

# Un ejercicio de equilibrismo

Perspectivas de inversión  
para 2024





**KRISTINA HOOPER**  
Chief Global Market  
Strategist



**Creemos que estamos en la senda de la normalización, lo que permitirá que las tasas de inflación disminuyan sin que ello suponga una reducción significativa de los resultados.**

## Resumen

Los responsables políticos llevan casi dos años luchando contra la inflación, por lo que nuestras perspectivas para 2024 se centran en el equilibrio entre la duración del crecimiento y la persistencia de la inflación. A pesar de llevar varios trimestres de política monetaria restrictiva, la economía mundial, en particular la estadounidense, se ha mostrado sorprendentemente resistente. Aunque creemos que los mercados ya han descontado en cierta medida una ligera ralentización del crecimiento, continúan las dudas sobre la evolución de la inflación. En nuestra opinión, el proceso de desinflación continuará durante el periodo que abarcan nuestras perspectivas y el crecimiento volverá a acelerarse, primero en EE.UU., en el segundo semestre de 2024. A medida que la inflación se suavice y los responsables políticos comiencen a recortar los tipos de interés, esperamos que los activos de riesgo recobren la fortaleza.

Desde nuestro punto de vista, la economía mundial se encuentra actualmente inmersa en un breve periodo de crecimiento por debajo de la tendencia impulsado por el reciente endurecimiento de la política monetaria, que creemos que los mercados ya han descontado. A lo largo de 2024, preveemos que los resultados varíen según el país: EE.UU. parece el más resistente a los efectos del endurecimiento de la política y las condiciones financieras, mientras que el crecimiento en la eurozona y el Reino Unido ya está debilitándose. Las políticas restrictivas, el aumento de la presión sobre los consumidores y los problemas idiosincrásicos del crecimiento sugieren que es probable que la economía mundial se ralentice ligeramente, y que la desaceleración irregular en las principales economías desarrolladas se materialice en el primer semestre del año.

Consideramos que la inflación descenderá a lo largo del periodo que abarcan nuestras perspectivas y se acercará a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2024. Puesto que es probable que la inflación haya alcanzado su punto máximo y disminuya gradualmente, y que muchas de las principales economías muestren algunos signos de presión por el endurecimiento de las políticas, creemos que los responsables políticos han alcanzado ya el final de sus ciclos de endurecimiento. El siguiente paso podría ser la relajación, que esperamos comience a finales del primer semestre de 2024. Confiamos en que esta relajación, combinada con la caída de la inflación, sienta las bases para que, en el segundo semestre de 2024, la economía mundial recupere la tendencia de crecimiento y se produzca un aumento de los salarios reales.

Pensamos que a principios de 2024, los mercados comenzarán a descontar una recuperación económica; el apoyo político debería consolidarse y aumentar el apetito mundial por el riesgo a medida que avance el año. Sin embargo, no preveemos un repunte significativo debido a la poca intensidad de la desaceleración.

## Autores

### **Alessio de Longis, CFA®**

Senior Portfolio Manager  
Head of Investments  
Invesco Solutions

### **Mo Haghbin CFA®, CAIA®**

Head of Solutions  
Invesco Solutions

### **Jeffrey Bennett, CFA®**

Senior Portfolio Manager  
Head of Manager Selection

### **Adam Burton**

Senior Macro Strategy Analyst

### **David Chao**

Global Market Strategist

### **Arnab Das**

Global Macro Strategist

### **David Gluch, CFA®**

Client Portfolio Manager, GAA

### **Paul Jackson**

Global Head of Asset Allocation  
Research

### **Benjamin Jones, CFA®**

Director, Macro Research

### **Kristina Hooper**

Chief Global Market Strategist

### **Rob Waldner, CFA®**

Chief Strategist  
Head of Macro Research  
Invesco Fixed Income

### **Tomo Kinoshita**

Global Market Strategist

### **Turgut Kisinbey**

Chief US Economist, IFI  
Research

### **Brian Levitt**

Global Market Strategist

### **Ashley Oerth, CFA®**

Senior Investment Strategy  
Analyst

### **Drew Thornton, CFA®**

Head of Thought Leadership,  
Solutions

### **Andrés Vig**

Senior Multi-Asset Strategist

# Perspectivas macroeconómicas

## Ralentización en el primer semestre, recuperación después

1

- Esperamos que se produzca una desaceleración irregular acompañada por una ralentización del crecimiento mundial durante el primer semestre de 2024.
- La situación de cada economía es distinta: EE.UU. es la más resistente, la eurozona tiene un crecimiento plano y en China se está estabilizando el crecimiento.



2

## Desinflación desigual, pero continua, hasta finales de 2024

- En nuestra opinión, la evolución de la inflación será irregular, pero desinflacionista, en los próximos trimestres.
- Los efectos de la inflación se están disipando y estabilizando, especialmente los derivados de la política fiscal y monetaria.



3

## Política monetaria en máximos, relajación moderada a finales del primer semestre

- La relajación en EE.UU. comenzará a finales del primer semestre con desinflación y ralentización.
- Reino Unido podría liderar los recortes de tipos de interés ante el debilitamiento de la economía.
- Recuperación desigual de China, el BPC seguirá siendo acomodaticio.
- El Banco de Japón (BoJ) emprenderá un "endurecimiento moderado".



4

## Tras la ralentización, es probable que mejore el apetito por el riesgo

- Es probable que "las buenas noticias parezcan malas noticias" (y viceversa), ya que la incertidumbre política y las condiciones financieras siguen siendo volátiles.
- Oportunidades para la duración en un entorno centrado en la política fiscal.
- Probable rotación de los mercados a medida que el crecimiento se reaccelere y la política económica cambie de rumbo.



5

## Principales temas y riesgos

- Los riesgos geopolíticos siguen siendo elevados.
- Probables acontecimientos financieros tras el endurecimiento.



# Perspectivas del mercado

## Renta fija

Un crecimiento más lento y la continua desinflación podrían contribuir a frenar la subida mundial de los tipos. Cualquier caída de la volatilidad de los tipos de interés debería impulsar el flujo de capital hacia la renta fija.

## Renta variable

A medida que se materialice la ralentización, debería producirse una recuperación, que probablemente favorezca a los valores más cíclicos, orientados al value y de menor capitalización.

## USD/divisas

El dólar estadounidense (USD) se debilitará cuando la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) suavice su política monetaria. Un yen japonés (JPY) extremadamente débil podría beneficiarse si el BoJ comienza la normalización. Es probable que la relajación de la Fed favorezca a las divisas y los activos de los mercados emergentes.

## Alternativos

Los préstamos directos y el crédito distressed se encuentran bien posicionados para obtener mejores resultados. La subida de los tipos sigue presionando a los activos reales, pero los fundamentales están mejorando en ciertas áreas.

## Mercados emergentes

Las valoraciones de los MEs son atractivas; las divisas y los activos deberían beneficiarse a medida que el USD se debilite y China se recupere.

# 1

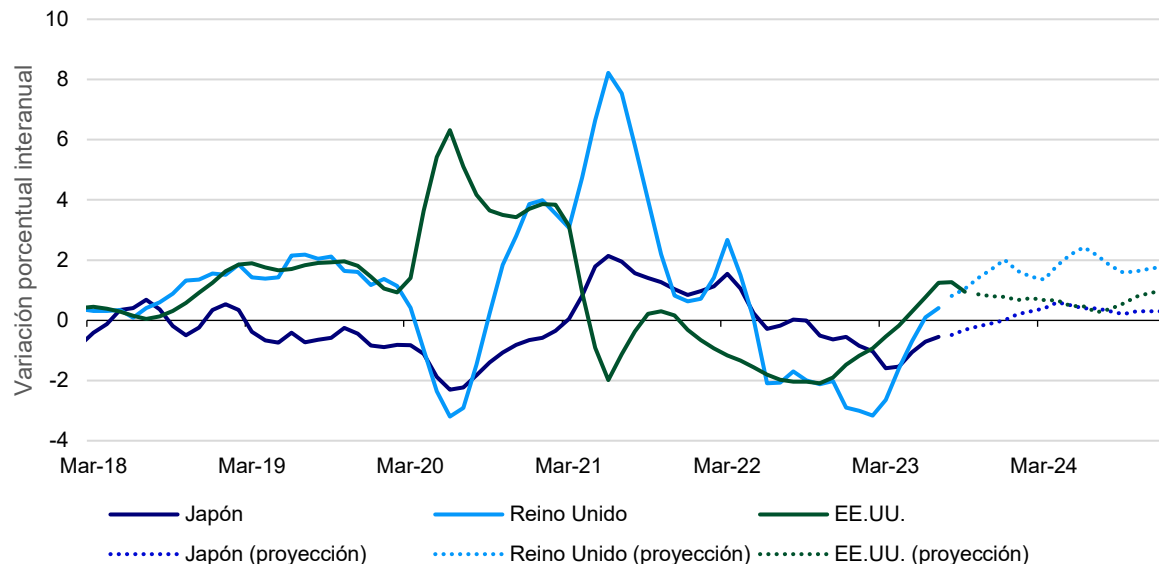
## Ralentización en el primer semestre, recuperación después

Prevedemos una ralentización de la actividad en 2024, pero una mejora en el segundo semestre

Es probable que la política restrictiva provoque una desaceleración en el primer semestre, pero la normalización de la inflación debería ayudar a que el crecimiento de los salarios reales se reanude en el segundo semestre.

- Las políticas monetarias restrictivas, el aumento de la presión sobre los consumidores y los problemas idiosincrásicos del crecimiento sugieren que es probable que la economía mundial se ralentice.
- A medida que nos adentramos en 2024, esperamos que la economía mundial se ralentice ligeramente, lo que daría lugar a una desaceleración irregular en las principales economías desarrolladas que se materializaría en la primera mitad del año.
- Sin embargo, esperamos que, a medida que la inflación disminuya de forma gradual, la ralentización se acorte gracias al cambio de rumbo de la política monetaria hacia la relajación.
- De cara al futuro, pensamos que el aumento de los salarios reales en las principales economías desarrolladas se reanudará a medida que se normalice la inflación, lo que favorecerá la recuperación de la tendencia de crecimiento.

### Se espera una mejora del crecimiento de los salarios reales en 2024



Nota: Es posible que no se cumplan las previsiones. El gráfico muestra los datos mensuales del aumento de los salarios reales en EE.UU., Reino Unido y Japón desde marzo de 2018 hasta diciembre de 2023. Los datos de las proyecciones proceden de Invesco y se muestran en líneas discontinuas. Fuentes: LSEG Datastream, OCDE e Invesco. Últimos datos disponibles a 31 de octubre de 2023.

# 2

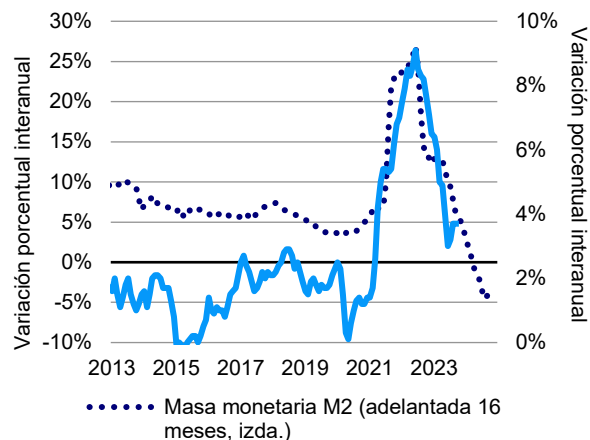
## Desinflación desigual, pero continua, hasta finales de 2024

Los indicadores adelantados sugieren un aumento continuo de la inflación en EE.UU.

### Masa monetaria

La masa monetaria parece ir 16 meses por delante de la inflación

Masa monetaria M2 e índice de precios al consumo en EE.UU.

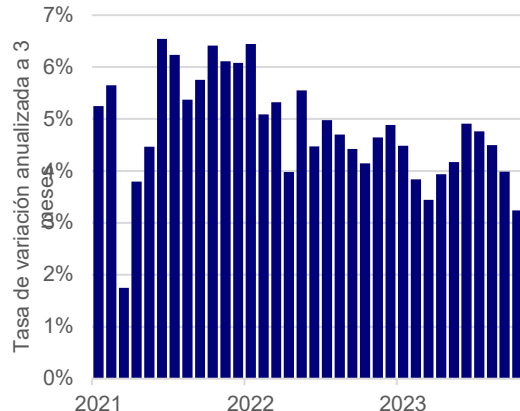


### Salarios

El aumento salarial se modera y se acerca a los niveles anteriores a la pandemia

Salario medio por hora en EE.UU.

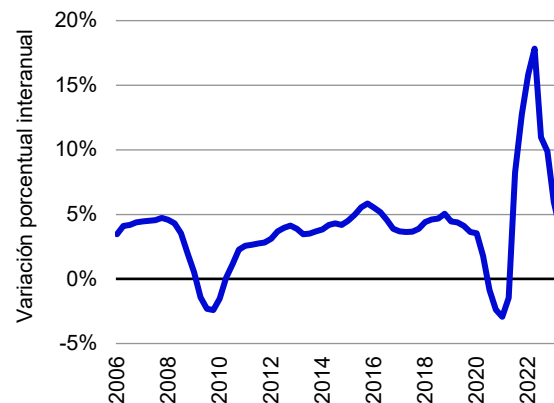
Tasa desestacionalizada, anualizada a 3 meses



### Alquileres

La inflación en los alquileres se modera

Tipos efectivos de los apartamentos en EE.UU. (área urbana en EE.UU., USD por pie cuadrado)



Fuentes: Izquierda: Bloomberg L.P., Reserva Federal de EE.UU. y Oficina del Censo de EE.UU., 30 de septiembre de 2023. M2 son las monedas y billetes en circulación más los depósitos a corto plazo en bancos y ciertos fondos del mercado monetario. En medio: US Bureau of Labor Statistics y Macrobond, 31 de octubre de 2023. Derecha: Bloomberg L.P., Reis Inc., 30 de junio de 2023. Últimos datos disponibles.

# 2 Desinflación desigual, pero continua, hasta finales de 2024

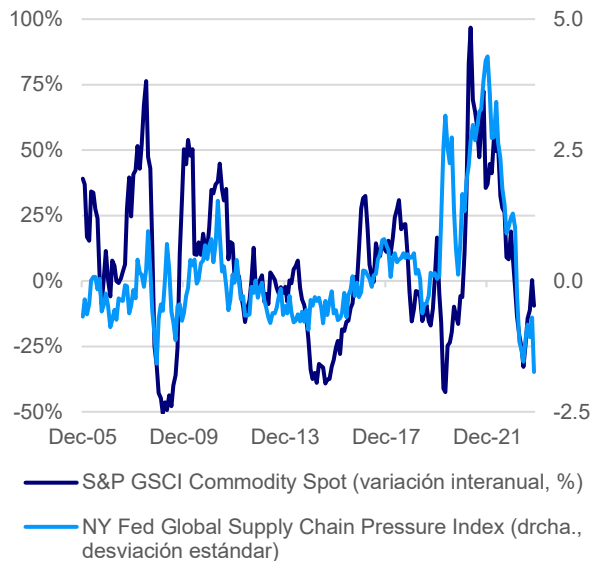
En nuestra opinión, se están disipando gradualmente los factores de inflación a nivel mundial

Pese a los temores que genera la posible persistencia de la inflación, creemos que nos encontramos en medio de una tendencia desinflacionista irregular que seguirá desarrollándose en los próximos trimestres.

- En nuestra opinión, los recientes repuntes de la inflación se han producido en gran medida debido a los desajustes inducidos por la pandemia y no a las principales fuerzas económicas.
- Muchos de estos elementos disruptivos se han estabilizado de forma significativa, incluidos los estímulos fiscales directos a gran escala (llevados a cabo por los bancos centrales), los problemas en las cadenas de suministro, los cambios en el consumo provocados por la pandemia y las repercusiones geopolíticas en las principales cadenas de suministro de materias primas.
- Creemos que estamos en la senda de la normalización, lo que permitirá que las tasas de inflación disminuyan sin que ello suponga una reducción significativa de los resultados.

## Vuelve a la normalidad la inflación de los bienes, en materias primas y cadenas de suministro

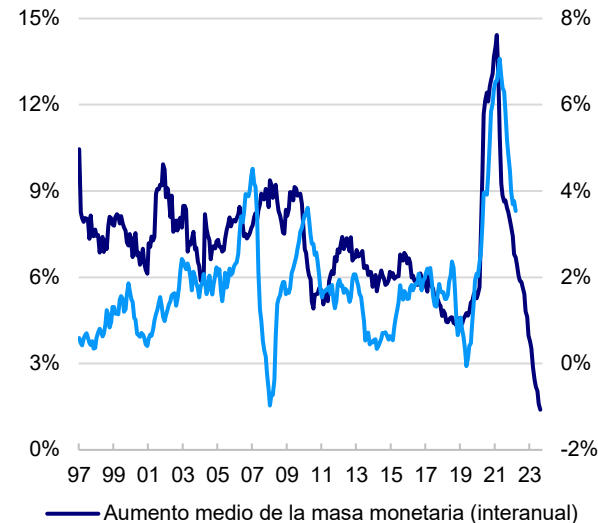
Precios de las materias primas y presión sobre las cadenas de suministro a nivel mundial



Fuentes: Datos mensuales desde diciembre de 2005 hasta octubre de 2023 (31 de octubre de 2023). El NY Fed Global Supply Chain Pressure Index refleja el estado de las cadenas de suministro a nivel mundial, mostrado como desviaciones estándar de la media histórica. Fuentes: Banco de la Reserva Federal de Nueva York, S&P GSCI, LSEG Datastream e Invesco.

## La normalización del crecimiento monetario sugiere un entorno inflacionista más moderado en el futuro

Masa monetaria frente a inflación a nivel mundial



Fuentes: Datastream e Invesco, 31 de octubre de 2023, con datos mensuales. El crecimiento medio mundial de la masa monetaria y la inflación media incluyen cifras de EE.UU., China, la eurozona, Japón y Reino Unido. Tanto la masa monetaria como el IPC muestran el crecimiento medio interanual en todos los países analizados desde enero de 1997 (con un retraso de 18 meses).

# 3

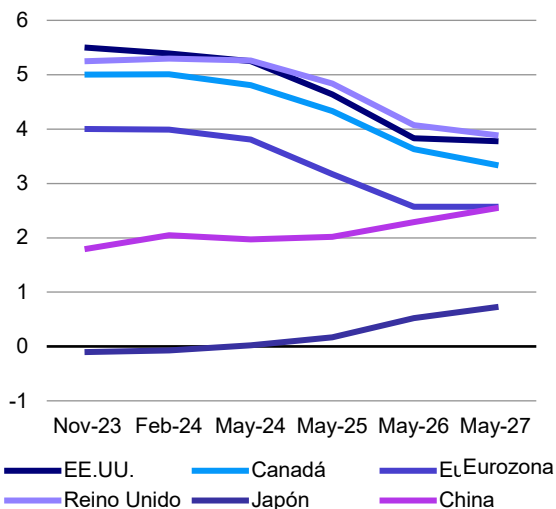
## Política monetaria en máximos, relajación moderada a finales del primer semestre de 2024

Creemos que los responsables de las políticas monetarias han alcanzado ya el final de sus ciclos de endurecimiento. El siguiente paso podría ser la relajación, que esperamos comience a finales del primer semestre de 2024.

- Pensamos que la relajación comenzará a finales del primer semestre de 2024, a medida que la inflación continúe acercándose a niveles aceptables y el crecimiento se ralentice.
- La relajación debería ayudar a que se consolide la recuperación, y devolver la economía mundial a una tendencia de crecimiento para el segundo semestre de 2024, conforme se reanude el aumento de los salarios reales y se normalice la inflación.

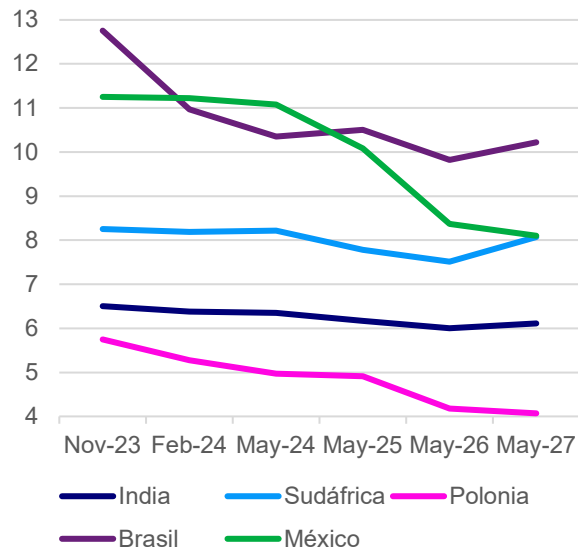
### Las principales economías occidentales descuentan una relajación a partir de 2024

Tipos de interés implícitos de mercado (%)



### Se prevé también una relajación gradual en los mercados emergentes

Tipos de interés implícitos de mercado (%)



Nota: Es posible que no se cumplan las previsiones. El gráfico muestra la evolución de los tipos de interés implícitos de mercado de los bancos centrales de los respectivos países. El tipo de interés implícito de mercado se basa en los precios de los swaps sobre índices a un día disponibles para la escala temporal indicada. Fuente: Bloomberg L.P., 3 de noviembre de 2023.

# 4 Tras la ralentización, es probable que mejore el apetito por el riesgo

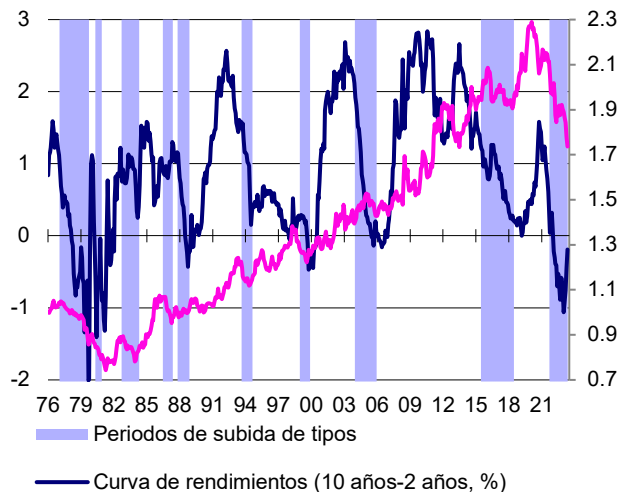
Esperamos que la rentabilidad de los bonos haya alcanzado máximos y que posteriormente siga subiendo

A corto plazo, esperamos que la rentabilidad alcance máximos a medida que el ciclo de endurecimiento se acerque a su fin, como hemos visto en anteriores episodios de endurecimiento monetario.

- Durante este periodo, el apetito por el riesgo debería empezar a mejorar, pero, dado que persistirá cierta incertidumbre política en torno al momento en que vayan a comenzar los recortes de tipos, podría haber cierta volatilidad a principios de año ("malas noticias macroeconómicas parecen buenas noticias para los mercados" y viceversa). Esperamos que este contexto ofrezca oportunidades de exposición a largo plazo.
- A medida que se enfríen tanto el crecimiento como la inflación, prevemos que se imponga la tendencia alcista y que se materialice la ralentización.

**Cuando la Fed relaja su política y la curva de rendimientos se inclina, los bonos con vencimientos largos obtienen mejores resultados**

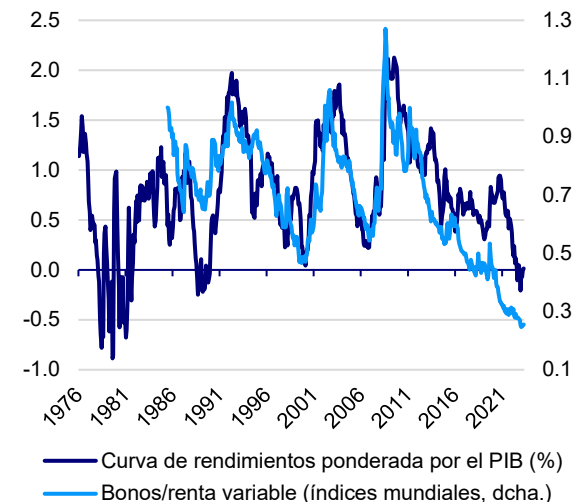
La Fed, la curva de rendimientos y la rentabilidad de los bonos



Notas: **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.** Las definiciones de las series figuran en el Apéndice I. Basado en datos mensuales desde junio de 1976 hasta octubre de 2023. Fuentes: Refinitiv Datastream y oficina Global Market Strategy de Invesco.

**Cuando la curva de rendimientos se inclina, los bonos tienden a obtener mejores resultados que la renta variable**

Curva de rendimientos a 10 y a 2 años y renta variable frente a bonos del G10



Nota: **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.** Las definiciones de las series figuran en el Apéndice I. Basado en datos mensuales desde enero de 1976 hasta octubre de 2023. Fuentes: ICE BofA, MSCI, Refinitiv Datastream e Invesco.



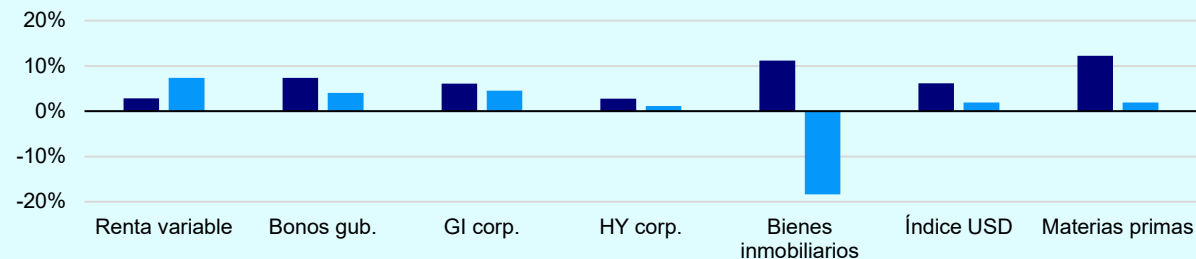
# 4 Tras la ralentización, es probable que mejore el apetito por el riesgo

## Los recortes de tipos deberían favorecer a los activos de riesgo

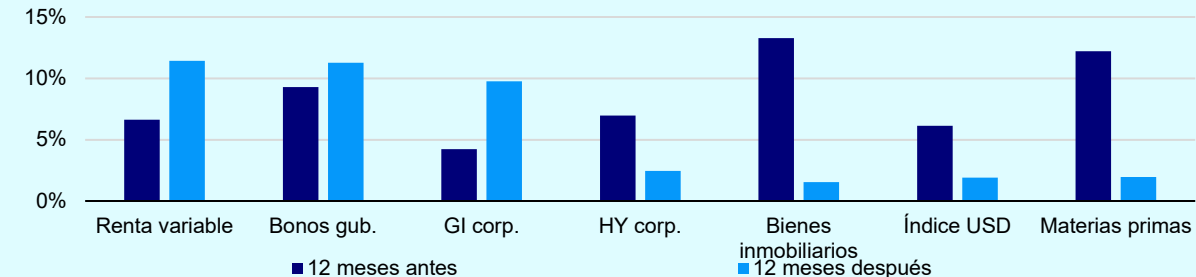
Esperamos que los activos de riesgo se beneficien cuando vuelva el apoyo político, lo que preveemos que ocurra a finales del primer semestre de 2024.

- Cabe destacar que, históricamente, los activos de riesgo se han comportado mejor en el periodo previo al primer recorte de tipos que en el periodo inmediatamente posterior (excepto en el caso de la renta variable). Creemos que esto se debe a que los bancos centrales suelen bajar los tipos cuando las economías se debilitan.
- Sin embargo, este ciclo es diferente porque los bancos centrales iban por detrás de la curva en lo que respecta al endurecimiento, y es posible que ocurra de igual modo cuando se produzca la relajación (recortarán los tipos más tarde en el ciclo).
- Aunque preveemos volatilidad en los activos de riesgo a comienzos de 2024 debido a la actual ralentización económica mundial, sospechamos que el ciclo de relajación coincidirá, esta vez, con un mayor apetito por el riesgo. Creemos que los mercados empezarán a anticipar la recuperación económica para mediados de 2024.

**Rentabilidad total media de los activos (USD) en torno al primer recorte de tipos en un ciclo de relajación de la Fed**  
Activos globales



**Activos estadounidenses**



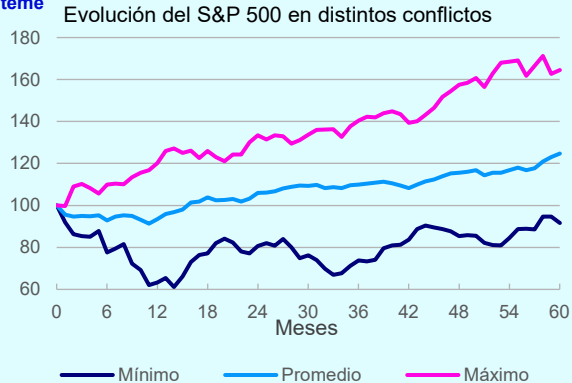
Notas: **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.** "Bonos gub." = bonos gubernamentales; "GI corp." = grado de inversión corporativo; "HY corp." = high yield corporativo. Basado en los ciclos de tipos de interés de la Reserva Federal desde 1974. Véase el Apéndice I para conocer la metodología y las definiciones de los índices. 31 de agosto de 2023. Fuentes: ICE, ICE BofA, FTSE Russell, MSCI, S&P GSCI, Refinitiv, LSEG Datastream e Invesco.

# 5 Principales temas y riesgos

## 1) Persisten los riesgos geopolíticos

Los recientes acontecimientos en Oriente Próximo han aumentado los riesgos de escalada regional que pueden afectar a los mercados del petróleo y el gas natural. Otros riesgos políticos incluyen la guerra de Rusia y Ucrania, las tensiones entre EE.UU. y China en torno a Taiwán y las próximas elecciones estadounidenses. Es probable que muchos de estos acontecimientos acaparen los titulares de 2024, pero la historia sugiere que los efectos que tendrán en los mercados serán pasajeros.

**Las guerras suelen tener menos impacto en el mercado del que se teme**



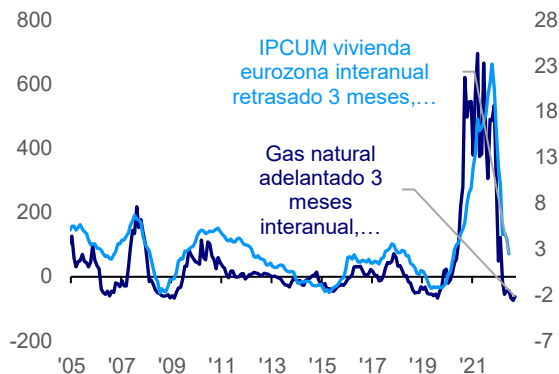
Notas: **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.**

Basado en la rentabilidad mensual del S&P 500 (o equivalente en el mercado de renta variable estadounidense antes de su existencia, según la interpretación de Robert Shiller) en los cinco años transcurridos desde el inicio de los conflictos seleccionados. Para más detalles sobre el cálculo, véase el Apéndice I. Fuentes: Robert Shiller, Bloomberg L.P. e Invesco.

## 2) Elevado riesgo de volatilidad en los precios del petróleo

A medida que aumentan los riesgos geopolíticos, se incrementan los temores en torno a la volatilidad en los precios del petróleo o en otras materias primas clave que podrían reducir el crecimiento. Por ejemplo, la guerra entre Rusia y Ucrania provocó una fuerte subida de los costes energéticos en Europa, lo que ha ejercido una presión a la baja sobre el crecimiento europeo. Una crisis de precios similar podría afectar al crecimiento.

**Los precios del gas natural afectan a la factura energética y a la inflación**



Fuentes: Invesco, Bloomberg L.P. y Macrobond, 3 de octubre de 2023. Nota: El gráfico muestra la inflación relacionada con la vivienda en la eurozona, que incluye futuros sobre la energía y el gas natural. IPCUM = Índice de Precios al Consumo de la Unión Monetaria.

## 3) Tensiones y acontecimientos financieros

Con una política monetaria restrictiva, el riesgo de que surjan tensiones y acontecimientos financieros es elevado, lo que puede provocar un cambio repentino en las políticas monetarias. Sin embargo, en el pasado reciente, estos riesgos financieros se han afrontado con un apoyo rápido y específico.

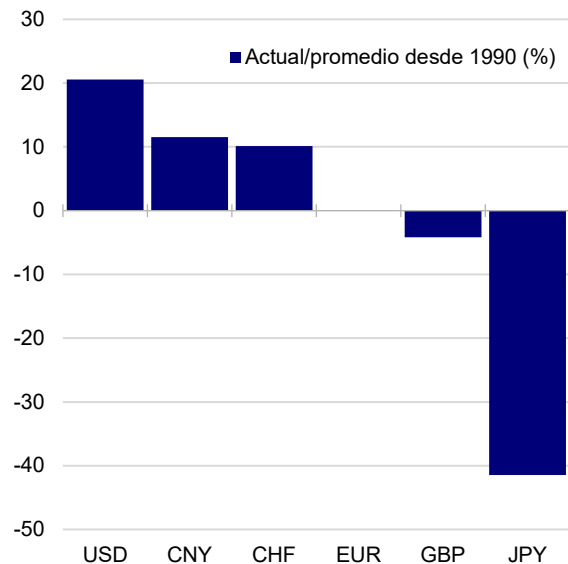
**Reacciones de los responsables políticos ante las crisis**



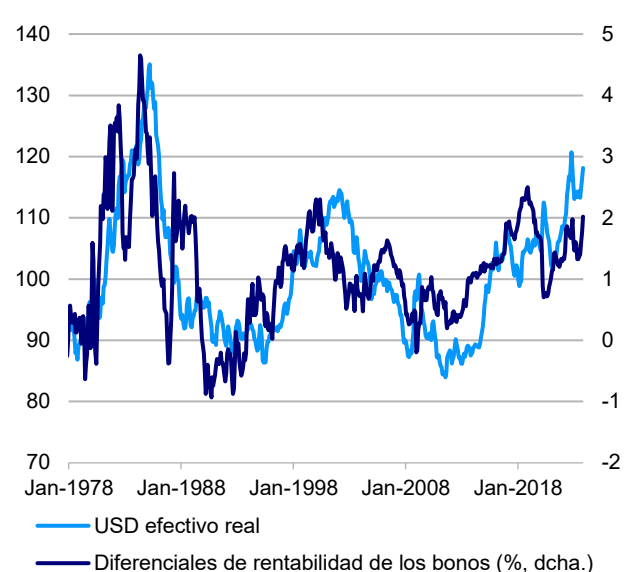
Fuentes: Macrobond e Invesco, 31 de octubre de 2023. Nota: El ICE BofA MOVE Index es una medida de la volatilidad del mercado de renta fija estadounidense basada en la volatilidad implícita de la rentabilidad de los swaps de tipos de interés at-the-money a un mes y a vencimiento constante a 2, 5, 10 y 30 años.

# USD/divisas: El USD parece caro, y es probable que los diferenciales de rentabilidad le perjudiquen

## Tipos de cambio efectivos reales\*



## USD efectivo real y diferenciales de rentabilidad



Datos mensuales desde enero de 1978 hasta octubre de 2023. El USD real efectivo es un índice calculado por la OCDE como el valor ponderado por comercio del USD frente a una cesta de divisas y ajustado por los diferenciales de inflación del IPC. El diferencial de rentabilidad de los bonos es la rentabilidad del Tesoro estadounidense a 10 años menos la media de las rentabilidades de los bonos a 10 años de Alemania, Japón y Reino Unido. 8 de noviembre de 2023. Fuentes: OCDE, LSEG Datastream e Invesco.

\*Índices monetarios medidos frente a una cesta de divisas ponderada por el comercio y ajustados por los diferenciales de inflación. Los últimos datos disponibles son de septiembre, del 8 de noviembre de 2023. Fuentes: OCDE, LSEG Datastream e Invesco.

## DESTACADO

### La oportunidad

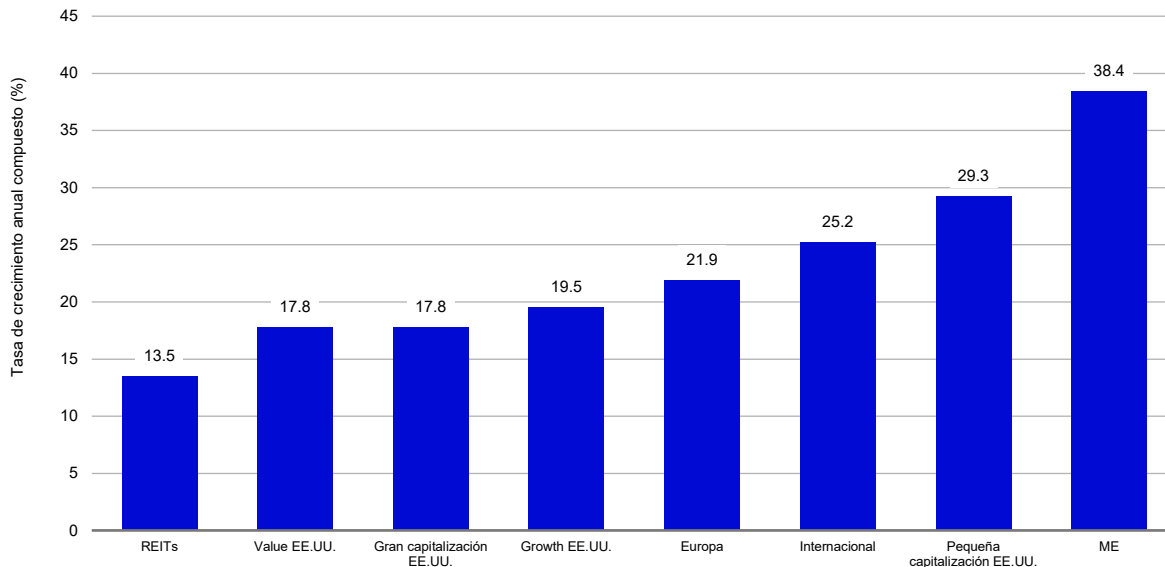
- El USD sigue estando muy por encima de sus niveles históricos cuando se mide en términos reales ponderados por el comercio. En nuestra opinión, estas valoraciones pueden persistir, pero no a largo plazo. Por lo tanto, esperamos que el USD se debilite.

### Los catalizadores

- Los diferenciales de rentabilidad suelen impulsar los movimientos de las divisas a corto plazo. Durante 2022/23, el USD se vio respaldado por el endurecimiento de la Fed, que aumentó el diferencial de rentabilidad de la deuda pública estadounidense frente a la de otros países. Sin embargo, a medida que los mercados anticipan la flexibilización de la Fed, esperamos que ese diferencial de rentabilidad perjudique al USD.
- A menudo, las divisas pueden superar lo que se considera su valor razonable a largo plazo y permanecer sobrevaloradas durante algún tiempo. Este comportamiento suele explicarse por el hecho de que se adaptan más rápidamente a las nuevas circunstancias que los flujos de bienes y servicios.

# Renta variable: Las recuperaciones tienden a favorecer a los activos no denominados en USD y a las acciones más cíclicas, orientadas al value y de menor capitalización

## Rentabilidad de la renta variable mundial desde 1988 en los periodos en los que el JP Morgan Global Manufacturing Purchasing Managers' Index estaba subiendo



Fuentes: Bloomberg L.P. e Invesco, 31 de diciembre de 2022. Notas: REITs = FTSE NAREIT All Equity REITs Index. Value EE.UU. = Russell 1000 Value. Gran capitalización EE.UU. = S&P 500. Growth EE.UU. = Russell 1000 Growth. Europa = MSCI Europe Index. Internacional = MSCI ACWI ex USA. Pequeña capitalización EE.UU. = Russell 2000. ME = MSCI Emerging Markets Index. Rentabilidad en USD. Véanse las definiciones de los índices en el apéndice. No se pueden comprar índices directamente. **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.**

## DESTACADO

### La oportunidad

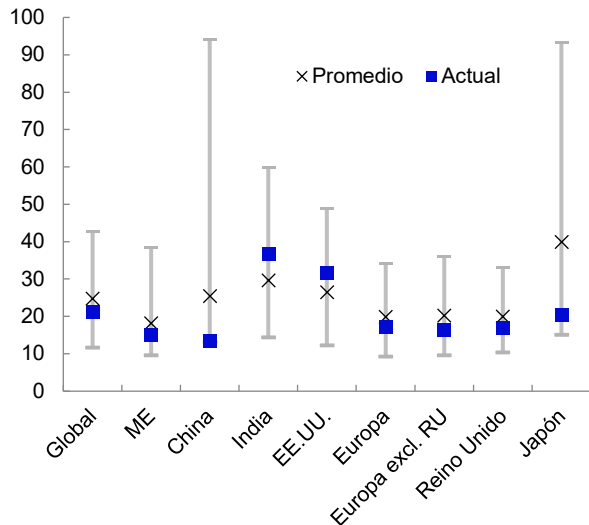
- **Valoraciones más atractivas:** En los últimos años, la baja rentabilidad de los valores value a nivel mundial, incluidos mercados emergentes, Europa y empresas de pequeña capitalización, ha generado oportunidades atractivas.

### Los catalizadores

- Fin del endurecimiento de la Fed: Los responsables políticos parecen acercarse al final del endurecimiento de la política monetaria.
- Recuperación del crecimiento en el segundo semestre: El aumento de la producción mundial suele ser un estímulo para los activos de riesgo de naturaleza más cíclica. Esperamos que, a nivel mundial, el value recupere el interés de quienes invierten en un entorno más favorable.
- Debilitamiento del USD: El índice del USD (DXY) debería empezar a retroceder desde sus elevados niveles actuales, lo que ayudaría a impulsar los activos no denominados en USD.

# Mercados emergentes: Valor relativamente bueno

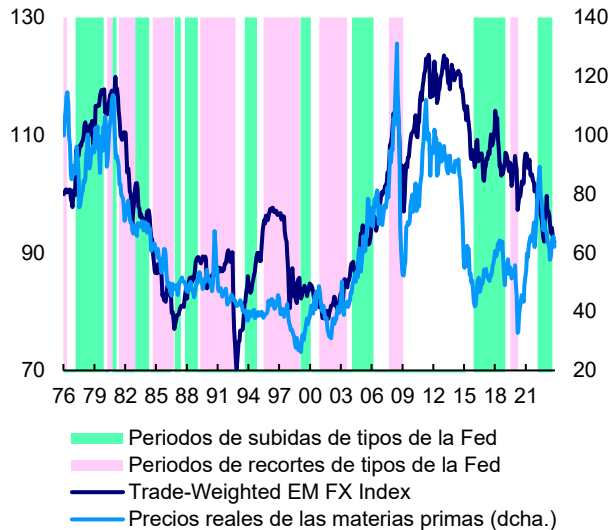
## Ratios precio/beneficio ajustados cíclicamente dentro de los rangos históricos



Nota: La relación precio/beneficio ajustado cíclicamente utiliza una media móvil de 10 años de los beneficios. Basado en datos diarios a partir del 3 de enero de 1983 (excepto para China, a partir del 1 de abril de 2004; India, a partir del 31 de diciembre de 1999, y ME, a partir del 3 de enero de 2005), se utilizan los índices de Datastream. 31 de octubre de 2023.

Fuentes: LSEG Datastream e Invesco.

## Divisas de ME, materias primas y la Fed



Nota: **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.** Datos mensuales de enero de 1976 a octubre de 2023. El Real Trade-Weighted EM FX Index es una media ponderada por el comercio de 18 divisas nacionales de ME frente al USD. Los ajustes reales utilizan los índices nacionales del IPC frente a los de EE.UU. El índice real de precios de las materias primas se basa en el S&P GSCI Commodity Spot Price Index, ajustado por el IPC estadounidense. Todos los índices se reajustan a 100 en enero de 1976. 31 de octubre de 2023. Fuentes: FMI, OCDE, Oxford Economics, S&P GSCI, Bloomberg L.P., Refinitiv Datastream e Invesco.

## DESTACADO

### La oportunidad

- En nuestra opinión, los activos de mercados emergentes presentan una valoración atractiva en comparación con sus comparables del mundo desarrollado. Ya se trate de renta fija o variable, creemos que la valoración de los activos de mercados emergentes ofrece la posibilidad de obtener elevadas rentabilidades a medio plazo.

### Los catalizadores

- En el pasado, la flexibilización de la Fed ha estado asociada a un mal comportamiento de los activos de ME (en nuestra opinión, esto se debe a que coincide con la debilidad de la economía mundial y la caída de los precios de las materias primas).
- Pensamos que este ciclo seguirá siendo atípico y esperamos que la relajación de la política monetaria de la Fed debilite el USD, lo que podría ayudar a las divisas de ME.
- Las divisas de ME se han debilitado desde los máximos de la burbuja de las materias primas en 2011. En nuestra opinión, los precios de las materias primas podrían debilitarse aún más a corto plazo, pero esperamos que una eventual recuperación mundial beneficie tanto a las materias primas como a las divisas y a los activos de mercados emergentes.

## Renta fija: La ralentización del crecimiento y la pausa de los bancos centrales pueden resultar positivas para los tipos



### Duración global

- Los tipos de interés mundiales han subido con fuerza en los últimos meses en un contexto de crecimiento mejor de lo esperado.
- Sin embargo, el ritmo de crecimiento debería ralentizarse a medida que vaya teniendo efecto el endurecimiento de la política monetaria, lo que podría reducir la presión sobre los tipos de interés.
- Esperamos que Europa y China obtengan mejores resultados, dado que el crecimiento ya se ha ralentizado y la relajación de las políticas monetarias ha comenzado o es probable que lo haga pronto.
- Por el contrario, mercados como Japón, con un elevado riesgo de política monetaria, y EE.UU., con un crecimiento excepcionalmente fuerte, tienen más probabilidades de registrar peores resultados.



### Perspectivas del crédito

- En el crédito con grado de inversión, la incertidumbre sobre la política de la Fed ha presionado los diferenciales, pero las valoraciones parecen interesantes en la actualidad. Cualquier estabilización de los tipos podría dar lugar a una mayor asignación al grado de inversión.
- Las valoraciones del high yield de alta calidad también parecen atractivas, pero unos "tipos más altos durante más tiempo" podrían poner en dificultades al segmento de menor calidad del crédito high yield.
- En general, el crédito de mercados emergentes no parece atractivo frente al grado de inversión y otros sectores crediticios. Preferimos aprovechar las oportunidades fuera del universo principal, incluido el high yield de mercados emergentes.
- Las valoraciones de los bonos municipales y los valores de agencias respaldados por hipotecas parecen atractivos. El optimismo sobre la estabilización de los tipos de interés y la volatilidad de los tipos debería favorecer a estos sectores.

## Perspectivas de Invesco Fixed Income

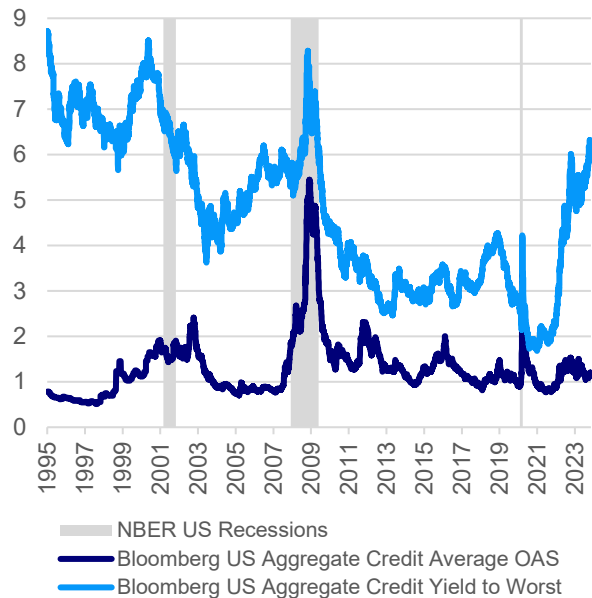


**Rob Waldner, CFA®**  
Chief Strategist

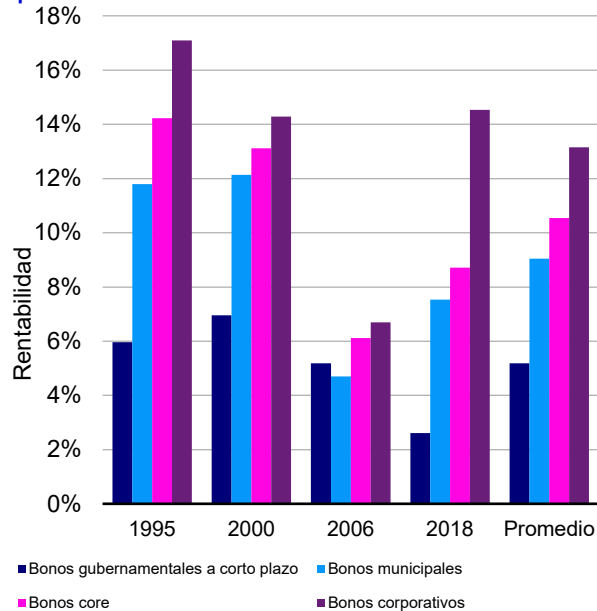
"La Reserva Federal ha hecho una pausa en las subidas de los tipos de interés y creemos que probablemente haya terminado este ciclo de subidas. Otros bancos centrales, como el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de la Reserva de Australia, han indicado que también han llegado o están a punto de llegar al final de sus ciclos de subidas de tipos. El fin de la incesante subida de los tipos a corto plazo en los mercados desarrollados debería brindar cierta estabilidad al mercado de renta fija y contribuir a reducir la volatilidad de los tipos. Nuestra percepción sobre la proximidad de este punto de inflexión, combinada con la mejora de las valoraciones, nos hace ser más optimistas a la hora de asumir riesgos".

# Renta fija: Los bonos ofrecen actualmente una interesante oportunidad de inversión

Los diferenciales de crédito no son baratos, pero la rentabilidad parece atractiva



El crédito, los bonos core y los municipales superaron a los bonos a corto plazo tras el final de los ciclos de subidas de tipos



Nota: Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros. Fuente: Bloomberg L.P., 31 de julio de 2023. Véanse las definiciones de los índices en el Apéndice I. No se pueden comparar índices directamente.

Fuentes: Macrobond, Bloomberg L.P. e Invesco, 31 de octubre de 2023.

## DESTACADO

### La oportunidad

- Creemos que el crédito de alta calidad ofrece una oportunidad de inversión muy interesante.

### Los catalizadores

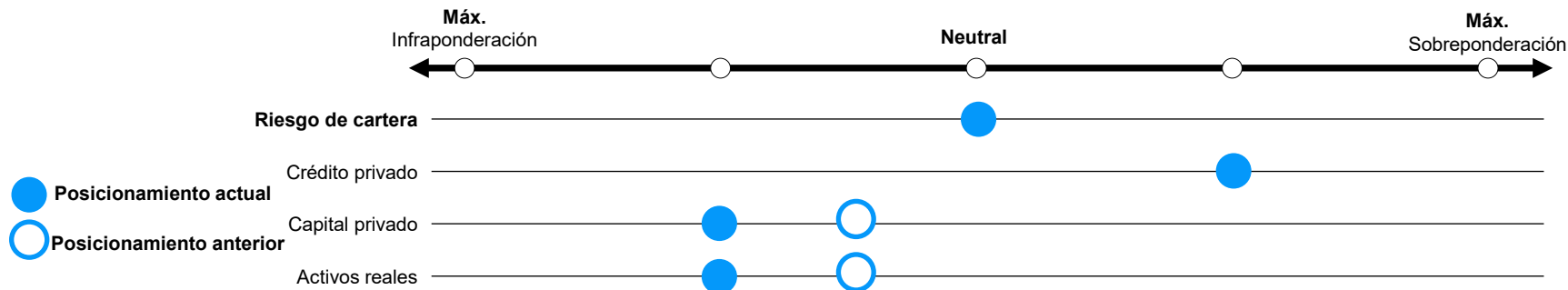
- **Inflación a la baja:** Creemos que la inflación ha tocado techo y EE.UU. se encuentra en una tendencia desinflacionista. Esperamos que en 2024 continúe el avance hacia los objetivos de los bancos centrales.
- **Fin del endurecimiento de la política monetaria:** Pensamos que estamos al final, o cerca, de los ciclos de subidas de tipos de los bancos centrales. El aumento de la rentabilidad generado por las subidas de tipos y su volatilidad representan, en nuestra opinión, una oportunidad de compra.
- **Desaceleración irregular:** Se podría esperar que las empresas con grado de inversión obtengan buenos resultados en un entorno de crecimiento más lento y descenso de la inflación, y no preveemos una recesión. En general, los fundamentales de las empresas son sólidos y la mayoría de ellas siguen beneficiándose de los bajos costes de financiación disponibles antes de la reciente subida de tipos.

# ALTERNATIVOS: Perspectivas del mercado privado



**Jeff Bennett, CFA®**  
Head of Manager Selection  
Invesco Solutions

- **Crédito privado:** El entorno actual es extremadamente propicio para la ejecución de transacciones estructuradas de forma conservadora. Los niveles de apalancamiento en las nuevas transacciones en todo el mercado han disminuido, mientras que han mejorado de forma significativa las métricas vinculadas a la relación préstamo-valor (LTV). Dada la mejora de las estructuras, las transacciones actuales se están completando con una cantidad significativa de capital en una posición de primera pérdida. Esperamos que mejoren las oportunidades en deuda distressed y de situaciones especiales, ya que el mercado de 6 billones USD de crédito apalancado es bastante considerable en términos absolutos. Se prevé que la deuda inmobiliaria comercial siga siendo muy atractiva, en especial para quienes dispongan de fuentes de financiación ventajosas.
- **Capital riesgo:** Hemos observado una mayor preferencia por las estrategias de capital de crecimiento, que representaron aproximadamente una de cada cinco operaciones durante el trimestre. El número de operaciones de capital de crecimiento podría superar a corto plazo el volumen total de adquisiciones apalancadas si se excluyen las operaciones complementarias. Esto pone de relieve el tema recurrente que refleja un conjunto de oportunidades más favorable para las empresas que pueden valerse del crecimiento orgánico con el fin de impulsar la rentabilidad frente a las que requieren el uso de apalancamiento, que tiene un alto coste en el entorno actual.
- **Activos reales:** Los mercados de capitales sufren dificultades, ya que la rentabilidad y las tasas de capitalización aumentan como consecuencia de los elevados tipos de interés. Mientras el valor de los activos sigue revalorizándose, los bancos se centran en las carteras de préstamos existentes y, por tanto, ofrecen una liquidez nueva limitada, lo que repercute en el volumen de transacciones inmobiliarias en todos los mercados clave. En lo que respecta a los mercados inmobiliarios ocupacionales, si bien es probable que la combinación de un crecimiento débil y una actitud prudente reduzca la demanda de los inquilinos, los indicadores fundamentales deberían seguir siendo favorables en los mercados sin exceso de oferta. En cuanto a las infraestructuras, aunque históricamente el nivel de capital circulante se ha mantenido elevado y las valoraciones, de forma similar al sector inmobiliario, no se han visto respaldadas por los tipos de referencia, los fundamentales a corto plazo son sólidos y las condiciones seculares favorables.





# Alternativos: Perspectivas de las materias primas

## Atractivo sesgo actual debido a la agricultura y la energía a pesar de la debilidad de los metales



**Jeff Bennett, CFA®**  
Head of Manager Selection  
Invesco Solutions

	General	Tendencia secular	Valoraciones	Fundamentales
<b>Clase de activos</b>	Atractivo	Atractivo	Atractivo	Poco atractivo
<b>Agricultura</b>	Atractivo	Atractivo	Atractivo	Atractivo
<b>Energía</b>	Atractivo	Atractivo	Atractivo	Poco atractivo
<b>Metales industriales</b>	Poco atractivo	Poco atractivo	Atractivo	Poco atractivo
<b>Metales preciosos</b>	Poco atractivo	Atractivo	Poco atractivo	Poco atractivo



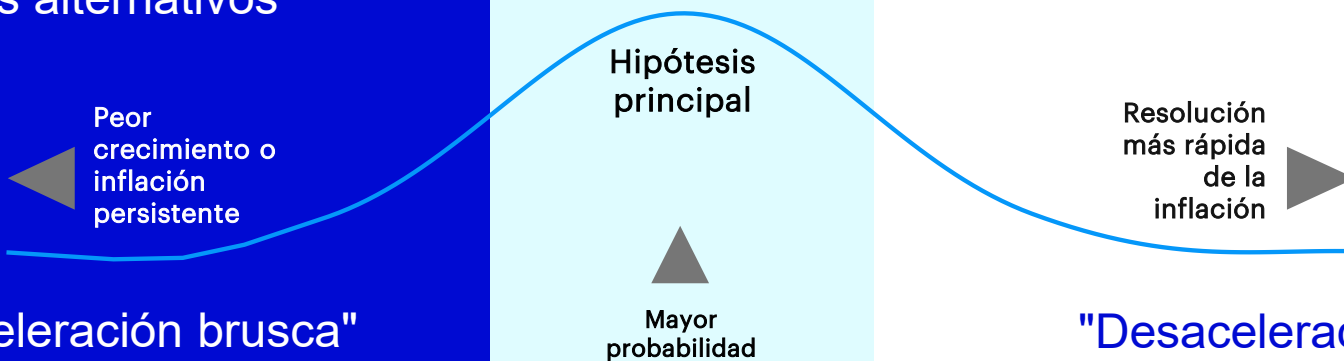
**David Gluch, CFA®**  
Client Portfolio Manager  
Invesco Global Asset Allocation

Los precios de las materias primas siguen siendo volátiles y oscilantes en la mayoría de los subcomplejos, y aunque nuestra valoración de la tendencia secular es atractiva por el momento, advertimos de que está sujeta a cambios inesperados. Tras haber sido el subcomplejo con peor comportamiento en 2023 hasta mayo, la energía protagonizó un fuerte repunte de junio a septiembre que llevó al crudo Brent a testear su nivel psicológico clave de 100 USD por barril. Los recortes de producción de la OPEP, junto con el descenso de las exportaciones rusas y el aumento de los márgenes de los productos refinados, impulsaron los precios al alza, lo que permitió sacar al subcomplejo de su amplio rango de cotización que se formó a finales de 2022. La subida estival de los tipos de interés a largo plazo frente a una amplia pausa de los bancos centrales perjudicó aún más a los metales industriales, que siguen sufriendo la presión de una tibia economía china y una menor demanda de fabricación de energía verde. El oro es el principal activo del índice de referencia y se ha mostrado increíblemente resistente ante el aumento de la rentabilidad real y la fortaleza del USD. El estallido del conflicto en Oriente Próximo impulsó al metal amarillo debido a la demanda de activos refugio. El impacto de El Niño en las materias primas blandas tropicales, incluido el azúcar, ha favorecido la atractiva tendencia general de la agricultura.

Para la valoración se utiliza una comparación de los precios al contado con los precios medios ponderados exponencialmente a cinco años y, aunque las puntuaciones son actualmente atractivas en términos netos, tan solo lo son en pequeña medida. La resistencia de los precios del oro no perjudica únicamente a los metales preciosos, sino también al índice en su conjunto, ya que el oro es la principal posición del Bloomberg Commodity Index. La valoración de la energía sigue siendo atractiva, pero en menor medida tras un repunte estival, mientras que el desplome de los precios del trigo ha hecho posible que la agricultura llegue a ser atractiva en términos netos. Los metales industriales son los que más han mejorado debido a la caída generalizada de los precios.

Los fundamentales, medidos por el carry anual, son poco atractivos en términos netos, debido en mayor medida a la gran ponderación del gas natural en el Índice Bloomberg y a su principal posición, el oro, cuyo carry es poco atractivo dada la persistente inversión de la curva de rendimientos. El carry sigue siendo mayor en los productos refinados y el petróleo, así como en la harina de soja, el aceite de soja, el azúcar y el café.

# Escenarios alternativos



## "Desaceleración brusca"

- Creemos que una "desaceleración brusca" podría producirse por uno de estos dos posibles factores. En cualquiera de los dos casos, el resultado final será similar a efectos de inversión, pero la experiencia a corto plazo probablemente será diferente.
  1. Un error en la política ya aplicada causaría efecto tras los largos y variables intervalos de endurecimiento de la política monetaria y resultaría ser demasiado para la economía estadounidense. En este caso, esperaríamos un crecimiento considerablemente más débil y una relajación más rápida de la política monetaria.
  2. Una inflación persistente exigiría que los responsables políticos mantuvieran los tipos más altos durante más tiempo, lo que provocaría un efecto económico mayor del que prevemos actualmente.

Nota: Solo con fines ilustrativos.

## "Desaceleración suave"

- También consideramos un escenario alcista para EE.UU. en el que las presiones sobre la oferta se dispararían o ya habrían desaparecido, y un ligero enfriamiento por el lado de la demanda reduciría la inflación, lo que impulsaría la economía.
- En este escenario de "desaceleración suave", la economía estadounidense estaría en estos momentos en (o incluso saliendo de) una desaceleración de mitad de ciclo, a partir de la cual la economía se reacceleraría en la primera mitad de 2024.
- Esperaríamos con mayor certeza que la inflación subyacente cayera y tuviera una evolución más suave que en la hipótesis principal, lo que permitiría a la Fed relajar su política monetaria antes.
- Fuera de EE.UU., las economías con superávit, como la eurozona, así como los mercados emergentes con doble déficit, se beneficiarían de este entorno.

# Oficina Global Market Strategy: Activos preferidos en el futuro

## Desaceleración brusca

Inflación más persistente, menor crecimiento

Una desaceleración brusca puede materializarse tanto a través de largos periodos para que el endurecimiento de las políticas surja efecto como por una inflación persistente que estimule un endurecimiento adicional. En cualquiera de los dos casos, las implicaciones para la inversión serían similares, pero la experiencia a corto plazo podría variar: los bonos de larga duración y la renta variable posiblemente obtendrían mejores resultados antes en el primer escenario de desaceleración brusca, pero se comportarían peor en caso de una inflación persistente.

### Nuestras preferencias...

- Activos monetarios
- Renta fija: Bonos gubernamentales de larga duración
- Renta variable: Renta variable defensiva, como productos básicos de consumo y atención sanitaria
- Divisas: Divisas distintas al USD, no vinculadas a materias primas defensivas, como CHF y JPY

## Desaceleración irregular

Desinflación hasta 2024, desaceleración del crecimiento en el primer semestre seguida de una reaceleración en el segundo semestre

El crecimiento se ralentizará hasta tasas inferiores a las tendenciales en el primer semestre de 2024, pero se reacelerará en el segundo, a medida que caiga la inflación, comience la relajación de las políticas y se consolide el aumento de los salarios reales. Ya en el cuarto trimestre de 2023, es probable que veamos cómo los mercados empiezan a descontar una desaceleración y el posterior inicio de la recuperación. Europa y Reino Unido se encuentran en una situación de crecimiento relativamente más débil. Es probable que el crecimiento chino se resienta en el primer semestre de 2024, pero que mejore más adentrado el año.

### Nuestras preferencias...

- Renta variable:
  - Renta variable cíclica, incluidos el value y la pequeña capitalización
  - Renta variable de ME asiáticos, incluida la renta variable china
- Renta fija:
  - Posicionamiento a largo plazo
  - Bonos locales de ME asiáticos y GI de EE.UU.
- Divisas: Divisas distintas del USD

## Desaceleración suave

Desinflación rápida, mejor crecimiento

Las presiones sobre la oferta estadounidense se disiparían y un ligero enfriamiento de la demanda reduciría la inflación, lo que impulsaría el crecimiento. En este caso, EE.UU. se encontraría actualmente en (o saliendo de) una desaceleración de mitad de ciclo, que provocaría una reaceleración en el primer semestre de 2024. La inflación subyacente estadounidense caería con mayor certeza y tendría una evolución más suave, lo que permitirá a la Fed relajar antes su política monetaria, con efectos indirectos positivos.

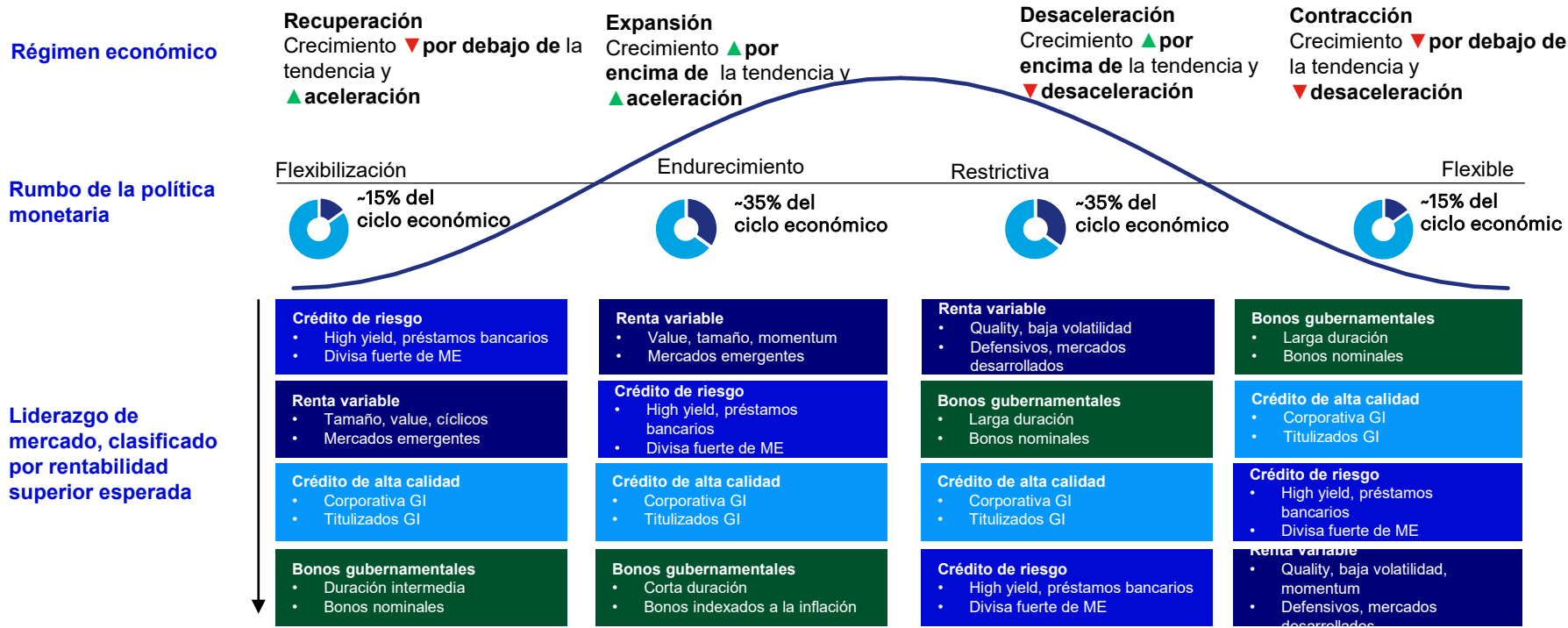
### Nuestras preferencias...

- Renta fija: Crédito high yield
- Renta variable
  - Europa y mercados emergentes
  - Value y pequeña capitalización
  - Recursos básicos, industriales
- Divisas: AUD y CAD
- Materias primas: Materias primas industriales, especialmente metales

# Asignación de activos estratégica:

## Marco macroeconómico

**Nota:** Las economías pueden retroceder y avanzar en este marco.



Con fines únicamente ilustrativos. Definimos la flexibilización de las políticas como la bajada de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal estadounidense o la ampliación de su balance. La flexibilización supone que la Fed mantenga su política de tipos de interés bajos o continúe con su programa de compra de bonos. El endurecimiento supone que la Fed reduzca las compras de activos o comience a subir los tipos de interés. Una política restrictiva sugiere que la Fed eleve los tipos de interés para aliviar las tensiones inflacionistas. No hay garantías de que estas tendencias se mantengan en el futuro.

# Apéndice I

## Notas para los gráficos de la página 8:

- **Cuando la Fed relaja su política y la curva de rendimientos se inclina, los bonos con vencimientos largos obtienen mejores resultados**  
Los "periodos de subidas de tipos" muestran los periodos en los que la Fed subió el tipo de interés oficial. "Curva de rendimientos (10 años-2 años, %)" muestra la diferencia entre la rentabilidad del Tesoro de EE.UU. a 10 años y la rentabilidad del Tesoro de EE.UU. a 2 años. "Total Return (10 años/2 años, 01/06/76 = 1,00)" muestra la relación entre el índice de rentabilidad total de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años y el de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 2 años, reajustado a 1,0 el 1 de junio de 1976. La rentabilidad total se calcula utilizando las variaciones diarias de las respectivas rentabilidades para obtener las variaciones de los precios, que se suman a los flujos de entrada suponiendo ventas y recompras diarias para mantener los vencimientos constantes. Fuentes: Refinitiv Datastream e Invesco Global Market Strategy.
- **Cuando la curva de rendimientos se inclina, los bonos tienden a obtener mejores resultados que la renta variable**  
La "curva de rendimientos ponderada por el PIB" es la comparación de la rentabilidad media a 10 años menos la rentabilidad a 2 años en 10 economías (Australia, Brasil, Canadá, China, eurozona, India, Japón, Rusia, Reino Unido y EE.UU.), ponderada por el PIB. "Bonos/renta variable" se basa en índices de rentabilidad total en USD y corresponde al MSCI World Index dividido por el ICE BofA Global Government Index. Fuentes: ICE BofA, MSCI, Refinitiv Datastream e Invesco.

## Notas para los gráficos de la página 10:

- **Las guerras suelen tener menos impacto en el mercado del que se teme.**  
Basado en la rentabilidad mensual del S&P 500 (o equivalente en el mercado de renta variable estadounidense antes de su existencia, según la interpretación de Robert Shiller) en los cinco años transcurridos desde el inicio de los conflictos durante la I Guerra Mundial, la II Guerra Mundial, la Crisis de los Misiles de Cuba, la Guerra de Yom Kippur, la Guerra de Kuwait y la Guerra de Irak. Para cada acontecimiento, el índice se vuelve a establecer en 100 al principio (mes cero) y luego se calcula a lo largo de los 60 meses siguientes. Fuentes: Robert Shiller, Bloomberg L.P. e Invesco.

## Notas para los gráficos de la página 15:

- **El crédito, los bonos core y los municipales se comportaron mejor que los bonos a corto plazo tras el final de los ciclos de subidas de tipos.**  
Los bonos gubernamentales a corto plazo están representados por el S&P 0-1 Year US Treasury Index; los bonos municipales, por el Bloomberg US Municipal Bond Index; los bonos core, por el Bloomberg US Aggregate Bond Index, y los bonos corporativos, por el Bloomberg US Corporate Bond Index.

## Notas para los gráficos de la página 9:

- Datos a 31 de agosto de 2023. El gráfico superior muestra la rentabilidad total de los activos mundiales en los 12 meses anteriores y posteriores al primer recorte de tipos de la Fed en los ciclos de relajación desde 1974 y el gráfico inferior muestra lo mismo, pero para los activos estadounidenses. No existen datos para todos los activos en todos los ciclos de relajación. Fuentes: ICE, ICE BofA, FTSE Russell, MSCI, S&P GSCI, Refinitiv Datastream e Invesco Global Market Strategy Office. **Bonos gubernamentales:** Las rentabilidades históricas y previstas se basan en los índices ICE BofA de deuda pública con rangos históricos que comienzan el 31 de diciembre de 1985 para el índice mundial y el 30 de enero de 1978 para el índice estadounidense. **Bonos corporativos con grado de inversión (GI):** Índices ICE BofA de bonos corporativos con grado de inversión con rangos históricos que comienzan el 31 de diciembre de 1996 para el índice mundial y el 31 de enero de 1973 para el índice en USD. **Bonos corporativos high yield (HY):** Índices Bank of America Merrill Lynch High-Yield con rangos históricos que comienzan el 29 de agosto de 1986 para el índice en USD y el 31 de diciembre de 1997 para el índice mundial. **Renta variable:** Utilizamos los índices de referencia MSCI para calcular la rentabilidad prevista y calculamos la rentabilidad total a largo plazo con rangos históricos que comienzan el 31 de diciembre de 1969 para los índices mundial y estadounidense. **Bienes inmuebles:** Utilizamos los índices FTSE EPRA/NAREIT con rangos históricos que comienzan el 29 de diciembre de 1989 para EE.UU. y el 18 de febrero de 2005 para el índice mundial. **Materias primas:** Índices Standard and Poor's Goldman Sachs Commodity Total Return con rangos históricos a partir del 31 de diciembre de 1969.

# Disclaimers

## Consideraciones de riesgo

El valor de las inversiones y el de cualquier renta fluctuará (en parte como consecuencia de las fluctuaciones de los tipos de cambio) y es posible que los inversores no recuperen la totalidad del importe invertido. **La rentabilidad obtenida en el pasado no es indicativa de los resultados futuros.**

## Información importante

Esta comunicación de marketing es solo para fines de discusión y es para uso exclusivo de inversores profesionales en España. No está destinado para distribuirse al público. Datos a 14 de diciembre de 2023 salvo que se indique expresamente otra cosa.

El presente es material de marketing y no asesoramiento financiero. No pretende ser una recomendación de compra o venta de ninguna clase de activos, valores o estrategias en particular. Por lo tanto, no son aplicables los requisitos normativos que exigen la imparcialidad de las recomendaciones de inversión/estrategia de inversión, ni las prohibiciones de negociar antes de su publicación. Los puntos de vista y opiniones se basan en las condiciones actuales del mercado y están sujetos a cambios. Para más información sobre nuestros fondos y los riesgos correspondientes, consulte los documentos de datos fundamentales (en los idiomas locales) y el folleto (en alemán, español, francés, inglés e italiano), así como los informes financieros, disponibles en [www.invesco.eu](http://www.invesco.eu). Un resumen de los derechos de los inversores está disponible en Inglés en [www.invescomanagementcompany.lu](http://www.invescomanagementcompany.lu). La sociedad gestora puede rescindir los acuerdos de comercialización. No todas las clases de acciones de este fondo pueden estar disponibles para la venta pública en todas las jurisdicciones y no todas las clases de acciones son iguales ni se adaptan necesariamente a todos los inversores.