

Viene el invierno...



SEPTIEMBRE 2023

Comunicación de marketing



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Florence Pisani

Global Head of Economic Research

¿Lograrán los bancos centrales de los países desarrollados su desafío de llevar la inflación nuevamente hacia su objetivo del 2% para finales de 2024... sin provocar una recesión? ¿Puede China todavía evitar entrar en deflación? Después de unos meses de calma, ¿no corre el riesgo de que el aumento de los precios del petróleo y de los productos agrícolas complique aún más la tarea de los bancos centrales?



Perspectivas económicas: crecimiento débil.

El crecimiento mundial continúa... a un ritmo bajo: el aumento esperado del PIB del 3% en 2023 como en 2024 es significativamente inferior al 3,7% observado en promedio durante los años 2004-2019. La brecha se explica en gran medida por una desaceleración de las economías emergentes y, en particular, de China.

En China, las fuerzas deflacionarias serán difíciles de contrarrestar

Ante las dificultades de los gigantes inmobiliarios y la débil demanda de los hogares, la respuesta de Pekín hasta ahora ha sido tímida: los requisitos de contribución personal para la compra de viviendas se han reducido ligeramente, las autoridades también pidieron a los bancos que aceleraran la refinanciación de los préstamos hipotecarios existentes, y el gobierno anunció un aumento de las deducciones fiscales (para educación, cuidado de

niños, etc.). Sin embargo, el apoyo proporcionado por estas medidas probablemente será limitado: dado que la confianza de los hogares sigue deprimida, corren el riesgo, sobre todo, de alimentar ahorros que ya son demasiado abundantes. La actividad no volverá a su tasa de crecimiento anterior a la pandemia: las fuerzas deflacionarias que enfrenta China serán difíciles de contrarrestar.

Estados Unidos, ¿camino de triunfar en su apuesta?

La economía estadounidense sigue desafiando al mito de Casandra. A principios de 2023, muchos pensaban que la apuesta de la Reserva Federal estaba perdida de antemano. No sólo los aterrizajes suaves habían sido relativamente infrecuentes en las últimas décadas, sino que la desaceleración de los salarios necesaria para permitir que la inflación regresara al objetivo del banco central sólo podía ocurrir mediante un fuerte aumento de la tasa de desempleo. Por lo tanto, el ajuste de 425 puntos básicos del banco central iniciado desde marzo de 2022 tenía como objetivo provocar la recesión “necesaria” para contrarrestar las presiones inflacionarias. Nueve meses después y tras 100 puntos básicos adicionales de aumento, el crecimiento sigue siendo sólido (alrededor del 2% anual en el segundo trimestre y sin duda más del 2% en el tercero), en un

año la inflación ha caído un 8,5% hasta apenas más del 2%. más del 3% en julio pasado, la creación de empleo se desaceleró significativamente (de más de 400.000 a 150.000 por mes) y los salarios se desaceleraron del 6,5% interanual al 4,5%. Por supuesto, la Reserva Federal aún no ha ganado su apuesta, pero parece estar en el camino correcto, especialmente porque se espera que el crecimiento disminuya a finales de año. El consumo de los hogares, impulsado por efectos excepcionales durante el verano (¡estreno de “Barbenheimer” y giras de Taylor Swift y Beyoncé!), debería efectivamente desacelerarse. En este contexto, la Reserva Federal debería dejar de subir sus tipos pero mantenerlos en un nivel alto durante muchos meses más, hasta que se confirme la relajación del mercado laboral y la inflación se acerque claramente a su objetivo del 2%.

Zona euro: crecimiento lento

En la zona del euro, el crecimiento sigue siendo débil y las encuestas económicas sugieren una contracción de la actividad en el tercer trimestre. Con una demanda débil, se espera que la inversión empresarial se desacelere y la inversión residencial seguirá contrayéndose como resultado del aumento de las tasas hipotecarias y el endurecimiento de las condiciones crediticias. El consumo de los hogares debería acelerarse ligeramente a principios del próximo año si la inflación continúa disminuyendo, pero el deprimido nivel de confianza y la desaceleración de la creación de empleo sugieren que el repunte será moderado. En general, el crecimiento seguiría siendo débil y el PIB aumentaría un 0,7% en 2023 y 2024. El ciclo de ajuste del BCE está llegando a su fin; su presidente acaba de explicar que los debates en el

Consejo de Política Monetaria se centrarán ahora en la duración del mantenimiento de sus tipos en un nivel restrictivo. Varios riesgos pesan sobre esta previsión. La velocidad de transmisión del endurecimiento monetario a la economía real es incierta. Los precios de las materias primas podrían volver a subir y retrasar la mejora esperada en el poder adquisitivo de los hogares: El Niño y la guerra en Ucrania podrían hacer subir los precios agrícolas; El precio del petróleo podría superar significativamente los 90 dólares incluidos en nuestras previsiones si la OPEP+ reduce aún más su producción. Por lo tanto, tanto los operadores del mercado, como los bancos centrales, seguirán navegando “por las estrellas de un cielo nublado” tal y como apuntó Jerome Powell durante su discurso en Jackson Hole el 25 de agosto.

A close-up photograph of a snail with a light-colored, spiral shell and a pinkish body, moving across a large, dark green leaf. The background is filled with other leaves and branches, creating a dense, natural setting. The lighting is soft, highlighting the texture of the leaf and the snail's shell.

**El crecimiento
global continúa...
a un ritmo lento.**



Los mercados estadounidenses a la cabeza, impulsados por una combinación de crecimiento e inflación más favorable.

Desde el punto de vista del mercado, esta brecha entre las sorpresas económicas positivas en Estados Unidos y las decepciones en China y Europa ha tenido un impacto directo en el desempeño de las clases de activos. Las acciones americanas han registrado un rendimiento del +17,6% desde principios de año, mientras que las acciones europeas sólo han aumentado un 9,2% y las acciones emergentes un +4,1%¹.

El desempeño de las acciones estadounidenses es aún más notable dado que los tipos estadounidenses a 10 años aumentaron durante el mismo período del 3,9% al 4,3%, lo que podría haber tenido un impacto negativo en las valoraciones. En realidad, Estados

Unidos se benefició contra todas las expectativas de un período de casi "goldilocks" o ricitos de oro beneficiándose al mismo tiempo de un crecimiento más fuerte de lo esperado y de una inflación en constante desaceleración que ofrece un apoyo de facto a las acciones estadounidenses.

Esta brecha de crecimiento entre Estados Unidos y el resto del mundo también ha aumentado la brecha entre las tasas estadounidenses y europeas, impactando el valor del dólar estadounidense, que se ha apreciado un 5% desde su punto más bajo en julio² y 1,5 % desde principios de año.

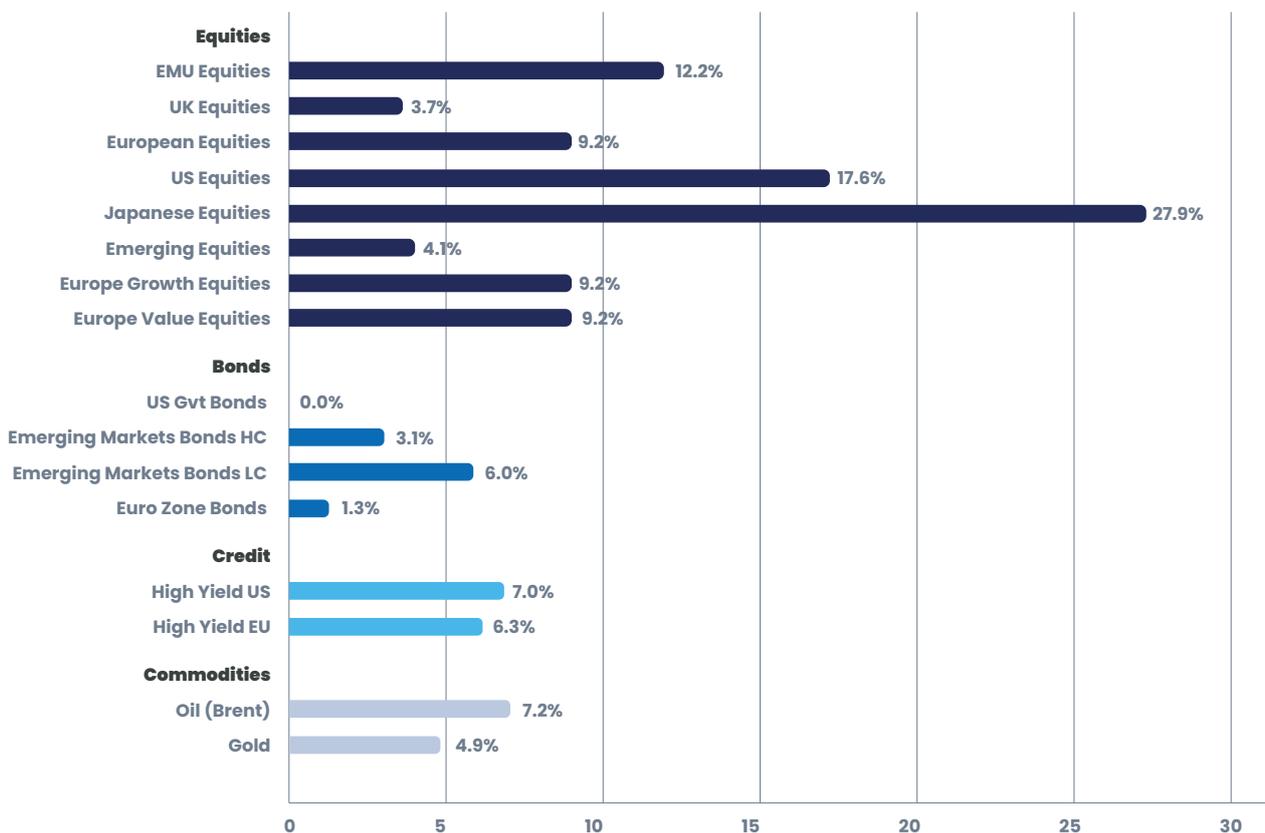
1 - Datos en euros al 12 de septiembre de 2023 - fuente: Bloomberg

2 - Datos entre el 17 de julio y el 12 de septiembre de 2023



Figura 1:

YTD Performance, 12/09/2023



EMU equities: MSCI Daily TR Net EMU Loc, **UK equities:** MSCI Daily TR Net UK Loc, **European equities:** MSCI Daily TR Net Europe, **US equities:** MSCI Daily TR Net USA Loc, **Japanese equities:** MSCI Daily TR Net Japan, **Emerging equities:** MSCI Daily TR Net Emerging, **Europe Growth equities:** MSCI Daily TR Net Growth, **Europe Value Equities:** MSCI Daily TR Net Value, **US Govt Bonds:** JP Morgan GBI US Unhedged LO, **Emerging Market Bonds HC:** JP Morgan EMBI Global Compos, **Emerging Markets Bonds LC:** JP Morgan GBI-EM Broad Diver, **Eurozone Bonds:** JP Morgan GBI EMU Unhedged, **High Yield US:** Ice Bofa US High Yield, **High Yield EU:** Ice Bofa Euro High Yield, **Gold:** Gold Spot \$/Oz

El desempeño anterior no es un indicador fiable del desempeño futuro.

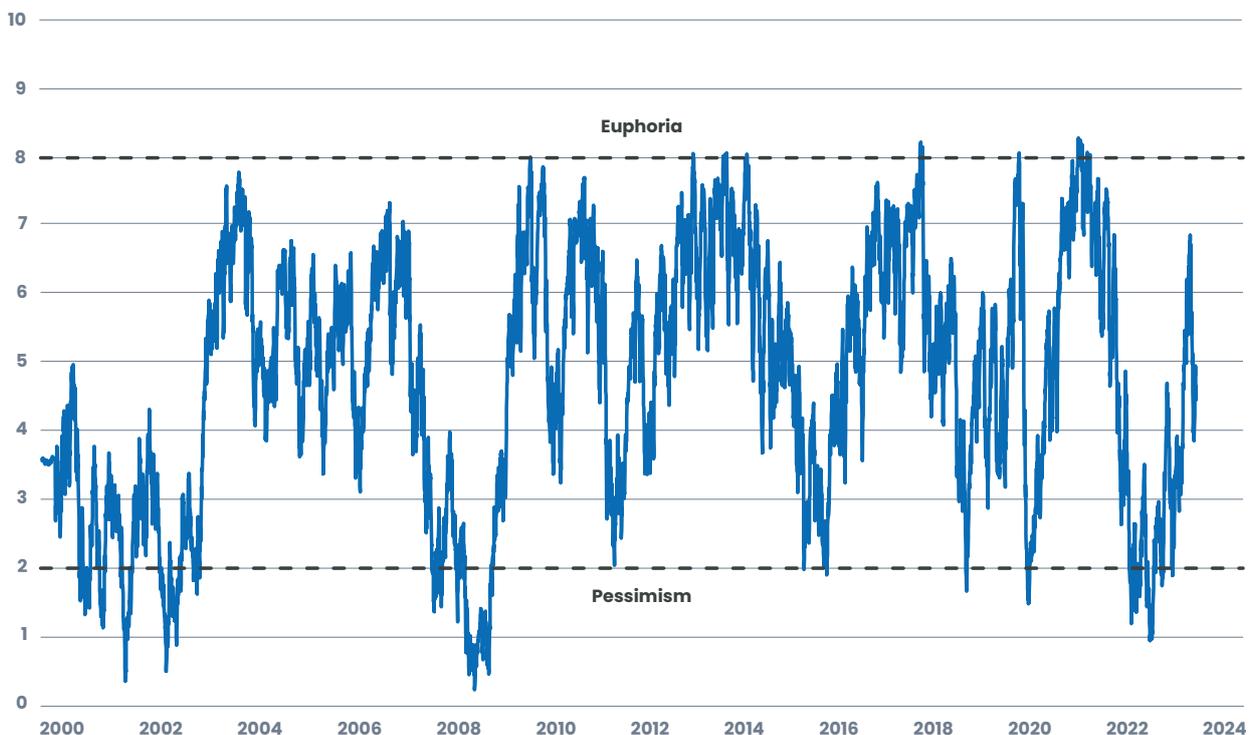
Fuente: Bloomberg

Los mercados financieros parecen estar descontando un escenario de aterrizaje suave, lo que hace que el riesgo de las acciones sea más asimétrico durante el último trimestre del año

La confianza del mercado ha mejorado significativamente desde enero. Comenzamos el año con una visión positiva sobre la renta variable, contrariamente al posicionamiento de los inversores que, en general, estaban infraponderados en renta variable y con un sentimiento de mercado muy cauteloso. Hoy el exceso de pesimismo se ha

normalizado, particularmente en Estados Unidos. El posicionamiento del mercado en materia de acciones y el sentimiento general de los inversores se encuentran en la zona "neutral". Los riesgos parecen hoy más asimétricos para las acciones, lo que justifica nuestra visión cautelosa.

Figura 2:
Candriam Indicator Sentiment



El desempeño anterior no es un indicador fiable del desempeño futuro.
Fuente: Candriam

¿Pueden las acciones estadounidenses continuar esta descarada trayectoria ascendente, ignorando el aumento de las tasas?

Las acciones estadounidenses pueden seguir beneficiándose del actual contexto favorable. Como muestra nuestro análisis económico, la Reserva Federal parece estar logrando un aterrizaje suave de la economía y acercándose al final de su ciclo de ajuste. Sin embargo, esperamos que el crecimiento económico se desacelere en 2024, y se espera que una menor inflación afecte el crecimiento de las ganancias corporativas. El consenso de analistas prevé un crecimiento del 12 % de los beneficios empresariales estadounidenses en 2024

(frente al +1,5 % en 2023)³, lo que parece elevado dada la desaceleración del crecimiento nominal de la economía. La valoración del mercado americano es hoy superior a su media histórica con una relación precio-beneficio (PER) de 12 meses superior a 19 frente a una media histórica de 10 años de 18⁴, lo que deja poco margen para una revalorización adicional en un contexto de tipos elevados más sostenibles. Por lo tanto, el rendimiento esperado de las acciones estadounidenses en el mejor de los casos es positivo pero limitado.

¿Pueden los países emergentes y Europa guardarnos alguna sorpresa positiva?

En Europa, la situación es bastante diferente. La valoración del mercado de valores es mucho más atractiva (PER a 12 meses de 11,8 frente a la media histórica de 10 años de 14 para la zona euro)⁵ y se justifica por unas perspectivas de crecimiento más sombrías y un riesgo a la baja para las perspectivas económicas de los próximos meses. Por tanto, las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales a lo largo de 12 meses (+6%)⁶ podrían

seguir revisándose a la baja. Las perspectivas de beneficios y la valoración solo mejorarán cuando las perspectivas económicas mejoren en 2024. Por lo tanto, todavía es demasiado pronto para aumentar nuestra asignación a las acciones europeas, ya que se espera que la economía permanezca estancada en el último trimestre de este año.

3 - Fuente: Bloomberg, datos de MSCI USA al 12/09/2023

4 - Consenso de Ibes

5 - Fuente: Bloomberg, datos de MSCI USA al 12/09/2023

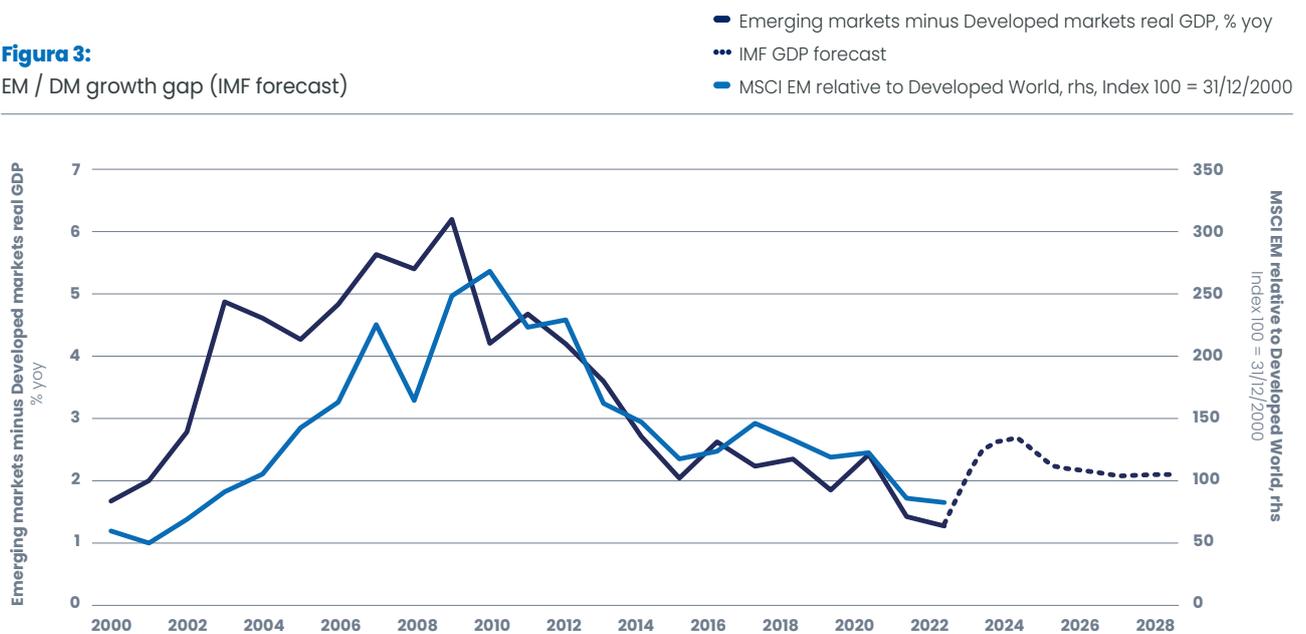
6 - Consenso de Ibes

Preferimos mantener nuestra sobreponderación en los mercados emergentes cuyo desempeño ha sido particularmente decepcionante desde principios de año. China es el país que más pesó en el índice global emergente. La cautela de los inversores respecto a la evolución económica en China ha alcanzado nuevos récords. Las medidas adoptadas por las autoridades chinas deberían estabilizar el crecimiento en torno al 4% o el 5%, pero no proporcionan suficiente impulso positivo para restablecer la confianza. No obstante, estas medidas deberían mejorar la visibilidad de la dinámica de crecimiento de los países emergentes. Por lo tanto, preferimos el índice de países emergentes excluida

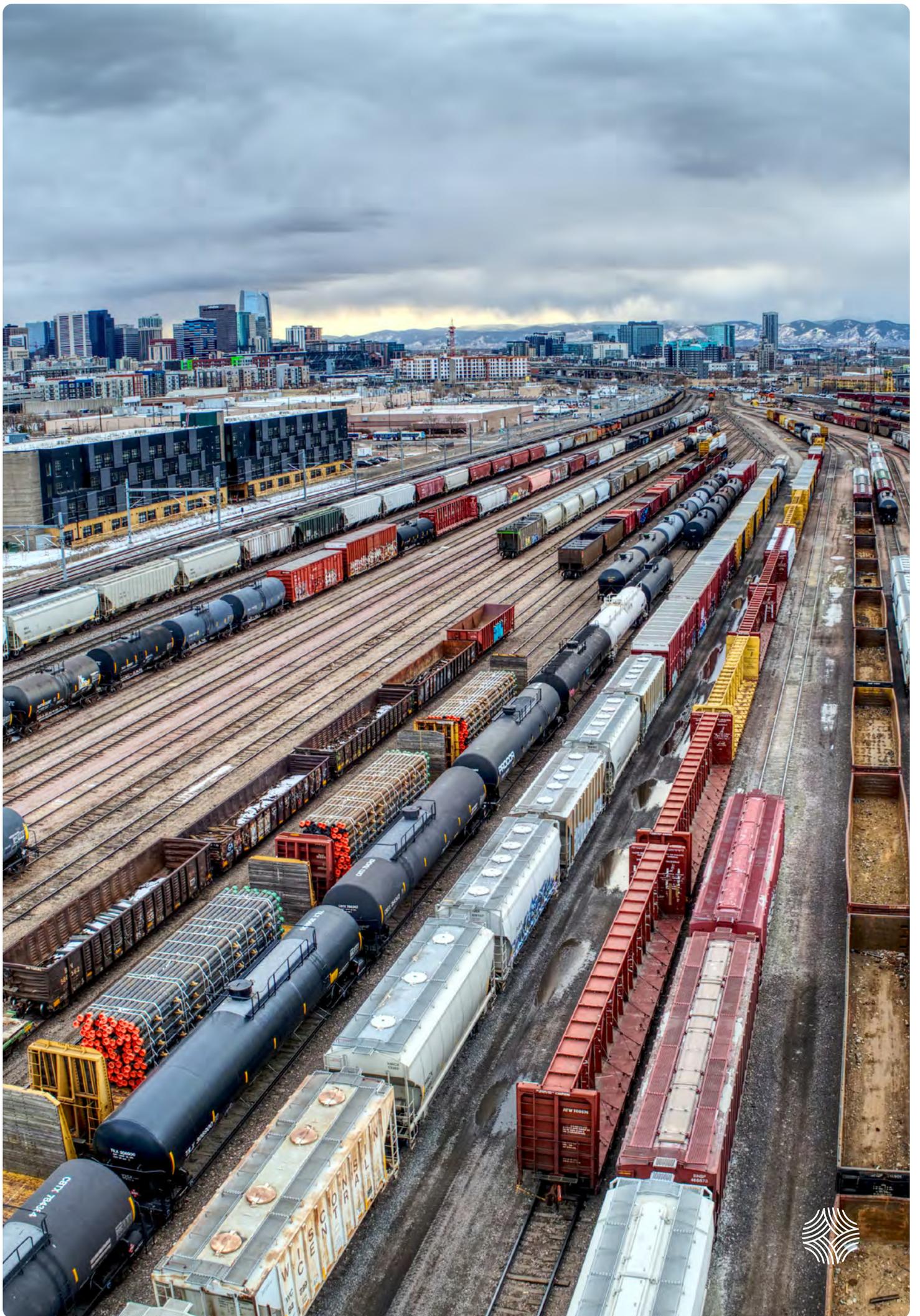
China. Dado que la desinflación está en marcha en los países emergentes, su ciclo monetario está por delante del de los países desarrollados. Consideramos que una mejor dinámica de crecimiento que la de Europa o Estados Unidos, combinada con una flexibilización monetaria, debería respaldar tanto la valoración como el crecimiento de los beneficios de los países emergentes.

Esta desincronización de los ciclos económicos y monetarios de los países emergentes aporta diversificación a nuestra gestión.

Figura 3:
EM / DM growth gap (IMF forecast)



El desempeño anterior no es un indicador fiable del desempeño futuro.
Fuente: Bloomberg



En términos de estilo, preferimos los sectores defensivos, especialmente en Europa, que están obteniendo mejores resultados en esta fase de desaceleración económica. También sobreponderamos temas a largo plazo como la transición energética y la automatización.

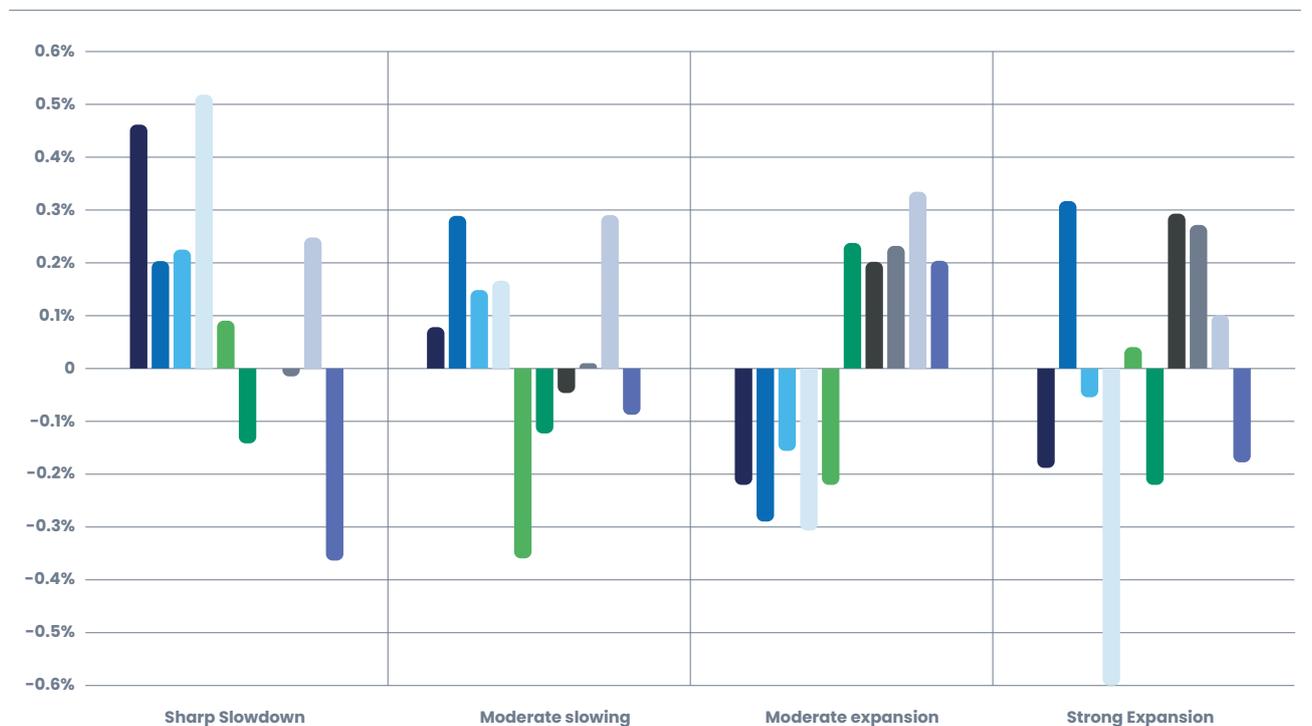
A pesar de que los indicadores de actividad muestran una desaceleración de la economía, particularmente en el sector manufacturero, las acciones cíclicas superaron a las acciones defensivas, anticipando una reaceleración de la actividad, que no es nuestro escenario central.

Al mismo tiempo, nos parece que las acciones defensivas y de calidad están en mejores condiciones de afrontar un ciclo de desaceleración asociado a una inflación persistente; en tal escenario su poder para determinar los precios será esencial.

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

Figura 4:

Sector performance depends on the stages of the cycle



El desempeño anterior no es un indicador fiable del desempeño futuro.

Fuentes: Cadriam, Barclays. Índices sectoriales europeos desde el 28/02/2013, comportamiento relativo frente a MSCI Europa.

Una asignación a bonos que proporcionan rendimiento y protección.

Consideramos atractiva la asignación a bonos gubernamentales con un aumento gradual de la duración de la cartera. Estamos cerca del final del ciclo de ajuste monetario, aunque los bancos centrales siguen siendo muy cautelosos.

Las tasas de corto plazo deberían permanecer en niveles bastante altos hasta que los bancos centrales estén seguros de que la desaceleración de la inflación es sostenible. Las tasas a largo plazo deberían estabilizarse con la inflación bajo control y el crecimiento desacelerándose. Dadas estas perspectivas y los niveles de tipos actuales (2,7% para los tipos alemanes a 10 años⁷), consideramos que los bonos gubernamentales ofrecen un rendimiento atractivo y, por el momento, favorecen los segmentos intermedios de la curva (3-5 años).

En términos más generales, la asignación a bonos gubernamentales de países desarrollados nos parece particularmente atractiva en una cartera diversificada, dada la diversificación y protección que brinda la clase de activos. De hecho, su impacto sería positivo en nuestro escenario central, pero también en el caso de un escenario alternativo que

resultaría de un deterioro de la combinación inflación/crecimiento con un crecimiento menor o una inflación más alta de lo esperado.

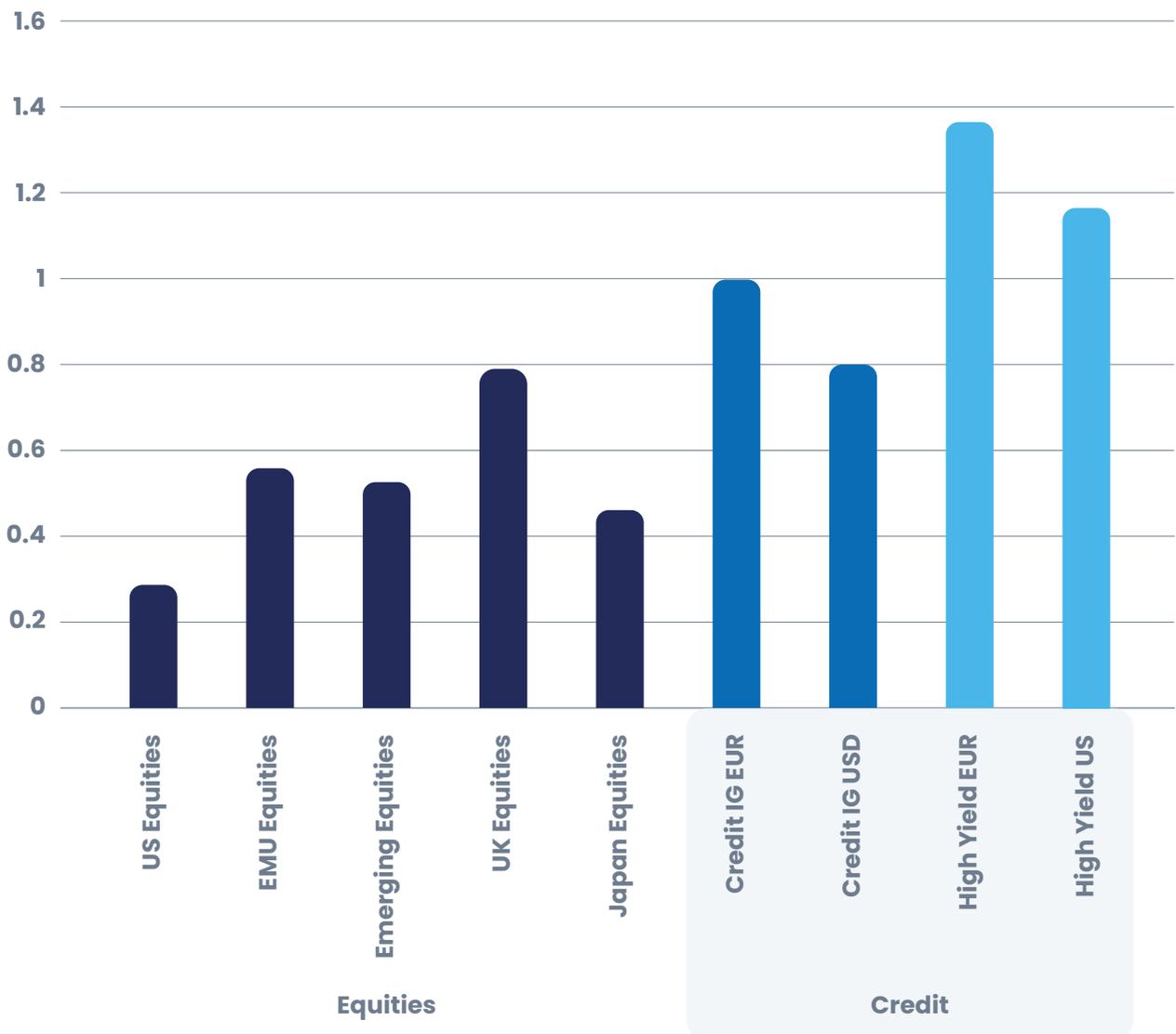
Estos dos riesgos serían negativos para los mercados de renta variable (revisión a la baja de los beneficios y caída de la valoración). Para los bonos, las implicaciones serían diferentes. En caso de un crecimiento más débil de lo esperado, las tasas bajarían, lo que tendría un impacto positivo en los precios de los bonos. En caso de una mayor inflación, el impacto sería negativo en el corto plazo debido a la necesidad de que los bancos centrales sean más agresivos a la hora de subir las tasas clave. Por otro lado, esto sería positivo a medio plazo, ya que el aumento de los tipos provocaría una desaceleración de la economía y provocaría que los tipos a largo plazo volvieran a caer.

7 - Fuente: Bloomberg. Datos al 12 de septiembre de 2023.

En esta etapa del ciclo, también favorecemos los bonos corporativos de calidad (grado de inversión). A pesar de la compresión de los diferenciales en 2023 (-10 % para el crédito europeo IG⁸), el mercado de crédito sigue ofreciendo un binomio rentabilidad/riesgo particularmente favorable, especialmente en comparación con la renta variable con un carry en Europa superior al 4 % y una volatilidad contenida por debajo del 5% (en comparación con el 8,5% y el 16%, respectivamente, de las acciones europeas).

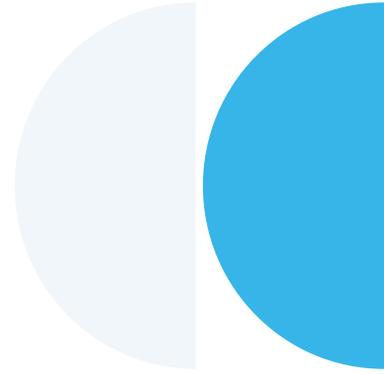
Sin embargo, nos mantenemos neutrales en la parte de crédito de alto rendimiento, que tiene un rendimiento atractivo pero cuya dinámica de rebaja de calificación en un entorno de condiciones crediticias más estrictas podría afectar a la clase de activos.

Figura 5:
Cross Asset Carry to Volatility (%)



El desempeño anterior no es un indicador fiable del desempeño futuro.
Fuente: Bloomberg

8 - Ice Bofa Euro High Yield - Fuente: Bloomberg. Datos al 12 de septiembre de 2023.



Con un crecimiento débil pero positivo que evita la recesión en ambos lados del Atlántico y con una inflación subyacente que sólo disminuye gradualmente, los bancos centrales no podrán permitirse el lujo de flexibilizar las condiciones financieras para finales de año.

Los mercados financieros ya integran un escenario positivo de aterrizaje económico suave, que justifica el buen desempeño desde principios de año. Una vez integradas en gran medida las sorpresas positivas, el margen de maniobra para una nueva apreciación de los mercados de acciones parece limitado, lo que justifica cierta cautela con los activos de riesgo.

Preferimos posicionarnos en activos de carry con mayor probabilidad de beneficiarse del ciclo actual, como los bonos gubernamentales desarrollados y el crédito de alta calidad en Europa. Somos cautelosos con las acciones y preferimos las acciones emergentes a las acciones europeas.



**144.000
mill. de €**

**en activos gestionados
Junio de 2023***



+600

**expertos
a su servicio**



+25 años

**liderando el camino
en inversión sostenible**

Este documento comercial 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.

*A partir del 30/06/2023, 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 30/06/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY