

Half-yearly Investment Outlook



JULIO DE 2024

Comunicación de marketing

OUTLOOK



CIO Convictions

Mirar el bosque que crece en lugar de los árboles caer



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

A principios de enero, el siempre esperado *Global Risks Report* del Foro Económico Mundial¹ presentó, como cada año, una panorámica de los principales riesgos percibidos por 1.500 expertos de todo el mundo.

Entre los ganadores de este año figuran :

- 1) **incertidumbres económicas**, exacerbadas por la inflación y la explosión de la deuda pública,
- 2) **cambio climático** y el aumento de los fenómenos meteorológicos extremos,
- 3) **aumento de la inseguridad y desinformación** amplificada por las nuevas tecnologías y la IA,

4) el resurgimiento de los **conflictos armados** mientras la mitad de la población mundial vota este año,

5) El empeoramiento de las **desigualdades** y la erosión de los derechos humanos.

Al leer un informe así, es difícil mantenerse sereno, positivo y constructivo. Así que los inversores probablemente no han leído ni una línea: Los índices bursátiles están en máximos históricos, apoyados en gran medida por los valores tecnológicos estadounidenses. La volatilidad está cayendo. Los diferenciales de crédito se han estrechado constantemente desde principios de año, a pesar del aumento de las tasas de impago, mientras que los tipos de interés, aunque afectados por la inflación, no han mostrado preocupación por los desvíos presupuestarios.

La actitud de los inversores –que, por supuesto, son muy conscientes de los riesgos descritos en

el informe- suscita, por tanto, dudas. ¿Debemos ignorar estos riesgos o debemos dejarnos llevar por el pánico? Sin pecar de ingenuos, ¿no deberíamos ver los progresos en curso? ¿Qué tal si, en lugar de ver caer los árboles, escuchamos crecer el bosque?

¿Cómo no va a fascinarnos el potencial de la inteligencia artificial? El rendimiento de una serie de valores estadounidenses ilustra no sólo el apetito de los inversores, sino también la perspectiva de una profunda transformación en empresas de todos los sectores: TI, por supuesto, pero también sanidad, finanzas, medios de comunicación e industria. Según IDC Worldwide, el tamaño del mercado de la IA podría duplicarse de aquí a 2026 y, sólo en el sector bancario, se calcula que el gasto se triplicará en los próximos años. En este contexto, es comprensible que la valoración no sea la más atractiva. Sin embargo, el sector tecnológico sigue siendo una convicción a largo plazo, y hoy no vemos una burbuja de valoración, como ocurrió a finales de los años noventa.

Sin embargo, ante el cambio climático, es difícil no preocuparse. Cada nuevo año es el más caluroso jamás registrado, las emisiones de carbono marcaron un nuevo récord en 2023 y la probabilidad de superar el objetivo de 1,5 grados fijado por el Acuerdo de París se acerca ya al 80 %. Sin embargo, según un reciente análisis del NBER, un aumento de la temperatura global de 1 °C podría afectar al crecimiento mundial en casi un 12% en los próximos 6 años, un impacto económico seis veces mayor de lo calculado anteriormente. Con estos riesgos en aumento y una relativa fatiga de los inversores con respecto a ESG, ¿dónde podemos encontrar esperanza? En algunas buenas noticias dignas de mención: en 2023 batimos un nuevo récord de electricidad generada por energías renovables en todo el mundo: casi un 30%³. La tasa de crecimiento

de la electricidad generada por energía solar es superior al 20%⁴. Y según la AIE, la inversión en energías renovables debería triplicarse para cumplir el Acuerdo de París. Por tanto, la inversión continuará y se beneficiará de tecnologías que ya están maduras y son más competitivas que los combustibles fósiles. En este contexto, la fuerte depreciación del valor de las acciones “climáticas” representa una oportunidad a largo plazo para los inversores.

El número de conflictos armados alcanzó una cifra récord en 2023. En un momento en el que el 50% de los votantes tienen o tendrán que votar en 2024, de nuevo parece difícil encontrar algún signo de progreso. Sin embargo, la tendencia global hacia un “*desempobrecimiento*” del mundo es clara. La pobreza extrema sigue disminuyendo. Al mismo tiempo, se está avanzando en la reducción de las desigualdades de género. Según el índice *Gender equality*, las diferencias entre hombres y mujeres siguen reduciéndose, sobre todo en el acceso a la educación y la sanidad. La esperanza de vida sigue aumentando, mientras que el envejecimiento global de la población plantea un importante reto a las economías occidentales y una oportunidad estructural para los inversores en el sector sanitario, un sector cuya valoración también es relativamente atractiva.

Mirar el bosque que crece en lugar de los árboles caer. A pesar de un riesgo político y geopolítico generalizado y de los desafíos estructurales, los mercados financieros se han centrado en las futuras caídas de los tipos de los bancos centrales y la fuerte resistencia de la economía. A pesar de que las valoraciones parecen tensas a mediados de año, sigue habiendo oportunidades para los inversores y signos de esperanza para los ciudadanos.

1 - <https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2024/>

2 - El regreso de la guerra a Europa supuso la sentencia de muerte para el Fin de la Historia de Francis Fukuyama de 1992. Tan influyente como controvertida, esta teoría establecía que el fin de la historia culminaría con el triunfo modélico de la democracia occidental. Con el retorno de los imperios y la coalición del Sur global, la apuesta de Fukuyama parece perdida, lo que hace difícil ver algún significado o progreso en la reciente historia contemporánea. Sin embargo, Fukuyama, discípulo de Hegel, formuló la pregunta correcta sobre la dialéctica de la historia. Para Hegel, la historia es una historia del todo, en la que la Razón está en movimiento. La dialéctica permite una superación - *Aufhebung* - que mueve la historia hacia su fin. E incluso la violencia y la lucha pueden ser pasos necesarios hacia la realización del todo.

3 - Fuente: EMBER

4 - Fuente: AIE



Macro Outlook

Macro Outlook

Los bancos centrales mantienen la cautela



Florence Pisani, PhD

Global Head of
Economic Research



Emile Gagna

Economist

Al comienzo del verano de 2024, el crecimiento continúa, pero su ritmo sigue siendo desigual entre países y regiones. China sigue enfrentándose a presiones deflacionistas, la eurozona avanza lentamente, mientras que el crecimiento en Estados Unidos, aún cercano al 2%⁵, parece ralentizarse un poco. Allí donde se han dejado sentir las presiones inflacionistas, éstas han seguido remitiendo a lo largo de los meses, allanando el camino para una prudente relajación de la política monetaria.

China : el crecimiento se estanca...

Entre las principales economías, China es la única en la que los precios del valor añadido están bajando: ¡a principios de 2024, mientras que el PIB real crecía algo más del 5% interanual, el crecimiento nominal apenas superaba el 4%, muy por debajo de la media del 9% observada durante la segunda mitad de la década de 2010⁶! El país ya no es capaz de absorber la enorme masa de ahorro que genera cada año. Este “exceso de ahorro” encontró, al menos durante un tiempo, su contrapartida en un vasto programa de inversión en infraestructuras, financiado en gran parte por las autoridades locales. La disminución de sus ingresos, vinculada en particular a la caída de las ventas de terrenos, limita ahora su capacidad para financiar un número cada vez mayor de

proyectos de infraestructuras. El Gobierno intenta ahora "canalizar" el exceso de ahorro hacia la financiación de las industrias del futuro (paneles solares, baterías, vehículos eléctricos, etc.). Es probable que los límites de esta estrategia se pongan de manifiesto muy pronto: Como en el caso de la industria fotovoltaica, y a falta de una demanda interna suficiente, China se enfrentará a un exceso de capacidad y tendrá que buscar en el extranjero una salida para su producción. Sin embargo, es probable que encuentre una fuerte resistencia por parte de sus socios estadounidenses y europeos. La decisión europea de aumentar los impuestos a los vehículos eléctricos si no se llega a un acuerdo, se hace eco del aumento de los aranceles aduaneros decidido unas semanas antes por Estados Unidos. En este contexto de tensiones comerciales, es inútil esperar que la política monetaria acuda al rescate. La actual relajación de los tipos hipotecarios ha tenido escasa repercusión en el endeudamiento de los hogares: A pesar de que los tipos hipotecarios han bajado casi 200 puntos básicos desde mediados de 2022⁷, el crédito inmobiliario sigue sin reaccionar. Mientras los hogares sigan teniendo una elevada tasa de ahorro y las autoridades no reequilibren el

crecimiento en favor del consumo y, en particular, no se esfuercen por reforzar la red de seguridad social, es probable que el crecimiento siga siendo decepcionante.

Estados Unidos: La Fed mantiene la cautela...

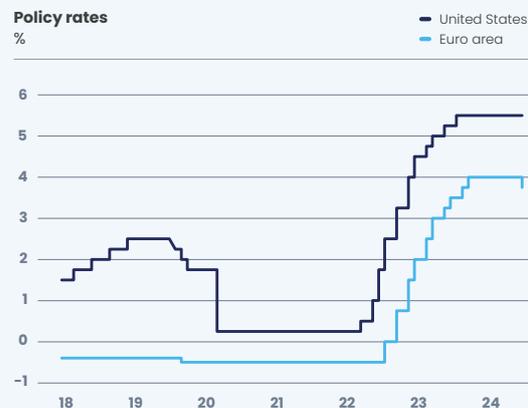
En Estados Unidos, el crecimiento continuó a principios de año, apuntalado por un consumo aún sólido. El dinamismo de la creación de empleo no es ajeno a esta situación: lejos de ralentizarse, la creación de empleo ha aumentado, en términos mensuales y suavizados sobre tres meses, de menos de 200.000 en noviembre de 2023 a casi 250.000 en mayo de 2024⁸. Sin embargo, la llegada al mercado laboral de un número cada vez mayor de trabajadores inmigrantes ha impedido que el mercado laboral se estreche: Desde hace varios meses, la tasa de desempleo aumenta progresivamente. El pasado endurecimiento de las condiciones financieras debería contribuir ahora a ralentizar el crecimiento. Los tipos de interés del crédito al consumo son elevados, y los impagos de las tarjetas de crédito acaban de aumentar significativamente. Los tipos hipotecarios aún elevados y el aumento de los precios de la vivienda

Core inflation
% year on year



Fuente: LSEG Datastream

Policy rates
%



también deberían pesar sobre la inversión residencial. En cuanto al apoyo proporcionado por el gasto público y la aplicación de la Ley de Reducción de la Inflación, se está desvaneciendo gradualmente. En este contexto, se espera que el crecimiento se ralentice, pasando de una media del 2,5 % en 2024 al 1,7 % en 2025⁹.

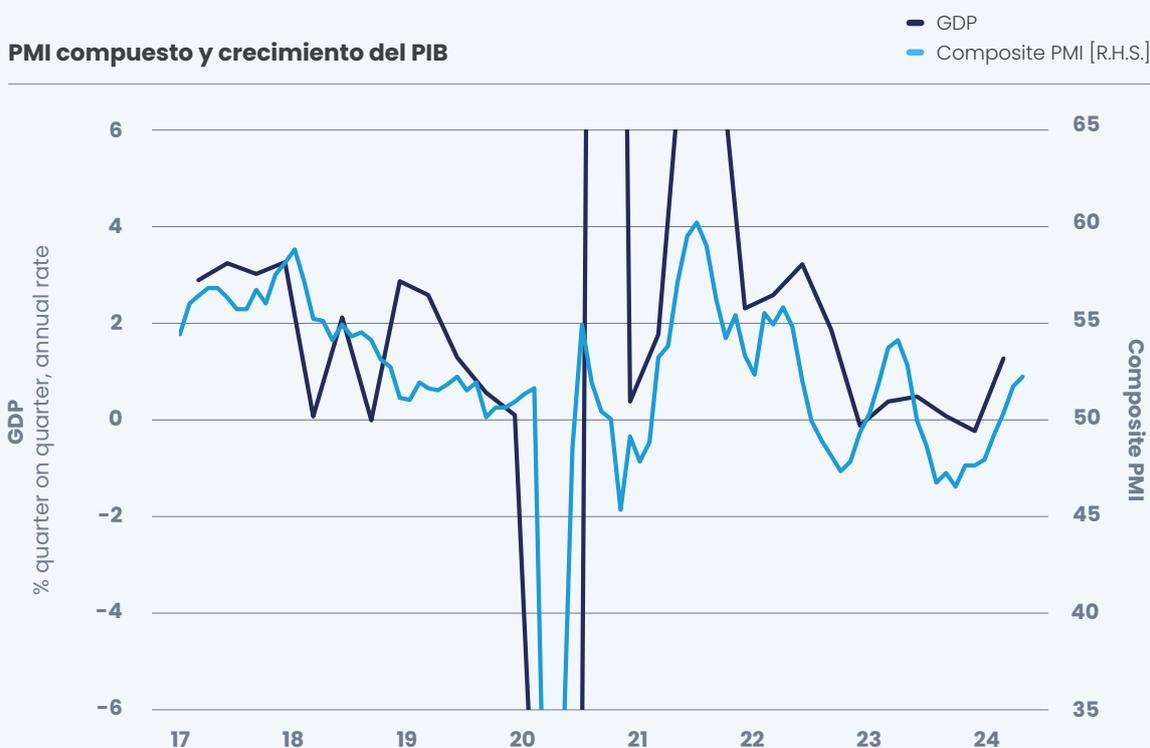
No obstante, la Reserva Federal tiene motivos para mantener la cautela: La inflación de los servicios, aunque disminuyó en mayo, sigue siendo demasiado elevada en relación con su objetivo. Si continúa la relajación del mercado laboral, la Reserva Federal debería poder recortar los tipos de interés dos veces este año, la primera de ellas en septiembre. La política migratoria -J. Biden acaba de firmar una orden ejecutiva que, de aplicarse, reduciría en 85.000 al mes el número de adultos que entran ilegalmente en Estados Unidos- y, más en general, la política económica

que se siga tras las elecciones del 5 de noviembre podrían, sin embargo, alterar significativamente las trayectorias del crecimiento y la inflación en 2025 y, con ellas, la de la política monetaria.

Zona euro : ¿hacia un repunte sostenible de la actividad?

Tras dos años de inflación elevada y estancamiento de la actividad, la economía de la zona euro muestra signos de mejora. El PIB creció a un ritmo anual del 1,3% en el primer trimestre¹⁰ y las encuestas PMI apuntan a una recuperación en curso. El aumento del poder adquisitivo de los hogares debería, en última instancia, apoyar el consumo y, por ende, la reactivación de la actividad: Tras un 0,6% en 2023, el crecimiento debería acelerarse gradualmente hasta el 0,8% en 2024 y ligeramente por encima del 1% en 2025¹¹.

PMI compuesto y crecimiento del PIB

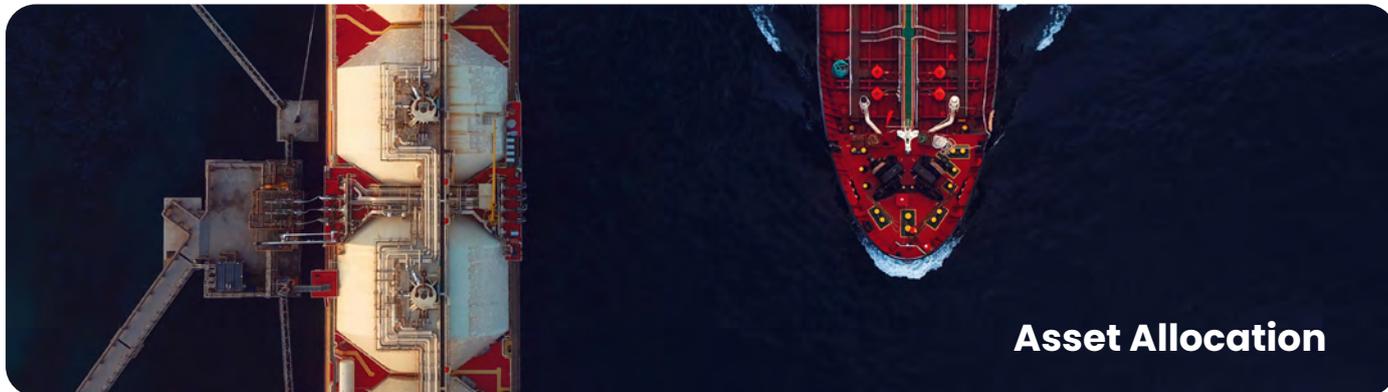


Fuentes: Bloomberg, LSEG Datastream

"Allí donde se han dejado sentir las presiones inflacionistas, éstas han seguido remitiendo a lo largo de los meses, allanando el camino para una prudente relajación de la política monetaria."

Por encima de todo, la inflación cayó bruscamente al 2,6% interanual en mayo¹². Con esta mejora, el Banco Central Europeo decidió a principios de junio recortar los tipos por primera vez desde... ¡2019! De hecho, el descenso de la inflación no se debe únicamente a la caída de los precios de la energía. La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) también cayó significativamente. Esto es especialmente cierto en el caso de los bienes cuyos precios habían subido bruscamente como consecuencia de la grave alteración de las cadenas de suministro a raíz de la pandemia. Su vuelta a un funcionamiento más normal puso fin a esta subida. En el ámbito de los servicios, los avances han sido más vacilantes. Ciertamente, para los que tienen un bajo contenido de mano de obra, la inflación ha vuelto a un ritmo casi en línea con las expectativas del BCE. Pero aún no es el caso de los servicios, donde la mano de obra representa una elevada proporción de los costes de producción. Para que el proceso de desinflación continúe como espera el banco central, ahora es necesaria una desaceleración de los salarios... pero no suficiente. El aumento de la productividad, estancado desde 2017, también debe recuperarse. En los próximos trimestres, la aceleración de la actividad debería ayudar, sobre todo porque las empresas han estado acaparando mano de obra desde la pandemia. Más allá de eso, sin embargo, sin una reactivación de las ganancias de productividad, el banco central puede tener dificultades para seguir recortando los tipos. ¡Al igual que la Reserva Federal, el Banco Central Europeo tiene motivos para mantener la cautela!

5 - Fuente: BEA
6 - Fuente: NBS
7 - Fuente: Bloomberg
8 - Fuente: BLS, cálculo Candriam
9 - Estimaciones de Candriam
10 - Fuente: Eurostat
11 - Estimaciones de Candriam
12 - Fuente: Eurostat



Asset Allocation

Asset Allocation

Los vientos del cambio



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset

El escenario “ soft landing ” se confirma...

Nuestra estrategia de asignación para el segundo semestre se basa en un entorno económico que sigue siendo favorable para la renta variable y está mejorando para la renta fija.

Preveemos una ralentización de la actividad en EE.UU., en línea con el escenario “ soft landing ” (desaceleración de la actividad por debajo del 2% anualizado a partir del segundo semestre de 2024), una recuperación económica muy gradual en Europa y un crecimiento aún robusto en Asia. Se espera que el crecimiento económico mundial se sitúe en torno a 3,5%¹³ anualizado. Al mismo tiempo, debería continuar la desinflación, con IPC subyacente en torno al 3% a finales de año en Estados Unidos¹⁴. Este contexto es globalmente positivo para la renta variable y la renta fija.

... y es uno de los mejores escenarios posibles para el mercado de renta variable.

Mientras que las expectativas de los inversores sobre el crecimiento de los beneficios en los próximos 12 meses parecen creíbles para EE.UU. (en torno al 10%), Europa (5%) y Japón (6%)¹⁵, existe una mayor incertidumbre para los países emergentes: Actualmente se espera un crecimiento de los beneficios por acción del 16 %, tras revisiones a la baja en 2022 y 2023.

Tras el buen comportamiento de la renta variable en el primer semestre del año , las valoraciones siguen siendo razonables en general : El PER para los próximos 12 meses se sitúa por debajo de 14¹⁶ en Europa, en torno a 12 en los países emergentes y 15,5 en Japón, en línea con las medias históricas de 20 años. Sólo Estados Unidos presenta un PER

superior a su media a largo plazo, por encima de 20, un nivel elevado vinculado al peso creciente del sector tecnológico y a las "Megacaps"¹⁷. El ratio de flujo de caja libre/ventas, que tiene en cuenta el importante flujo de caja generado por estas empresas, indica no obstante valoraciones en línea con la media histórica de los últimos 30 años, y por debajo del nivel de la burbuja TMT de principios de la década de 2000¹⁸.

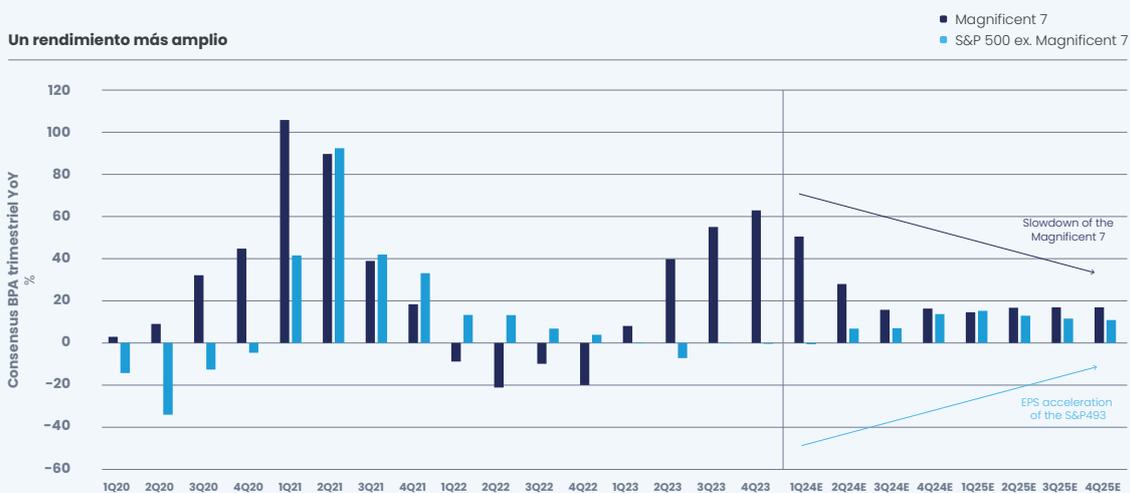
Las valoraciones de las acciones también deberían beneficiarse del inicio del ciclo de recorte de tipos de los bancos centrales. Históricamente, la primera bajada de tipos de la Fed va seguida en el 80% de los casos de un comportamiento positivo de los mercados estadounidenses¹⁹.

Además, el inicio del ciclo de bajada de tipos por parte de los principales bancos centrales debería reorientar las asignaciones de los inversores hacia activos a más largo plazo. Tras dieciocho meses de entradas, los fondos del mercado monetario van a perder terreno frente a los bonos de mayor duración y la renta variable. Los inversores parecen estar reconstruyendo una mayor exposición a la renta variable tras la sacudida de 2022.

¿Hacia una mayor participación en el crecimiento de los beneficios ?

En el mercado estadounidense, seguimos siendo positivos en el sector tecnológico, que debería seguir disfrutando de un fuerte crecimiento de los beneficios y del flujo de caja. Tras 4 trimestres de dominio de las 7 magníficas (más de un 40% de aumento de los beneficios, impulsado en gran medida por Nvidia²⁰), se prevé que las otras 493 empresas del S&P500 registren un crecimiento positivo de los beneficios y acorten distancias con las megacaps. En esta hipótesis, la subida de los mercados financieros sería más saludable, ya que estaría impulsada por el comportamiento positivo de un mayor número de valores.

En Europa, estamos aumentando nuestra exposición a empresas de pequeña y mediana capitalización para beneficiarnos de la recuperación gradual de la actividad. De hecho, estas empresas en Europa han tenido un rendimiento inferior al de las empresas de mayor capitalización en un 25 % desde 2022²¹, y en casi un 5 % desde principios de año. Los



Los resultados pasados no son un indicador fiable de los resultados futuros. Los mercados pueden evolucionar de forma muy diferente en el futuro.

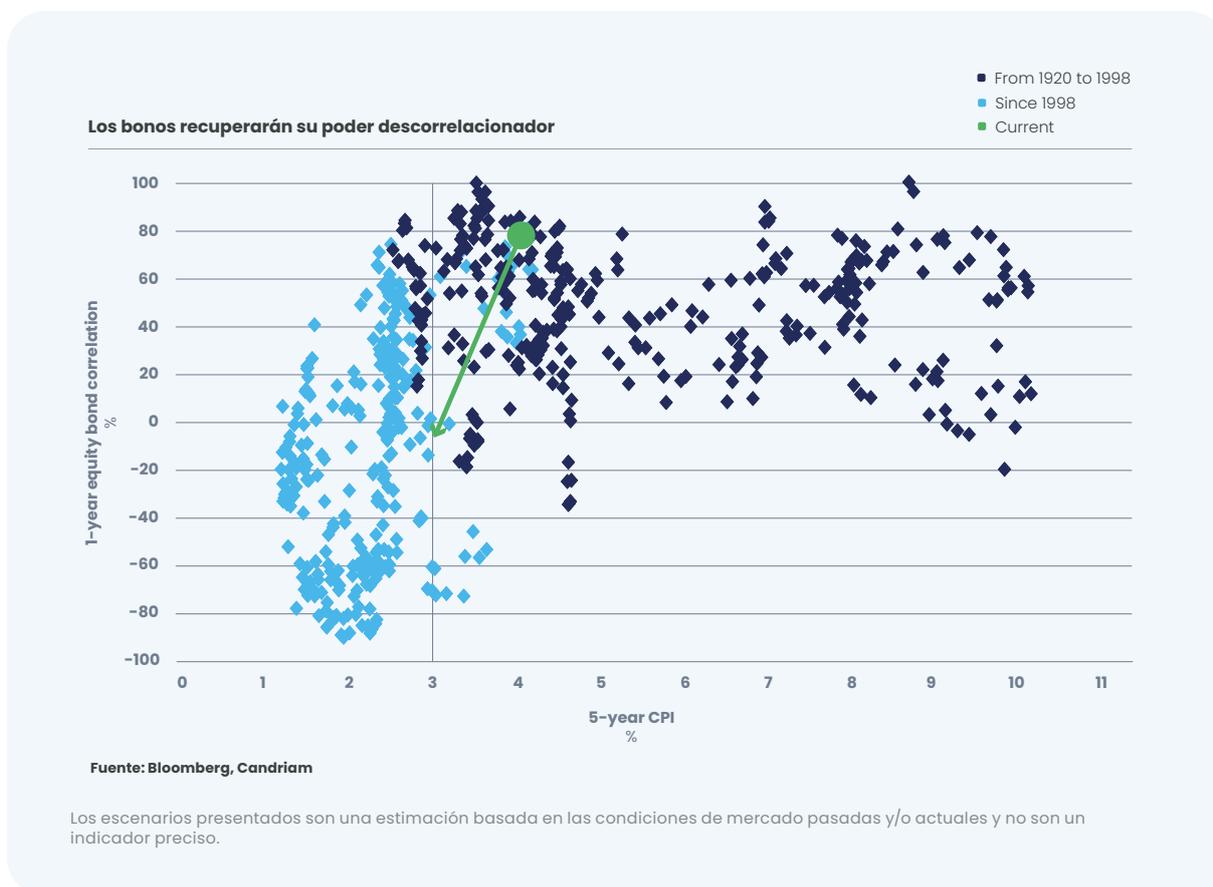
resultados de las pequeñas y medianas empresas están estrechamente ligados a la evolución de los principales indicadores económicos, como los PMI, y deberían verse respaldados por una mejora de los factores macroeconómicos en los próximos meses, así como por los primeros recortes de tipos del Banco Central Europeo. En los últimos 40 años, las empresas de pequeña y mediana capitalización han obtenido un rendimiento superior en un 8 % en los 12 meses siguientes a la primera bajada de tipos.

La mejor diversificación posible entre clases de activos...

La correlación positiva entre la renta variable y la renta fija en los últimos años ha complicado la gestión de carteras diversificadas, ya que los precios de ambas clases de activos se mueven en la misma dirección. Las subidas de tipos provocaron caídas en los mercados de renta variable y en los precios de la renta fija, mientras que la relajación de los tipos a largo plazo permitió a los mercados

de renta variable y renta fija registrar resultados positivos. Nuestro análisis cuantitativo muestra que esto ocurre históricamente cuando la inflación supera el 3 %, lo que ha sido el caso desde el final de la Covid. Por debajo de este umbral del 3 %, la correlación entre la renta variable y la renta fija puede disminuir y volver a ser negativa, lo que permite una diversificación eficaz entre la renta variable y la renta fija. Según nuestras previsiones económicas, en Estados Unidos caerá por debajo de este nivel del 3 % en 2025.

Nuestra asignación se completa con la exposición al oro, que ha superado nuestras expectativas desde principios de año, gracias a la fuerte demanda de algunos bancos centrales (especialmente China). Creemos que en los próximos meses el contexto macroeconómico debería volver a ser más favorable (posible bajada de los tipos de interés reales estadounidenses), mientras que la demanda de oro por parte de los bancos centrales debería seguir siendo fuerte a medio plazo.



...debería hacer más eficiente el aumento gradual de la duración

Además de una exposición larga a la renta variable, añadimos una exposición progresivamente más larga a renta fija. Nuestras previsiones económicas muestran que, con un “ soft landing ” en Estados Unidos y un crecimiento económico relativamente débil en Europa, es posible una relajación de los tipos largos. De este modo, nos beneficiamos tanto de un carry atractivo como de un efecto amortiguador en caso de caída de la renta variable.

Seremos más selectivos tanto en deuda pública como en crédito. Tras el fuerte estrechamiento de los spreads en el primer semestre del año²², el perfil de rentabilidad/riesgo de ciertos bonos nos parece menos atractivo. A los niveles actuales de spreads, los bonos de alto rendimiento estadounidenses asumen implícitamente una tasa de impago cercana a 0.

Los riesgos identificados para el segundo semestre son principalmente de naturaleza política.

Las elecciones legislativas francesas son un primer paso inesperado que podría conducir a una mayor inestabilidad política en Francia. Su desencadenamiento tuvo un impacto directo en el diferencial de la deuda francesa, que, a un nivel cercano a los 80 puntos básicos (en comparación con los tipos alemanes), incorporó rápidamente parte de este riesgo. La renta variable francesa y europea también se vio penalizada, especialmente determinadas empresas y sectores, como los

bancos y los servicios públicos franceses. El reto para nuestra asignación global de activos consistirá en comprender, después de las elecciones, en qué medida esta inestabilidad puede acentuar la subida de las primas de riesgo (sobre la deuda francesa, sobre ciertas acciones) y posiblemente alterar nuestra visión fundamental. A la espera de los resultados, hemos reducido parcialmente nuestra asignación a la renta variable europea y recortado nuestra exposición a la deuda francesa. No obstante, creemos que los riesgos de contagio a otros países europeos son limitados, y que el BCE dispone de medios para limitar estos efectos en caso necesario.

En Estados Unidos, las elecciones presidenciales también serán un hito clave para los mercados financieros. Históricamente, los mercados de renta variable se mueven lateralmente en los tres meses que preceden a las elecciones presidenciales, con un aumento de la volatilidad. Uno de los resultados más desfavorables de las elecciones sería la aplicación al 100% del programa inflacionista y destructor del crecimiento de Donald Trump. En este escenario, con el riesgo de “stagflation”, la exposición al dólar estadounidense y a ciertas materias primas como el oro podría limitar el riesgo a la baja de la cartera. En caso de un resultado más matizado y razonable, los mercados financieros deberían volver a los fundamentales, que consideramos bastante buenos para la renta variable y la renta fija.

En cualquier caso, y a pesar de este entorno generalmente positivo, es probable que el segundo semestre de 2024 siga estando plagado de incertidumbre para los inversores, una fuente de volatilidad a menudo favorable a una gestión dinámica y activa de las carteras.

13 - Fuente: Estimación Candriam

14 - Fuente: Candriam

15 - Fuente: Ibes datastream, Índices MSCI - junio2024

16 - Fuente: Ibes datastream, Índices MSCI - junio2024

17 - El peso de los valores tecnológicos y de las “ megacaps ” ha pasado del 20% del índice en 2004 al 42% actual (S&P500).

18 - El S&P500 en su conjunto ha visto duplicarse su ratio de flujo de caja libre/ventas del 6% al 12% entre 2004 y la actualidad (fuente: UBS). A principios de la década de 2000, el P/FCF se situaba entre 30 y 40, mientras que ahora es de 25.

19 - Fuente: Candriam

20 - Fuente: Candriam, LSEG Datastream

21 - Fuente: Bloomberg

22 - Fuente: Bloomberg - ICE Bofa - Reducción de spreads YTD : -46 bps Euro HY / -18 bps Euro IG - 27/06/2024



**145.000
mill. de €**

en activos gestionados
Diciembre de 2023*



+600

expertos
a su servicio



+25 años

liderando el camino
en inversión sostenible

Este documento se facilita únicamente con fines informativos y educativos y puede contener opiniones e información de propiedad de Candriam. No constituye una oferta de compra o venta de instrumentos financieros, ni un asesoramiento en materia de inversión, ni confirma ninguna transacción, a menos que se acuerde expresamente lo contrario. Aunque Candriam selecciona cuidadosamente los datos y las fuentes que utiliza, no pueden descartarse errores u omisiones. Candriam no podrá ser considerada responsable de los daños directos o indirectos derivados de la utilización de este documento. Los derechos de propiedad intelectual de Candriam deben respetarse en todo momento. Queda prohibida la reproducción del contenido de este documento sin autorización previa por escrito.

*A partir del 31/12/2022, Candriam cambió la metodología de cálculo de los Activos Bajo Gestión (AUM), y los AUM ahora incluyen ciertos activos, como AUM no discretionales, selección de fondos externos, servicios de superposición, incluidos los servicios de selección ESG, servicios [de consultoría de asesoramiento], servicios de marca blanca y servicios de entrega de carteras modelo que no califican como Activos Bajo Gestión Regulatorios, tal como se definen en el Formulario ADV de la SEC. Los activos gestionados se expresan en USD. Los activos gestionados no denominados en USD se convierten al tipo de cambio al contado a 31/12/2023.