



DICIEMBRE 2023

# La divergencia ha vuelto. ¿Nuevas oportunidades para los **multiactivos**?



**Gregor M.A. Hirt**  
CIO global de  
Multiactivos

El aumento de la divergencia en la rentabilidad de las distintas regiones, clases de activos y sectores está ampliando el abanico de oportunidades para las estrategias multiactivo. El enfoque dinámico intrínseco a estas estrategias puede convertirlas en una parte esencial de las herramientas de los inversores durante este periodo de incertidumbre macroeconómica.



**Nicolas Hengstebeck**  
Responsable global  
de especialistas de  
producto de Multiactivos

Dado que los inversores prevén un entorno de mercado más homogéneo, pero con unas perspectivas económicas globales que siguen siendo desafiantes, creemos que la capacidad de las estrategias multiactivo para identificar y obtener posibles rentabilidades adicionales está aumentando una vez más.

## ASPECTOS CLAVE

- Las principales economías, como EE.UU., China y la zona del euro, se enfrentan a diferentes retos y sus bancos centrales están empezando a tomar caminos diferentes.
- A medida que los tipos de interés comienzan a estabilizarse, la atención de los inversores volverá a centrarse en el crecimiento, lo que debería traducirse en correlaciones más homogéneas entre la renta variable y la renta fija.
- Creemos que este entorno de mercado relativamente más equilibrado ofrecerá oportunidades para que las estrategias multiactivo se centren en el alfa mediante una asignación y selección de activos adecuadas.
- La elevada incertidumbre macroeconómica y geopolítica favorecerá un enfoque dinámico que pueda crear mecanismos de protección añadiendo estrategias de opciones, posiciones cortas y alternativos líquidos.



Adaptarse al  
entorno de tipos

Ahora que en gran medida hemos dejado atrás el efecto “arrollador” de las subidas de tipos, esperamos que en los próximos meses aumente la dispersión de rentabilidades entre regiones, clases de activos y sectores, a medida que las perspectivas económicas diverjan y las correlaciones habituales se restablezcan.

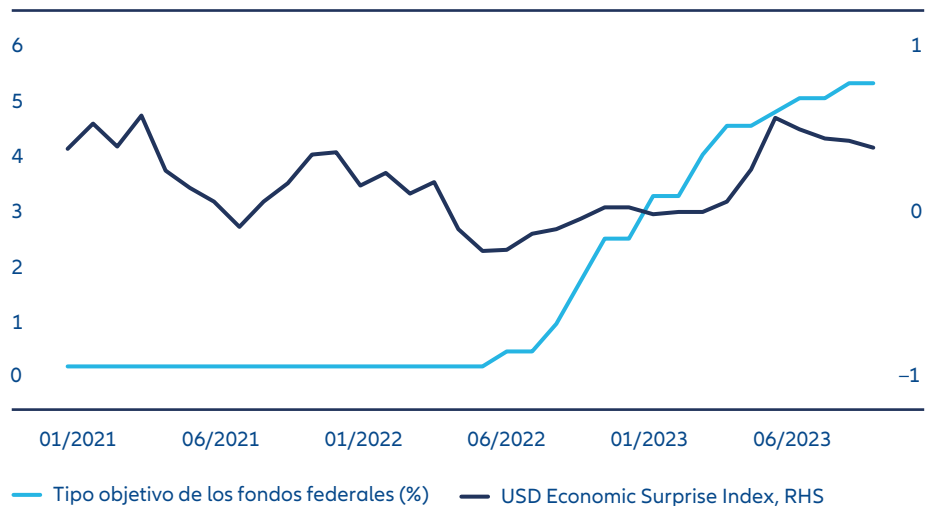
Sin embargo, dado que la incertidumbre sigue siendo elevada, la diversificación de las estrategias multiactivo (junto con sus capacidades de gestión del riesgo, como las estrategias de opciones, las posiciones cortas y las alternativas líquidas) también podría ser fundamental para mitigar nuevos episodios de volatilidad en 2024.

### Divergencia regional: EE.UU., Europa y China siguen caminos diferentes

A medida que el ciclo de endurecimiento monetario avanza, las perspectivas de las principales economías divergen ya que los países se enfrentan a diversos retos y responden a ellos de distintas maneras. Tras meses en los que los principales bancos centrales han adoptado prácticamente la misma estrategia para controlar la inflación, cada vez son más evidentes las diferencias en la forma de responder a los nuevos datos.

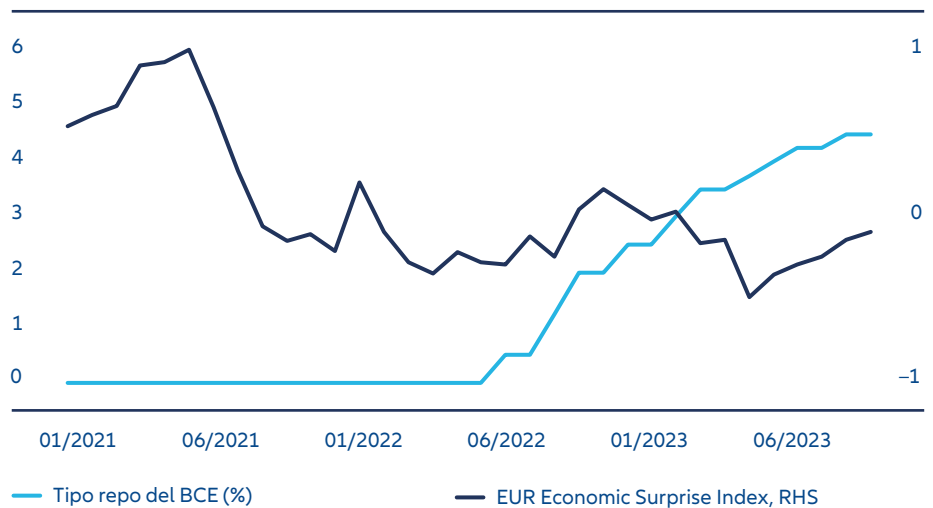
Quizá la diferencia de estrategia más marcada se observe entre EE.UU. y la zona euro (consulte los gráficos 1 y 2). Tras haber llevado a cabo una política monetaria más agresiva que el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) ha ralentizado su ritmo de subidas de los tipos, incluso cuando la economía ha mostrado signos de recuperación tras su debilidad de principios de año. Por el contrario, el BCE ha prolongado su ritmo de ajuste ante la rigidez de la inflación subyacente. Mientras que la Fed parece dispuesta a permitir

**Gráfico 1: Tipos de interés oficiales en EE.UU. e impulso económico**



Fuente: Bloomberg, AllianzGI, datos a 31 de octubre de 2023. Los resultados pasados no predicen la rentabilidad futura.

**Gráfico 2: Tipos de interés oficiales de la zona del euro frente al impulso económico**



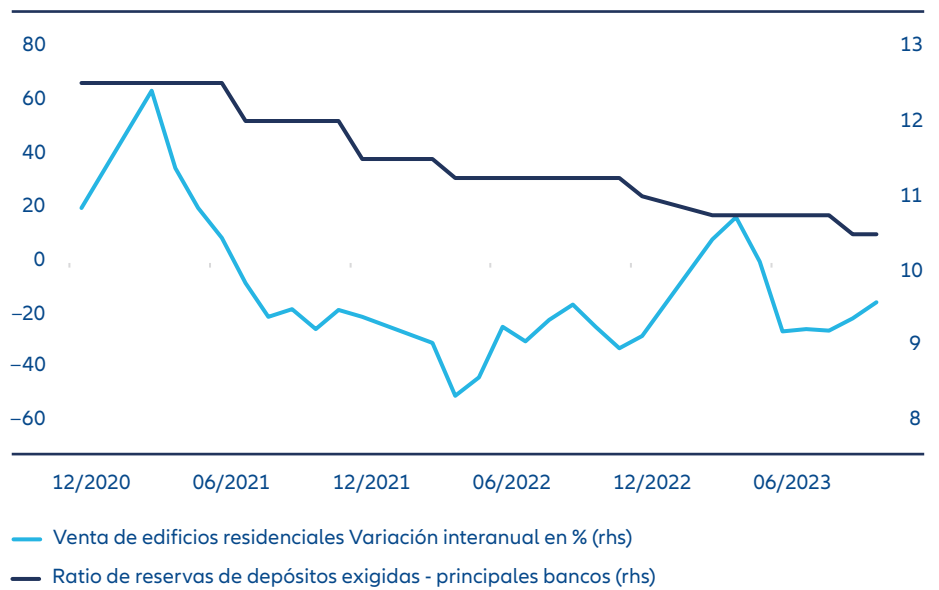
Fuente: Bloomberg, AllianzGI, datos a 31 de octubre de 2023. Los resultados pasados no predicen la rentabilidad futura.

que la economía vuelva a situarse en el objetivo de inflación, el BCE parece que adoptará un enfoque más conservador para combatir la inflación en los próximos meses.

En el caso de China, la situación económica actual es tan compleja que el Banco Popular de China (PBOC) se ha visto obligado a relajar su política monetaria. En China, el sector inmobiliario, que se ha visto muy afectado, sigue representando alrededor del 25% del PIB del país, lo que indica que, si bien los precios han caído significativamente desde su máximo y las ventas se han desplomado (consulte el gráfico 3), todavía hay potencial para un mayor desapalancamiento. Esto, unido a los amargos recuerdos de los confinamientos derivados de la COVID-19, ha sumido a los inversores del país en una crisis de confianza, con el consiguiente aumento continuado de las tasas de ahorro. El PBOC y las autoridades chinas tienen que hacer un ejercicio casi de malabarismo: reorientar la economía hacia sectores clave como la tecnología, la inteligencia artificial y las energías renovables y, al mismo tiempo, apoyar al sistema bancario, del que probablemente se espere que absorba parte de las pérdidas procedentes del sector inmobiliario.

El hecho de que EE.UU. y Europa estén atravesando un ciclo de ajuste desincronizado, mientras que China se encuentra en una fase de relajación económica pronunciada, es un claro ejemplo de la mayor divergencia económica que esperamos ver en el futuro. La fragmentación geopolítica, favorecida por la “deslocalización” y la “localización” de las cadenas de suministro tras la pandemia, puede impulsar aún más esta disociación económica.

**Gráfico 3: Ventas de inmuebles residenciales en China, coeficiente de reservas bancarias obligatorias**



Fuente: Bloomberg, AllianzGI, datos a 31 de octubre de 2023. Las rentabilidades pasadas, o cualquier predicción, proyección o previsión, no son indicativas de rentabilidades futuras.

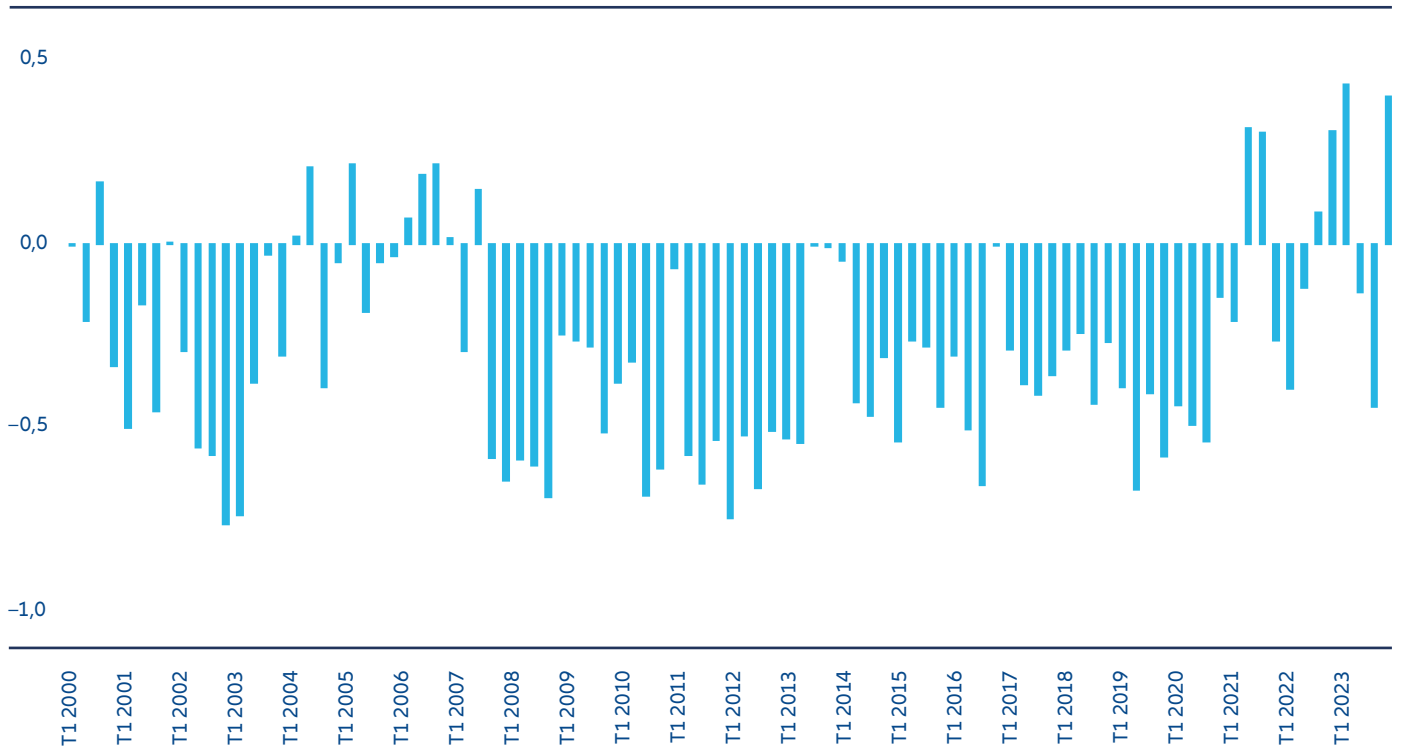
De cara al futuro, somos conscientes de que la divergencia regional se traduce en una mayor dispersión de los resultados en los mercados de activos, lo que para los inversores multiactivo supone una oportunidad para buscar puntos de rentabilidad positiva. En renta fija, el ciclo de fuertes subidas de tipos ha devuelto el atractivo a segmentos refugio como los bonos del Tesoro estadounidense. Los rendimientos de la deuda pública han tocado máximos de varios años ante la expectativa de que la Fed mantenga los tipos de interés al alza durante un periodo prolongado para luchar contra la inflación. Dado que esas expectativas se están moderando, pero el riesgo de recesión sigue presente, creemos que el telón de fondo es favorable para los bonos del Tesoro. En cambio, los diferenciales del alto rendimiento estadounidense no dejan mucho margen de protección si el crecimiento sigue deteriorándose y aumenta la volatilidad.

### Divergencia entre clases de activos: correlaciones históricas para volver a centrarse en el crecimiento

La diversificación es uno de los principios básicos de la inversión en multiactivos, pero ésta resulta más beneficiosa para las carteras cuando la rentabilidad de las inversiones individuales no está bien correlacionada.

Desde el inicio de los 2000, la gran mayoría de los trimestres individuales han registrado rentabilidades negativamente correlacionadas entre la renta fija y la renta variable estadounidenses, lo que ha supuesto grandes beneficios de diversificación para las carteras multiactivo, que tienden a invertir predominantemente en estas dos clases de activos. Sin embargo, los recientes mercados alcistas de 2021, impulsados por la liquidez de los

Gráfico 4: Correlaciones trimestrales entre las acciones y los bonos estadounidenses



Fuente: Bloomberg, AllianzGI, datos a 30 de septiembre de 2023. Las rentabilidades pasadas, o cualquier predicción, proyección o previsión, no son indicativas de rentabilidades futuras. Acciones representadas por el índice S&P 500, bonos por el futuro del Tesoro estadounidense a 10 años. Correlación calculada a partir de los rendimientos diarios de cada trimestre.

bancos centrales, y las fuertes caídas de los mercados de 2022, se caracterizaron por unas sólidas correlaciones positivas entre la renta variable y la renta fija (consulte el gráfico 4). Por ello, encontrar oportunidades de rentabilidad absoluta supuso un gran reto, incluso para los inversores en multiactivos más activos y flexibles. Como es lógico, estos inversores se han entusiasmado con la reaparición de correlaciones negativas entre acciones y bonos en 2023. Sin embargo, el tercer trimestre volvió a caracterizarse por correlaciones positivas.

En nuestra opinión, las recientes correlaciones positivas entre la renta variable y la renta fija estuvieron impulsadas en gran medida por los riesgos derivados de la inflación post-pandémica y por las medidas de los bancos centrales, que tendieron a mover estos mercados en la misma dirección. Ahora que la amenaza inflacionista se aleja y el ciclo de endurecimiento de los bancos centrales se estabiliza, creemos que la atención de los participantes en el mercado se desviará cada vez más de los datos inflacionistas hacia el crecimiento económico, lo que debería significar que los mercados sigan pautas más típicas de *risk-on* y *risk-off*. Esto debería dar lugar a correlaciones más similares a las observadas antes de 2020.

En 2023, la cartera 60:40 (que invierte un 60% en renta variable y un 40% en renta fija) ha protagonizado un modesto repunte tras uno de los peores años de la historia en 2022, cuando ambas clases se anotaron malos resultados, lo que pone en tela de juicio la idea de que la división proporciona beneficios de descorrelación. Pero con los activos de riesgo (en particular la renta variable) enfrentándose a un panorama desafiante, otras asignaciones de activos (como 70:30) y clases de activos menos tradicionales, incluidas las materias primas y ciertos mercados privados, podrían ser más apropiadas para el entorno actual.

### Divergencia entre sectores: cautela con los "7 magníficos", optimismo con Japón, la energía y la banca

Este nuevo entorno económico, en el que la incertidumbre por el crecimiento supera a la inquietud por la inflación y la evolución de los tipos de interés, puede dar lugar a una divergencia cada vez mayor entre las distintas clases de activos.

En renta variable, vemos oportunidades de obtener alfa mediante la selección de sectores y valores. Al

mismo tiempo, creemos que las condiciones monetarias podrían desencadenar revalorizaciones en los próximos meses y trimestres. Aunque dentro de nuestras carteras multiactivos somos moderadamente optimistas sobre la renta variable en general, tácticamente favorecemos la renta variable japonesa. Las compañías japonesas se encuentran entre las pocas de las economías desarrolladas que siguen recibiendo el apoyo de unos tipos más bajos, herencia de años de lucha contra la deflación. Dado que los beneficios de las empresas siguen resistiendo gracias a los datos macroeconómicos positivos y a las reformas empresariales, creemos que las valoraciones son atractivas en los niveles actuales.

También mantenemos unas perspectivas favorables para la renta variable de los sectores energético, bancario y de materiales básicos. En el sector energético, observamos una combinación favorable de valoraciones razonables, recientes revisiones positivas de los beneficios y un impulso bastante sólido. En el sector bancario vemos valoraciones atractivas respaldadas por la mayor capacidad de beneficios que ofrece la subida de los tipos de interés. Los bancos europeos parecen menos vulnerables que sus homólogos estadounidenses gracias a una regulación más estricta después de 2008, aunque el sector en general podría enfrentarse a vientos en contra si la debilidad económica en Europa persiste durante mucho más tiempo de lo previsto. En cuanto a los materiales básicos, creemos que los riesgos de recesión se han valorado más adecuadamente para este sector que para otros, y observamos una falta de inversión a largo plazo y una creciente demanda en un mundo con una dependencia cada vez mayor de los vehículos eléctricos.

Por el contrario, las posiciones de nuestra gama multiactivos han adoptado un enfoque más conservador con respecto a los "7 magníficos" valores del sector tecnológico, dadas sus valoraciones, que consideramos muy elevadas, y su extrema concentración en el índice NASDAQ. El impresionante repunte de los valores tecnológicos en lo que va de año (especialmente en el primer semestre de 2023) se ha visto impulsado por toda la publicidad en torno a la inteligencia artificial (IA) y, en particular, a la nueva generación de *chatbots*. La historia ha demostrado que el camino desde los casos de uso iniciales hasta la comercialización generalizada puede estar marcado por importantes desfases temporales, aunque en esta ocasión podría ser diferente gracias al digitalizado panorama actual. La cuestión clave que se plantea en este contexto es qué empresas serán capaces de aprovechar las expectativas de un aumento de la productividad impulsado por la IA para obtener beneficios a corto plazo.

## Un enfoque dinámico será clave

En los próximos meses y trimestres, creemos que será importante adoptar un enfoque diversificado de la selección de activos en todo el abanico de inversión. En una época en la que el dinero vuelve a tener un coste, no todos los activos tendrán el mismo comportamiento. El exceso de liquidez que ha contribuido a mantener muchos activos al alza desde la crisis financiera mundial está retrocediendo a medida que los bancos centrales retiran los estímulos. Las tensiones geopolíticas constituyen un difícil telón de fondo. La persistente fortaleza del dólar frente a la divergencia económica sostenida a medida que se ralentiza el crecimiento también puede ser un factor de tensión en una amplia gama de activos.

En consecuencia, los mercados podrían seguir experimentando picos de volatilidad y la diversificación será esencial. Es posible que los inversores deban ser lo suficientemente ágiles como para buscar oportunidades más allá de los pilares clave de la renta fija y la renta variable, así como analizar la eficacia de una cartera 60:40 frente a otras combinaciones de activos. En periodos de elevada incertidumbre, será importante adoptar un enfoque dinámico. Esto puede significar buscar oportunidades en renta variable y renta fija a medida que se ajustan las valoraciones, o crear protección añadiendo estrategias de opciones, permitiendo posiciones cortas y alternativas líquidas en caso de movimientos bruscos del mercado, como ofrecen las estrategias multiactivo.

Sin embargo, creemos que el entorno de mercado relativamente más homogéneo es, en general, una buena noticia para las estrategias multiactivo de cara a 2024. El reajuste de los rendimientos de la renta fija, pendiente desde hace tiempo, combinado con la probabilidad de una mayor divergencia por regiones, clases de activos y sectores, puede allanar el camino para un enfoque más activo de la gestión de activos, en el que pueden surgir oportunidades de alfa.

**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.