

**El aterrizaje  
parece  
exitoso...  
pero las  
buenas  
noticias  
ya están  
descontadas**



**JULIO 2023**

Comunicación de marketing





## **Nadège Dufossé**

Global Head of Multi-Asset



## **Thibaut Dorlet**

Senior Multi-Asset Portfolio  
Manager



## **Thibaud Marie-Regnault**

Economist

- A ambos lados del Atlántico, debería evitarse la recesión, pero el crecimiento seguirá siendo débil.
- La inflación subyacente disminuirá gradualmente, pero los bancos centrales deberían mantener el pie en el freno.
- Las acciones ya han integrado este escenario de "aterrizaje suave", dejando poco espacio para un rebote adicional.
- Existen alternativas interesantes a la renta variable que ofrecen carry, especialmente sobre el crédito de calidad europeo o la deuda de los países emergentes.
- Para cubrir los riesgos, preferimos el JPY y el oro.



# Perspectiva económica: crecimiento débil, caída de la inflación.

Se espera que el crecimiento mundial sea relativamente débil en 2023 y solo repunte ligeramente en 2024. Si bien las economías emergentes de Asia son una excepción con un crecimiento relativamente sostenido este año, en la mayoría de las demás regiones la actividad sigue siendo lenta. Sin embargo, ni Estados Unidos ni la zona euro deberían experimentar una

recesión en los próximos trimestres. En la mayoría de las economías, la caída de la inflación continuaría. Pero la persistencia de la inflación subyacente y las tensiones en los mercados laborales de las regiones desarrolladas deberían llevar a los bancos centrales a mantener una política restrictiva durante varios trimestres.

## China: la actividad ha repuntado pero persisten las presiones deflacionarias

El abandono de la política covid cero permitió un claro repunte de la actividad en el primer trimestre. Hasta ahora restringido por las medidas sanitarias, el sector de los servicios se ha beneficiado especialmente de la reapertura de la economía china. Esta tendencia debería continuar y, a pesar de la lentitud de la actividad en la industria manufacturera y que parece haberse debilitado en el sector de los servicios desde la primavera, el crecimiento debería ser alto en promedio durante el año 2023. Más allá de eso, mantener una tasa de

crecimiento sostenida está lejos de estar garantizado. La débil confianza de los hogares y la alta tasa de desempleo juvenil son obstáculos para un repunte duradero en el gasto de los consumidores. Finalmente, si bien las medidas de apoyo tomadas por las autoridades han estabilizado el mercado inmobiliario, su margen de maniobra, en particular presupuestario, se reduce constantemente: el peso de la deuda pública en relación con el PIB es ahora el mismo en China que en los Estados Unidos. !

# Estados Unidos: el avión aterrizó pero aún viajaba demasiado rápido

El freno aplicado por la Reserva Federal provocó una fuerte desaceleración de la actividad. La inversión residencial, en particular, se contrajo considerablemente. El sistema bancario ha fallado. ¡Sin embargo, la economía estadounidense ha evitado, por el momento, la recesión! Los excedentes de ahorro acumulados durante la pandemia y un mercado laboral todavía dinámico han respaldado el consumo de los hogares. En los próximos trimestres, la estabilización de la inversión residencial, el buen comportamiento del consumo pero también el dinamismo de la inversión en construcción en el sector manufacturero deberían seguir proporcionando una base para el crecimiento y ayudar a evitar una recesión.

Para llevar la inflación a niveles cercanos a su objetivo, la Reserva Federal deberá asegurarse de que la actividad no vuelva a acelerarse en los

próximos trimestres. Es cierto que los signos de desinflación se están multiplicando: la inflación de los bienes ha caído drásticamente, los alquileres se están desacelerando, los salarios también, pero la creación de empleo se ha mantenido sorprendentemente alta a pesar de que el mercado laboral se está relajando lentamente. ¡Después de darse un tiempo para evaluar el efecto de los 500 puntos básicos de subidas de tipos de interés desde marzo de 2022!, la Reserva Federal ajustará su política monetaria a los próximos datos económicos: si juzga la actividad demasiado rápido, podría subir sus tipos un poco. poco más... especialmente porque las tensiones bancarias parecen haber disminuido. Sobre todo, no tiene por qué flexibilizar su política monetaria mientras no se garantice la desaceleración de los salarios y la inflación.


## Zona euro: a baja velocidad

Tras una recesión "técnica" a principios de año, la actividad europea debería volver a un ritmo de crecimiento moderado. Los precios del gas natural han vuelto a niveles cercanos a los observados antes de la guerra en Ucrania y el impacto en el poder adquisitivo está a punto de ser absorbido. Es cierto que la inflación subyacente está desacelerándose lentamente, pero la normalización de las cadenas productivas y la caída de la factura energética deberían contribuir a ello. En un contexto de mercado laboral aún ajustado, el ingreso real de los hogares debería aumentar nuevamente en la segunda mitad de 2023, impulsando un crecimiento

moderado del consumo. Esto último también estaría respaldado por la desacumulación gradual del exceso de ahorro de los hogares.

En ausencia de signos claros de desinflación y con salarios que continúan creciendo a un ritmo sostenido, el Banco Central Europeo debería mantener una política monetaria restrictiva para evitar la formación de un bucle precio-salario. Al mismo tiempo, los gobiernos deberían ayudarla en su tarea reequilibrando gradualmente sus finanzas públicas.



A photograph of a pelican in flight over a body of water. The bird is captured in a dynamic pose, with its wings spread wide and its long, pointed beak facing forward. The water below is dark, and the bird's movement has created a splash of white water around its feet. The lighting is dramatic, highlighting the white feathers of the bird against the dark background.

**A ambos lados del Atlántico, debería evitarse la recesión, pero el crecimiento seguirá siendo débil.**



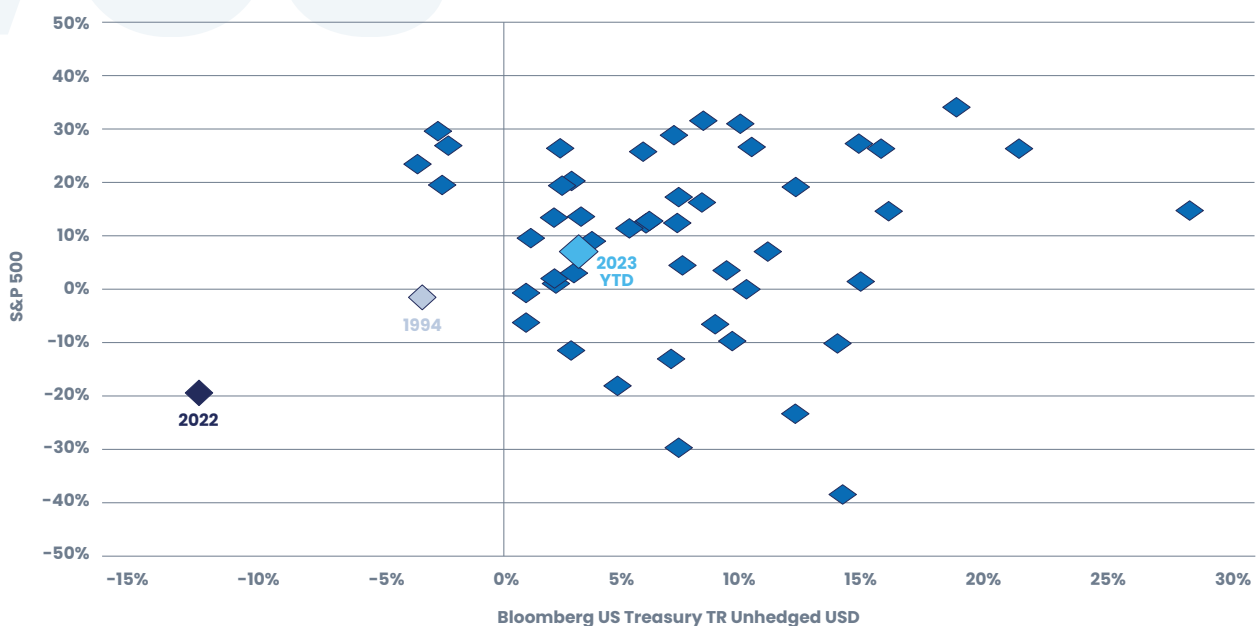
# Asignación de activos: existen alternativas menos arriesgadas a las acciones.

La combinación de crecimiento/inflación más favorable de lo esperado impulsó los mercados en el primer semestre. Los mercados financieros ahora están integrando un escenario de “aterrizaje suave”. Creemos que para la segunda parte del año, el riesgo es más asimétrico a la baja. Las políticas monetarias restrictivas seguirán extendiéndose en las economías de los

países desarrollados y la desaceleración de la inflación debería ser sólo gradual. Adoptamos una visión cautelosa sobre las acciones de los países desarrollados y favorecemos las acciones emergentes. Nos estamos posicionando en los activos de carry con mayor probabilidad de beneficiarse del ciclo actual, como el crédito de alta calidad en Europa o la deuda de los países emergentes.

## Gráfico 1:

Evolución de la renta variable estadounidense frente a la renta fija



El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los mercados pueden evolucionar de manera muy diferente en el futuro.

Fuentes: Bloomberg, flujo de datos, Candriam

# Bonos: aprovechar la diversificación

Es posible que los inversores se hayan sorprendido positivamente en la primera mitad, ya que el sentimiento fue extremadamente negativo a fines de 2022. Después del repunte de este primer semestre<sup>1</sup>, el sentimiento ahora es mucho más positivo, con el consenso ahora anticipando un "aterrizaje suave" para la economía estadounidense y ningún aumento de la inflación en los próximos meses. Nos parece que el riesgo hoy es mucho más asimétrico a la baja. Las sorpresas positivas pueden dar paso a decepciones: tasas terminales más altas de la Fed y/o el BCE, una desaceleración más fuerte en las economías desarrolladas, una inflación subyacente más resistente de lo esperado... Por lo tanto, somos más cautelosos con las acciones de los países desarrollados y nos estamos posicionando por una desaceleración económica favoreciendo sectores defensivos (sanidad, consumo no cíclico). En este contexto, tenemos preferencia por los bonos del gobierno y el crédito de alta calidad, fuentes de carry. También optamos por seguir expuestos a los países emergentes (deuda y renta variable) para beneficiarnos de la desincronización de su ciclo.

**En el mercado de bonos, estamos viendo como dicho activo vuelve a estar en las carteras por su atractivo carry. Adoptamos un sesgo de larga duración y estamos sobreponderados en crédito de alta calidad en Europa, lo que ofrece un atractivo perfil de rentabilidad/riesgo. Estamos aprovechando un entorno de bancos centrales más complacientes en los países emergentes para sobreponderar su deuda en moneda local.**

Dado que se espera un crecimiento más lento y una disminución gradual de la inflación para fines de 2024, la caída de las tasas de interés debería ser más pronunciada, lo que nos lleva a tener un sesgo de larga duración en las carteras. En esta etapa, favorecemos la duración estadounidense dado su liderazgo relativo en el ciclo de ajuste monetario. Esperamos estar más cerca del final del ciclo de ajuste monetario europeo para agregar también duración a esta región.

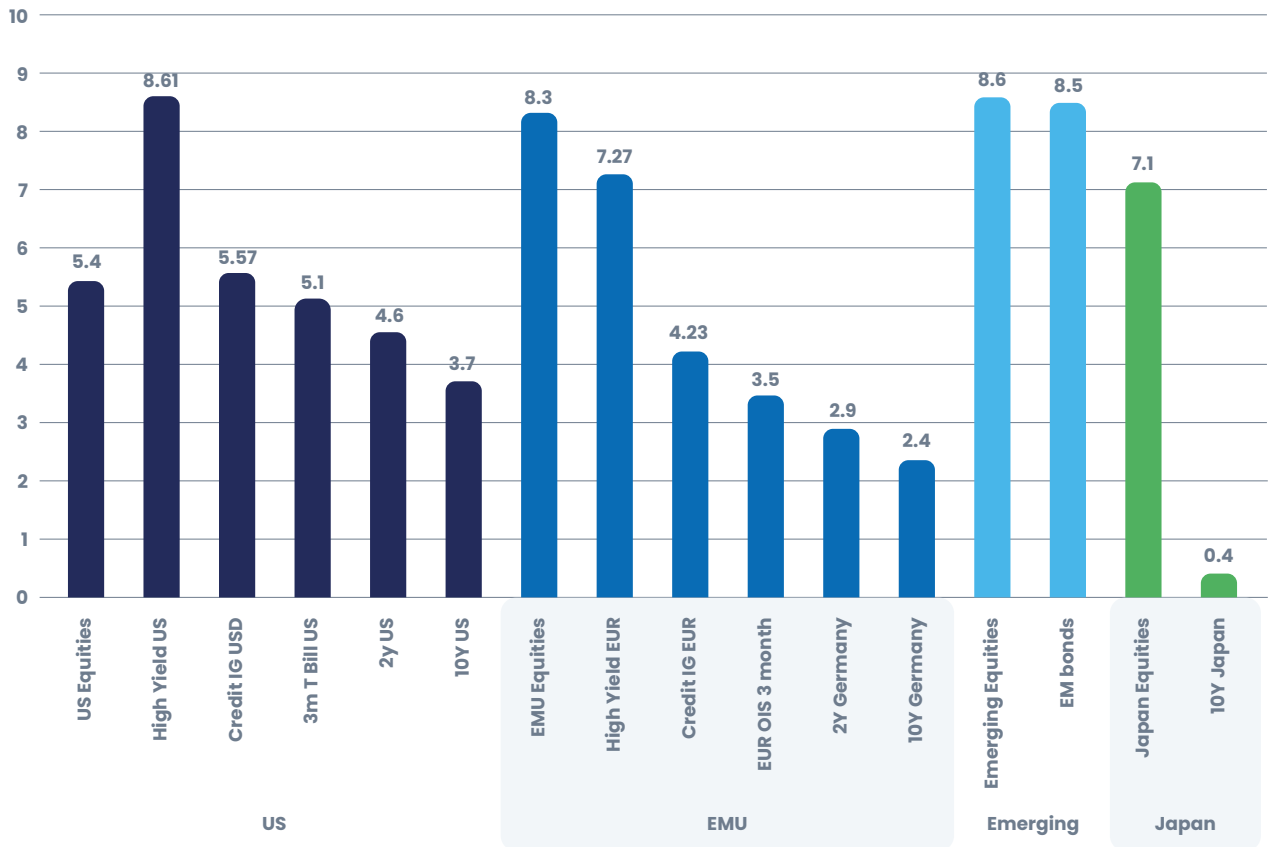
A pesar de la compresión de los diferenciales en 2023<sup>2</sup>, el mercado crediticio ofrece atractivos niveles de rentabilidad. Somos optimistas con respecto al crédito de alta calidad, en particular el crédito europeo, que ofrece una relación rentabilidad/riesgo particularmente favorable.

1 - +14% para acciones globales - MSCI World al 22/06/2023.

2 - -30 % para crédito IG europeo, -21 % para crédito IG de EE. UU. en comparación con los diferenciales al 30 de diciembre de 2022 - datos al 22/06/2023

**Gráfico 2:**

Rendimiento de activos cruzados (%)



El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los mercados pueden evolucionar de manera muy diferente en el futuro.

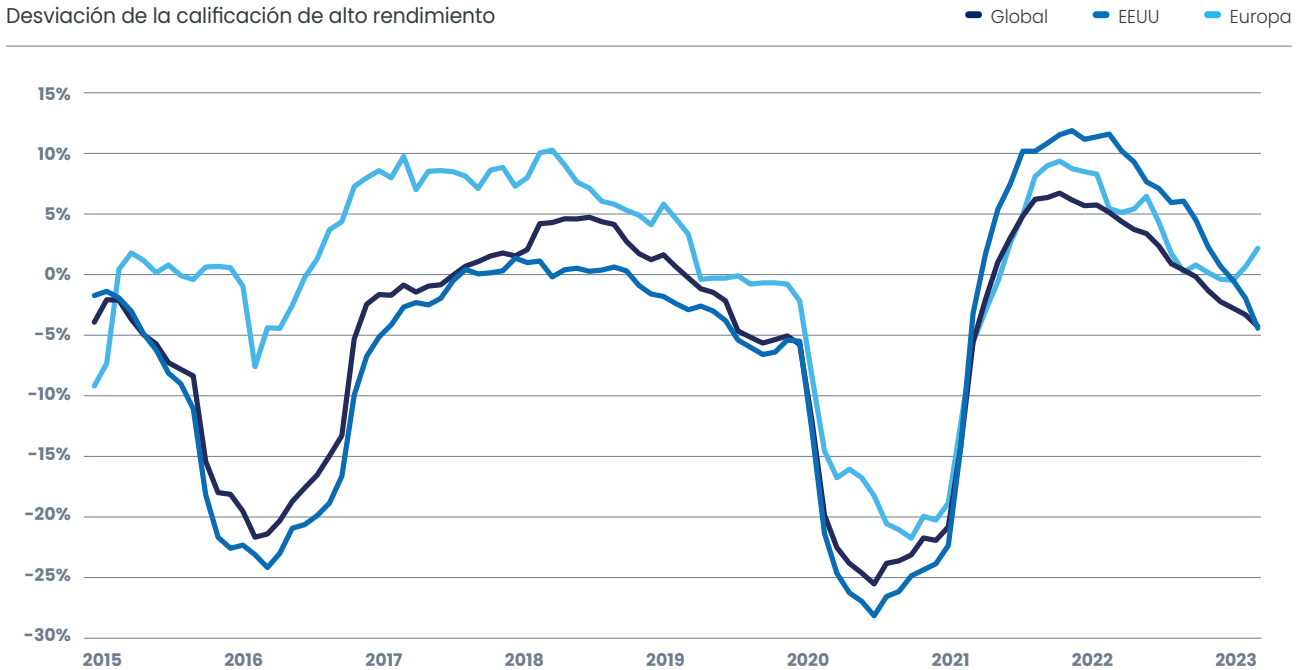
Fuente: Bloomberg – Datos al 31/05/2023

Por otro lado, nos mantenemos neutrales en la parte del crédito de alto rendimiento, que tiene un rendimiento atractivo pero cuya dinámica de rebajas de calificación en un entorno de endurecimiento de las condiciones crediticias podría pesar sobre la clase de activo.



### Gráfico 3:

Desviación de la calificación de alto rendimiento

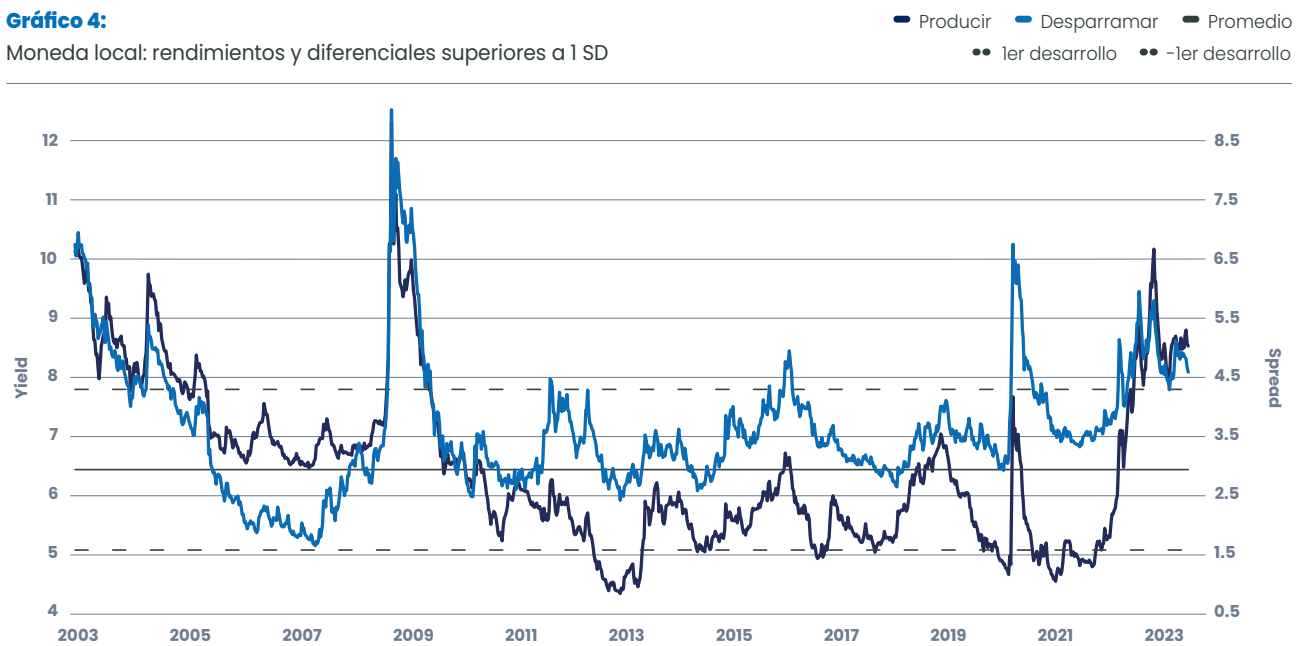


El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los mercados pueden evolucionar de manera muy diferente en el futuro.  
Fuentes: Moody's, Candriam

Estamos a favor de los bonos emergentes que ofrecen un elevado carry y deberían beneficiarse de un entorno acomodaticio del banco central dada la caída de la inflación en los países emergentes. Un dólar más débil también sería un catalizador positivo. Estamos sobreponderados en esta clase de activos en divisa local.

### Gráfico 4:

Moneda local: rendimientos y diferenciales superiores a 1 SD



El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los mercados pueden evolucionar de manera muy diferente en el futuro.  
Fuentes: Bloomberg, flujo de datos, Candriam

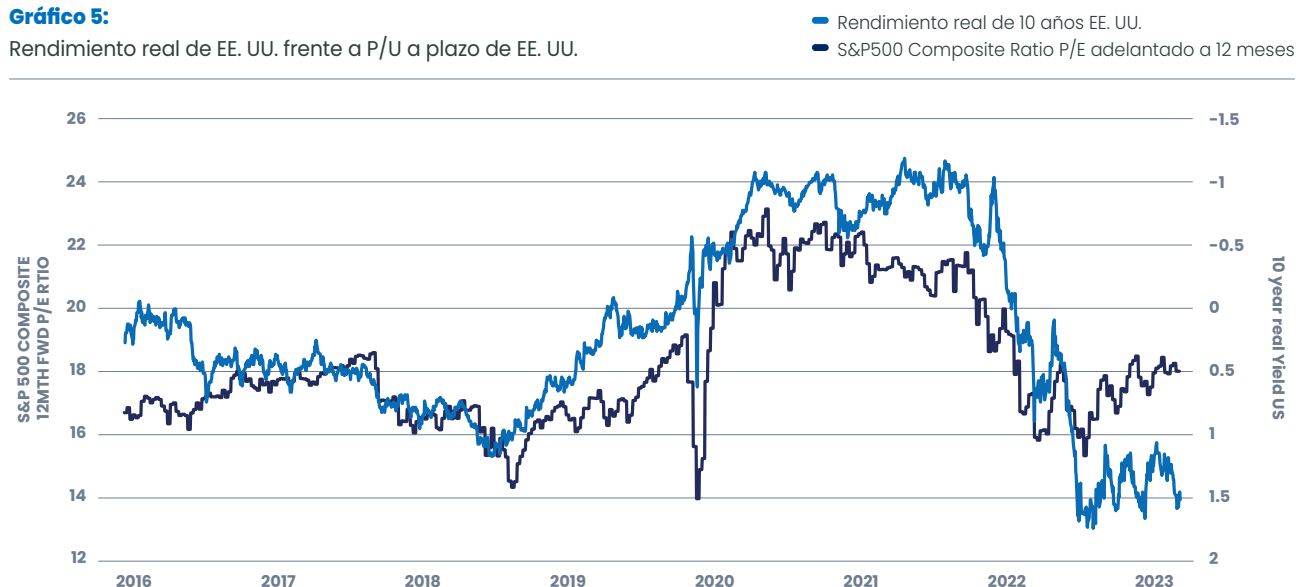
# Acciones: Lo mejor parece ya integrado

**En renta variable, a pesar de las condiciones económicas relativamente favorables (aterrizaje suave de la economía), el mercado parece estar en un túnel con un potencial alcista limitado. Estamos sobreponderados en mercados emergentes, neutrales en Estados Unidos e infraponderados en la zona euro.**

Estamos adoptando una postura neutral en renta variable. De hecho, a pesar de una previsión positiva de la mezcla de crecimiento/inflación para 2023 y 2024, el repunte del mercado observado en los países desarrollados nos parece que ya está teniendo en cuenta esta buena noticia. Las valoraciones son relativamente altas, especialmente para los Estados Unidos, cuya valoración está en el percentil 87% durante un historial de 20 años<sup>3</sup>, fuera del nivel esperado dada la inflación actual y el nivel de las tasas de interés reales. . Además, el crecimiento de beneficios esperado en Estados Unidos y Europa ya incluye nuestras expectativas de crecimiento económico positivo para 2023 y 2024 y deja poco margen de seguridad.

## Gráfico 5:

Rendimiento real de EE. UU. frente a P/U a plazo de EE. UU.



El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los mercados pueden evolucionar de manera muy diferente en el futuro.

Fuentes: Bloomberg, flujo de datos, Candriam

3 - Fuentes: Bloomberg, Candriam

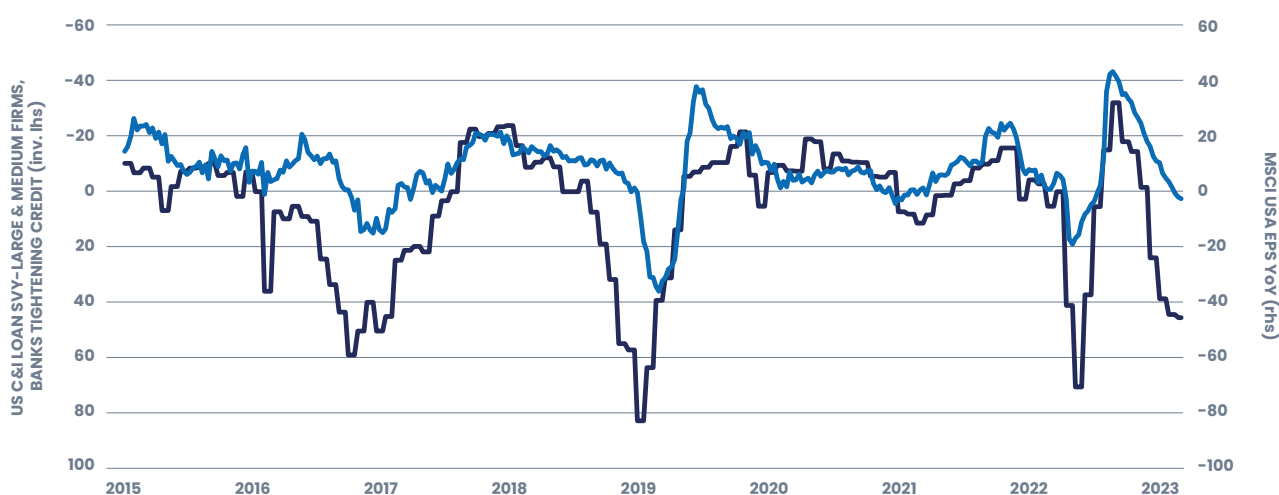
Por tanto, nos parece que el potencial alcista es limitado en ausencia de una nueva aceleración del crecimiento, mientras persisten numerosas incertidumbres.

En Estados Unidos, se espera que los márgenes aumenten durante los próximos meses, aunque la desaceleración de la inflación en un entorno de mercado laboral aún ajustado parece frenar la expansión de los márgenes. Además, la marcada caída en los principales indicadores crediticios invita a la cautela con respecto a las expectativas de ganancias positivas en los próximos meses.

**Gráfico 6:**

Crecimiento de las ganancias por acción de EE. UU. frente a la encuesta de los responsables de préstamos sénior

■ SVY DE PRÉSTAMOS C&I DE EE. UU.: GRANDES Y MEDIANAS EMPRESAS, BANCOS QUE APRIETAN EL CRÉDITO (Inv. izquierda)  
 ■ MSCI EE. UU. EPS YoY (der.)

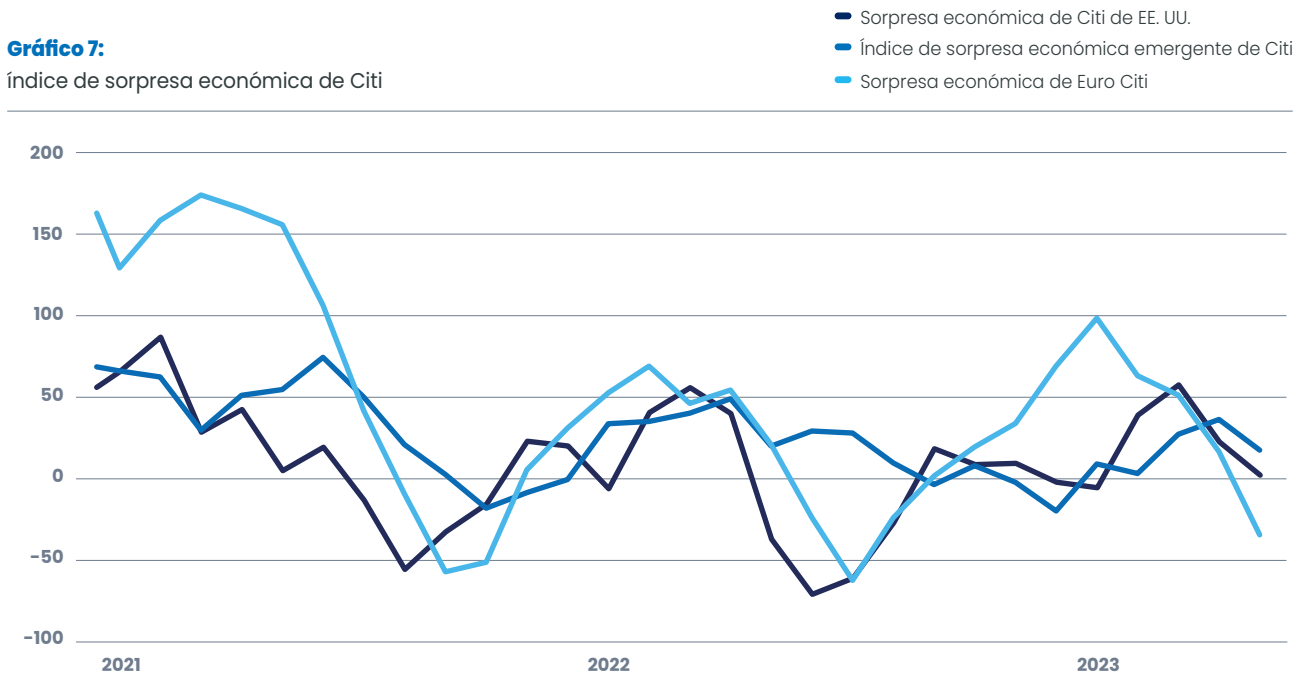


Fuentes: Bloomberg, flujo de datos, Candriam

En Europa, los riesgos para el crecimiento nos parecen a la baja. La región se benefició de un entorno particularmente favorable en la primera mitad del año vinculado a la caída de los precios del gas, la reapertura de China y una reducción relativa de los riesgos geopolíticos, lo que permitió que los índices europeos se ubicaran entre las regiones con mejor desempeño en euros desde el inicio del año. Estos eventos dejarán de ser un apoyo tan fuerte en la segunda parte del año, mientras que la persistencia de la inflación podría obligar al BCE a seguir subiendo sus tipos, impactando en las condiciones crediticias y por ende en la economía europea.

### Gráfico 7:

Índice de sorpresa económica de Citi



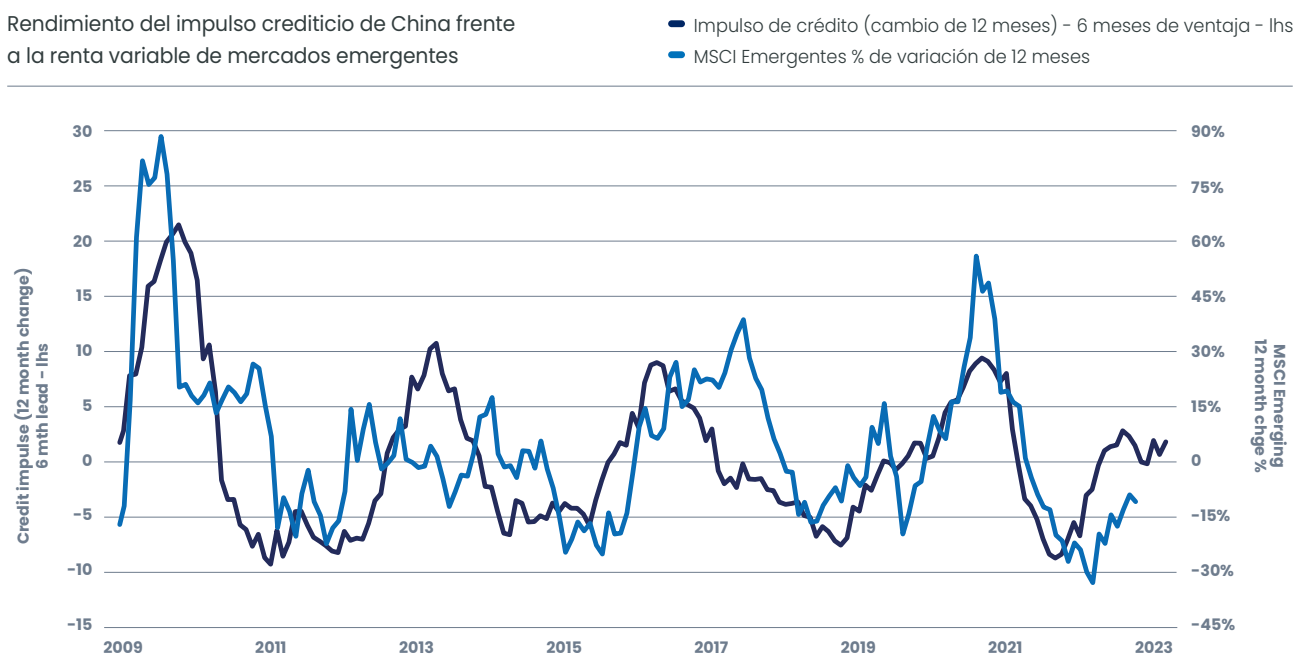
Fuentes: Bloomberg, flujo de datos, Candriam

En los países emergentes, la situación nos parece relativamente más favorable. Dada la caída sostenida de las cifras de inflación y un ciclo de endurecimiento monetario que comenzó antes en los bancos centrales de los países desarrollados, las condiciones financieras deberían ser más favorables. Además, dadas nuestras expectativas

de un dólar estadounidense más débil, la zona debería verse afectada positivamente. Finalmente, aunque la reapertura de China es decepcionante en este momento, no descartamos que un apoyo monetario y/o fiscal más masivo podría apoyar a la región.

### Gráfico 8:

Rendimiento del impulso crediticio de China frente a la renta variable de mercados emergentes



El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los mercados pueden evolucionar de manera muy diferente en el futuro.

Fuentes: Bloomberg, flujo de datos, Candriam

# Sin embargo, algunos temas siguen siendo prometedores

**Dada la ralentización de la economía, estamos sobreponderando valores defensivos de calidad, como atención sanitaria y consumo básico. También estamos sobreponderando temas a largo plazo como la transición energética y la automatización.**

A pesar del deterioro de los indicadores de actividad, particularmente en el sector manufacturero, las acciones cíclicas superaron a las acciones defensivas (ver gráfico a continuación), anticipando una reaceleración de la actividad, que no es nuestro escenario central.

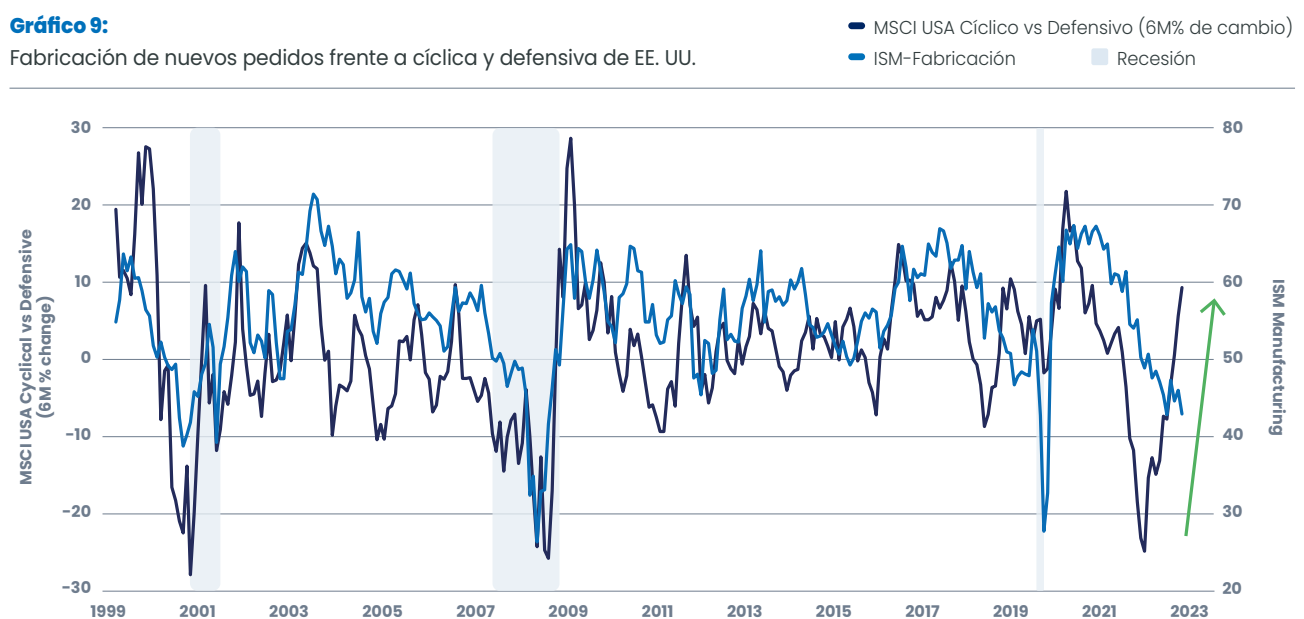
Al mismo tiempo, nos parece que las acciones defensivas y de calidad están mejor preparadas para capear un ciclo de recesión asociado con una

inflación persistente y para el cual su poder de fijación de precios será esencial.

También favorecemos temas a largo plazo orientados a la transición energética y la automatización. Estos valores deberían verse menos impactados por los ciclos económicos y beneficiarse de cuestiones geopolíticas estructurales en torno a la reducción de nuestros impactos ambientales, la necesidad de repatriar ciertas actividades que contribuyen a la soberanía de los Estados así como el desarrollo de la inteligencia artificial.

## Gráfico 9:

Fabricación de nuevos pedidos frente a cíclica y defensiva de EE. UU.



El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los mercados pueden evolucionar de manera muy diferente en el futuro.

©MSCI. Reservados todos los derechos

Fuentes: Bloomberg, flujo de datos, Candriam



# El oro y el yen como refugio seguro

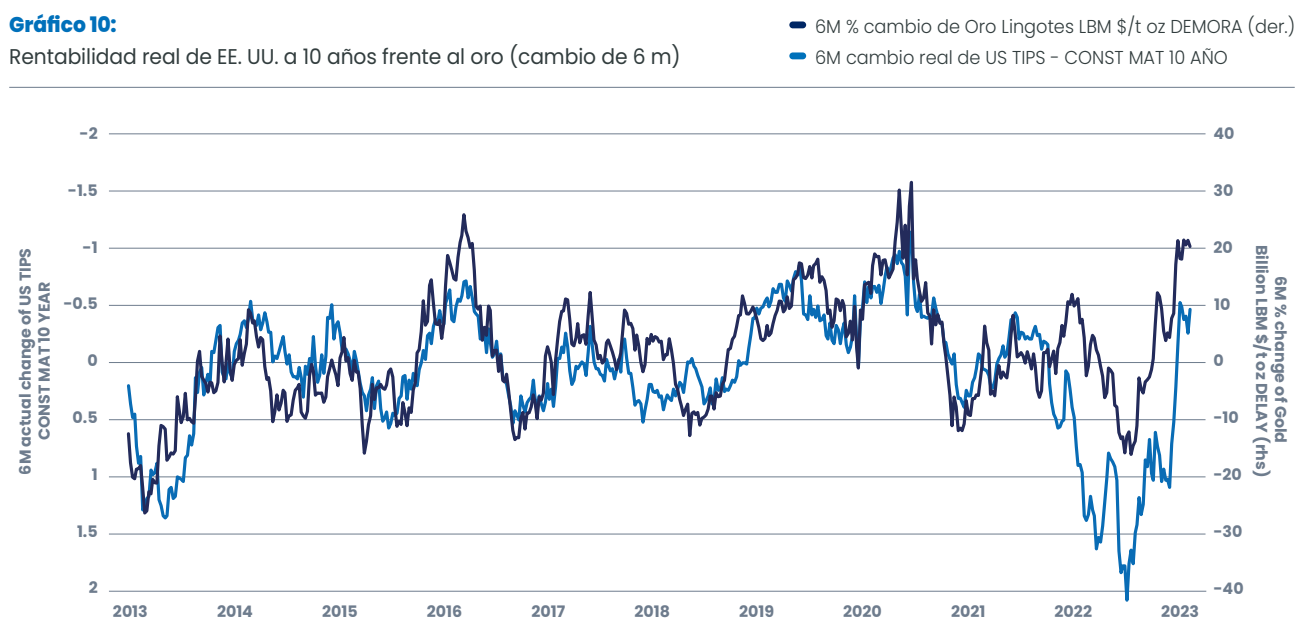
**El fin del ciclo de endurecimiento monetario de la Reserva Federal nos anima a posicionarnos en divisas distintas al USD. Además, somos positivos con el yen japonés y el oro, que ofrecen una cobertura en caso de que vuelva la tensión en los mercados.**

Con el final del endurecimiento monetario de EE. UU. y un crecimiento relativo más bajo que en Europa y los países emergentes en 2024, favorecemos las divisas distintas del dólar estadounidense en la cartera y, en particular, las divisas emergentes a través de nuestra exposición a la deuda emergente local.

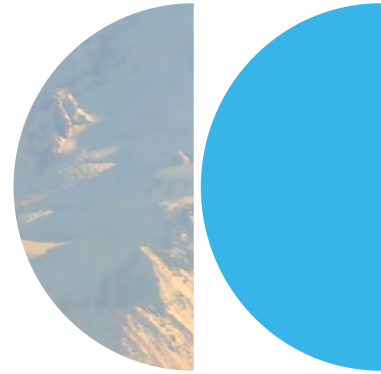
También estamos posicionados en refugios seguros como el oro y el yen. Este último también podría beneficiarse del posible fin del proceso de control de la curva de rendimiento del BOJ dadas las cifras de inflación recientemente por encima de los objetivos del banco central japonés.

## Gráfico 10:

Rentabilidad real de EE. UU. a 10 años frente al oro (cambio de 6 m)



El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los mercados pueden evolucionar de manera muy diferente en el futuro.



**Con un crecimiento débil pero positivo que evita la recesión a ambos lados del Atlántico y una inflación subyacente que se está moderando solo gradualmente, los bancos centrales tendrán que mantener el pie en el freno en la segunda mitad del año.**

**Los mercados financieros ya están teniendo en cuenta este escenario positivo de “aterrizaje suave”, lo que justifica el buen desempeño desde principios de año. Es probable que las sorpresas positivas sean más raras durante la segunda mitad del año, lo que justifica cierta cautela sobre los activos de riesgo.**

**Nos estamos posicionando en los activos de carry con mayor probabilidad de beneficiarse del ciclo actual, como el crédito de alta calidad en Europa o la deuda de los países emergentes. Somos cautelosos con la renta variable y sobreponderamos la renta variable emergente en detrimento de la europea, cubrimos el riesgo de nuestras carteras posicionándonos en el JPY y el Oro.**



**139.000  
mill. de €**

**en activos gestionados  
Diciembre de 2022\***



**600**

**expertos  
a su servicio**



**+25 años**

**liderando el camino  
en inversión sostenible**

**Este documento se proporciona únicamente con fines informativos y educativos** y puede contener opiniones de Candriam e información patentada. No constituye una oferta de compra o venta de instrumentos financieros, ni un consejo de inversión y no confirma ninguna transacción, a menos que se acuerde expresamente lo contrario. Si bien Candriam selecciona cuidadosamente los datos y las fuentes que utiliza, no pueden excluirse errores u omisiones a priori. Candriam no puede considerarse responsable de los daños directos o indirectos derivados del uso de este documento. Los derechos de propiedad intelectual de Candriam deben ser respetados en todo momento; el contenido de este documento no se puede reproducir sin el consentimiento previo por escrito.

\*A partir del 31/12/2022, Candriam modificó la metodología de cálculo de los Activos Gestionados (AUM), y los AUM incluyen ahora determinados activos, como los AUM no discretionales, la selección externa de fondos, los servicios superpuestos, incluidos los servicios de selección ESG, los servicios [de consultoría de asesoramiento], los servicios de marca blanca y los servicios de entrega de carteras modelo que no se consideran Activos Gestionados Reglamentarios, tal como se definen en el Formulario ADV de la SEC. Los activos gestionados se expresan en USD. Los AUM no denominados en USD se convierten al tipo de cambio al contado a 31/12/2022.



**CANDRIAM. INVERTIR PARA EL MAÑANA.**  
**WWW.CANDRIAM.COM**

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY