

# Mercado de capitales

## Cambio de rumbo

La invasión de Ucrania por parte del ejército ruso probablemente suponga un cambio de rumbo para todo Occidente. Es muy probable que los inversores no estén preparados para ajustarse a esta nueva realidad de la noche a la mañana, ya que surgen demasiadas preguntas y conflictos de intereses que se deben responder y sopesar. Pero, ¿qué se espera que ocurra con los precios, la economía y los mercados en los próximos meses?

Parece que se vislumbra un cambio de rumbo en las tasas de inflación. La subida de los precios ha seguido intensificándose: incluso antes de la escalada militar en Ucrania, ya había muchos indicios de una inflación más amplia y persistente que probablemente se agravaría con un aumento significativo de los precios, en particular de la energía y los alimentos. Por lo menos habrá que suponer que a esto le seguirá una normalización de las tasas de aumento de los precios. Además, las sanciones contra Rusia también podrían afectar a las cadenas de suministro y a las rutas de transporte.

En consecuencia, las perspectivas económicas son descorazonadoras. El aumento de los precios reduce la renta de los hogares disponible para el consumo, por lo que las empresas tienen menos seguridad en su planificación y podrían posponer sus decisiones de inversión. Sin embargo, la cara buena de la moneda es que, a pesar de las incertidumbres relacionadas con la pandemia, debería desarrollarse una demanda dinámica de servicios de ocio y viajes en muchos países. Además, los ahorros de estos últimos años de pandemia deberían amortiguar, al menos en parte, el impacto del aumento de los precios.

En resumen, en los próximos meses se espera una desaceleración del crecimiento mundial, pero sin llegar a una recesión. Esta situación también se prevé en Europa, a pesar de que existe una interdependencia mucho más estrecha con Rusia y Ucrania.

Dicha desaceleración del crecimiento también debería reducir el crecimiento de los beneficios. Por ejemplo, mientras que las estimaciones para el índice europeo Stoxx600 antes de la crisis supusieron un crecimiento de los beneficios de



**Stefan Rondorf**  
Senior Investment  
Strategist  
Global Economics &  
Strategy

**En los próximos meses se espera una desaceleración del crecimiento mundial, pero sin llegar a una recesión. Esta situación también se prevé en Europa, a pesar de que existe una interdependencia mucho más estrecha con Rusia y Ucrania.**

Fecha: 28/03/2022

Índices de cotización de acciones		Tipos de interés en %		
IPC	55.685	EE. UU.	3 meses	1,00
IBEX 35	8.605		10 años	2,49
Euro Stoxx 50	4.018	UEM	3 meses	-0,48
S&P 500	4.576		10 años	0,53
Nasdaq	14.503	Japón	3 meses	0,07
Nikkei 225	28.252		10 años	0,24
Hang Seng	21.928	México	3 meses	6,90
Bovespa	118.738		10 años	8,55
Divisas		Materias primas		
USD/EUR	1,097	Petróleo (Brent, USD/barril)		
Yen/USD	123,920			112,5
Peso/USD	20,107			

aproximadamente el 9% en 2022, ahora podrían evolucionar hacia un estancamiento de los beneficios. Por lo tanto, la recesión de los beneficios tampoco es una conclusión previsible para Europa, debido, entre otras cosas, al efecto compensatorio del aumento de los beneficios en los sectores de la energía y de las materias primas.

El aumento de la inflación y de los riesgos de desaceleración de la economía pone a los bancos centrales en un aprieto. En las últimas semanas, tanto el BCE como la Reserva Federal se han posicionado, al menos verbalmente, a favor de la lucha contra la inflación. Sin embargo, hasta ahora ambos bancos centrales han mantenido una política muy expansiva, por lo que deben tomar medidas rápidas y contundentes para contrarrestarlo, lo que supondrá todo un reto. Hay un largo camino que recorrer para llegar a una política monetaria que contenga la inflación con tipos de interés superiores a los niveles neutrales (en Estados Unidos, por ejemplo, se supone que están en torno al 2,5%).

Precisamente eso es el atisbo de esperanza que les queda a los mercados de renta variable y a otras clases de activos de mayor riesgo: es probable que los tipos de interés reales, es decir, los tipos de interés menos las elevadas tasas de inflación actuales, sigan siendo negativos a largo plazo. Por lo tanto, a pesar del difícil contexto, los activos tangibles como las acciones pueden seguir siendo atractivos a medio plazo frente a clases de activos nominales, como los bonos del Estado. En este aspecto, el cambio de rumbo aún no se ha producido.

Les deseo a todos un cambio de rumbo positivo,

Stefan Rondorf

## Mercados en detalle

### Asignación táctica de acciones y bonos

- Aunque actualmente predominan los riesgos de desaceleración económica, el riesgo de caer en una recesión en los próximos meses parece bastante bajo. Antes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, la economía mundial acababa de recobrar un poco de impulso después de que los efectos de la variante ómicron se hubieran frenado en los meses de invierno. La esperanza de que el sector de los servicios se reactive tras dos años de pandemia sigue estando justificada.
- Si los precios del petróleo se hubieran mantenido por encima de los 120 dólares por barril durante más tiempo, en un periodo de dos años prácticamente se habrían duplicado. Hasta ahora esto se solía traducir en una mayor desaceleración económica. Sin embargo, la significativa reducción de la intensidad energética (y, por tanto, la menor dependencia energética) de las economías occidentales, así como la política monetaria aún expansiva, están mitigando actualmente los indicios negativos de esta regla.
- Por tanto, parece que es demasiado pronto para hablar de un escenario de estanflación similar al de los años 70.
- De momento, la probabilidad de que se produzcan escenarios de riesgo, como ciberataques o el ataque a un Estado de la OTAN por parte de Rusia, parece baja, pero no nula.
- El fuerte aumento de las tasas de inflación y la presión sobre los bancos centrales han provocado una tendencia bajista de dimensiones históricas en los mercados de renta fija de Estados Unidos. En términos relativos, las acciones siguen manteniéndose como valores reales, sobre todo en un entorno en el que los tipos de interés reales pueden permanecer en niveles negativos durante aún más tiempo.

### Acciones

- En el entorno actual de incertidumbre política de dimensiones difícilmente calculables, los indicadores fundamentales tienen una gran importancia. Cuanto más estables puedan presentarse, más resistentes podrían mostrarse los mercados de renta variable.
- El crecimiento de los beneficios del 9% que se estimaba antes de la crisis para las empresas europeas del Stoxx600 ya no es realista. Además de las pesimistas perspectivas de crecimiento, es probable que los aumentos de los costes de los insumos relacionados con la oferta supongan un problema. El aumento de las estimaciones de los beneficios para los sectores de la energía y de las materias primas debería suavizar parte del efecto. Es probable que la crisis de Ucrania influya menos en los beneficios de EE. UU. que en Europa.
- En Europa, los múltiplos de valoración se sitúan en torno a la media de los últimos años, mientras que en EE. UU. seguimos considerando que la relación precio-beneficio, suavizada a lo largo de un periodo de diez años, está aumentando. La combinación de un crecimiento más débil y una mayor inflación es un obstáculo para la valoración de la renta variable.
- A corto plazo, la posición de los inversores en renta variable parece estar por debajo de la media, y la confianza de los inversores es relativamente pesimista, por lo que podrían surgir oportunidades tácticas.
- Como criterios de sostenibilidad de las empresas, los factores ESG deberían desempeñar a largo plazo un papel importante en la selección de títulos individuales.

### Bonos

- Como consecuencia de la tendencia alcista de los precios de la energía y del aumento significativo de los riesgos de inflación a medio plazo, numerosos bancos centrales han acelerado la normalización de la política monetaria a pesar de la mayor incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento. Esto ha provocado un fuerte ascenso de los rendimientos de la deuda pública estadounidense, especialmente en segmentos a más corto plazo.
- Mientras tanto, los inversores del mercado monetario en Estados Unidos esperan siete aumentos, como mínimo, de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal (Fed) en 2022, así como una reducción de la cartera de bonos en el balance de la Fed que se iniciará en primavera o verano. En el caso del Banco Central Europeo (BCE), tampoco se puede descartar ya un ascenso del tipo de interés sobre los depósitos a lo largo de este año.

- Algunos segmentos de la curva de rendimiento de EE. UU. se han aplanado bruscamente, lo que sugiere un aumento a medio plazo de las preocupaciones económicas por parte de los inversores en bonos. Sin embargo, la curva es (aún) bastante pronunciada entre periodos más cortos de algunos meses y, por ejemplo, los rendimientos a 10 años, lo que debería aliviar los temores acerca de la recesión a corto plazo.
- El vencimiento previsto del programa de compras de bonos del BCE a finales de año, así como los riesgos fiscales estructurales (grandes déficits/deuda), podrían ejercer una presión alcista sobre los diferenciales de la deuda pública de los países periféricos frente a los bonos del Estado alemanes.
- Los bonos de mercados emergentes denominados en moneda fuerte y los bonos denominados en moneda local deben seguir viéndose afectados por el aumento de las tasas de inflación y el posible aumento de los rendimientos (reales) de Estados Unidos.

### Divisas

- El dólar estadounidense debería seguir respaldado ante un entorno de aversión al riesgo y la aceleración del ciclo de los tipos de interés de la Fed.
- Sin embargo, según los cálculos de nuestro modelo, parece estar sobrevalorado con respecto a la mayoría de las divisas de los países industrializados y también de los países emergentes.
- Los factores adversos a medio plazo para el billete verde continúan persistentes; Estados Unidos mantiene déficits gemelos, es decir, un déficit presupuestario y uno de cuenta corriente.

### Materias primas

- En un contexto marcado por el fuerte aumento de la inflación, las materias primas son una clase de activos muy buscada, pero las subidas de precios marcadas rara vez han demostrado ser constantes a lo largo de la historia.
- Muchas materias primas tienen una oferta limitada tras años de escasa inversión en la capacidad de producción, y esto choca con una fuerte demanda. Se espera que muchos metales, como el cobre, sigan respaldados, durante algún tiempo, por la demanda a causa de la electrificación de la movilidad y la necesidad de crear redes eléctricas.
- En la actualidad, los mercados de la energía están ensombrecidos por el conflicto de Ucrania; muchos compradores ya no quieren adquirir materias primas rusas, pero no se puede aumentar la capacidad inmediatamente en otros lugares.

**Inversiones:**

- Cuando los mercados bursátiles se vuelven más inestables, es decir, cuando la volatilidad (fluctuación) aumenta y los precios caen, siempre surge la misma pregunta para los inversores: ¿Es momento de actuar o hay que ser cautelosos?
- La respuesta no es sencilla. La pregunta se basa en el deseo de minimizar las pérdidas y, en el mejor de los casos, volver a invertir después de una fase de desaceleración.
- Según la prensa, un profesor de “Household Finance” de la Universidad Goethe de Fráncfort ha declarado al respecto que es mejor invertir permanentemente en el mercado de valores que vender en tiempos difíciles.
- Detrás del “timing”, el santo grial de la gestión activa, hay dos problemas para el inversor privado. El primero, el problema de información: ¿cuándo empieza la desaceleración? El segundo, el problema de conocimiento y comportamiento económicos: ¿cuándo es el momento de volver a participar?
- Es complicado saber cuándo será el momento ideal. A esto se suma el fenómeno del comportamiento económico: muchas veces, quien ha salido tiene dificultades para volver a entrar. La aversión a la pérdida acaba arruinando sus planes. Por lo tanto, a menudo se pierden los mejores días de recuperación. Pero todavía existen incertidumbres, y aún pueden producirse retrocesos.
- Estos cálculos ilustran el problema: quienes se perdieron los mejores 20 días en el índice mundial de acciones MSCI World en los últimos 25 años (desde principios de 1997 hasta finales de 2021), obtuvieron un rendimiento promedio del 2,9% anual. Los que desaprovecharon los mejores 40 días tuvieron que conformarse con una media anual de menos del 0,4%. Aquellos que mantuvieron sus inversiones alcanzaron un 8,05% anual.
- Por supuesto, las cifras y los valores pasados no son una garantía del rendimiento futuro, pero es cierto que el patrón económico indica que la reincorporación es más difícil de lo que muchos piensan.



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

**Pie de Imprenta**

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

Stefan Rondorf, CFA

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