

Julio 2022

Outlook : Preparados para el aterrizaje

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

Acerca de los autores

Florence Pisani

Global Head of Economic Research



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Stefan Keller

Senior Asset Allocation Strategist



Thibaut Dorlet

Senior Fund Manager



Michel Le Bras

Senior Fund Manager



Bancos centrales... La imposible tarea del equilibrio perfecto

Ahora que hemos llegado al final del primer semestre de 2022, los participantes del mercado siguen haciendo frente a revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento mundial y a importantes factores adversos. En particular, la guerra en Ucrania ha impulsado aún más los precios de las materias primas y la inflación está mermando el poder adquisitivo de los hogares y lastrando los márgenes corporativos. Ante la elevada inflación, los bancos centrales se ven obligados a endurecer su política monetaria.

Sin embargo, la magnitud de la desaceleración económica no es la misma en todas partes, con una diferencia cada vez más pronunciada entre los países emergentes que importan materias primas y los países que las exportan.

¿Sigue China siendo el motor del crecimiento global?

Así es como la economía china se ha descrito a menudo en las últimas dos décadas. Pero en 2022, resulta muy improbable que su crecimiento económico alcance el nivel del objetivo oficial, del 5,5 % anual. Dado que la situación sanitaria del país sigue lastrando la actividad económica, las autoridades mantienen la prudencia en cuanto a su relajación monetaria. A pesar de que se anima activamente a los gobiernos locales a acelerar su inversión en infraestructuras, se espera que el PIB de China crezca en torno a un 4 % durante 2022.

En cuanto a las economías de EE. UU. y la zona euro, la inflación sigue siendo su principal reto. En EE. UU., la Reserva Federal (Fed) debe tanto gestionar con éxito la desaceleración del crecimiento económico hasta por debajo del 2 % a finales de 2022 como mantener la inflación en niveles reducidos. Sus objetivos se verán apuntalados por el fin del apoyo presupuestario, la erosión del poder adquisitivo de los hogares y la apreciación del dólar estadounidense. Además, la subida de los tipos hipotecarios ya está lastrando las ventas de inmuebles. Si bien seguimos apostando por un escenario de aterrizaje suave, los riesgos de un aterrizaje más duro distan mucho de ser insignificantes. Sin embargo, mientras la economía no muestre indicios claros de desaceleración, la Fed no tiene más remedio que seguir pisando el freno.

Al otro lado del Atlántico, el Banco Central Europeo (BCE) hace frente a una tarea aún más delicada. Aparte de sus tareas clave de alimentar un crecimiento económico frágil, también se enfrenta a su propia prueba de credibilidad. Si la inflación sigue sorprendiendo al alza, la institución debe ser capaz de actuar más rápido, subiendo los tipos no en 25 puntos básicos, sino en 50 puntos básicos, o acelerando el ritmo de las subidas de los tipos de interés, pero sin provocar una «fragmentación financiera» de la zona euro. El BCE debe convencer a los mercados de que sus medidas no permitirán que los diferenciales de la deuda pública se amplíen «demasiado» sin tener que aplicar medidas compensatorias.

«Si bien seguimos apostando por un escenario de aterrizaje suave, los riesgos de un aterrizaje más duro distan mucho de ser insignificantes».

Asignación de activos: La flexibilidad, el único camino hacia la estabilidad

La renta fija y la renta variable caen

El primer semestre de 2022 ha arrojado la peor rentabilidad de la renta variable y la renta fija estadounidense al mismo tiempo (-23 % y -10 %, respectivamente, a 17/06/2022) de los últimos 50 años. En 1994, el año que utilizamos como referencia, la renta fija cayó, pero la renta variable se mantuvo prácticamente inalterada. Además, en 2022, la mayoría del resto de activos no aportaron una mitigación efectiva a estos descensos, entre los que se incluyen la energía, la renta variable británica, el oro y algunas estrategias alternativas.

En cambio, la renta variable estadounidense (y especialmente el sector tecnológico) fue la que más se vio penalizado en este contexto. Las importantes caídas de este año provocaron que el volumen de activos que acusaron las peores caídas en los dos últimos años haya superado a los que subieron. Los títulos y sectores con valoraciones baratas han superado a los activos cuyas valoraciones han aumentado considerablemente desde el inicio de la pandemia en 2020.

Figura 1: Rentabilidad negativa de las acciones y los bonos



Fuente: Bloomberg. Datos anuales de 1973 y en lo que va de 2022 a 30/06/2022.
Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros y no son constantes en el tiempo.

Dos cisnes grises

Los repentinos descensos del mercado en los últimos seis meses se deben principalmente a las perturbaciones sucesivas y, en parte, inesperadas que nos han llevado con mayor rapidez hacia el final del ciclo. El primer «shock» tuvo lugar en febrero, a pesar de las advertencias persistentes de la inteligencia del Gobierno estadounidense, cuando la Rusia de Putin lanzó una invasión a gran escala de Ucrania. El consiguiente aumento de los precios de las materias primas (los precios del petróleo se dispararon un 45 % a partir del 17/06/2022) aumentó las presiones inflacionistas. Como respuesta, los bancos centrales y, en particular, la Fed, ajustaron su senda de endurecimiento monetario, lo que provocó una nueva subida de los tipos.

El segundo gran «shock» provino de China y de su decisión de mantener una política estricta de COVID cero, cuya idoneidad para la variante ómicron se había cuestionado. Los cierres a gran escala que se aplicaron en abril y mayo afectaron tanto al crecimiento económico chino (las estimaciones de consenso bajaron del 5,5 % al 4,3 % para 2022) como al crecimiento mundial, incluidas las cadenas de suministro. Esto ha generado un entorno mucho más propenso a la estanflación a escala mundial, negativo tanto para la renta fija como para la renta variable. Por lo tanto, los actores del mercado se enfrentan a posibles subidas de los tipos de interés no observadas desde la década de 1970, tanto en EE. UU. como en Europa, y los bancos centrales se ven obligados a reaccionar con fuerza para contener la persistencia de la inflación.

La dinámica de la inflación frente al endurecimiento monetario dominará el contexto de mercado durante los próximos meses

Entonces, ¿qué nos depara el futuro? Solo se producirá un cambio real cuando la inflación por fin empiece a suavizarse y las tensiones del mercado laboral estadounidense disminuyan. El camino por delante sigue siendo muy difícil para los bancos centrales. Ahora mantienen su credibilidad a costa de un endurecimiento muy rápido de las condiciones financieras. Un «error» de política no es inevitable, pero al ritmo actual de las expectativas de endurecimiento, su probabilidad es elevada. Nuestra asignación de activos para esta fase del mercado dependerá, naturalmente, del éxito de los bancos centrales en sus esfuerzos por lograr un aterrizaje suave.

Figura 2: Trayectoria de inflación del IPC de EE. UU.

variación interanual en %

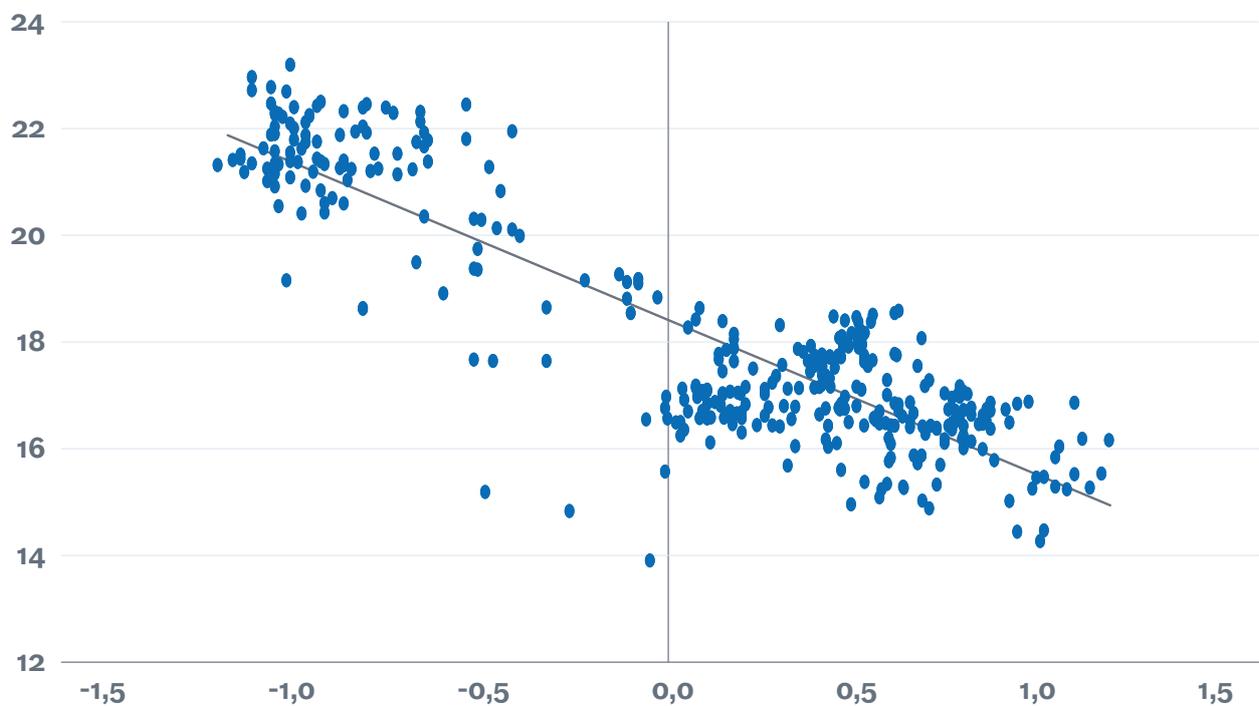


Fuente: Bloomberg. Datos del 15/01/2015. Proyecciones de Candriam.
Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros y no son constantes en el tiempo.

¿Cuándo deberían las carteras volver a asumir riesgos?

Creemos que aún es prematuro adoptar una posición de «Compra» estructural en los mercados financieros. Si bien las valoraciones de la renta variable han caído, los beneficios empresariales han seguido creciendo, si nos fijamos en los resultados del primer trimestre de 2022. Esta disminución de las valoraciones en EE. UU. solo refleja el impacto de la subida de los tipos reales en el país. El crecimiento previsto de los beneficios sigue siendo demasiado elevado para 2022 y, en función del contexto económico, esperamos revisiones a la baja de varias magnitudes.

Figura 3: Valoraciones de la renta variable estadounidense: en línea con los tipos reales



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos del 22/06/2015 al 27/06/2022.
Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros y no son constantes en el tiempo.

Asimismo, prevemos que se darán divergencias regionales más pronunciadas en 2022. La renta variable europea también se ha visto penalizada por la subida de los tipos de interés, pero, a diferencia de la renta variable estadounidense, presenta una prima de riesgo adicional. Por tanto, la evolución de los tipos de interés no es el único catalizador de la rentabilidad en Europa, sino que esta también se ve afectada por otros factores, como los riesgos geopolíticos vinculados a un empeoramiento de la confrontación con Rusia o el riesgo de fragmentación de la zona euro. La renta variable china probablemente se esté acercando a la parte baja del ciclo y debería beneficiarse de las medidas de apoyo presupuestario y monetario cuando la COVID-19 esté bajo control.

En este entorno, si bien la volatilidad ha aumentado considerablemente en todas las clases de activos (acciones, bonos y divisas), el principal indicio positivo que tenemos es el nivel extremo de pesimismo de los inversores.

Figura 4: La confianza de los inversores revela un pesimismo extremo



Fuente: Bloomberg, Candriam Datos del 01/01/2020 al 17/06/2022.

Corto plazo: posicionados para una ralentización

De momento, nuestra asignación sigue siendo defensiva y está posicionada para una desaceleración económica, con una ralentización gradual de la inflación a partir de este verano.

Por tanto, **en renta variable**, priorizamos los sectores defensivos, como la atención sanitaria y el consumo básico. Los valores tecnológicos podrían ser cada vez más atractivos en este contexto, debido a una marcada corrección de las valoraciones y a un impacto más limitado de las presiones inflacionistas sobre los márgenes. Asimismo, hemos ampliado gradualmente nuestra duración (especialmente en la deuda pública estadounidense) y mantenemos la prudencia respecto a la deuda corporativa de alto rendimiento, con una preferencia por los títulos con grado de inversión. También mantenemos unas carteras bien diversificadas y utilizamos la mitigación de los riesgos de caída del mercado a través de exposiciones al oro y a estrategias alternativas descorrelacionadas.

«Nuestras temáticas a largo plazo de innovación y transición energética también deberían resultar beneficiosas gracias a su poder de fijación de precios, lo que les permite repercutir la inflación a los precios finales».

¿Cuáles son los siguientes pasos?

Ello dependerá de los datos de inflación, de la actividad y del ritmo de endurecimiento monetario. Estamos posicionados para hacer frente a la desaceleración actual, pero estamos dispuestos a cambiar de rumbo dependiendo de cómo se desarrolle la situación económica y cómo reaccionen los bancos centrales. En nuestros escenarios más conservadores, la desaceleración gana ritmo y requiere una reducción de la exposición a activos de riesgo (renta variable y deuda corporativa de alto rendimiento), mientras que nuestra exposición a la deuda pública y nuestras estrategias de diversificación y de cobertura aumentarían. En cambio, una salida de esta recesión con un «aterrizaje suave» nos permitiría volver a un nivel de riesgo más sostenible y a una asignación cíclica a la renta variable y la deuda corporativa. En cuanto a las divisas, una salida de la fase actual debería resultar perjudicial para el dólar estadounidense.

Hasta que tengamos más visibilidad, creemos que el mercado tendrá que reconocer la ralentización de la economía. El mercado de tipos de interés debería ser el primero en reaccionar mediante la previsión de una caída del crecimiento y una estabilización, o incluso una caída, de las expectativas de los tipos de los bancos centrales. Este movimiento debería dar lugar a un descenso de los tipos de la deuda pública. En previsión de ello, hemos puesto fin a nuestra posición de duración corta hasta neutral y hemos adoptado una posición de duración positiva en los tipos estadounidenses.

El mercado de renta variable debería reaccionar en una segunda fase, ya que necesita que comience la revisión a la baja del crecimiento de los beneficios para poder repuntar de forma sostenible. Sin embargo, el movimiento a la baja de los tipos de interés debería ser un catalizador para una nueva rotación hacia las acciones de crecimiento. En este contexto, en fechas recientes hemos aumentado nuestra exposición a los valores de crecimiento, sobre todo a través del Nasdaq. Nuestras temáticas a largo plazo de innovación y transición energética también deberían resultar beneficiosas gracias a su poder de fijación de precios, lo que les permite repercutir la inflación a los precios finales. Este último movimiento nos lleva a adoptar una asignación equilibrada en términos de estilo.

El mayor reto para los inversores en la actualidad es mantenerse al día de esta increíble aceleración de los ciclos a la que hemos asistido desde el comienzo de la pandemia de COVID-19, junto con una elevada volatilidad en todas las clases de activos. Aún es demasiado pronto para extraer conclusiones definitivas sobre el entorno de inversión posterior a la pandemia, pero debemos seguir preparados para cuestionar algunos de los sesgos y creencias arraigados desde 2008.



158.000 mill. de €

en activos gestionados
al 31 diciembre 2021



600

expertos
a su servicio



25 años

liderando el camino
en inversión sostenible

El presente documento se ofrece únicamente con fines informativos y educativos y puede contener la opinión de Candriam e información privilegiada. Las opiniones, análisis y perspectivas expresadas en este documento se ofrecen exclusivamente con una finalidad informativa, no constituyen una oferta de compra o venta de instrumentos financieros, no suponen una recomendación de inversión y no confirman ningún tipo de operación. 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.

Advertencia: 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.