

# Comentario sobre los mercados mundiales de renta variable

## “¿Punto de inflexión en los mercados? De los tipos al crecimiento”



Virginie  
Maisonneuve  
CIO Global de  
Renta Variable

Con la vista puesta en el resto de 2023, es importante evaluar si hemos llegado a un punto de inflexión en los mercados, ya que la atención está cambiando de los tipos al crecimiento económico. Para averiguarlo, los inversores se deben plantear tres cuestiones clave. En primer lugar, ¿para qué tipo de recesión se está preparando el mercado en lo relativo a plazos y mínimos? En segundo lugar, ¿qué trayectoria seguirá la inflación en los próximos meses y corremos el riesgo de estanflación? Y tercero, ¿cómo responderán los beneficios de las empresas en estas condiciones?

Aunque los inversores parecen haber hecho las paces con la crisis temporal de confianza del sector bancario, la rapidez de la política monetaria que ha seguido a la Covid ha puesto de relieve puntos de presión específicos. Por otro lado, el desajuste entre el pasivo y el activo de algunos bancos estadounidenses no ha provocado en un riesgo sistémico. Por otro lado, la rápida resolución de los problemas de First Republic ha permitido evitar nuevos temores en relación con los depósitos bancarios estadounidenses, mientras que el Gobierno suizo prácticamente ha asegurado Credit Suisse a través de UBS. Asimismo, y pese a que la confianza se ha visto dañada, los bancos europeos cuentan con ratios de cobertura de liquidez del 160% y ratios de financiación estable neta del 130%<sup>1</sup>. Además, por ahora, siguen beneficiándose del impacto retardado, en comparación con Estados Unidos, del ciclo de tipos de interés. Sin embargo, el episodio pone claramente de manifiesto lo extenso que puede ser el proceso de ajuste a la rápida subida de los tipos de interés en toda la economía mundial.

### Nubes de recesión

Ante un periodo de ajuste de la política monetaria, el sector financiero asume el papel de principal mecanismo de transmisión. En Estados Unidos, el agregado monetario M2 ha registrado un descenso durante ocho meses consecutivos y el impacto de dicha caída suele tener un desfase de entre cuatro y seis

trimestres. En un contexto en el que “el dinero vuelve a tener un coste”, las industrias y los consumidores acabarán viéndose afectados, aunque en una fase inicial de desaceleración de la inflación, los ingresos reales experimentarán mejoras y respaldarán el consumo.

Algunos indicadores económicos también se están deteriorando, aunque lentamente. Los índices de gestores de compras (PMI) manufactureros más recientes de EE.UU., la zona euro, Reino Unido y China disminuyeron un punto en sus últimas lecturas, con EE.UU. en una fuerte contracción en niveles de 47,1. Asimismo, las cifras de empleo en Estados Unidos muestran igualmente que, aunque la tasa de desempleo se mantiene en mínimos de las últimas décadas, el ritmo de contratación se está ralentizando. Sin embargo, aunque todos los indicadores adelantados apuntan a la baja, el “tiempo hasta el impacto” – en términos de posible recesión – se está retrasando debido al exceso de liquidez inyectada durante la pandemia. Al mismo tiempo, con la reapertura de China y el continuado crecimiento saneado de India, vemos, como tantas veces en el pasado, una divergencia en las sendas de crecimiento entre los dos gigantes asiáticos y las economías del G7, que se están estancando. De hecho, si observamos el crecimiento de China e India en el primer trimestre de 2023, calculamos que aportarán el 50% del crecimiento económico mundial en 2023.<sup>2</sup>

Así pues, ante algunas señales contradictorias, con unos mercados de renta variable que se mantienen relativamente al alza frente a una curva de tipos invertida que acostumbra a ser un presagio de recesión, no se disipan las nubes que ensombrecen las perspectivas. Si bien las principales economías han logrado disipar el peligro de recesión en 2023, las perspectivas para 2024 son mucho menos claras.

### Entorno inflacionista

La atenuación de los datos económicos se ha combinado con la relajación de las cifras de inflación. En EE.UU., el índice de precios al consumo (IPC) de marzo creció un 5% interanual, situándose en su nivel más bajo en casi dos años. Las recientes tensiones financieras han reducido aún más la disposición de los bancos a conceder préstamos, que cayeron un 22% en el primer trimestre en Europa. En consecuencia, los inversores esperan ahora que la Reserva Federal estadounidense empiece a recortar los tipos ya en septiembre, con un máximo del 5% en junio.

Sin embargo, con un aumento del IPC subyacente (que excluye los costes volátiles de la energía y los alimentos) del 5,6%, hay razones para creer que las presiones sobre los precios de los servicios se mantendrán incluso cuando las economías empiecen a ralentizarse; sobre todo, porque las demandas salariales y el coste de mano de obra (un indicador rezagado) están aumentando en diversos sectores. Ante este escenario, no se puede ignorar el riesgo de estanflación, por lo que los bancos centrales siguen enfrentándose a la difícil tarea de determinar una política suficientemente restrictiva para reducir la inflación, pero no tan agresiva como para poner en peligro la estabilidad financiera. Y, por supuesto, ante tantas incógnitas, existe el riesgo de cometer un error en la política. En la actualidad, el mercado está descontando que lo más probable es que la política monetaria se torne más laxa, previendo un recorte de tipos en julio de este año y una mayor relajación en el futuro.

El discurso de los bancos centrales hasta ahora sugiere que los responsables políticos seguirán manteniéndose a la espera de señales más claras de desaceleración de la inflación antes de dar un giro a su postura monetaria. De hecho, en la zona euro, los precios subieron un 7% este año hasta abril, frente al aumento del 6,9% en el mes anterior -la primera subida en seis meses-, mientras que la inflación subyacente cayó ligeramente hasta el 5,6%. Los bancos centrales, sopesando el riesgo de un error de política, pueden seguir considerando que la recesión y el daño significativo a los mercados laborales es el precio necesario a pagar para mitigar la inflación cíclica.

### Beneficios de las empresas

A nivel empresarial, las revisiones de los beneficios agregados siguen siendo negativas: los beneficios del primer trimestre han sufrido una fuerte caída, con previsiones de consenso del -10% en Europa y del -8% en EE.UU. Aunque el ritmo de las revisiones negativas se ha ralentizado desde que tocara fondo en el cuarto trimestre de 2022, los inversores se han apresurado a castigar a

las empresas con una gestión ineficiente. Por su parte, en EE.UU., cerca del 70% de las compañías han superado hasta ahora las previsiones de BPA del primer trimestre y los ingresos inesperados se han situado en torno al 6% -más de lo previsto-, mientras que las ventas las han superado en un 2%, lo que apunta a una contracción de los márgenes en el primer trimestre menor de lo que se temía. En este caso, el sector tecnológico ha sido el que más ha contribuido a la fortaleza de esta temporada.

Por su parte, en Europa la presentación de resultados no está tan avanzada, ya que, de momento, menos de una cuarta parte de las empresas los han presentado. Sin embargo, los primeros indicios apuntan a que siguen el mismo patrón que los de EE.UU., con cierto margen para un resultado de ingresos netos mayor de lo esperado. De cara al resto del año, las empresas con las que nos reunimos señalan que el aumento de los costes laborales será un tema clave, a pesar de la moderación de los precios de las materias primas. Para algunas empresas, la preservación de márgenes mediante subidas de precios (o lo que algunos han bautizado como *greedflation* o avariciflación) es un componente clave. De hecho, la medida en que las empresas puedan o decidan repercutir estas presiones sin afectar a los volúmenes será vital para los márgenes en el segundo semestre. Dado el impacto desigual de la inflación sobre los costes y los ingresos, las empresas que se han visto afectadas por esta *greedflation* (en la que el aumento de los precios afecta desmesuradamente a los volúmenes) pueden sufrir las consecuencias. Evidentemente, el peso del contexto de ralentización del crecimiento económico mundial también recaerá sobre los resultados del resto del año, aunque todavía hay margen para posibles sorpresas al alza que apoyen a los inversores que se centran en la selección de valores (*stock pickers*). Por ejemplo, la continua reapertura de China y las primeras cifras positivas de crecimiento de India pueden ofrecer cierto alivio.

### Perspectivas

La persistencia de la incertidumbre en estos frentes sigue generando volatilidad en los mercados de renta variable. A medida que los inversores desplazan su centro de atención de la inflación y los tipos a las presiones recesivas, la clave para sus carteras será tener exposición a compañías sólidas (tanto *value* como *growth*) con valoraciones atractivas, tendencias estructurales a largo plazo y que hagan hincapié en la calidad, los dividendos y en la sostenibilidad. Resulta fundamental comprender la resistencia de los márgenes para el resto de 2023, ya que está surgiendo inestabilidad en torno al techo de la deuda estadounidense y a las elecciones en Estados Unidos. Por ello, entre las temáticas que consideramos atractivas se encuentran la tecnología (en compañías que ya tienen beneficios) y en algunos sectores; por ejemplo, las empresas que se benefician de la relocalización, la automatización o las soluciones climáticas. Los ingresos reales de los consumidores también deberían aumentar en un entorno de ralentización de la inflación, aunque dependerá del ritmo del crecimiento económico. Por último, la economía china, históricamente anticíclica, también sigue presentando oportunidades atractivas.

1. European Central Bank, [ECB publishes supervisory banking statistics for the fourth quarter of 2022](#)
2. Nikkei Asia, [China and India to drive half of 2023's global economic growth: IMF](#)

## Disclosures

**Invertir conlleva riesgos.** Los resultados pasados no predicen la rentabilidad futura. Comunicación publicitaria. Los valores mencionados en este documento tienen únicamente carácter ilustrativo y no constituyen una recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor concreto. Estos valores no estarán necesariamente incluidos en la cartera en el momento de la publicación de este documento o en cualquier otra fecha posterior.

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. Las opiniones y los pareceres expresados en el presente documento, que están sujetos a cambio sin previo aviso, corresponden a las sociedades emisoras en el momento de la publicación. Los datos utilizados se han obtenido de diversas fuentes y se consideran correctos y fiables en el momento de la publicación. Las condiciones de cualquier oferta o contrato subyacente que se haya realizado o celebrado —o que se pueda realizar o celebrar— prevalecerán. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma.