



Informe de tendencias iCapital 2025

**Riesgos y oportunidades
en los mercados financieros.**

01_INTRODUCCIÓN

Comenzábamos el año 2024 con alguna certeza (las bajadas de tipos iban a comenzar) y varias incertidumbres (el riesgo de recesión y los niveles de inflación). Al final, todo ha discurrido por una senda mucho más benigna de lo que se preveía:

■ El crecimiento continúa robusto

Esperamos un crecimiento moderado, pero mejorando en la zona euro y fuerte en EE.UU. Los mercados laborales están muy robustos a ambos lados del Atlántico. Los indicadores adelantados (PMIs), siguen en zona expansiva, salvo en la zona euro, pero crece la tasa de ahorro y la renta disponible. La victoria de Trump favorece el crecimiento en EE.UU., si bien las políticas proteccionistas son un lastre para el mundo en su conjunto.

■ La inflación está controlada

Las distintas medidas de inflación van convergiendo al rango 2,5-3,0%. Esperamos que se mantenga en este nivel o ligeramente más baja en la zona euro y Japón. Los aranceles y la política fiscal expansiva anunciada por Trump suponen un riesgo de repunte de inflación en EE.UU., pero estimamos que será moderado y no persistente.

■ Los tipos de bancos centrales van descendiendo

Mantenemos nuestro pronóstico de bajada de tipos más gradual de lo que se pensaba, especialmente en EE.UU., donde la economía sigue fuerte y, como se ha explicado, es probable un ligero aumento de las presiones inflacionistas.

■ La deuda acumulada sigue siendo muy alta

El amortiguador de los *shocks* vividos en los pasados años ha sido la deuda. Tras la gran recesión y la crisis del COVID, el stock de deuda (sobre todo deuda pública) ha alcanzado niveles récord. Los mercados no parecen preocupados, pero es el punto de mayor fragilidad en la economía global hoy en día. Con la elección de Trump, en EE.UU. llegará una rebaja de impuestos y, esperamos, un cierto recorte del gasto público. El efecto neto es incierto pero, de entrada, supone una amenaza para el déficit.

02_¿CÓMO QUEDAN LOS MERCADOS TRAS ESTOS MOVIMIENTOS?

■ RENTA FIJA SOBERANA

Los tipos de interés reales están a niveles razonables, a juzgar por las medias históricas (ver gráfico 1). La victoria de Trump es negativa para los precios y el déficit público en EE.UU., y por el efecto de los aranceles, supone un freno al crecimiento en la UE.

En consecuencia, en 2025, vemos más atractivo tener Duración en el mercado de bonos soberanos en euros. España, Italia y Francia ofrecen actualmente unas primas importantes contra Alemania (ver gráfico 2). Los problemas de déficit en estos países son obvios, pero la situación es sostenible. Recomendamos invertir en una cartera de bonos soberanos de los tres países mencionados.

Gráfico 1
Tipos de intereses reales a 10 años
(con IPC subyacente último)

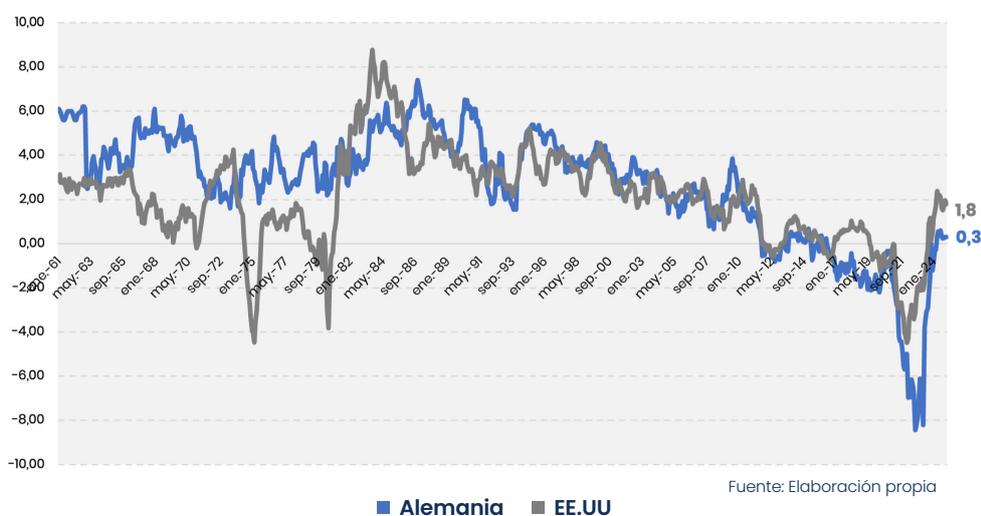
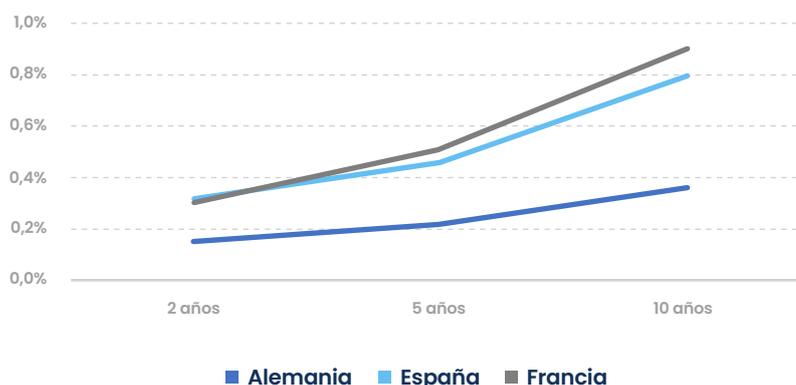


Gráfico 2
Tipos reales Zona Euro



■ RENTA FIJA CORPORATIVA

Los *spread* de crédito se han estrechado enormemente. A los niveles actuales, los bonos IG apenas tienen una ventaja en rentabilidad respecto a la deuda pública.

En el caso de HY, la rentabilidad esperada a largo plazo es interesante, pero solo si se evita la recesión. En caso contrario, la corrección de precios sería violenta.

Si bien, aunque no esperamos una recesión, entendemos que la relación rentabilidad-riesgo no es especialmente interesante.

■ RENTA VARIABLE

Las valoraciones de las bolsas son más o menos razonables, si las ponemos en relación con el nivel de tipos. En general, están más caras que la mayor parte de la última década, pero cerca de su media histórica.

Concretando más, está barata la Bolsa de Japón y en su justo precio la de la zona euro. Está algo cara la bolsa de EE.UU., si bien toda la “carestía” se concentra en unos pocos valores, los *mega caps*, cuyas expectativas de crecimiento son muy altas. Eliminando solo los llamados “siete magníficos”, la bolsa de EE.UU. está también en su justo precio.

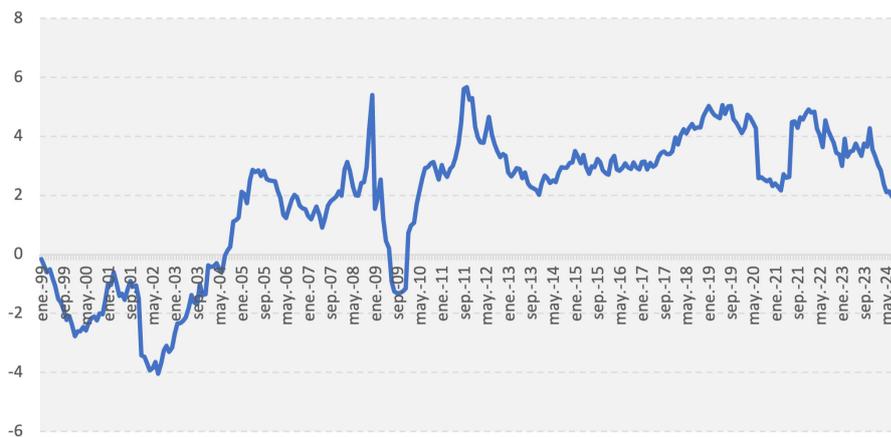
Con la victoria de Trump sale favorecido el crecimiento, tanto de PIB como de beneficios, en EE.UU. Además, se bajarán los impuestos sobre beneficios y en general se perseguirán políticas “*pro-business*”.

Con estas bases, no vemos justificado estar más que neutrales en bolsa en general y cortos en los mega-cap. Nos gusta el resto de la bolsa de EE.UU., por *momentum*, especialmente las *small caps*; también nos gusta Japón y mercados emergentes, por valoración.

Gráfico 3A
EEUU: EYG (1/PER-tipo 10A)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3B
Zona Euro: EYG (1/PER-tipo 10A)

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3C
Japón: EYG (1/PER-tipo 10A)

Fuente: Elaboración propia

03_VISION DE ICAPITAL POR TIPO DE ACTIVO

■ Renta Fija soberana

Sobreponderamos **la renta fija soberana de la zona euro**. Mantenemos en neutral la renta fija soberana de EE.UU., pues hay cierto riesgo de que la inflación repunte, aunque solo sea ligeramente, por las políticas fiscales y proteccionistas del próximo gobierno.

■ Renta fija crédito

Recomendamos **sobreponderar renta fija emergente**, tanto en divisa local como en USD, aunque en menor medida que antes. Los fundamentales siguen fuertes, pero, en los últimos meses, las *yields* han corregido, por lo que el atractivo es menor.

Infraponderamos *high yield* y mantenemos la **neutralidad en *investment grade***.

■ Bolsas

Subimos la exposición a la bolsa de EE.UU., si bien manteniendo la infraponderación en las acciones de mayor capitalización.

Recomendamos **sobreponderar Japón y mercados emergentes y mantener la neutralidad en la zona euro.**

■ Alternativos

Recomendamos **sobreponderar fondos de retorno absoluto, especialmente los de M&A arbitraje**, que deben verse favorecidos por las políticas de Trump.

Bajamos a neutral las **materias primas** por un posible incremento fuerte de oferta por el *fracking*. Mantenemos la apuesta por infraestructuras y bonos catástrofe.

■ Divisa

Recomendamos **mantener la neutralidad en el USD**, que debe verse favorecido de mayor crecimiento y tipos más altos en EEUU.

04 _ APROVECHAMIENTO DE OPORTUNIDADES DE INVERSION Y DE TENDENCIAS

Además de la *asset allocation* descrita, siempre core de una cartera, podemos ilustrar ésta con exposición a activos específicos actualmente infravalorados, otros ligados a las principales tendencias que están vertebrando el crecimiento de la humanidad y otros vinculados a temáticas con un mayor crecimiento actual y esperado en el plazo. Entre ellas:

■ Private equity

Mientras que los mercados de renta variable cotizada han subido en 2023 y 2024, los precios de la renta variable no cotizada han corregido claramente.

El mercado secundario de fondos de *buyout* corrigió con fuerza en 2022, se mantuvo en 2023 y se estima que cerrará el 2024 con un descuento de entre un 10% y un 20%.

Si bien es habitual que los secundarios coticen con un cierto descuento sobre su valor teórico, en estos momentos los descuentos son especialmente importantes. A corto plazo, nuestra recomendación principal es invertir en secundarios.

Para nuevas inversiones, es buen momento de adquirir compromisos, pues las inversiones se realizarán en 3-5 años a partir del compromiso inicial, previsiblemente en momentos de precios más bajos.

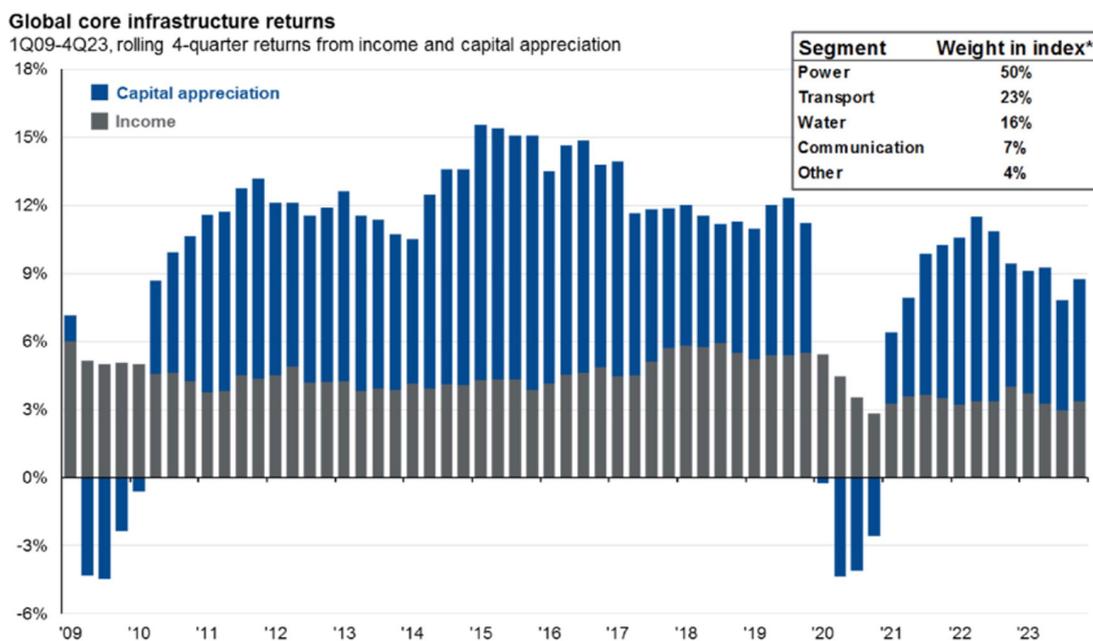
■ Infraestructuras

Las infraestructuras son una gran variedad de negocios (transporte y logística, energía, telecomunicaciones, infraestructura social, etc.) que comparten, en general, las siguientes características: unos activos materiales sustanciales, una generación de *cash-flow* estable, una facturación vinculada a la inflación, una cierta protección por la regulación legal.

Mantenemos la recomendación de sobreponderar, pese a que ya no es tan importante la protección contra la inflación como cuando empezamos con nuestra recomendación favorable. Aún son válidas, sin embargo, por las siguientes razones:

- Ofrecen *yields* comparativamente atractivos (ver gráfico 4).
- Existe un déficit de inversión en infraestructuras en grandes mercados desarrollados, como EE.UU. y Alemania, y también se requiere inversión en gran parte de los mercados emergentes.
- Se van a ver favorecidos por las inversiones en energías alternativas.

Gráfico 4



Fuente: JP Morgan

■ Inmobiliario

A finales de 2023, los precios inmobiliarios habían corregido con fuerza en dos mercados importantes: Alemania y China (ver gráfico 5). En cambio, los precios se mantenían aproximadamente en el nivel pre-COVID, en EE.UU. y en España.

Con datos algo menos fiables, pero más actualizados (ver gráfico 5), se observa que continúa la fuerte corrección en China, pero se aprecia una ligera recuperación en el conjunto de la UE.

Con unos tipos de interés a largo plazo estables, y con unos tipos a corto con tendencia a la baja (ver gráfico 6), la financiación de las operaciones resulta mucho más viable.

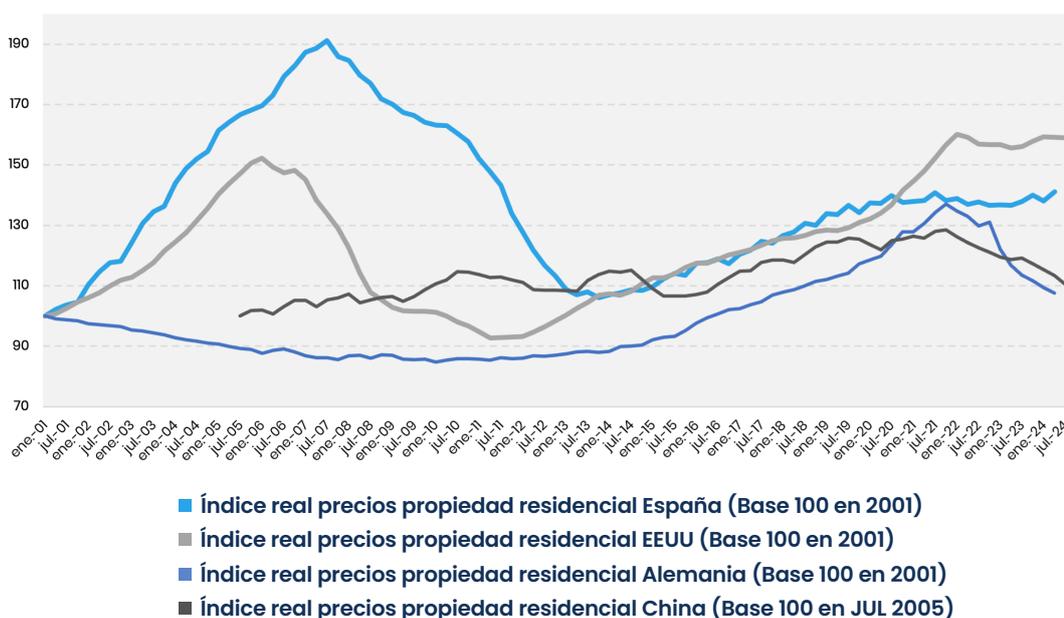
Por otra parte, la fortaleza de la economía en general favorece la inversión.

En general, vemos un panorama más positivo que en trimestres pasados.

En España, sigue viéndose interés de inversores extranjeros por activos prime en las grandes ciudades.

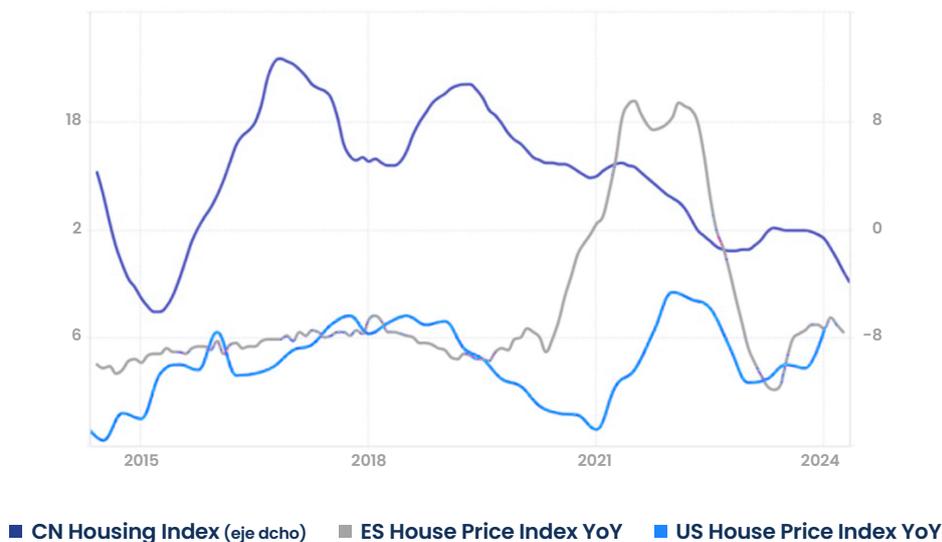
En inmobiliario, más que ninguna otra clase de activo, hay que recalcar que existen grandes diferencias tanto en geografías como en segmentos de mercado.

Gráfico 5
Precios Inmobiliarios



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 6



Fuente: Elaboración propia

■ Catastrophe Bond

Los *CAT Bonds* son bonos referenciados a que se produzcan daños por una catástrofe natural de distinta índole (huracanes, terremotos, inundaciones, incendios). Este tipo de bonos se empezó a utilizar a mediados de los años 90 por parte de aseguradoras que quieren disminuir la exposición a eventos muy raros pero que generan pérdidas notables.

Este tipo de riesgo está intrínsecamente descorrelacionado con el de *equity*, Duración (los plazos son de menos de 3 años) y crédito (el nominal del bono se custodia en SPVs sin estar expuesto al riesgo de crédito de las aseguradoras).

Históricamente los retornos ajustados por riesgo de esta estrategia han sido muy buenos (ver gráfico de los últimos 20 años comparado con el índice de HY USA y con el MSCI World); pero en 2022 el huracán Ian generó pérdidas de un 10% que ya se han recuperado por completo.

Actualmente el índice de *Cat Bonds* ofrece *yield* en USD del 12% frente a una tasa de pérdidas anuales previstas inferior al 3%.

Como se puede ver en el gráfico, la *yield* ha sido un buen predictor de los retornos obtenidos en el año siguiente (restando la tasa de pérdidas), lo cual nos parece una oportunidad muy atractiva.

La estrategia se está comportando estupendamente, con un retorno del 10% YTD en dólares sin casi volatilidad.

Gráfico 7

Correlación histórica entre Yield y retornos anualizados en el año siguiente

Fuente: Elaboración propia

■ Inversión temática: salud en países emergentes

El cuidado de la salud en los mercados emergentes es un sector de fuerte crecimiento en el medio y largo plazo. Combina dos factores:

- El crecimiento demográfico y en renta per cápita de los países emergentes.
- El creciente peso del gasto en salud, como porcentaje del PIB, conforme aumenta la renta.

Una de las vías de avance más prometedoras es la llamada "salud digital":

- En términos de acceso, permite un alcance más amplio porque algunos servicios (como la monitorización y diagnóstico) se pueden ofrecer y administrar de forma remota. También permiten un mayor y más rápido acceso de los pacientes a su información de salud.
- En lo que respecta a la calidad, la salud digital facilita una coordinación más rápida y eficaz de los servicios de atención y los profesionales de la salud, así como un intercambio de datos más eficaz, lo que permite una detección más temprana de los riesgos y una prestación específica de los servicios de información sanitaria.

■ Inversión temática: inteligencia artificial y robótica

Tras la reciente aparición de Chat GPT 4, lanzado por Open AI, ha explotado el interés por la inteligencia artificial. El desarrollo de la llamada AGI (Artificial General Intelligence) se ha acelerado exponencialmente con el espectacular incremento de la capacidad de procesamiento.

En cuanto al impacto de la IA, será enorme:

- A nivel económico las cifras que presenta PWC (abajo) hablan por sí solas.
- A nivel social, la vida se transformará con cambios radicales en trabajo y ocio.

\$ 15.7tr

Potential contribution to the global economy by 2030 from AI

+ 26%

Up to 26% boost in GDP for local economies from AI by 2030

Fuente: PWC. Artificial intelligence

- A nivel ético, existen amenazas muy reales, incluso existenciales, y es imprescindible avanzar con gran atención a todas las consideraciones de seguridad.
- Desde un punto de vista de inversiones, la financiación del desarrollo de la IA ha pasado de unos cientos de millones a más de 20.000 millones en los últimos 15 años.
- El desarrollo está en manos de un puñado de empresas en EE.UU., principalmente. Las aplicaciones a la economía en general tardarán en notarse, pero tendrán enormes consecuencias.

Resumiendo, las oportunidades no son obvias, pero hay que permanecer muy atentos porque las habrá y serán muy importantes

■ **Inversión temática: microfinanzas**

El impacto social de los micro-créditos es incuestionable. Los negocios que se apoyan suelen ser muy sencillos, por ejemplo:

- Una costurera que cose a mano puede pedir un pequeño préstamo para comprar una máquina de coser, con lo que puede aumentar significativamente la productividad y las ganancias.
- Un comerciante puede pedir prestado para comprar grandes cantidades de existencias a un precio más bajo, aumentando así los márgenes e ingresos.
- Un agricultor puede recibir crédito para comprar semillas de cultivo y devolver el préstamo tras la cosecha, con una ganancia.
- Un comerciante del mercado, que vende fruta durante el día, puede vender mercancías por el doble o más el precio pagado por la mañana al agricultor.



icapital.com