ido a parar a acciones domésticas. El cambio de régimen de NISA nunca iba a desencadenar un “tsunami financiero” de capital, pero ha acaparado claramente el interés de los hogares y elevado su participación en la bolsa doméstica, un desarrollo favorable y saludable para el mercado.

En segundo lugar, el tipo de cambio del yen ha sido un tema candente en 2024, y la divisa sigue confundiendo a los expertos. La mayoría de los observadores creen que el yen es demasiado barato a su nivel actual, y que se apreciará en adelante gracias a la subida del precio del dinero en Japón frente a tipos de interés a punto de caer en las economías occidentales. No obstante, cuando el Banco de Japón anunció por fin la tan esperada (si bien modesta) subida de tipos en marzo, la divisa volvió a debilitarse.

Creemos que la reforma corporativa está impulsando el crecimiento de la productividad en Japón, lo cual unido al estrechamiento de los diferenciales de tipos nos lleva a coincidir con la perspectiva de consenso de que el yen es excesivamente barato. Dicho esto, también somos conscientes de no tener ventaja alguna a la hora de pronosticar los tipos de cambio, con lo que continuaremos construyendo una cartera diseñada para verse en su mayor parte inafectada por la evolución de las divisas.

Los salarios han sido otro indicador clave de desempeño (KPI) al que los observadores están prestando atención. Además de apuntar a un mayor consumo, las subidas salariales también son indicio de mayores “espíritus animales” y del desmantelamiento del antiguo modelo económico liderado por el Estado. En este frente cabe destacar que, en marzo, la Confederación de Sindicatos de Japón anunció que las empresas de gran tamaño aceptaron una subida salarial

¹³ Fuente: LSEG DataStream, abril de 2024. Índices TOPIX en divisa local hasta el 29 de marzo de 2024.

¹⁴ Fuente: Nippon Individual Savings Account (NISA). El nuevo programa NISA se introdujo en enero de 2024, con cambios en el sistema como su perpetuidad, periodo indefinido de tenencia exenta de impuestos, y mayores límites de inversión anual y de tenencia exenta.

media del 5,25%, la mayor en 33 años. Además, el primer ministro Kishida declaró públicamente a finales de dicho mes que se dedicará a mantener las subidas salariales más allá de 2025, lo cual fue bien recibido por el mercado.

Pese a haberse esforzado por respaldar mayores salarios, los índices de popularidad de la administración permanecen alarmantemente bajos, entre el 20% y el 25%. El escándalo de financiación política que estalló en 2023 ha socavado la confianza del público, y el gabinete Kishida se enfrenta a unos meses cruciales. Si su partido pierde las elecciones a la Cámara de Representantes a finales de abril, surgirán llamamientos a su dimisión. Al igual que en otras grandes economías, la dinámica electoral de Japón presenta un gran potencial de sorpresas este año.

En adelante, deberemos reconocer la expansión de las valoraciones que se ha producido en la bolsa nipona en los últimos doce meses. A comienzos de 2023, la renta variable japonesa era sencillamente demasiado barata frente al poder de generación de beneficios de las empresas, con independencia de la dinámica de reforma corporativa que en nuestra opinión contribuirá a un fuerte crecimiento en tasa compuesta a largo plazo de las acciones del país asiático; hoy en día, más de un año después, la infravaloración excesiva de muchas acciones de gran capitalización ha desaparecido. No obstante, la oportunidad a largo plazo que representa la reestructuración corporativa y la reforma de los balances permanece intacta, y el ritmo de reforma continúa acelerándose.

“ Si el partido de Kishida pierde las elecciones a la Cámara de Representantes a finales de abril, surgirán llamamientos a su dimisión ”





Pacífico asiático excepto Japón

Dave Perrett

Co-director de renta variable del Pacífico asiático



Impulsando la revalorización y la resiliencia de Asia

Pese a mostrar una considerable volatilidad durante el periodo, los mercados asiáticos cerraron el primer trimestre moderadamente al alza. Por ejemplo, las bolsas chinas cayeron más de un 10% desde los niveles en que comenzaron el año, pero lograron limitar dicha caída al 2%, ya que la relajación de la política económica y medidas dirigidas a mejorar el sentimiento inversor (como por ejemplo animar mayores repartos de dividendo) ayudaron a estabilizar los mercados. El mercado de mejor comportamiento fue Taiwán, con un *rally* superior al 12%: la inteligencia artificial (IA) fue el principal motor de rentabilidad, ya que uno de los pesos pesados del índice, TSMC, repuntó más de un 30% tras publicar fuertes cifras y previsiones de beneficio. Corea del Sur ganó algo más del 3%, pero el mercado fue escenario de una enorme divergencia entre acciones individuales. El gobierno coreano, viendo el éxito de la Abeconomía a la hora de impulsar el índice Nikkei japonés, lanzó una campaña de revalorización (“Value Up”) para impulsar las valoraciones de la renta variable doméstica y erradicar el “descuento” histórico coreano. Sus oficiales propusieron la idea de cambios tributarios para animar mayores dividendos y estructuras corporativas simplificadas, así como emplear el Fondo Nacional de Pensiones y otros vehículos para remunerar a las empresas en fase de reforma y excluir a las rezagadas en materia de gobierno corporativo. Varias empresas “Value Up” (incluidas posiciones como KB Financial, Samsung Life y las acciones preferentes de Hyundai) lograron una subida cercana al 30%¹⁵.

Las elecciones legislativas a la Asamblea Nacional, celebradas el 10 de abril de 2024, fueron una prueba inicial de la popularidad de la iniciativa. El Partido del Poder Popular del presidente (de centroderecha) ha presentado el programa como un esfuerzo para compartir la riqueza de las empresas con sus accionistas, mientras que los partidos de la oposición han criticado algunas de las políticas alegando que favorecen a los más ricos de la sociedad, incluidas las familias que controlan los “chaebol”¹⁶. Como resultado de estos comicios, el principal partido de la oposición mantuvo su mayoría en la legislatura, pero logró una supermayoría, lo cual le habría permitido invalidar un veto presidencial. El índice KOSPI abrió la siguiente jornada bursátil en torno a un 1,6% a la baja, pero luego repuntó hasta cerrarla al alza. Aunque el revés electoral podría acabar restando impulso al programa “Value Up”, no conducirá a un rechazo generalizado en el corto plazo. Dado que el actual mandato del presidente Yoon durará hasta 2027, la política seguirá implementada en el futuro próximo.

Las elecciones inminentes en la India son muy importantes para el mercado asiático. Se anticipa una victoria del partido oficialista, Bharatiya Janata Party (BJP), y las bolsas descuentan en gran medida tal desenlace. No tenemos motivo alguno para discrepar de la perspectiva de consenso, pero creemos que en el escenario improbable de que el BJP no ganara, el mercado podría sufrir un descalabro.

Cabe afirmar que la mayor fuente de incertidumbre política en la región es, como habrán adivinado, EE. UU. En otros artículos de este informe analizamos en detalle las elecciones presidenciales en la principal economía del mundo. Sin duda, ciertos comentarios de Donald

¹⁵ Fuente: LSEG DataStream. Índices MSCI en dólares estadounidenses hasta el 29 de marzo de 2024. Misma fuente para KOSPI.

¹⁶ Grandes conglomerados familiares en Corea del Sur.



“ Los mercados asiáticos serán vulnerables a titulares vinculados a una victoria de Trump y a sus políticas de comercio internacional ”

Trump sobre el comercio y China significan que los mercados asiáticos serán vulnerables a titulares vinculados a una victoria de Trump y a sus políticas de comercio internacional. No obstante, nos hallamos en 2024, no en 2016. Desde la última victoria de Trump y sus políticas arancelarias, las actividades y prácticas comerciales regionales han evolucionado, y las empresas han implementado estrategias conocidas como “China más uno” (C+1)¹⁷ en sus planes de producción. Esto no significa que Asia sea inmune a nuevas fricciones comerciales, pero sí que la región debería ser más resiliente. En cualquier caso, los exportadores que tenemos en cartera han sido cuidadosamente seleccionados en base a su menor vulnerabilidad a nuevos aranceles sobre sus operaciones.

¹⁷ Estrategias de cadena de suministro que animan a las empresas a diversificar sus actividades manufactureras y de cadena de suministro fuera de China para mitigar el riesgo.



Mercados emergentes

Michael Bourke

Director de renta variable emergente



Mercados emergentes: la confluencia entre inversión y política

Tras una marcada caída en enero, centrada en gran medida en China, los mercados emergentes (ME) se estabilizaron a lo largo del trimestre y cerraron el periodo en territorio positivo.

China es la mayor fuente de volatilidad en la clase de activos ahora mismo. Mercados con un gran componente tecnológico, como Corea del Sur y Taiwán, han registrado rentabilidades considerables, impulsados por el entusiasmo continuado en torno a la inteligencia artificial (IA). Corea, en particular (nuestra mayor sobreponderación por países), también se ha beneficiado de la estrategia “Value Up”. Por lo demás, los mercados latinoamericanos han cedido parte del hervor de finales del cuarto trimestre de 2023 después del cambio de rumbo anunciado por la Reserva Federal estadounidense hacia menores tipos de interés; Brasil, por ejemplo, acumula un descenso del 4% al 5% en lo que va de año, en términos de dólar. Oriente Medio y África fueron escenario de rentabilidades positivas en Arabia Saudí (en torno al 4%) y Turquía (cerca del 25%), contrarrestadas por la debilidad continuada de Sudáfrica (un 7% a la baja)¹⁸. Seguimos viendo una ruta hacia mejores rentabilidades en China, de la mano de la fuerte actividad corporativa impulsando los coeficientes de reparto de dividendo y la recompra de acciones propias, y de cierta estabilización de los temores macroeconómicos gracias a los mayores esfuerzos de las autoridades.

Los entornos políticos inestables suelen provocar volatilidad en los activos de ME. Vemos de manera creciente que la geopolítica, y no la rentabilidad del capital, preocupa en mayor medida a nuestros clientes. Para disipar sus temores, les recordamos primeramente nuestro largo historial invirtiendo en países con primas elevadas de riesgo geopolítico, y en segundo lugar, destacamos que los inversores astutos en ME suelen utilizar estos episodios como puntos de entrada ventajosos. También cabe destacar que la volatilidad no siempre denota riesgo de caídas. Lo cierto es que pronosticar el efecto de elecciones y riesgos geopolíticos sobre las cotizaciones es notoriamente difícil.

Se ha hablado mucho del “mundo de elecciones” en 2024, pero no debemos olvidar los comicios que acaban de celebrarse, como por ejemplo en Taiwán, Indonesia, Turquía y Argentina: un diverso abanico de países con resultados electorales igualmente dispares y distintos impactos sobre las cotizaciones de los activos.

En enero fuimos testigos del retorno del Partido Democrático Progresista en Taiwán, un resultado que avivó las tensiones regionales, pero que los mercados globales quizá esperaban. Dicho esto, nuestra decisión de infraponderar a este país en las carteras no ha obedecido a las primas de riesgo geopolítico, sino a las valoraciones elevadas por el entusiasmo en torno a la IA en todo el mundo. En Indonesia, el presidente electo Prabowo Subianto representa una continuación del *status quo*, aunque tal vez con un sesgo político potencialmente distinto: en el pasado vio prohibida su entrada a EE. UU. por presuntas violaciones de derechos humanos, y a nivel de

“ Los entornos políticos inestables [crean] altibajos en los activos de ME, [pero] la volatilidad no siempre denota riesgo de caídas ”

¹⁸ Fuente: LSEG DataStream, abril de 2024. Índices en dólares estadounidenses hasta el 29 de marzo de 2024.



política, podría ser percibido como más pro-China que su predecesor, Joko Widodo. En estas dos economías asiáticas, la interpretación de sus respectivos desenlaces políticos y el impacto en sus economías depende claramente de dos gigantes: EE. UU. y China.

En Turquía, los mercados han aceptado el aparente retorno del presidente Erdogan a la ortodoxia monetaria, con una agresiva subida del precio del dinero para combatir el panorama de inflación crónica. Su poder parece estar mermando, al indicar que este será su último mandato y ante el terreno perdido por el partido AKP en elecciones locales: ahora, Ankara y Estambul son lideradas por el partido CHP, de la oposición. Tras ello, Erdogan ha realizado su primera visita a la Casa Blanca, supuestamente para consultar sobre las tensiones entre Israel y Hamás. También en este caso, la lente a través de la cual debe percibirse a Turquía es su cercanía relativa a EE. UU. Argentina es un caso más anómalo que el resto; tras años de malestar económico y de ser visto con malos ojos por los inversores internacionales, el país ha recibido una inyección fiscal del populista de derechas Javier Milei. Pese a los enormes problemas económicos a resolver, las políticas radicales propugnadas por el nuevo gobierno han devuelto a las empresas argentinas al radar de los inversores.

Las elecciones en pesos pesados de los ME como Sudáfrica, México y la India todavía están por llegar. Tenemos posiciones de sobreponderación moderada en Sudáfrica y México, y estaremos atentos a desarrollos en ambos países. Los comicios sudafricanos podrían ser un momento de peligro o de oportunidades reales, en función de si el ANC pierde la mayoría que ha disfrutado desde el fin del *apartheid*, y en tal caso, de qué partido podría respaldar una coalición. Una coalición con la Alianza Democrática, que ha brindado cierta estabilidad desde que subiera al poder en Ciudad del Cabo en 2006, podría elevar la probabilidad de reformas favorables para el mercado. Ni en México ni en la India se esperan desenlaces inesperados. En la India, todo apunta a que el primer ministro Modi será reelegido para su tercer mandato. El ministro de finanzas, Nirmala Sitharaman, está tan convencido de este resultado que ya ha anunciado una consolidación fiscal dirigida a alcanzar un déficit inferior al 4% a fin del ejercicio fiscal 2026. El país asiático ha visto doblarse su déficit durante los años de COVID, y ahora se dispone a retirar este estímulo para reducir un ratio de deuda/PIB elevado, cercano al 82%. El tiempo dirá qué efecto tienen tales medidas sobre el crecimiento económico y unas valoraciones de mercado elevadas. Por último, en México se prevé que el partido oficialista Morena recuperará el poder a través de la protegida de AMLO, Claudia Sheinbaum. Se sabe poco acerca de su probable rumbo político, y el New York Times la ha calificado de “un enigma”; la carrera electoral ha sido poco intensa hasta la fecha.

Por supuesto, las elecciones de noviembre en EE. UU. tendrán enormes consecuencias para todo el mundo. Al mismo tiempo, cuestiones geopolíticas clave (Rusia-Ucrania, Oriente Medio y China-Taiwán) siguen sin resolverse, y las elecciones estadounidenses no están ayudando a reducir la incertidumbre en este frente. No obstante, como mencionábamos, lo cierto es que resulta muy difícil pronosticar el efecto de elecciones y riesgos geopolíticos sobre las cotizaciones. Es por ello que, en lugar de concentrarnos en los acontecimientos propiamente dichos, dedicamos nuestro tiempo a analizar concienzudamente a compañías desde una perspectiva *bottom-up* y tratamos de aprovechar cualquier anomalía de valoración.



Convertibles

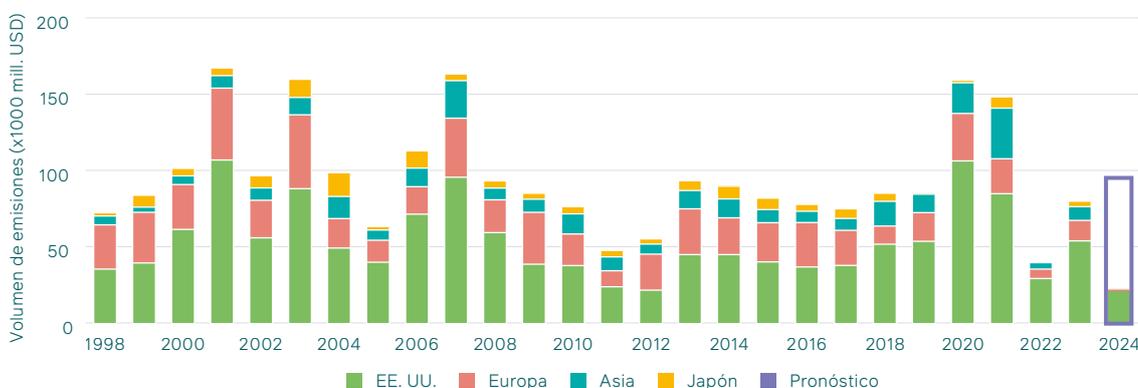
David Romani
Gestor adjunto, convertibles



Los ciclos políticos no arrastran al mundo de la inversión

El mercado global de deuda convertible experimentó una fuerte racha de nuevas emisiones en el primer trimestre de 2024: salieron al mercado nuevos bonos por valor de 24.000 millones de dólares, con cerca de un 80% de emisores estadounidenses. El ritmo de nueva emisión superó los de 2022 y 2023, y va camino de alcanzar un volumen anualizado de 90.000 a 100.000 millones de dólares en 2024, lo cual superaría los niveles previos a la pandemia¹⁹.

Gráfico 4. Volumen de nuevas emisiones de convertibles a nivel global



Fuente: BofA Global Research, 25 de Marzo de 2024.

Varios factores han contribuido a tal desarrollo, entre los que destacan los mayores tipos de interés a la hora de refinanciar deuda²⁰, la recuperación de los precios de la renta variable y el entusiasmo renovado por temas candentes como la inteligencia artificial (IA) y el Bitcoin. Ya hablamos de la IA en nuestro informe de **Perspectivas trimestrales de renta variable y multi-activos del 3T 2023, titulado “Más allá de Nvidia”**²¹. Desde entonces hemos visto a tres compañías relacionadas directamente con esta tecnología emitir convertibles, de entre las que destaca el bono de 1700 millones de dólares emitido en febrero por Super Micro Computer. Las empresas de criptomonedas también suscitaron excitación: MicroStrategy continúa cotizando en una prima muy significativa respecto al valor de sus tenencias de bitcoin, y aprovechó su meteórica subida en marzo emitiendo dos convertibles en el plazo de dos semanas. La cotización de su acción ha subido con tal fuerza (cerca de un 67% en marzo) que el primer bono entró en el índice FTSE Global Focus Convertible Bond Index²² y es probable que lo abandone tras apenas un mes, al estar profundamente en dinero (ITM).

¹⁹ Fuente: Bank of America Global Research, datos a 25 de marzo de 2024.

²⁰ Hablamos de los muros de vencimientos en nuestro informe de Perspectivas trimestrales de renta variable y multi-activos del 4T 2023, titulado “Aterrizar en la oscuridad”, en el artículo “Sea como sea el aterrizaje, cabe esperar caídas de la renta fija”.

²¹ Hablamos de la inteligencia artificial (IA) en nuestro informe de Perspectivas trimestrales de renta variable y multi-activos del 3T 2023, titulado “Más allá de Nvidia”, en el artículo “Se avecina una ola de emisiones relacionadas con la IA, pero su impulso sobre la productividad podría ser menor de lo previsto”.

²² Fuente: LSEG DataStream, abril de 2024. Datos de rentabilidad mensual hasta el 29 de marzo de 2024. El Global Focus Sub-Index es un índice derivado del Global Index empleando criterios de prima, capitalización de mercado regional y precio porcentual.

En un año en que la política cobrará un protagonismo creciente, pensamos que cualquier volatilidad provocada por acontecimientos geopolíticos incidirá positivamente sobre los precios de las opciones convertibles, respaldando su valoración y mitigando (pero no eliminando del todo) los efectos negativos de cualquier volatilidad en las valoraciones de la renta variable y el crédito. Esto puede ayudar a los convertibles a generar mejores niveles de rentabilidad ajustada al riesgo que otras clases de activos en momentos de agitación política.

Los acontecimientos geopolíticos son notoriamente impredecibles, con lo que posicionar una cartera de cara a todo el espectro de riesgos políticos no es tarea fácil. Por este motivo, seguimos concentrados en contar con una cartera bien diversificada, con fundamentales de crédito y renta variable sólidos, valoraciones atractivas y atributos de riesgo/rentabilidad favorables, capaz de soportar tal incertidumbre. También es importante no estar indebidamente expuestos a temas o áreas del mercado con una mayor sensibilidad a la incertidumbre política o en torno a medidas gubernamentales. Por ejemplo, tres áreas que seguramente se verán influenciadas por las elecciones presidenciales de EE. UU., tal como han mencionado mis compañeros en otros artículos de este informe de perspectivas, son el proteccionismo y las restricciones de exportación de tecnología a China, el potencial de reforma sanitaria y la transición energética.

La mayor exposición en nuestras carteras es el software, un segmento que ha atraído menos atención política que los semiconductores y el equipamiento informático. Sin embargo, muchas acciones de chips y equipamiento capearán probablemente el temporal gracias a sus sólidas capacidades de innovación y propiedad intelectual, y hemos aprovechado la volatilidad de las cotizaciones en torno al riesgo político y regulatorio para ampliar nuestra posición en un fabricante coreano de chips de memoria con una valoración bursátil deprimida y condiciones de conversión favorables.

De modo similar, creemos que la diversificación y la propiedad intelectual son la mejor defensa para navegar cualquier altibajo en el sector sanitario provocado por temores en torno a los precios de los medicamentos. Aquí nos concentramos en compañías capaces de extender la duración de patentes, mejorar la detección del cáncer, ofrecer tratamientos nuevos y diferenciados, y ampliar la disponibilidad de formulaciones difíciles de fabricar.

“ ...hemos aprovechado la volatilidad de las cotizaciones en torno al riesgo político para añadir exposición a Corea del Sur ”



En la transición energética, también preferimos compañías con motores idiosincráticos, en lugar de aquellas que dependen de desarrollos externos o de incentivos públicos. Así, con independencia de los altibajos políticos que puedan conllevar las elecciones en EE. UU., trataremos de evitar a empresas susceptibles de verse arrastradas (tanto positiva como negativamente) por las corrientes políticas.

Por último, en lo que se refiere al proteccionismo y las restricciones al comercio nos concentramos mucho más en los fundamentales y las valoraciones, pero sin perder de vista medidas gubernamentales perjudiciales o favorables para compañías o sectores específicos. Nuestra considerable sobreponderación de firmas de China/Hong Kong se concentra principalmente en convertibles baratos, fuera de dinero (OTM), con renta elevada y una sensibilidad muy limitada a la renta variable, emitidos por negocios de consumo doméstico (por ejemplo predominantes en paquetería y entrega de comida a domicilio), hostelería e inmobiliario.

A nivel global, los ciclos políticos no arrastran al mundo de la inversión. Básicamente, creemos que la clave para generar rentabilidad de inversión de manera consistente es concentrarnos firmemente en los fundamentales, las valoraciones, la gestión de riesgos y la diversificación, con independencia del entorno político reinante.



Multi-activos

Stefano Amato
Gestor, Multi-activos



La volatilidad política puede crear oportunidades

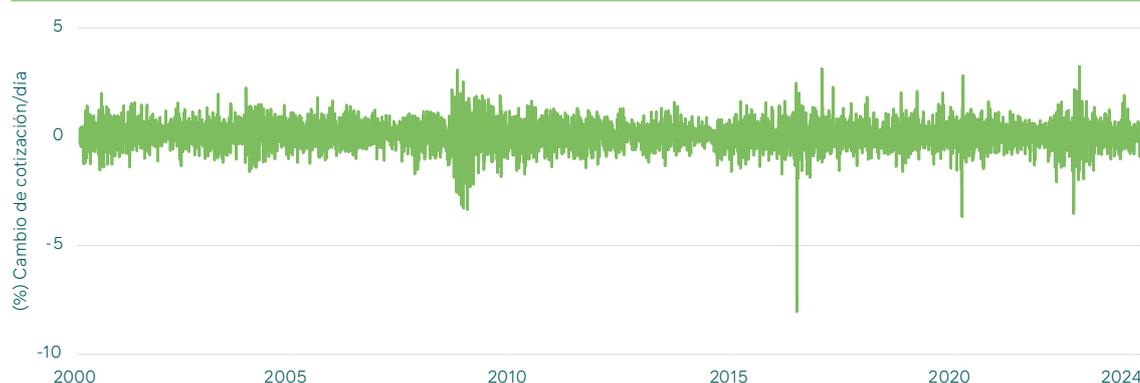
Tanto la renta variable como la renta fija nos inspiraron optimismo a lo largo del primer trimestre, con lo que nos posicionamos de manera implícita de cara a una continuación del “repunte de alivio” del que fuimos testigos en los últimos dos meses de 2023. Mientras que las acciones mostraron una buena evolución (el índice MSCI World Net Total Return USD subió en torno a un 9% y registró su mejor primer trimestre desde 2019), los bonos retrocedieron cerca de un 1% (según el Bloomberg Global Aggregate) debido a la persistencia de las presiones inflacionarias²³. No obstante, todavía vemos valor en deuda soberana, que en nuestra opinión todavía ofrece rentabilidades al vencimiento (TIR) reales atractivas y un mayor potencial de cobertura.

En adelante, en un año repleto de comicios, debemos recordar que las elecciones rara vez han alterado el rumbo a medio plazo de los activos financieros en el pasado. Dicho esto, recientemente se han producido excepciones significativas.

Por ejemplo, los mercados respondieron de forma muy dramática a las sorpresas del referéndum sobre el *brexit* y de la victoria de Trump en 2016, que dieron pie a oportunidades de inversión tácticas a corto plazo.

“ Los mercados cuestionan cada vez más la sostenibilidad de la trayectoria fiscal [de EE. UU.] ”

Gráfico 5. Referéndum sobre el brexit: respuesta inmediata de la libra esterlina al resultado



Fuente: Bloomberg, 25 de marzo de 2024.

²³ Fuente: LSEG DataStream. Todas las rentabilidades están expresadas y calculadas en dólares estadounidenses hasta el 29 de marzo de 2024.

Gráfico 6. Victoria electoral de Trump: tras una caída inicial en la noche de las elecciones en 2016, las TIR no tardaron en reanudar su subida

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



Fuente: LSEG DataStream. Todas las rentabilidades están expresadas y calculadas en dólares estadounidenses hasta el 29 de marzo de 2024.

Por supuesto, no todas las incógnitas conocidas en el ámbito político son iguales, y de cara a 2024, el obvio “elefante en la sala” es la carrera electoral de EE. UU., que seguramente dominará los titulares desde el verano (si no antes) hasta noviembre.

Para nosotros, como inversores, uno de los aspectos más interesantes es que, pese a lo poco que tienen en común las plataformas políticas de ambos candidatos, tanto Biden como Trump parecen inclinados a mantener a EE. UU. en un rumbo de generosidad fiscal y emisión de deuda elevada.

Aunque a corto plazo es poco probable que esto amenace al estatus del dólar como divisa de reserva internacional (lo cual permite a Washington disfrutar de menores costes de servicio de deuda), lo anterior es especialmente relevante ahora que los mercados cuestionan de manera creciente la sostenibilidad de la trayectoria fiscal del país.

Hasta ahora, los datos históricos no muestran una relación clara entre los niveles de endeudamiento público y las TIR de los *treasuries* a largo plazo.

Gráfico 7. Ausencia de relación clara entre los niveles de deuda pública y las TIR de la deuda soberana estadounidense

Las rentabilidades obtenidas en el pasado no son indicación alguna de rentabilidades futuras.



Serie IZQ: Bonos del Tesoro de EE. UU. a vencimiento constante en año ID, base de inversión, porcentaje, datos diarios, sin ajuste estacional. Serie DER: Deuda federal: Deuda pública total, como porcentaje de PIB, trimestral, con ajuste estacional. Fuente: Datos económicos de la Reserva Federal.

No obstante, hemos entrado en un entorno muy distinto tras la histórica respuesta fiscal y monetaria a la pandemia, en la que el precio del dinero ha salido claramente de su tendencia a la baja de los últimos 40 años, iniciada en 1981 cuando el tipo de intervención de la Reserva Federal estadounidense, entonces presidida por Volcker, tocó techo en el 20%.

Pese a considerar que este cambio requiere una mayor vigilancia y crea vulnerabilidades potenciales para el perfil de deuda de EE. UU. (un tema que los mercados ya exploraron en 2023 cuando la TIR del *treasury* a 10 años tocó brevemente el 5%), creemos que cualquier impacto significativo sobre el atractivo de la deuda soberana estadounidense será seguramente a largo plazo, o como mínimo requerirá una conmoción pronunciada y concentrada en EE. UU. para alejar a los inversores del activo refugio por excelencia.

En general, los *treasuries* todavía nos inspiran confianza. También pensamos que 2024 podría conllevar condiciones potencialmente más propicias para saltos a corto plazo de las TIR de la deuda pública estadounidense (y con ello de otros bonos soberanos), lo cual podría presentarnos oportunidades para comprar estos activos y ampliar nuestras posiciones a niveles atractivos. De hecho, seguimos confiando en que los *treasuries* aún podrían brindar protección a una cartera en la mayoría de los escenarios, pese al potencial de volatilidad provocada por desarrollos políticos.

Como siempre, creemos que mantener la perspectiva y aplicar buen criterio volverá a ser clave para gestionar con éxito nuestras carteras durante periodos de volatilidad elevada.

