



Nadège Dufossé, CFA  
Head of Asset Allocation

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS – JULIO 2020

PERSPECTIVAS: ¿RIESGOS CONOCIDOS Y,  
POR LO TANTO, PREVISTOS  
EN EL SEGUNDO TRIMESTRE?

# ¿UNA CRISIS SANITARIA, ECONÓMICA Y FINANCIERA SIN PRECEDENTES?

¿La crisis sanitaria que atravesamos es un «cisne negro, gris o blanco» para los mercados financieros? El color que se puede atribuir a este acontecimiento depende de su previsibilidad. Nassim Taleb, autor de esta teoría, refuta la denominación de cisne negro. Un acontecimiento de este tipo era previsible y nosotros incluso lo habíamos imaginado muy bien. En 2011, una película, «Contagio», describía de manera bastante realista la concatenación de acontecimientos que llevaba a una pandemia mundial como la que estamos viviendo. Imaginado sí, pero no preparados para ello, tal y como advertía cuatro años más tarde Bill Gates en un discurso con un título evocador: «No estamos preparados para la próxima epidemia».

Además, nos resultaba difícil imaginar cuáles serían las consecuencias inéditas de esta pandemia: confinamiento, cierre parcial o total de las grandes economías durante varias semanas, reacciones rápidas y masivas de los bancos centrales y de los gobiernos en respuesta a esta crisis sanitaria. Nos encontramos aquí también en el ámbito de la experimentación.

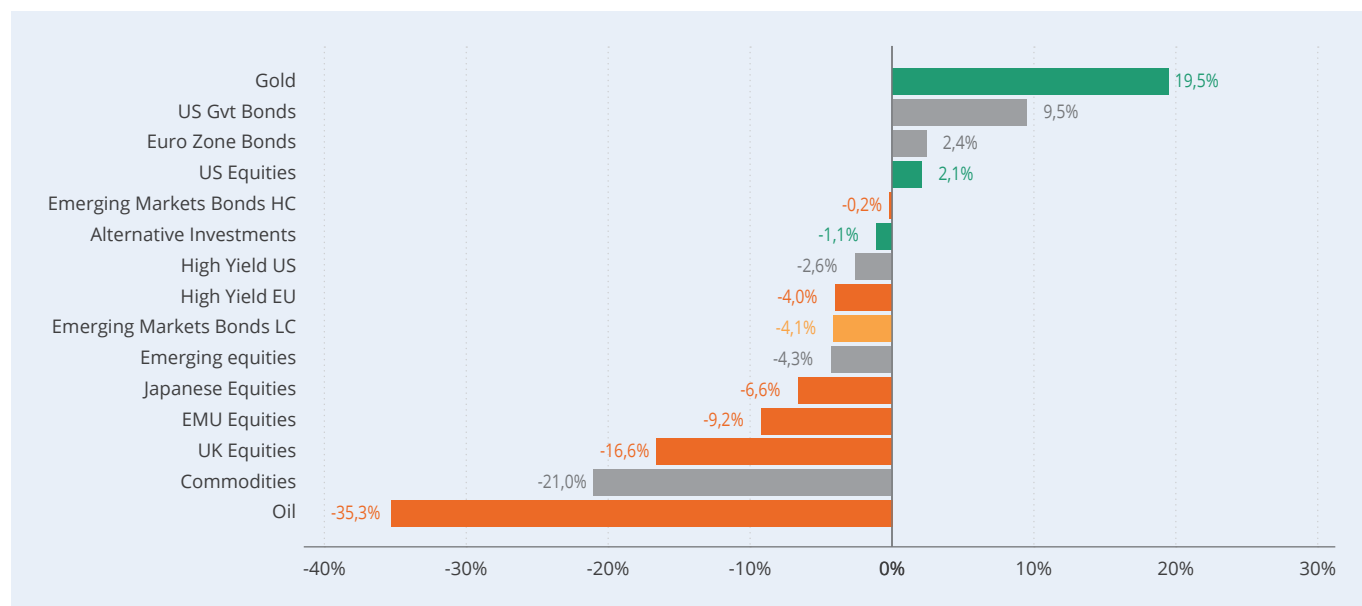
El mundo ha pasado en unas semanas de un fin de ciclo económico a una recesión profunda. El punto más bajo para los indicadores coyunturales parece haberse alcanzado en los meses de abril y mayo, con un fuerte repunte de la actividad observado en muchos países a partir del mes de junio. Tras una fase de recuperación rápida asociada al «desconfinamiento», la cuestión ahora consiste en evaluar la velocidad a la que nuestras economías se pueden recuperar, y también en comprender los cambios más estructurales que dichas economías experimentarán.

El análisis con fecha de 13 de julio de las rentabilidades desde el inicio del año para las diferentes categorías de activos no

permite adivinar el cataclismo sufrido desde el comienzo del año. Las acciones estadounidenses han experimentado un alza del 2% con respecto al inicio del año, las acciones emergentes han sufrido una caída de solo el 4%. Únicamente las acciones europeas han padecido una caída más significativa (-9% en la zona Euro y -16% en Reino Unido), mientras que las materias primas han sufrido el mayor impacto (caída del 35% en el precio del petróleo).

“ La cuestión ahora consiste en evaluar la velocidad a la que nuestras economías se pueden recuperar. ”

## GRÁFICO DE RENTABILIDADES POR CATEGORÍA DE ACTIVOS (EN DIVISAS LOCALES)



Fuente: Bloomberg, Candriam. Datos al 13.07.2020. El rendimiento pasado no es garantía de rendimiento futuro.

# UNA ASIGNACIÓN FLEXIBLE EN UN CONTEXTO INÉDITO

¿Cuál es el leit motiv de nuestra gestión durante este primer semestre? Flexibilidad, adaptación, capacidad de reacción para responder a la volatilidad de los mercados. ¿Cómo se ha materializado este enfoque? Una exposición reducida a los activos de riesgo en los meses de enero y febrero. A finales de marzo, un incremento de la ponderación de acciones tras la violenta corrección del mes, seguida de una asignación más importante para el crédito europeo «Investment Grade» y la deuda emergente en abril y mayo. Un activo de base durante todo este periodo: el oro, que ha contribuido de manera positiva a la obtención de rentabilidades, tanto en las fases de corrección como en los repuntes del mercado.

¿Cuál es nuestro posicionamiento actual? Los mercados financieros permanecen por el momento atrapados entre dos fuerzas contrarias. Por un lado, los datos económicos publicados han supuesto una sorpresa positiva desde el mes de junio con una recuperación rápida de la actividad. Por otro, la propagación del virus se encuentra lejos de estar controlada a nivel mundial. La amenaza de una evolución incontrolada del virus en determinados

países o la de una segunda oleada pueden constituir un freno para la recuperación de la actividad económica, a pesar del apoyo de los gobiernos y de los bancos centrales. Por lo tanto, hemos aumentado nuestra exposición a las categorías de activos y a las regiones que presentan una valoración atractiva y que sacarán partido de esta recuperación, al tiempo que mantenemos las protecciones, en especial en nuestra exposición a las acciones.

# UNA REACTIVACIÓN POLÍTICA Y ECONÓMICA PARA EUROPA

Las rentabilidades de los activos europeos se mantienen por debajo de las rentabilidades de los activos estadounidenses o de países emergentes. Europa parece disponer de un determinado número de bazas que le permitirían presentar una mejor rentabilidad relativa en el segundo semestre. Esta preferencia por Europa continúa teniendo un carácter táctico, incluso si a más largo plazo empezamos, por fin, a observar razones más estructurales para otorgar prioridad al Viejo Continente.

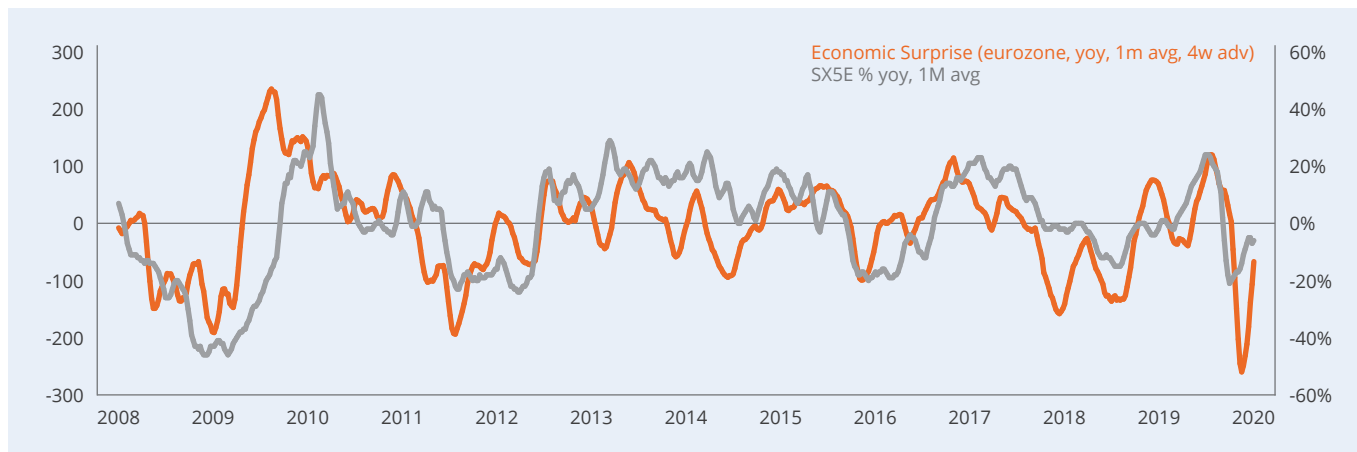
## LOS ACTIVOS EUROPEOS PRESENTAN UNA MEJOR RENTABILIDAD EN UNA FASE DE REPUNTE ECONÓMICO

La composición más cíclica de los índices europeos favorece su rentabilidad superior en una fase de repunte de la actividad. El estricto confinamiento aplicado en marzo en Europa continental, tras haber afectado negativamente a los países europeos, debería ser ahora una baza a su favor: la gestión del virus parece más eficaz que en Estados Unidos, por lo que el repunte económico debería ser más significativo. Las medidas de protección del empleo aplicadas por los gobiernos deberían favorecer una menor progresión de la tasa de desempleo en comparación con

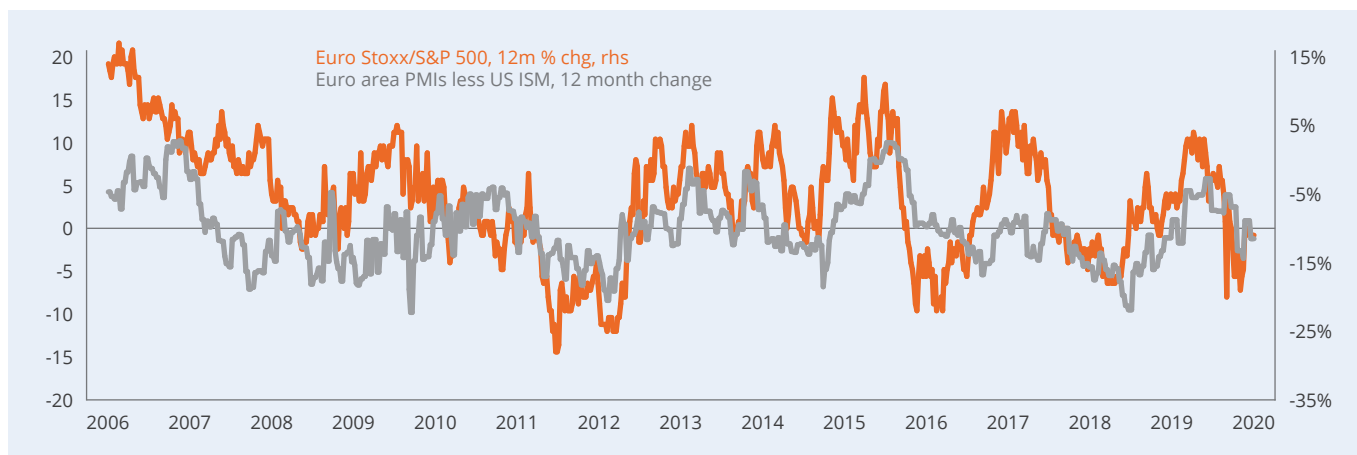
“ La crisis sanitaria asociada a la Covid-19 resulta inédita. Vivimos de manera acelerada todas las fases habituales de un ciclo económico. ”



**GRÁFICOS: RENTABILIDAD DEL ÍNDICE EUROPEO Y ACTIVIDAD ECONÓMICA**



Fuente: Bloomberg, Candriam

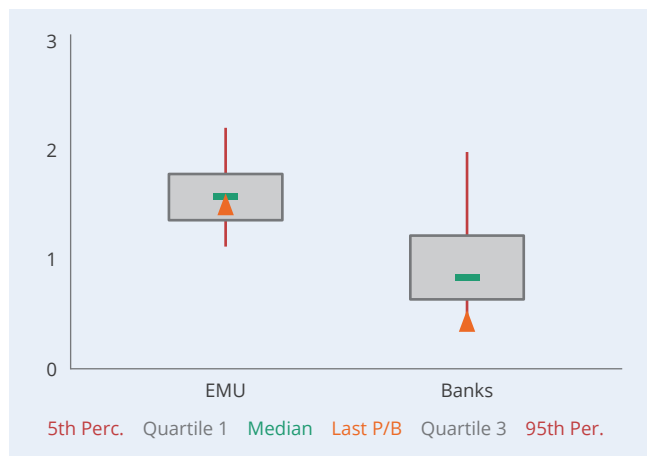


Fuente: Bloomberg, Candriam

Estados Unidos, lo que permitiría una recuperación más rápida de la actividad.

En este entorno estamos reforzando de manera específica nuestra exposición a los sectores más cíclicos y al «value». Consideramos que el sector bancario se debería beneficiar también de esta fase de repunte: los bancos disfrutaron al mismo tiempo de un nivel de valoración históricamente atractivo; presentan un buen rendimiento en una fase de recuperación de la actividad; y cuentan esta vez con el apoyo del Banco Central Europeo. La puesta en marcha de nuevos TLTRO con unas condiciones muy ventajosas para los bancos (intereses del 1 % para los créditos del BCE) podría añadir un 5 % de crecimiento adicional para este sector (e incluso más en el caso de determinados bancos italianos). En la actual crisis, los bancos no se encuentran en el núcleo del problema como en 2008, sino en el centro de la solución. Los bancos deberían permitir a las empresas sobrevivir a una interrupción de la actividad de varias semanas. En nuestra opinión, en la actualidad los inversores probablemente infravaloran el alza de beneficios que se puede producir en 2021 y 2022, lo que generaría una importante recuperación del sector.

**LA VALORACIÓN DE LOS BANCOS SE MANTIENE CERCANA A SUS MÍNIMOS HISTÓRICOS – PRICE TO BOOK VALUE**



Fuente: Bloomberg, Candriam

## ¿HACIA UNA REDUCCIÓN MÁS ESTABLE DE LA PRIMA DE RIESGO?

Generalmente, los periodos de crisis constituyen factores de progreso político para Europa. La crisis sanitaria asociada a la Covid-19 resulta inédita. Vivimos de manera acelerada todas las fases habituales de un ciclo económico. Europa ha sabido por el momento reaccionar eficazmente y observamos cambios profundos que podrían generar una reducción más sostenible de la prima de riesgo.

Alemania ha abandonado rápidamente su disciplina presupuestaria y la regla de oro del déficit cero. El país ha anunciado unas ayudas presupuestarias que representan más del 10% del PIB actual. ¡Esta flexibilización fiscal era reclamada, desde hace tiempo, por una parte de Europa! El segundo cambio institucional hace referencia al fondo de recuperación europea. Anunciado conjuntamente por Angela Merkel y Emmanuel Macron, constituye una primera señal fuerte de solidaridad europea con la puesta en marcha de un presupuesto europeo dotado de recursos propios. El gesto político es importante, pero aún así el plan de reactivación continúa siendo limitado: 750.000 millones a lo largo de varios años, a saber, el 6 % del PIB, de los que más de la mitad serán subvenciones atribuidas a los países más afectados por la crisis. Este plan se tramitará a través del canal del presupuesto europeo y será financiado por una emisión de deuda de la Comisión Europa. Su puesta en marcha es simbólica y servirá para relanzar la construcción europea, al reducir el riesgo de fragmentación de la zona Euro surgido tras la Gran Crisis Financiera de 2008.

Por su parte, el Banco Central Europeo ha prestado un fuerte apoyo a las economías. El aumento de su balance desde el comienzo del año es comparable a la evolución del balance de la Fed. Además, el BCE puede comprar las deudas soberanas de los países que más lo necesiten (sin respetar necesariamente

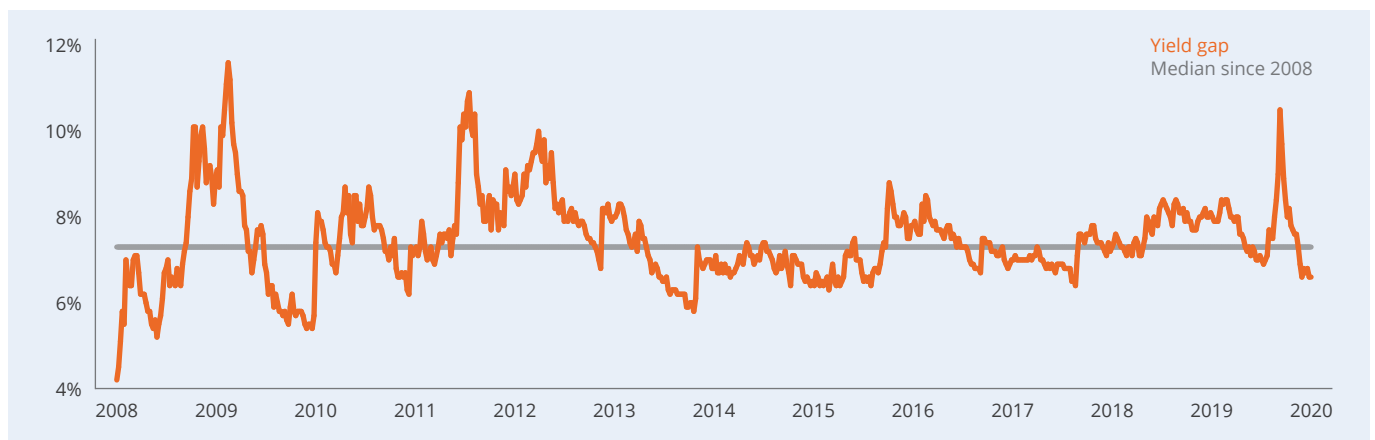
los anteriores criterios de distribución). El Banco Central presta apoyo directo a las empresas mediante la compra de obligaciones. Este aporte masivo de liquidez ha permitido una reducción de la prima de riesgo de las deudas de los países periféricos, así como de la prima relativa a las deudas de las empresas.

La prima de riesgo europea se sitúa por debajo de su media desde 2008. No obstante, se mantiene en torno al 6,5%, es decir, un nivel superior a la prima de riesgo estadounidense (4,5%). Si, tras años de retirada por parte de los inversores no europeos, Europa consigue invertir esta tendencia, la prima de riesgo se podría reducir de manera más sostenible y garantizar un periodo de recuperación de los activos de riesgo europeos.

¿La consecuencia de este entorno? Hemos incrementado nuestra exposición a las acciones europeas (principalmente de la zona Euro) y al crédito «Investment Grade» europeo. Mantenemos asimismo un posicionamiento positivo en relación con la deuda periférica europea y negativo con respecto a la deuda estatal de Alemania. Y a la inversa, hemos decidido reducir nuestra exposición a las acciones estadounidenses desde el mes de junio, al considerar que los riesgos se acumulan al otro lado del Atlántico, mientras que el índice S&P 500 presenta una rentabilidad positiva desde el comienzo del año.

“ Europa parece disponer de un determinado número de bazas que le permitirían presentar una mejor rentabilidad relativa en el segundo semestre. ”

### LA PRIMA DE RIESGO DE LAS ACCIONES EN EUROPA\* SE PODRÍA CONTINUAR REDUCIENDO



\* Prima de riesgo = BPA 2021 / Índice de precios - tipos a 10 años  
Fuente: Refinitiv, Bloomberg, Candriam

# AUMENTO DE LOS RIESGOS EN ESTADOS UNIDOS

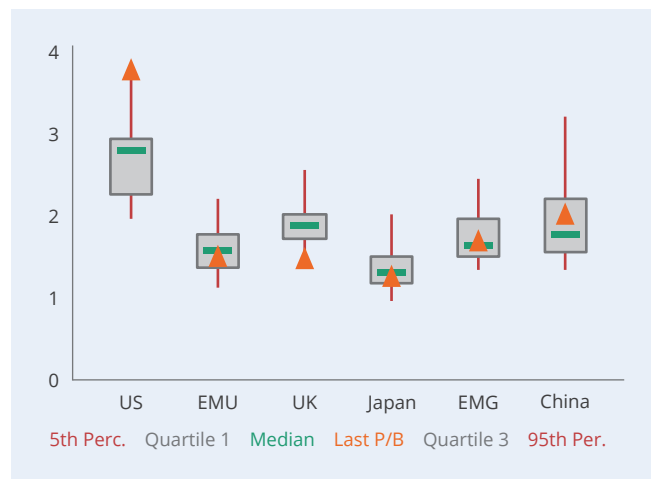
La incertidumbre parece actualmente más elevada en Estados Unidos que en Europa. Los riesgos se concentran en dos aspectos principales: por una parte, la gestión de la pandemia de Covid-19 y su impacto económico; por otra, la posibilidad de experimentar una “marea azul” tras la elección presidencial del próximo noviembre. La valoración más elevada de los activos estadounidenses deja menos espacio a potenciales decepciones, en comparación con otros lugares del mundo. Incluso si no consideramos los títulos de tecnología y de comunicaciones, el mercado estadounidense continúa siendo relativamente más caro que el mercado europeo.

La pandemia de Covid-19 continúa progresando de manera significativa en Estados Unidos, mientras que parece estar bajo control en China, Europa, Japón y Canadá.

Las decisiones de establecer nuevos confinamientos locales o parciales pueden obstaculizar la recuperación económica. Esto es lo que ya se observa en los datos de alta frecuencia (tendencias de movilidad de Apple – Datos sobre consumo de Harvard,...) que miden en tiempo real la evolución de la actividad. Los últimos datos muestran una pausa en la recuperación de los Estados más afectados por la segunda oleada de la pandemia.

La «mala» gestión de la pandemia ha invertido en el transcurso del segundo trimestre las predicciones electorales que otorgaban hasta entonces a D. Trump la victoria el próximo noviembre. Actualmente, la probabilidad de una victoria demócrata completa, Presidente y Congreso, se ha incrementado de manera signifi-

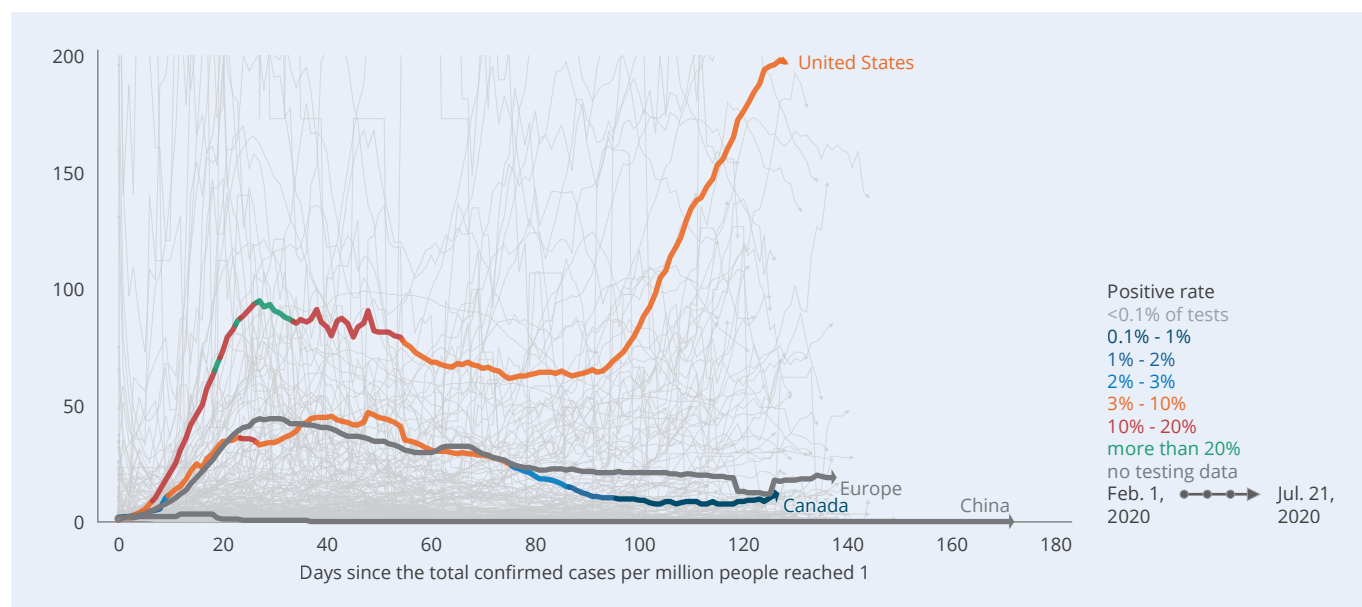
## VALORACIÓN: EL MERCADO AMERICANO MÁS CARO - PRICE TO BOOK VALUE



Fuente: Bloomberg, Candriam

## NUEVOS CASOS CONFIRMADOS DIARIAMENTE DE COVID-19 POR MILLÓN DE PERSONAS

Promedio móvil de 7 días



Fonte: European CDC – Situation Update Worldwide – Last updated 21 July, 09:38 (London time), Official data collated by Our World in Data CC BY



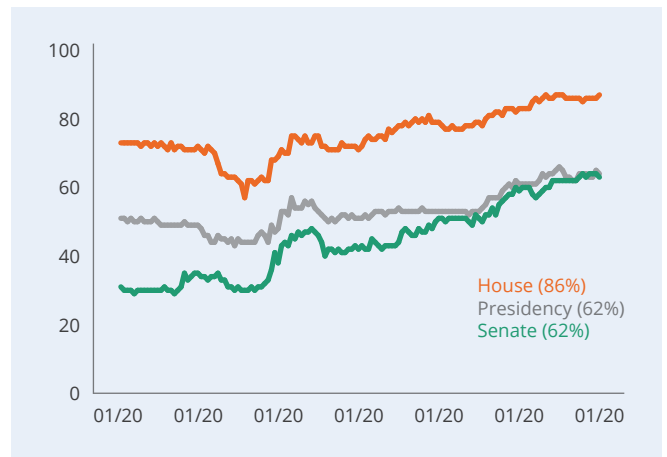
Actualmente, Estados Unidos parece ser menos merecedor de su estatus de «safe haven» que durante las pasadas crisis. Los riesgos económicos y políticos parecen más importantes que en Europa.



cativa. Una victoria de J. Biden podría provocar determinados impactos sectoriales negativos (en especial, para el sector de la salud o de la energía). El impacto global para el mercado estadounidense es más difícil de determinar. Determinados puntos de su programa parecen tener un efecto negativo como los aumentos de los tipos del impuesto de sociedades o la renta mínima, mientras que el lanzamiento de un programa de infraestructuras que toma en consideración el medio ambiente y el apaciguamiento de las relaciones internacionales serían factores bastante positivos.

Actualmente, Estados Unidos parece ser menos merecedor de su estatus de «safe heaven» que durante las pasadas crisis. Los riesgos económicos y políticos parecen más importantes que en Europa. La parte más resiliente del mercado estadounidense constituida por los títulos de crecimiento ha experimentado un fuerte progreso de su valoración en el transcurso de las últimas semanas, lo que podría representar un riesgo suplementario en caso de cambio en las previsiones de mercado.

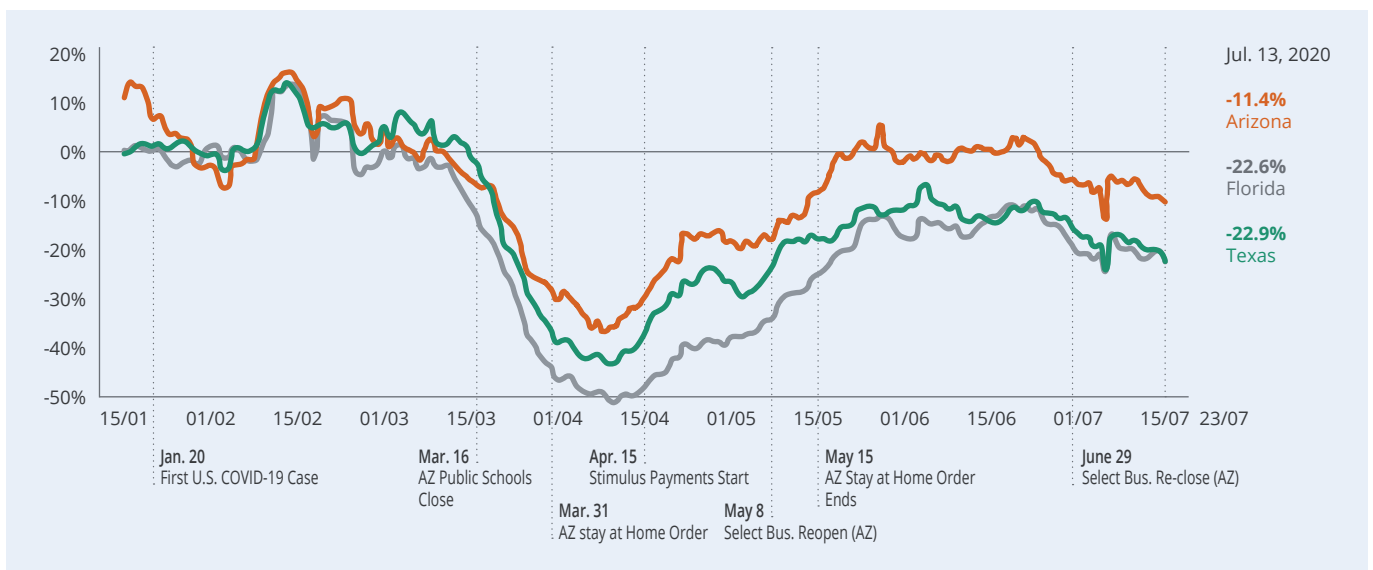
#### PROBABILIDAD DE VICTORIA PARA EL PARTIDO DEMÓCRATA



Fuente: Bloomberg, Candriam

#### VARIACIÓN PORCENTUAL DE LOS INGRESOS DE LAS PEQUEÑAS EMPRESAS\*

En Arizona, a partir del 13 de julio de 2020, los ingresos totales de las pequeñas empresas disminuyeron un 11,4% en comparación con enero de 2020.



\* Change in net business revenue for small businesses, indexed to January 4-31 2020 and seasonally adjusted. This series is based on data from Womply. Fuente: <https://www.tracktherecovery.org/>

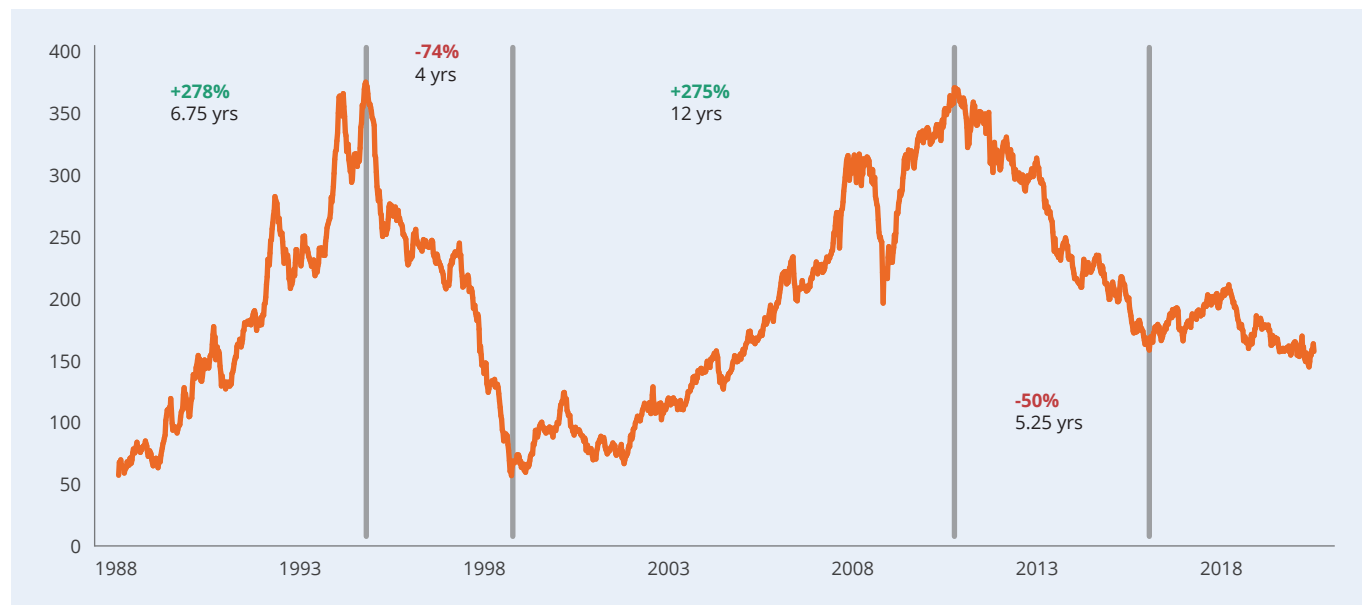
# PAÍSES EMERGENTES: RENTABILIDADES ATRACTIVAS A MEDIO PLAZO PARA LAS ACCIONES Y LA DEUDA

Mantenemos un posicionamiento positivo en relación con los activos de los mercados emergentes. Hemos reforzado de manera específica nuestra exposición a China y sus valores nacionales.

La valoración de las acciones emergentes resulta atractiva. Dos terceras partes del índice de acciones emergentes están constituidas por acciones asiáticas –China, Taiwán y Corea-. Estos países se benefician de una buena gestión de la crisis sanitaria, con un riesgo de pandemia actualmente menor que en otros lugares. El crecimiento chino, que sufrió un fuerte impacto a principios de año, se recupera desde el segundo trimestre. En el conjunto del año, China debería presentar un crecimiento positivo en torno al 2% y debería ser capaz de recuperar desde ahora hasta finales de 2020 su nivel de actividad anterior al Covid. Los mercados emergentes presentan de manera general una rentabilidad superior cuando su ritmo de crecimiento marca una diferencia con el ritmo de los países desarrollados, lo que debería suceder en los próximos años. Además, la interrupción del fortalecimiento del dólar constituiría un factor positivo suplementario.

“ En el conjunto del año, China debería presentar un crecimiento positivo en torno al 2% y debería ser capaz de recuperar desde ahora hasta finales de 2020 su nivel de actividad anterior al Covid. ”

## LAS ACCIONES DE LOS MERCADOS EMERGENTES FRENTE A LAS ACCIONES MUNDIALES



Fuente: Bloomberg, Candriam



# LA CONSTRUCCIÓN DE UNA CARTERA EQUILIBRADA

Por lo tanto, nuestra construcción de cartera favorece los activos y las regiones con una fuerte exposición a la recuperación económica. Los riesgos están presentes y han sido bien identificados por los inversores, lo que limita, no obstante, el potencial de caída de los mercados financieros: el sentimiento se encuentra lejos de ser excesivamente positivo y los inversores han conservado un nivel elevado de liquidez en cartera. Nuestro posicionamiento es globalmente favorable al riesgo (preferencia por Europa, determinados sectores “value” y los activos emergentes), aunque conservamos protecciones en relación con las acciones en nuestras carteras con el fin de limitar el impacto de la volatilidad que persiste actualmente.

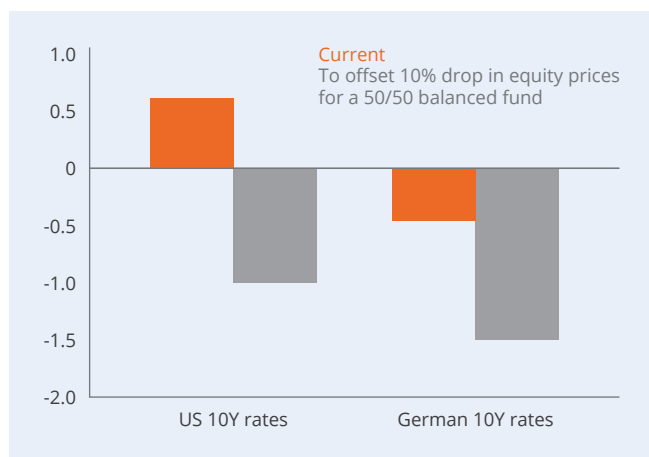
El entorno de tipos bajos, que se ha generalizado con el apoyo masivo de los bancos centrales, continúa siendo un reto para cualquier cartera diversificada.

Tal y como ilustra el siguiente gráfico, sería necesario mantener unos niveles de tipos muy negativos (-1% para los tipos estadounidenses a 10 años y -1,5% para los tipos alemanes a 10 años) con el fin de absorber un descenso del 10 % de las acciones en una cartera equilibrada -50% renta variable / 50% deuda-.

Asimismo estamos orientados a otras categorías de activos que juegan este papel de amortiguador. El oro ha supuesto una contribución positiva desde el comienzo del año. Su precio se encuentra inversamente correlacionado con la evolución de los tipos reales que han disminuido por la acción de los bancos centrales. Con la recuperación económica, consideramos que las condiciones financieras mantendrán su carácter acomodaticio, por lo que continuarán siendo favorables para este metal precioso.

El final de año continuará ofreciendo a los inversores sorpresas en los mercados –buenas o malas-. Al tiempo que mantenemos nuestra visión constructiva a medio plazo, continuaremos dirigiendo activamente nuestra asignación de activos en el seno de las carteras.

## EL NIVEL DE LOS TIPOS DE INTERÉS QUE DEBE ALCANZARSE PARA COMPENSAR UNA CAÍDA DEL 10% EN LOS MERCADOS DE VALORES



Fuente: Bloomberg, Candriam

“ Nuestro posicionamiento es globalmente favorable al riesgo, aunque conservamos protecciones en relación con las acciones en nuestras carteras con el fin de limitar el impacto de la volatilidad que persiste actualmente. ”

## OFICINAS COMERCIALES

AMSTERDAM  
DUBÁI  
FRANKFURT  
GINEBRA / ZURICH  
MADRID  
MILÁN  
NUEVA YORK

## CENTROS DE GESTIÓN

LUXEMBURGO  
BRUSELAS  
PARÍS  
LONDRES

Este documento se ofrece únicamente a título informativo. No constituye una oferta para comprar o vender instrumentos financieros. No se trata tampoco de una recomendación de inversión, ni confirma ningún tipo de transacción, excepto las que se acuerden expresamente. A pesar de que Candriam selecciona cuidadosamente los datos y las fuentes de este documento, no se puede excluir a priori la existencia de algún error u omisión. Candriam no se hace responsable de ninguna pérdida directa o indirecta como resultado del uso de este documento. Los derechos de propiedad intelectual de Candriam se deben respetar en todo momento, no pudiéndose reproducir el contenido del documento sin una autorización previa por escrito.

**Atención:** Los resultados anteriores de un instrumento financiero, índice o servicio de inversión, así como las simulaciones de resultados anteriores o las previsiones sobre rendimientos futuros, no son indicadores fiables de futuros resultados. Los rendimientos brutos pueden verse afectados por comisiones, honorarios u otras cargas. Los rendimientos expresados en una moneda distinta a la del país de residencia del inversor están sujetos a las fluctuaciones de los tipos de cambio y esto puede influir en las ganancias de manera positiva o negativa. Si el presente documento hace referencia a un tratamiento impositivo específico, esta información depende de la situación individual de cada inversor y puede estar sujeta a cambios.

Este documento no constituye un informe de inversiones, tal como se define en el artículo 36, párrafo 1, de la reglamento delegado (UE) 2017/565. Candriam subraya que esta información no se ha elaborado en conformidad con las disposiciones legales orientadas a promover la independencia de los informes de inversión, y de que no existe prohibición alguna que impida la negociación previa a la divulgación de los informes de inversión.

Candriam recomienda a los inversores que consulten, a través de nuestra web [www.candriam.com](http://www.candriam.com), los datos fundamentales para el inversor, los folletos informativos y cualquier otra información relevante antes de invertir en uno de nuestros fondos, incluido el valor liquidativo neto ("VL" o NAV" en sus siglas en inglés) de los mismos. Esta información está disponible en inglés y en un idioma nacional de cada país donde el fondo está autorizado para su comercialización.

**Información específica para los inversores suizos:** El representante designado y agente de pagos en Suiza es RBC Investors Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, sucursal de Zürich, Bleicherweg 7, CH-8027 Zurich. El folleto informativo, los datos fundamentales, los estatutos o, en su caso, las normas de gestión, así como los informes anuales y semestrales, cada uno en papel, están disponibles de forma gratuita en el representante y el agente de pagos en Suiza.

CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.



[www.candriam.com](http://www.candriam.com)