

# 2024: Diez Convicciones para un Futuro Repleto de Oportunidades

**Candriam  
Outlook 2024**



**2024**

**Comunicación de marketing**



# Índice.

Introducción	
<b>Crónica de una recesión anunciada</b>	<b>04</b>

---

Bancos centrales	
<b>Política monetaria : Tipos altos...</b>	
<b>¿por cuánto tiempo?</b>	<b>08</b>

---

Tipos	
<b>En una tierra de oportunidades...</b>	
<b>selecciona con cuidado</b>	<b>12</b>

---

Renta variable	
<b>¿Pueden caer las acciones incluso</b>	
<b>sin un “aterrizaje forzoso”?</b>	<b>18</b>

---

Deuda pública	
<b>¿Deberíamos preocuparnos por</b>	
<b>la sostenibilidad de las deudas</b>	
<b>públicas en la zona euro?</b>	<b>24</b>

---



Transición energética  
**Turbulencias en la transición  
energética: ¿Estructural o cíclico?** 30

---

Bienes inmuebles  
**El sector inmobiliario:  
¿un deshielo primaveral?** 36

---

Mercados emergentes  
**En la galaxia de los mercados  
emergentes, conozca a las nuevas  
estrellas emergentes** 42

---

Sanidad  
**¿Desempeñará el sector sanitario  
su papel defensivo el próximo año?** 48

---

Elecciones en EE.UU.  
**Estados Unidos: ¿Qué podemos  
esperar del año electoral?** 54

---

Asignación de activos  
**¿Qué cartera diversificada  
para acercarse a 2024?** 60

---

Conclusión  
**Invertir con convicción** 64

---

# Crónica de una recesión anunciada



**Nicolas Forest**

Chief Investment Officer

**Un año más, los mercados financieros revelan un horizonte cambiante, plagado de desafíos y que ofrece a los inversores una odisea cautivadora.**

Las tensiones geopolíticas y las incertidumbres económicas siguen ejerciendo una influencia considerable en los mercados globales. A estas preocupaciones inmediatas se suman las –no menos críticas– del calentamiento global y la pérdida de biodiversidad, que persisten como desafíos apremiantes para 2024 y las generaciones futuras. Estas cuestiones, más interconectadas de lo que uno podría imaginar, requieren atención y acción concertada por parte de inversores, empresas y gobiernos.

En estas condiciones volátiles, una comprensión profunda de los factores subyacentes que configuran la economía global es –más que nunca– un prerequisite esencial para identificar oportunidades de inversión atractivas. Es más, en un año electoral plagado de obstáculos,, la integración de consideraciones extrafinancieras en nuestras decisiones de inversión sigue siendo, en nuestra opinión, la

mejor manera de crear valor para nuestros inversores, al tiempo que se promueve la transición hacia un futuro más sostenible. Es una necesidad en un mundo cada vez más incierto, y nuestro compromiso con nuestros clientes.



# De un año para otro: la economía global en modo de resistencia

2023 habrá contradicho muchas Casandras y leyes financieras que pensábamos que eran inmutables. De hecho, a pesar de un ajuste monetario de una velocidad y magnitud sin precedentes, una curva de bonos invertida y una crisis bancaria, la recesión más telegrafiada de la historia... no ocurrió. Los últimos doce meses, sin embargo, han sido particularmente tumultuosos y difíciles para los mercados convulsos, sacudidos por conflictos geopolíticos e incertidumbres económicas, incluidos los movimientos de los bancos centrales vigilados más de cerca que los de Taylor Swift.

De hecho, la volatilidad en los mercados de bonos ha regresado. Y como suele ocurrir, el asombro surgió donde menos se lo esperaba: si esperábamos un crecimiento positivo y una desaceleración de la inflación, la honestidad nos empuja a reconocer que la fortaleza de la economía estadounidense nos sorprendió: el poder adquisitivo de los hogares resultó ser mucho más sólido de lo previsto, respaldado por aumentos salariales y un cómodo colchón de ahorro, hinchado desde la crisis del Covid.

Un año después, mientras el ciclo está más avanzado y las condiciones financieras se han endurecido, el espectro de la recesión vuelve a golpear y parece más necesario que nunca pensar en las perspectivas de inversión a la luz del nuevo paradigma de los bonos. A la hora de construir las asignaciones, abordamos este desafío y sus consecuencias a través de una serie de diez preguntas a las que nuestros expertos aportarán sus respuestas y sus convicciones, a lo largo del mes de diciembre. Aquí hay una descripción general.

## Un nuevo paradigma de los bonos

¿“Altos por más tiempo”? Si bien hasta ahora los bancos centrales se las han arreglado lo mejor que han podido para frenar la inflación, ésta es la pregunta, la que muchos de nosotros (yo en primer lugar) plasmamos por escrito antes que cualquier otra cosa. ¿Serán menos restrictivos en 2024? En un entorno en el que los niveles de rendimiento de los bonos han vuelto a ser atractivos, ¿es este el momento de aumentar la duración y seguir favoreciendo el mercado de crédito, cuya resiliencia ha sorprendido a muchos?

Asimismo, la subida de tipos ha impactado en la dinámica de la deuda pública. Sin embargo, en un entorno de crecimiento debilitado y reducción de los programas de compras por parte de los bancos centrales, ¿podría surgir nuevamente la cuestión de la sostenibilidad de la deuda en 2024? También repercutió en los mercados inmobiliarios con una caída en la construcción y las ventas. Si bien la caída de los precios ha parecido limitada hasta ahora, ¿debemos preocuparnos por una aceleración o es, por el contrario, una fantástica oportunidad de reposicionamiento?

## **En el teatro de las acciones: varias veces, varios lugares... varias acciones**

A pesar de los altos tipos reales, los índices bursátiles se han mantenido bien. Sin embargo, se trata de un aumento falso, marcado por una fuerte selectividad a favor de las grandes empresas estadounidenses y un descuento para las empresas de pequeña y mediana capitalización. Por tanto, ¿a qué sectores, a qué zonas geográficas habrá que dar prioridad mañana?

Después de verse penalizadas por el aumento de tipos en 2023, ¿recuperarán las acciones de sectores de crecimiento defensivo algo de su esplendor para obtener mejores resultados en 2024? ¿Estas empresas, particularmente en el sector de la salud, devaluadas a pesar de un balance sólido y un bajo nivel de deuda, se beneficiarán una vez más del cambio demográfico y de su fuerte capacidad de innovación?

¿Y qué pasa con el sector de las energías renovables, sacudido por el aumento de los tipos, el aumento de los costos de las materias primas y la caída de la rentabilidad? Las consecuencias del calentamiento global son inequívocas y nos recuerdan que la transición energética es necesaria incluso si enfrenta desafíos a corto plazo. Las inversiones aún son insuficientes para alcanzar los objetivos de neutralidad de carbono. El tema será esencial hoy y mañana, pero ¿qué lugar debería concederse y qué tácticas adoptar?

Finalmente, ¿qué deberíamos hacer con el modelo de crecimiento de China? ¿Se está quedando sin fuerza y el país está al borde de una japonización de su economía? ¿Ofrecen otras economías emergentes el potencial de crecimiento e innovación capaces de competir con el Reino Medio? ¿Cuáles son las alternativas?

# 2024, año electoral y desafíos

Además de las elecciones europeas, donde habrá muchas cuestiones –en primer lugar la de la transición energética, que es absolutamente crucial–, todas las miradas se dirigirán a Estados Unidos en otoño. A pesar de un aire de déjà vu, ¿cómo podría afectar esta elección a nuestro escenario?

*En última instancia*, ante un entorno geopolítico inestable y una economía frágil y donde la inmediatez de los datos tiene prioridad, los inversores seguirán pendientes de los actores políticos y económicos y seguirán interpretando sus señales para construir sus carteras: ¿Siempre preferimos los bonos a las acciones?

Una certeza: un mercado laboral que se mantuviera ajustado respaldaría un escenario de inflación más vigorosa y, por tanto, potenciales nuevas restricciones monetarias. El regreso de un Trump 1.2 a la presidencia de la Oficina Oval reavivaría las tensiones con Beijing. Finalmente, una escalada en Medio Oriente o más allá de las fronteras ucranianas cambiaría los escenarios económicos.

Afortunadamente, no somos inmunes a muchas buenas (o menos malas) noticias: un cambio de dirección por parte de los grandes financieros marcaría el tan esperado “pivote” y respaldaría las clases de activos con mayor aversión al riesgo. También sería muy bienvenido un plan de apoyo masivo en China, especialmente en Europa. Finalmente –y aunque parezca una ilusión en el momento de escribir este artículo– el fin del conflicto ruso-ucraniano reduciría considerablemente el riesgo geopolítico en Europa.

Con esta nota positiva, todos los equipos de inversión de Candriam y yo les deseamos todo lo mejor para un próspero 2024. Juntos, seguimos plenamente comprometidos a colaborar con usted para afrontar los desafíos y oportunidades que se avecinan.

**Buena lectura !**





# Política monetaria : Tipos altos... ¿por cuánto tiempo?

Hacia una curva de tipos  
más “normal”.



**Florence Pisani, PhD**

Global Head of  
Economic Research



**Emile Gagna**

Economist

**“Aún queda camino por recorrer para que la inflación vuelva al 2%”, declaró J. Powell, presidente de la Reserva Federal, el pasado mes de junio; “Aún no podemos cantar victoria”, repitió su homóloga europea, Christine Lagarde, unas semanas después. A pesar de la persistente disminución de la inflación, el mensaje recalcado por los bancos centrales de ambos lados del Atlántico apenas ha cambiado durante muchos meses: las tasas se mantendrán altas “por mucho tiempo”. Aunque los banqueros centrales realmente no han cambiado su tono, los operadores del mercado simplemente han revisado significativamente sus expectativas sobre las tasas: ahora esperan recortes clave de las tasas en ambos lados del Atlántico a partir de principios de la primavera. Sin embargo, en un horizonte más lejano, se mantienen muy cautelosos y creen que los tipos clave a finales de 2027 serán un poco inferiores al 4% en Estados Unidos y un poco superiores al 2,5% en la zona del euro. ¿Son razonables estas expectativas?**

## **La historia monetaria reciente como guía...**

Antes de revisar sus expectativas recientemente, los mercados parecían confiar ciegamente en los compromisos de los banqueros centrales. Sin embargo, como la historia monetaria nos recuerda periódicamente, los banqueros centrales no pueden razonablemente hacer promesas que vayan más allá de unos pocos meses. Cuando en agosto de 2003 la Reserva Federal se comprometió a mantener una política monetaria acomodaticia durante un período de tiempo “considerable”, muchos se preguntaron cuál sería el horizonte temporal de esta promesa: ¿era unos pocos meses, varios trimestres o incluso más años? Cinco meses después, estas palabras fueron hábilmente eliminadas de la declaración de política monetaria para preparar a los mercados para el próximo aumento de tipos... que en realidad tendría lugar a finales de junio de 2004. Así, el “período considerable” habría durado “sólo” diez meses. La promesa hecha en marzo de 2009 de mantener los tipos bajos durante un “período prolongado” fue significativamente más larga, pero hay que recordar que la explosión causada por la Gran Crisis Financiera fue de una escala sin precedentes. En agosto de 2011, el “período ampliado” se amplió

“al menos hasta mediados de 2013” y luego “hasta mediados de 2015”. La Reserva Federal no subió finalmente sus tipos hasta enero de 2016. Esta vez el banco central había mantenido sus tipos bajos durante... siete años. Este breve recordatorio demuestra que el período asociado a los calificativos de “considerable”, “extenso” o “largo” es, por decir lo menos, variable. Lo más seguro para los bancos centrales es hacer promesas condicionales bastante vagas, como la que hizo a finales de agosto el presidente del BCE: ¡el banco central mantendrá sus tipos elevados “mientras sea necesario”!

## Anclar las expectativas de inflación

Por lo tanto, es inútil tratar de discernir los discursos de los bancos centrales en un intento de leer la política monetaria futura con varios trimestres de antelación. Es mejor cuestionar las condiciones que podrían llevar a los bancos centrales a relajar su política monetaria. Su objetivo hoy es hacer que la inflación vuelva a su objetivo del 2%, lo que requiere, tanto en Europa como en Estados Unidos, una relajación del mercado laboral. En ausencia de un shock que empuje a las economías a la recesión, esto significa que el crecimiento debe, durante uno o dos años, desacelerarse por debajo de su ritmo potencial. Por supuesto, nadie sabe exactamente cuál es esta velocidad de cruce, pero para que los bancos centrales consideren una política monetaria menos restrictiva, el ritmo de crecimiento probablemente deba caer por debajo del 1,5% en Estados Unidos en 2024 y del 0,5% en la eurozona. Una vez que se cumpla esta condición, la política monetaria podría volverse menos “restrictiva”. Sin embargo, una vez más, juzgar el nivel “normal” de las tasas de los bancos centrales no es nada fácil. Este nivel varía en el tiempo y depende en particular de las expectativas de inflación de los agentes económicos. El grado de restricción asociado a un tipo nominal del 4% no es el mismo dependiendo de si la inflación esperada para los próximos años es del 2%... ¡o del 4%! Si los bancos centrales realmente logran que la inflación vuelva a su objetivo, una tasa nominal corta de alrededor del 3,5% en Estados Unidos no parece irrazonable; en Europa probablemente esté más cerca del 2,5%. Desde esta perspectiva, la revisión a la baja de las expectativas del mercado desde principios de noviembre parece ir en la dirección correcta, aunque los operadores continúan pasando por alto el riesgo de una posible recesión en los próximos años.

# La deflación de los balances

Un último argumento aboga a favor de tasas más bajas a corto plazo a mediano plazo. Desde la "Gran Crisis Financiera", los balances de los bancos centrales han desempeñado un papel muy particular en la conducción de la política monetaria: tanto la Reserva Federal como el BCE han recurrido a políticas de flexibilización cuantitativa que han llevado a una explosión del tamaño de sus balances, de menos de 1 billón (en monedas nacionales) a principios de 2005 a casi 9 billones a principios de 2022. Cada uno a su propio ritmo, ahora intentan deflactar sus balances. En particular, la situación económica ya no justifica la aplicación de políticas no convencionales. El argumento político tampoco carece de importancia: si los bancos centrales pueden tener pérdidas y operar con patrimonio negativo, un balance más ligero de los títulos comprados ayer a precios altos facilitaría su retorno a la rentabilidad. También ayudaría a los bancos centrales a reafirmar su independencia. Por último, en el caso del BCE, el aspecto legal también es importante: la sentencia de 2018 del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre la legalidad del PSPP (*Programa de Compras del Sector Público*) subraya el carácter temporal de programas de flexibilización cuantitativa, que no obligan al BCE a reducir el tamaño de su cartera de valores, pero sí lo obligan *como mínimo* a explicar cómo le ayuda a alcanzar su objetivo de estabilidad de precios... Cualquiera que sea la razón, la continuada deflación de los balances de los bancos centrales –a veces denominada “ajuste cuantitativo”– aumentará las primas por plazos<sup>1</sup> y, en igualdad de condiciones, exigirá tipos de interés más bajos a corto plazo. En general, la deflación de los balances reflejará una normalización de la política monetaria: después de haber estado plana, o incluso invertida, durante varios años, ¡la curva de rendimiento finalmente podrá volver a un perfil normal!



<sup>1</sup> -La prima por plazo es la rentabilidad adicional que solicitan los inversores para compensar la incertidumbre asociada a la tenencia de valores a largo plazo.



# En una tierra de oportunidades... selecciona con cuidado.



**Philippe Noyard**

Global Head of Fixed Income



**Charudatta Shende**

Head of Client Portfolio  
Management - Fixed Income

**"El interés compuesto es la octava maravilla del mundo", dijo Albert Einstein. Durante la pasada década, los inversores en renta fija no pudieron experimentar plenamente esta maravilla, ya que los rendimientos históricamente bajos e incluso negativos ocultaron el poder de la capitalización.**

**Afortunadamente, desde mediados de 2022, las yields han vuelto a resurgir, estableciendo firmemente los tipos en territorio positivo, y proporcionando a los inversores una oportunidad no vista en varias décadas y tentadores puntos de entrada. Los bonos soberanos y corporativos mundiales ofrecen rendimientos nunca vistos desde 2011.**

**Sin embargo, para beneficiarse realmente, los inversores tendrán que mantener los ojos bien abiertos. Mientras que las preocupaciones externas han disminuido, los riesgos específicos e idiosincrásicos están ganando protagonismo en todas las clases de activos de Renta Fija.**

## Oportunidades en abundancia?

**Fondos monetarios** con rendimientos cercanos al 4%<sup>1</sup> hacen ahora atractivo este tipo de activos, lo que permite a los inversores disponer de tiempo para buscar oportunidades de inversión. Los inversores también pueden invertir en esta clase de activos de bajo riesgo para gestionar la volatilidad de sus carteras de renta fija.

El crédito de grado de inversión en euros permite ahora a los inversores asegurarse rendimientos muy interesantes del 4.3%<sup>2</sup> o más, con una curva de vencimientos extraordinariamente plana. Los inversores pueden asegurarse niveles históricos de rentabilidad durante un periodo más largo en una clase de activos de relativamente de alta calidad, a medida que los mercados de renta variable vuelven a su papel más tradicional de menor rentabilidad por dividendo y mayor volatilidad.

**Los mercados mundiales de alto rendimiento** también presentan un escenario muy diferente, con atractivos cupones por encima del 8%<sup>3</sup>, frente a apenas el 4% hace dos años. Y la calidad del mercado High Yield ha mejorado significativamente desde la última vez que se vieron estos índices, en 2011 (con Euro HY<sup>4</sup> compuesto ahora por un 75% de BBs, frente a solo un 50% en 2011, y US HY<sup>5</sup> compuesto ahora por un 50% frente a un 35%). La parte de mayor calidad con calificación Global High Yield BB rinde ahora muy por encima del 5%.

**Destacan los bonos del Estado.** Es poco probable que los inversores olviden que casi toda la curva de la deuda soberana alemana era negativa hace apenas dos años. El lado corto ofrece ahora aproximadamente 3,6%<sup>6</sup>, mientras que su homólogo estadounidense se sitúa en la friolera de 5,3%<sup>7</sup>, ofreciendo un bajo riesgo de diferencial y ningún riesgo de crédito.

La deuda soberana emergente está a la cabeza, con cupones superiores al 8,7%<sup>8</sup>. Una parte no desdeñable del mercado consiste en historias de reestructuración de deuda potencialmente infravaloradas (países que están cerca de los acuerdos con los acreedores), y que estimamos que tienen un rendimiento superior al 12% en de media.

## Riesgos: De lo macro a lo micro.

Aunque los mercados de renta fija nos parecen especialmente acogedores, creemos que será esencial identificar los riesgos idiosincráticos. Puede que los rendimientos hayan vuelto, pero la rentabilidad de los bonos sigue siendo asimétrica. A falta de apoyo de los bancos centrales, los valores de mercado de las emisiones corporativas y soberanas vuelven a depender de los fundamentales. Los mercados de renta fija, que hasta hace poco estaban dirigidos por los bancos centrales, están ahora más influidos por los datos económicos, los balances y los modelos empresariales. A esto se añade la importancia cada vez mayor de los factores medioambientales, sociales y de gobernanza para el riesgo de crédito.

**Las empresas** están entrando en un entorno en el que el coste de la deuda ha aumentado considerablemente. Por cierto, creemos que los niveles actuales de los diferenciales en Euro Investment grade (145 pb<sup>2</sup>) y Global high yield (420 pb<sup>3</sup>) no reflejan con exactitud estos riesgos. Dentro del segmento de alto rendimiento, también esperamos que los diferenciales se amplíen en torno a 500 puntos básicos (aunque con una considerable volatilidad en 2024) y que las tasas de impago suban moderadamente hasta superar el 5%.

Las tendencias de digitalización, automatización e inteligencia artificial tienen una gran influencia en las actividades empresariales. La capacidad de adaptación de los emisores será vital. Parece obvio que las grandes empresas con negocios muy diversificados y no orientados al consumidor final están mucho menos expuestas a la desaceleración económica. El nuevo entorno favorece a las empresas con bajo apalancamiento y flujos de caja visibles.



**"El interés compuesto es la octava maravilla del mundo". ¿Está preparado para unos tipos más altos?**

Algunos emisores serán más sensibles a los calendarios de amortización y se verán presionados a refinanciarse a tipos más elevados. Aunque es poco probable que el segmento de grado de inversión en su conjunto se vea afectado por un "muro de vencimientos", el espacio de alto rendimiento podría enfrentarse a un obstáculo de refinanciación en 2025 y 2026.

Del mismo modo, **los emisores soberanos** dependerán cada vez más de sus perfiles económicos y de deuda, y los riesgos específicos también serán clave en este sector. Las políticas fiscales y los riesgos políticos volverán al primer plano. De hecho, los mercados están prestando más atención a los presupuestos, y al impacto de unos tipos más altos en la sostenibilidad de la deuda. En el pasado se distinguía principalmente entre mercados centrales y periféricos, pero esperamos un futuro muy distinto. No hay más que ver el ejemplo de Portugal: tras sus reformas fiscales, sus bonos cotizan ahora con diferenciales más bajos que los de Francia. También esperamos una gran volatilidad en un año en el que varios grandes países acudirán a las urnas, con elecciones generales en EE.UU., Reino Unido, India e Indonesia.

Un número cada vez mayor de países emergentes necesitarán sin duda la ayuda del FMI, que probablemente basará su ayuda en los fundamentos y la voluntad política. Algunos países, como Ghana, Zambia y Sri Lanka, están muy avanzados en su reestructuración, mientras que otros países en dificultades no lo están.

Las métricas de sostenibilidad son ahora esenciales para evaluar la solvencia soberana, ya que el cambio climático está teniendo un impacto material en las economías. Por ejemplo, India, un país de fuerte crecimiento, se enfrenta sin embargo a las consecuencias de la contaminación. Recientemente se cerraron escuelas e instituciones públicas durante varios días en algunas ciudades, y las repercusiones sanitarias a largo plazo ya son evidentes. Estos elementos afectarán al perfil general de la deuda de un país a largo plazo.

**Unos tipos más altos pueden hacer, o deshacer, su cartera. Sé un Einstein. Haz cuentas.**



# Invertir: Date prisa.... Lentamente

**Los mercados de renta fija ofrecen actualmente grandes oportunidades y retornos atractivos.** La importancia del carry en los bonos no radica sólo en los ingresos, sino también en el fuerte colchón que proporciona frente a las condiciones adversas del mercado. En caso de que los diferenciales se amplíen para un determinado segmento de renta fija, el carry puede proteger a los inversores compensando parcialmente la caída del valor de mercado. El nuevo panorama de los tipos de interés - o digamos, la vuelta a un panorama normal de tipos de interés - **favorece una asignación diversificada a la renta fija**, en la que cada segmento proporciona ingresos y cumple una función específica en la cartera.

Para aprovechar estas oportunidades, los inversores deben comprender y analizar los riesgos **que rodean a los emisores individuales**. Este mercado de selección de bonos exige una cuidadosa selección de emisores y emisiones para lograr rendimientos ajustados al riesgo. Más que nunca, será necesaria un enfoque ascendente riguroso y disciplinado, tanto para los emisores soberanos como para las empresas, a fin de calibrar la solvencia y comprender los riesgos específicos de cada emisión.

**Incorporar el análisis ESG** en todos los mercados de renta fija es un requisito previo para desarrollar una comprensión completa de la sostenibilidad de la deuda, que será una parte vital de las carteras de bonos en el futuro.

La observación de Einstein continuaba: *"El interés compuesto es la octava maravilla del mundo. El que lo entiende, se lo gana... El que no, lo paga..."*

1 - €ster: 3,902% a 24.11.2023 - Fuente: Bloomberg

2 - ICE BofA Euro Corporate Index a 24.11.2023 - Fuente: Bloomberg

3 - ICE BofA Global High Yield Index a 24.11.2023 - Fuente: Bloomberg

4 - Índice ICE BofA Euro High Yield a 24.11.2023 - Fuente: Bloomberg

5 - Índice ICE BofA US High Yield a 24.11.2023 - Fuente: Bloomberg

6 - Tipo alemán a 12 meses, a 24.11.2023 - Fuente: Bloomberg

7 - Tipo estadounidense a 12 meses a 24.11.2023 - Fuente: Bloomberg

8 - JPM EMBI Global Diversified Index a 24.11.2023 - Fuente: Bloomberg



# ¿Pueden caer las acciones incluso sin un “aterrizaje forzoso”?



**Thibaut Dorlet**

CFA, Senior Multi-Asset Fund  
Manager

**A falta de recesión, el año 2023 fue favorable para los índices bursátiles. Sin embargo, estos experimentaron un aumento desigual, marcado por una fuerte selectividad dentro de las empresas de megacapitalización en Estados Unidos y un rendimiento inferior de las empresas de pequeña y mediana capitalización afectadas por el aumento histórico de las tasas.**

**Para 2024, favorecemos la hipótesis de una continuación del aterrizaje suave de las economías desarrolladas, así como de una estabilización de la economía china.**

**Sin embargo, ¿podemos descartar el riesgo de una caída de los mercados bursátiles?**

## Un desafío en un contexto de altas tasas reales

Los altos tipos reales de los bonos son tradicionalmente desfavorables para la expansión de la relación precio-beneficio (P/E). Sin embargo, es una apreciación de las valoraciones lo que ha arrastrado a los mercados de valores en 2023, en el contexto de un crecimiento económico más robusto de lo esperado.

En 2024, preveemos una desaceleración del crecimiento y una disminución continua de la inflación, lo que debería ejercer una presión a la baja sobre los tipos reales y crear un entorno favorable para las valoraciones del mercado de valores. Sin embargo, dados los niveles de tipos ya previstos en las valoraciones de las acciones, estimamos que este apoyo será relativamente débil o incluso nulo.

**US 12 month Forward P/E vs Real Yields**  
6 month change



Source: Bloomberg, November 2023.  
Past performance of a given financial instrument or index or an investment service or strategy, or simulations of past performance, or forecasts of future performance do not predict future returns.

# ¿Apoyo de márgenes y ganancias en 2024?

Aunque la valoración puede no ser un respaldo adicional para las acciones, un crecimiento débil pero positivo debería respaldar las ganancias corporativas. ¿Hasta qué punto?

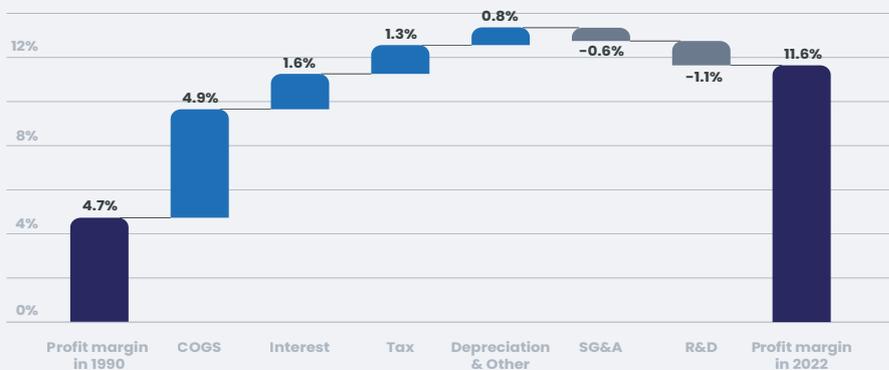
Para 2024, nuestros economistas pronostican un crecimiento del PIB del +1,9% en Estados Unidos y del +0,5% en Europa (escenario de “aterrizaje suave”). Históricamente, estos niveles son coherentes con un crecimiento de los beneficios empresariales del +7,5% en Estados Unidos y del +2,5% en Europa. Sin embargo, los mercados ya anticipan niveles más altos para 2024 (+12% en EE.UU. y +6,5% en Europa), lo que debería llevar a una revisión negativa de las expectativas de ganancias para el próximo año, especialmente porque se espera que las empresas enfrenten presiones adicionales sobre sus márgenes.

Por un lado, los márgenes de beneficio se encuentran en niveles elevados en todos los ámbitos, superando los niveles anteriores al Covid. Dado que es probable que los salarios reales crezcan en 2024, se espera que estos márgenes sean más difíciles de preservar.

Por otro lado, desde la década de 2000, las empresas se han beneficiado de tipos en constante disminución, recortes de impuestos generalizados y la globalización. Esta racha positiva podría llegar a su fin debido a:

- crecientes necesidades de financiación de los estados, mientras que sus niveles de deuda ya son elevados tras los esfuerzos fiscales realizados durante la pandemia. Los impuestos de sociedades comenzaron a aumentar (presión sobre el sector bancario en Italia, Bélgica o España para implementar un impuesto “excepcional”; votación del Congreso estadounidense a favor de un tipo impositivo mínimo del 15 % para las grandes empresas, así como un impuesto sobre la recompra de acciones) y esta tendencia podría continuar en 2024.
- el fin de las políticas monetarias ultralaxas, que deberían aumentar permanentemente los costes financieros de las empresas.
- recientes shocks de oferta que se espera afecten los márgenes de las empresas.

## Drivers of S&P500 profit margin expansion since 1990



Source: Goldman Sachs  
(COGS: Cost of Goods Sold; SG&A: Selling, General and Administrative Expenses; R&D: Research & Development)

Dados estos riesgos a la baja para las proyecciones de ganancias actuales, seguimos siendo cautelosos sobre la capacidad del crecimiento de las ganancias para respaldar firmemente los mercados bursátiles en 2024.

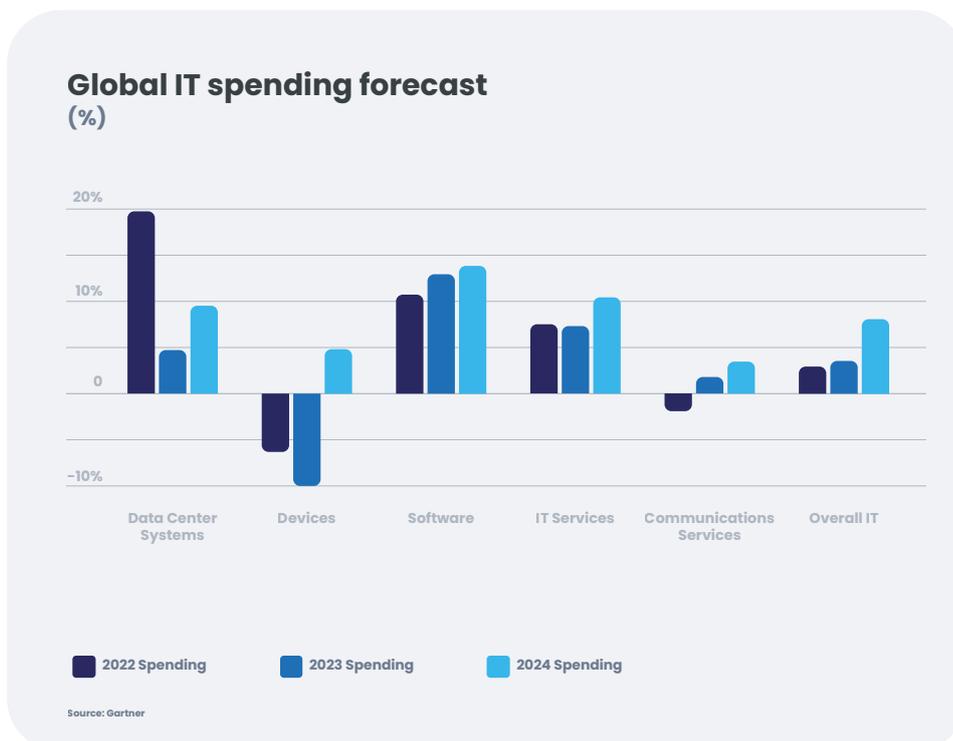
Además, ya se incorporan buenas noticias a las valoraciones.

Por tanto, aunque no prevemos un "aterrizaje forzoso" (recesión marcada), nos parece más probable el escenario de un mercado de renta variable horizontal con un potencial alcista limitado.

## ¿Qué regiones y sectores deberíamos favorecer en 2024?

Si bien el mercado de valores en su conjunto carece de catalizadores, existen temas y sectores atractivos.

**En Estados Unidos**, las **acciones tecnológicas** deberían seguir obteniendo buenos resultados, aprovechando sus capacidades de innovación, en particular mediante la monetización de los servicios de nube e inteligencia artificial (+10%<sup>1</sup> de las inversiones la próxima año). Los balances sólidos y los bajos niveles de deuda dan al sector una mayor resiliencia ante una recesión económica. Las valoraciones parecen razonables dado el crecimiento a largo plazo esperado del sector.



**En los países emergentes**, vemos oportunidades en **América Latina**, que debería seguir beneficiándose de la reubicación de la industria estadounidense ("Nearshoring") en un contexto de precios de materias primas resilientes. Las modestas expectativas de crecimiento de las ganancias, las valoraciones moderadas y un entorno favorable para los bancos centrales deberían respaldar a los mercados de la región, en particular a Brasil, que está llevando a cabo reformas tributarias.

### EPS Growth changes 2024 - Emerging Equities

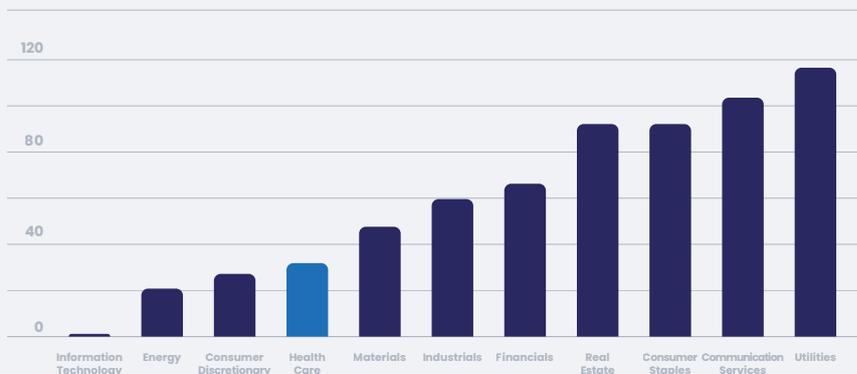


Source: Datastream, November 2023

**En Europa**, la situación económica sigue siendo más sombría, con un crecimiento débil y sin un catalizador visible en los próximos meses (volatilidad persistente en los precios de la energía, tasas clave altas, Alemania tiene que reinventarse). Por ello, favorecemos a las empresas mejor posicionadas para defender sus márgenes, que tengan un balance sólido y puedan beneficiarse de una caída de tipos en 2024, como los valores de salud y consumo básico.

- **Las acciones de atención sanitaria**, con la excepción de determinados emisores como Novo Nordisk<sup>2</sup>, han tenido un rendimiento inferior al del mercado en 2023. Deberían desempeñar un papel defensivo en 2024, su capacidad de innovación respaldará los márgenes, mientras que su actividad parece haberse normalizado después de la pandemia. Se benefician de una buena visibilidad sobre la evolución de sus flujos de caja a falta de una importante expiración de patente antes de finales de la década, y con la posibilidad de verse sorprendidos positivamente por la llegada de nuevos fármacos desarrollados. El bajo nivel de deuda del sector también es una ventaja en un entorno de altos tipos de interés.

## Net Debt to Equity European Equities (%)



Source: Bloomberg, November 2023

- **Los valores de consumo básico** tienen un importante poder de fijación de precios, lo que les permite mantener márgenes elevados y al mismo tiempo beneficiarse de una buena visibilidad de su actividad. La valoración del sector ha sufrido un ajuste significativo debido al aumento de tipos en 2023 y se espera que se beneficie de un entorno más propicio en 2024. Finalmente, el sector tiene, a través de su aspecto defensivo, la capacidad de obtener mejores resultados en un contexto de desaceleración económica.

En resumen, las acciones tuvieron un año favorable en 2023, aunque marcado por una fuerte dispersión. En nuestra hipótesis de un aterrizaje suave continuo para las economías desarrolladas en 2024, nos parece más probable el escenario de un mercado de valores horizontal con un potencial alcista limitado. El potencial de caída también nos parece relativamente bajo, dado el margen de maniobra que han creado los bancos centrales. El episodio de tensión que rodeó a los bancos estadounidenses en marzo nos mostró que la Reserva Federal se mantuvo en su lugar si fuera necesario.

Preferimos evitar acciones muy apalancadas y seleccionar empresas que ofrezcan resiliencia y visibilidad en este entorno de desaceleración.

En Estados Unidos, las acciones tecnológicas deberían seguir generando crecimiento, aunque el alcance del rendimiento superior acumulado en 2023 es difícil de reproducir. En Europa, preferimos los valores defensivos de calidad.

1 - Fuente Gartner – Previsión de gasto en TI para 2024 ex-Servicios de comunicación  
2 - El valor está presente en determinadas carteras gestionadas por Candriam



# ¿Deberíamos preocuparnos por la sostenibilidad de las deudas públicas en la zona euro?



**Emile Gagna**

Economist



**Sylvain De Bus**

Deputy Head of Global Bonds

**Ante una sucesión de shocks (pandemia y aumento vertiginoso de los precios de la energía), los gobiernos han permitido que sus déficits se amplíen para limitar las consecuencias económicas y sociales. Al "cueste lo que cueste" para mantener los ingresos durante la pandemia le ha seguido el "cueste lo que cueste" para proteger el poder adquisitivo a pesar de la subida de los precios de la energía. Si el bajo nivel de la tasa de desempleo ilustra el éxito de estas políticas, el aumento del peso de la deuda pública da una idea de su coste: entre 2019 y 2023: este peso aumentó 6 puntos del PIB en Alemania, 8 en Bélgica, 9 en España e Italia... ¡y más de 12 en Francia! Y nuevamente, este aumento de la deuda no refleja plenamente la acumulación de déficits.**

## **El costo de “lo que sea necesario” reducido por la inflación**

La ecuación (2) del recuadro muestra que el peso de la deuda aumenta en proporción al déficit primario (es decir, el déficit excluyendo los cargos por intereses), pero también en función de la diferencia entre los tipos de interés promedio de la deuda ( $i$ ) y crecimiento nominal ( $g$ ). Este efecto, habitualmente denominado “efecto bola de nieve” (aumenta la carga de la deuda cuando la brecha  $i-g$  es positiva), esta vez ha *atenuado* el aumento de la carga de la deuda (la brecha *siendo*  $ig$  negativo). Así, entre 2020 y hoy, los Estados se han beneficiado de una ventana favorable durante la cual un crecimiento nominal superior al tipo de interés medio ha contribuido a reducir la factura “cueste lo que cueste” (gráfico a). No debería sorprender que este efecto funcionara a pesar de que las tasas de interés a las que los estados se endeudaron aumentaron marcadamente. Con un vencimiento medio de unos ocho años, sólo una fracción de la deuda se renueva a tipos de interés de mercado: por tanto, el aumento de estos tipos sólo se transmite muy gradualmente al coste medio de la deuda. El efecto del aumento de los precios ( $y$ , por tanto, del crecimiento nominal) sobre la carga de la deuda es, por otra parte, instantáneo. Sin embargo, la ventana favorable se está cerrando...

## La aritmética de la deuda

La ecuación de la deuda se escribe simplemente:

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - PAG_t \quad (1)$$

con  $D_t$ , deuda en fecha  $t$ ;  $i_t$ , tasa de interés nominal promedio pagada en  $t$ ;  $PAG_t$ , saldo primario (es decir, saldo excluyendo pagos de intereses) en la fecha  $t$ : si es positivo, es superávit primario y su monto reduce la deuda.

Dividiendo (1) por el PIB del período  $t$ , podemos demostrar que:

$$d_t - d_{t-1} = pag_t + \frac{i_t - g_t}{(1 + g_t)} d_{t-1} \quad (2)$$

con  $g$ , tasa de crecimiento del PIB nominal;  $p$ , saldo primario respecto al PIB y  $d$ , deuda pública respecto al PIB.

## Una aritmética menos favorable

Con una carga de deuda cada vez mayor y déficits primarios aún elevados en comparación con 2019, los gobiernos están entrando en los próximos años en una situación menos favorable. Si bien el costo promedio de la deuda seguirá aumentando, la caída de la inflación y las débiles perspectivas de crecimiento no ayudarán. En el mediano plazo, los gobiernos europeos no tienen otra opción: si quieren evitar un cambio en su carga de deuda, deben restablecer el equilibrio de su saldo presupuestario primario (gráfico b). La ecuación es aún mucho más complicada para Italia: con una elevada carga de deuda, altos tipos de interés y un crecimiento bastante bajo, tendrá que generar superávits primarios en el largo plazo.

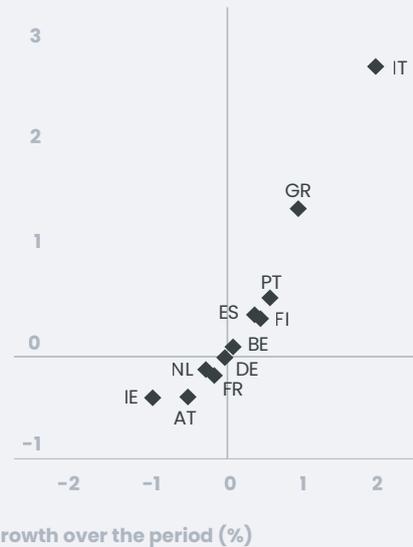
Al final, al menos para tres países, los esfuerzos que habrá que hacer en los próximos años no son desdeñables: Francia, Bélgica e Italia deben reducir su déficit primario en 3, 3,5 y 4 puntos del PIB, respectivamente. Sin embargo, esos

## Interest rate differential – growth and primary balance by period

a. 2008–2023



b. medium term



2009–2014 2015–2019 2020–2023

Sources: LSEG Datastream, Candriam

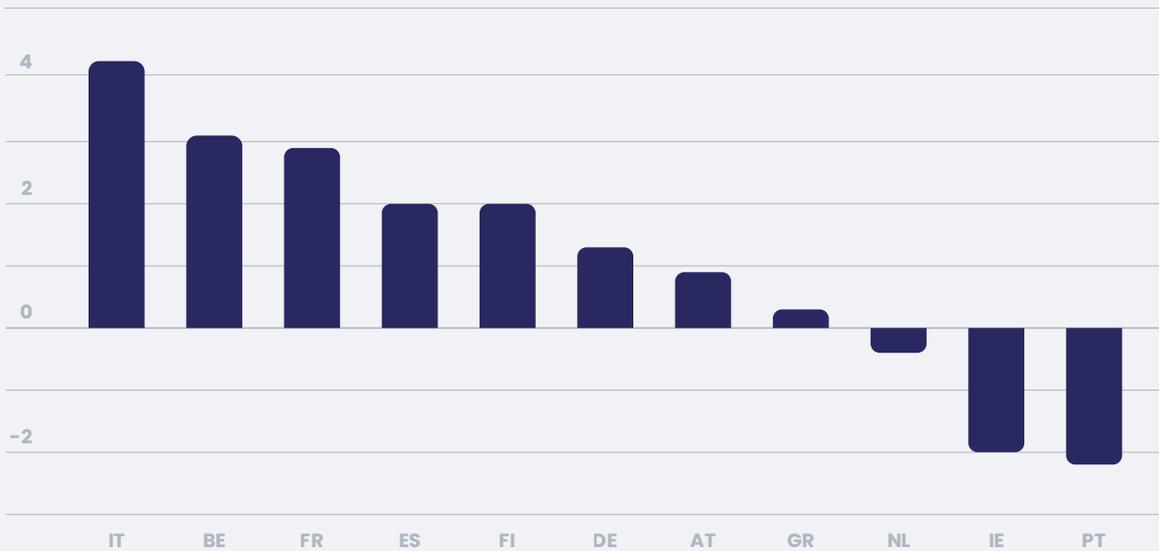
países están lejos de tener el mismo historial: desde la creación de la Eurozona en 1999, Italia sólo ha tenido déficit primario durante cinco años (en 2009 y desde la pandemia), mientras que Francia ha tenido superávits primarios –¡algunos de ellos modestos! -- durante sólo cinco años.

## Nuevas necesidades de gasto

Reequilibrar los presupuestos es tanto más necesario cuanto que nuevas necesidades de financiación asoman en el horizonte. La guerra que tiene lugar a las puertas de Europa y, en términos más generales, los crecientes riesgos geopolíticos están empujando a muchos gobiernos a aumentar su gasto en defensa. El envejecimiento demográfico también impone un coste cada vez mayor a nuestras sociedades (salud, jubilación, etc.). Finalmente, la transición energética requiere importantes esfuerzos inversores, parte de los cuales deben

## Primary balance rebalancing effort needed to stabilize debt to GDP over the medium term (in % of GDP)

Effort (+) / Margin (-)



Sources: LSEG Datastream, Candriam

ser realizados por el sector público. La Comisión Europea estima que alcanzar los objetivos fijados (*Fit for 55* en particular) le costará a la Unión Europea 620 mil millones de euros adicionales al año. Si el sector público se queda con el 40%, esto implica un mayor gasto público de 1,5 puntos del PIB durante la década.

## ¿Qué papel le corresponde al banco central?

En este contexto, el fin de los programas de compras del BCE –o incluso la deflación de su balance– complica un poco más la ecuación presupuestaria: si bien el banco central ha absorbido una parte importante de las emisiones soberanas en los últimos años, el sector privado ahora tiene que hacerse cargo. Por lo tanto, es esencial prevenir el inicio de una dinámica como la que se observó

a principios de la década de 2010. A este respecto, el banco central parece hoy mejor situado para evitar que posibles dudas sobre la solvencia de un Estado lleven al pánico. Como parte de su PEPP<sup>1</sup>, por el momento todavía puede, como hizo en el verano de 2022, reinvertir los ingresos en valores de un país que estaría sujeto a presiones indebidas de los mercados. Por último, siempre que la deuda pública del país en cuestión se considere sostenible, el BCE puede activar una herramienta final (*Instrumento de Protección de las Transmisiones*) e intervenir en el mercado secundario.

## **"Los tiempos están cambiando"**

Las medidas excepcionales de apoyo presupuestario decididas, con la aprobación de la Comisión Europea, han permitido mitigar significativamente el impacto del Covid y los efectos de la crisis energética. Sin embargo, han socavado significativamente los márgenes presupuestarios de ciertos estados de la zona del euro. Ciertamente, fortalecer la supervisión del sector bancario –aumentar los requisitos de capital en particular– reduce el riesgo de que surja un círculo vicioso en el que las preocupaciones sobre la solvencia de los bancos y los Estados se alimentan de sí mismas. Sin duda, durante algunos años más, el coste medio de la deuda seguirá siendo moderado, y los Estados, en general, habrán aprovechado los tipos bajos antes de la pandemia para prolongar el vencimiento de su deuda. La masa de títulos soberanos que absorberá el sector privado no será menos elevada en 2024 (algo más de 1.200 millones en emisiones brutas). En un contexto de altos tipos de interés, potencial de crecimiento desfavorable e importantes necesidades de inversión, la credibilidad de los gobiernos en cuestiones presupuestarias podría ponerse a prueba.

Para aquellos cuya situación es más degradada (ver gráfico arriba), debe ser una prioridad comprometerse a volver a poner su presupuesto en una senda sostenible. El reequilibrio aún debe ser gradual: en un momento en que se debaten nuevas normas presupuestarias, es importante recordar la crisis de la deuda soberana de 2011.

1 - Programa de compras de emergencia pandémica



# Turbulencias en la transición energética: ¿Estructural o cíclico?



**Alix Chosson**

Lead ESG Analyst for Environmental Research & Investments



**Nicolas Cleris**

Senior Credit Analyst



**Nicolas Rutsaert**

Senior Equity Analyst



**Marouane Bouchriha**

CFA, Senior Fund Manager, Thematic Global Equities

**La subida de los tipos, los cambios en la normativa, las fluctuaciones y la rápida evolución de los costes de los insumos: las inversiones en energías limpias nunca han sido tan elevadas ni se han enfrentado a tantos retos como en 2023.**

**Aunque los mercados parecen arrojar todo el sector con el agua de la bañera inflacionista, es hora de separar los cambios estructurales de los contratiempos que inevitablemente surgen cuando las industrias se expanden... y que probablemente remitirán.**

## La transición continúa

A pesar de las guerras, las interrupciones del suministro, la inflación y la incertidumbre geopolítica, la energía limpia sigue ocupando un lugar prioritario en la agenda de la mayoría de los gobiernos: no hay más que ver el número de participantes en la reciente COP 28 de Dubai. El cambio climático no sólo sigue siendo el principal reto mundial de este siglo, sino que la necesidad de una acción climática decisiva sólo va a crecer en importancia a medida que la ventana de acción se nos vaya cerrando.

No hemos visto (todavía) una ralentización del ritmo de la transición energética. Por el contrario, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) prevé otro año récord, ya que se calcula que las nuevas incorporaciones de capacidad renovable en 2023 se acelerarán hasta los 440 GW, más de 100 GW por encima de las incorporaciones de 2022. Y ello a pesar del aumento de los costes en la mayoría de los ámbitos. La electrificación de los vehículos de pasajeros se está produciendo a un ritmo que la AIE describe como cercano al requerido por su muy ambicioso escenario Net Zero. Uno de cada cinco coches vendidos en 2022 era eléctrico, frente a sólo uno de cada 25 dos años antes<sup>1</sup>.

Sin embargo, los mercados financieros no se han mostrado muy favorables a las tecnologías limpias en 2023, y en particular a las renovables. Tras varios años de buenos resultados impulsados por un fuerte apoyo normativo, el sector sufre ahora los vientos en contra macroeconómicos, geopolíticos y sectoriales.

¿Cumplirá el sector de las energías limpias el objetivo mundial de triplicar las capacidades renovables de aquí a 2030? En pocas palabras, dependerá de la capacidad de los gobiernos para mantener los incentivos a la inversión a largo plazo en un entorno económico cambiante.

## ¿Rentabilidad? Es complicado.

Tras varios años de mejora, la economía de las energías renovables se deterioró durante la mayor parte de 2023. El coste nivelado de la energía (Levelized Cost of Energy, LCOE)<sup>2</sup> para el sector de las energías limpias en sentido amplio aumentó entre un 15% y un 25% de 2020 a 2023<sup>3</sup>, incluso incluyendo algunos segmentos en los que los costes disminuyeron. Las nuevas construcciones de energía fósil siguen siendo una opción mucho más costosa, y ellas mismas sufrieron la presión de los costes de entrada del gas y el carbón en 2022.

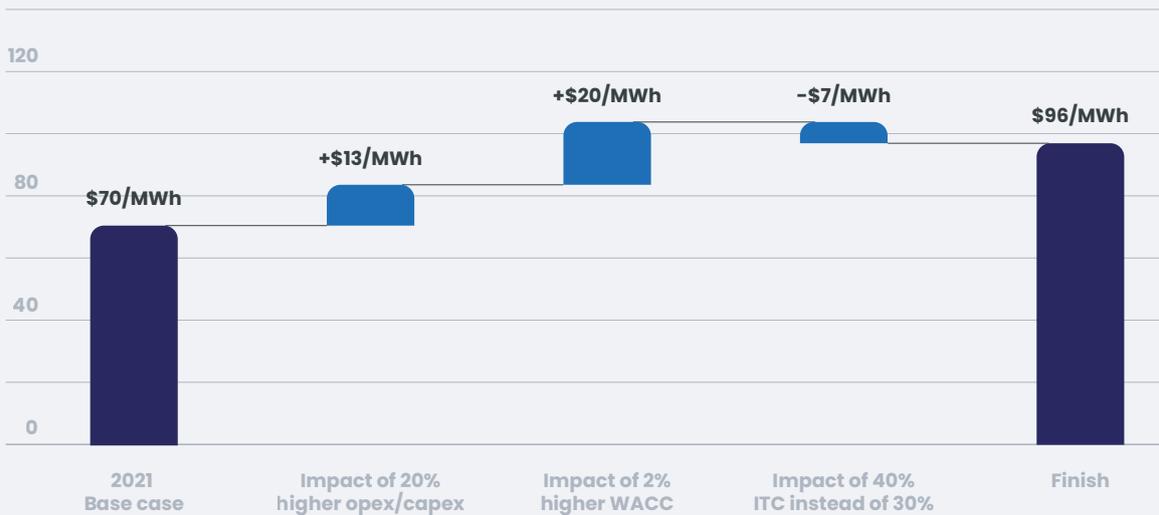
La rentabilidad del sector de las energías renovables es heterogénea, tanto por tecnologías como por regiones, más políticas que geográficas. Pero un mayor LCOE no siempre significa una menor rentabilidad, ya que el aumento de los precios de la electricidad ha beneficiado a la base instalada de activos de generación renovable existentes.<sup>4</sup>

La subida de tipos es decididamente un cambio secular. Sin embargo, a pesar de la fuerte subida de los tipos de interés y de los elevados gastos de capital de esta industria, el coste del capital fue sólo una parte de la explicación del deterioro de la economía de las renovables en 2023. El LCOE se había deteriorado incluso antes de la subida de los tipos de interés, debido al aumento de los costes de los insumos. (Tanto si se cree que la inflación general es un parpadeo como si se trata de una tendencia secular, es de esperar que las drásticas interrupciones y restricciones de la oferta de los dos últimos años no sean la nueva normalidad para los futuros aumentos del coste de los insumos. En el cuarto trimestre de 2023, los costes de los insumos ya se están suavizando con respecto al agudo dolor de 2022 y principios de 2023.

### Offshore Wind Cost Change – 2023E

**\$25/MWh real award price increase needed to offset higher input costs and WACC, net of better ITC**

**Impact of higher costs, WACC and ITC on required real'23 award price to maintain 250bp IRR-WACC spread in US**



Source: BNP Paribas

## Las energías renovables siguen siendo competitivas. Pero no todas las tecnologías limpias son iguales.

A pesar de la subida de las tarifas y del latigazo de los costes de los insumos en los últimos trimestres, las energías renovables siguen siendo muy competitivas en términos de LCOE, y esperamos que esto continúe al menos hasta 2030, tanto por las mejoras tecnológicas de como por la normativa de apoyo, como la Ley de Reducción de la Inflación en EE.UU.

Sin embargo, las distintas tecnologías, y muchas partes de la cadena de valor de las energías renovables, han mostrado diferentes niveles de resistencia a las cambiantes condiciones económicas. **El posicionamiento tecnológico, el nivel de integración y el tamaño son claves.**

Mira detrás de las medias. Como en cualquier industria en proceso de maduración, hay líderes y rezagados. Algunas soluciones energéticas limpias están despegando un poco más rápido que otras, como la energía solar fotovoltaica y los vehículos eléctricos, debido a la reducción de la tecnología y los costes. Entre los puntos débiles figuran la insuficiente inversión en redes energéticas y en proyectos de energía eólica marina. Si no se rediseñan las redes, parte de la energía eólica y solar renovable se "restringe", es decir, simplemente se desecha porque no puede llegar a los usuarios finales. Y no olvidemos que la mitad del crecimiento procede de China, por lo que hay que mirar detrás de las cifras de crecimiento "principales".

El potencial de crecimiento global es fuerte. Duplicar la eficiencia y triplicar las energías renovables son condiciones previas necesarias para el escenario de 1,5 °C alineado con París. Gran parte del debate y las preguntas sobre la valoración se centran en la cartera de pedidos y en qué tecnologías predominarán. Pero, como ocurre con cualquier nueva tecnología -desde el ferrocarril hasta las puntocom-, las perspectivas de alto crecimiento pueden conducir a un exceso de inversión y de capacidad. Los inversores deben analizar estas tecnologías y modelos de negocio con un profundo análisis tradicional y hacer hincapié en las ventajas competitivas actuales, la rentabilidad, los entornos normativos previsibles y las condiciones de financiación. Los proyectos tienen sobre todo un flujo de caja inicial, pero algunas empresas y valores del sector se enfrentan a una necesidad casi constante de reunir capital para mantener el crecimiento previsto implícito en las valoraciones, lo que supone un problema si el sector cae en desgracia.

## **La regulación sigue siendo la principal tendencia secular**

En la actualidad, la mayoría de los proyectos de energías renovables cubren con creces su coste de capital.<sup>5</sup> Pero con todos los factores que intervienen, el panorama puede cambiar como un caleidoscopio. La regulación debe ser predecible para que la inversión del sector privado tenga éxito.

Europa y Estados Unidos celebran elecciones en 2024 en las que destacados candidatos son partidarios de los combustibles fósiles. Europa también podría adoptar un tono menos centrado en el clima. La geopolítica también desempeñará un papel decisivo. ¿Cómo responderán Europa y Estados Unidos al protagonismo de China en las cadenas de suministro de tecnologías limpias? ¿Cómo afectarán al mercado las disposiciones de la IRA sobre el origen en EE.UU.? ¿Doblará Europa la apuesta por el "proteccionismo verde"?

El objetivo de las autoridades es descarbonizar nuestras economías y garantizar la seguridad del suministro energético a un coste asequible para los ciudadanos. Este "trilema" energético es aún más desalentador cuando los precios de la energía son altos, como demuestran las recientes vacilaciones del Gobierno en torno a las subastas fallidas de energías renovables. La complejidad aumentará a medida que aumente el uso de energías renovables y chocará potencialmente con el actual funcionamiento centralizado "basado en órdenes de mérito" de los mercados eléctricos europeos.

**Las energías renovables son una tendencia secular que se acelera. El ritmo de la aceleración, así como la resistencia y rentabilidad de las renovables, dependen del liderazgo. Los gobiernos deben comprometerse decididamente con la transición energética. Deben adaptarse simultáneamente a un entorno macroeconómico más difícil y a la intensificación de la urgencia climática. Es probable que la geopolítica se convierta en un nuevo factor clave en este "trilema" energético estructural, a medida que la tecnología limpia se convierte en un nuevo escenario para las estrategias comerciales y una demostración de poder.**

1 - International Energy Agency, World Energy Outlook 2023, Octubre 2023

2 - Para comparar las tecnologías de generación, nos fijamos en el coste nivelado de la energía (LCOE), en el que, por supuesto, la energía renovable tiene unos costes de capital iniciales con distintos niveles de mantenimiento, mientras que la energía de combustibles fósiles requiere un capital inicial y unos costes de combustible anuales continuos.

3 - International Energy Agency, World Energy Outlook 2023, Junio 2023

4 - La reciente comparación de costes entre la generación de electricidad renovable y térmica es prácticamente inútil para hacer previsiones a largo plazo, ya que la crisis energética de 2022 en Europa hizo que los costes de generación térmica se dispararan en 2023 y bajaran en 2023, pero los costes de generación térmica siguen estando por encima de las medias a largo plazo.

5 - Por ejemplo, según Bernstein, basándose en los precios de las subastas recientes, la tasa interna de rentabilidad (TIR) prevista para todos los proyectos eólicos y solares terrestres cubre fácilmente su coste medio ponderado del capital (WACC), salvo en el caso de la subasta eólica terrestre española de noviembre de 2022, que tuvo lugar en el punto álgido de los precios del acero.

La AIE es optimista sobre el crecimiento de las renovables, en parte porque existe una importante capacidad de fabricación de energía solar. Por ejemplo, se cree que algunos fabricantes chinos de energía solar operan sólo al 25% de su capacidad.



# El sector inmobiliario: ¿un deshielo primaveral?



**Lucie Hamadache**

CFA, Credit Analyst



**Simon Martin**

Chief Investment Strategist  
& Head of Research, Tristan  
Capital Partners



**René Clerix**

CFA, Senior Institutional  
Portfolio Manager – Equity

**Los mercados inmobiliarios, y la inversión inmobiliaria, se han sentido "congelados" durante la mayor parte de 2023. Las valoraciones inmobiliarias están bajo presión y la refinanciación es más difícil. Sin embargo, bajo el hielo, los inversores y gestores se han ido posicionando para una temporada más cálida.**

## Propiedad bajo presión

Con los volúmenes cayendo en picado debido a la rápida subida de los tipos de interés, el número de transacciones en Europa está luchando por alcanzar el 20% de sus niveles anteriores a la pandemia.<sup>1</sup> Ante la falta de información sobre precios en el mercado, en los últimos 18 meses los tasadores han basado en gran medida las estimaciones de precios inmobiliarios en las variaciones de los tipos de interés. La magnitud y la volatilidad de los costos crediticios han hecho que, en la mayoría de los sectores, las tasas de capitalización hayan aumentado considerablemente, haciendo bajar los valores de tasación. La magnitud de las rebajas se ha visto mitigada en cierta medida por la relativa fortaleza de los mercados de alquiler y arrendamiento y por los acuerdos de indexación, que han incrementado los ingresos netos de explotación.

Aunque los precios han bajado en todo el mercado, la magnitud ha variado según el subsegmento. Algunos segmentos están a punto de tocar fondo, mientras que en otros es probable que los precios sigan bajando.

Según Savills, la rentabilidad de los alquileres en los principales distritos centrales de negocios europeos se situó en torno al 4,5% en el primer semestre de 2023, lo que supone un aumento de 86 puntos básicos con respecto al periodo del año anterior.

El reciente mercado de oficinas del Gran París se ha bifurcado, con las valoraciones del centro de París disminuyendo en el rango medio de un dígito, mientras que las regiones periféricas han visto descensos de dos dígitos desde mediados de 2022, aunque desde diferentes niveles de base. Los rendimientos netos medios iniciales alcanzaron el 6,5% en la Défense, mientras que los activos prime del distrito financiero del centro de París registraron rendimientos de alquiler en torno al 3%.

<sup>1</sup> - Real Capital Analytics.

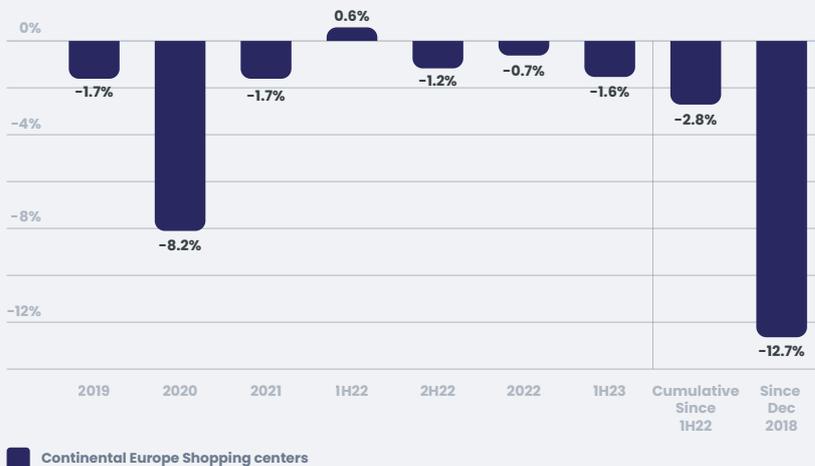
## Paris in Two Parts: The Office Markets



Source: Candriam Analysis

Los arrendadores de locales comerciales en Europa han sufrido mayores pérdidas de valoración de sus propiedades que la mayoría de los demás segmentos. Desde la primera mitad de 2022, las valoraciones de los centros comerciales prime en Europa continental han disminuido solo en torno a un -3%, mientras que han caído alrededor de un -15% desde 2018 y ahora ofrecen rendimientos netos iniciales de alrededor del 5,5% a partir del 1S de 2023.

## European Shopping Centres: Valuation Declines Slowing



Source: Candriam Analysis

# Las necesidades de refinanciación son elevadas, pero los prestamistas se muestran tímidos

Una de las consecuencias de la lentitud de las transacciones ha sido el aumento de las refinanciaciones. Los que necesitan refinanciación han recurrido sobre todo a fuentes de capital privado. El apetito de los bancos por conceder préstamos ha disminuido drásticamente, mientras que los cambios en la normativa bancaria se hacen sentir. Los emisores han respondido a la falta de apetito por la deuda senior no garantizada ofreciendo garantías a los bancos.

En lo que respecta a la deuda negociada públicamente destinada a refinanciaciones, el mercado de bonos senior había permanecido prácticamente cerrado para la mayoría de los

emisores inmobiliarios desde el segundo trimestre de 2022, según se observa en el gráfico. Recientemente, hemos presenciado algunos indicios positivos: emisores destacados como Covivio y Unibail-Rodamco-Westfield han regresado al mercado primario, despertando un considerable interés por parte de los inversores en estas nuevas emisiones.

Con unas necesidades de refinanciación tan elevadas, la prioridad ha pasado a ser la preservación de la tesorería, lo que incluye recortes de dividendos, aplazamiento de la amortización de deuda híbrida y enajenación de activos.

## Real Estate Public Issuance has Dried Up

EUR senior unsecured debt issuance in euro millions



Source: Bloomberg

# Fundamentos – Mirando a largo plazo

Los factores a largo plazo respaldan los resultados operativos del sector. Los alquileres empiezan a subir en Europa y la desocupación disminuye. En el caso de los gestores que disponen de los mejores espacios, por ejemplo, con sólidas credenciales ecológicas, buenos servicios y una buena ubicación, el apetito de los ocupantes es fuerte y va en aumento. Las cláusulas de indexación en los contratos de arrendamiento y los bajos niveles de desocupación en los activos de alta calidad han apoyado los alquileres y, en algunos sectores, hemos observado un crecimiento significativo de las rentas. Esto ha reducido el impacto de las mayores tasas de capitalización, y las valoraciones de las propiedades están empezando a estabilizarse.

**Mercado residencial alemán** fundamentos del mercado residencial alemán se encuentran en su punto más fuerte en décadas, sorprendiendo a algunos. El mayor mercado europeo (en términos de inversión) está experimentando su mayor desajuste entre oferta y demanda en al menos una generación. Pregunte a los inquilinos que buscan casa; se enfrentan a tasas de vacantes ultrabajas. La menor oferta, limitada tanto por los mayores costes de construcción como de financiación, es insuficiente para satisfacer la creciente demanda derivada de las fuertes tendencias demográficas, lo que aumenta la "brecha" en el mercado alemán de la vivienda.

**El espacio de oficinas** se ha visto alterado por la tendencia de trabajar desde casa, y los inquilinos buscan edificios sostenibles y, en general, "mejor metros cuadrados". Esta huida hacia la calidad ha dado lugar a que los activos prime sean más resistentes que los secundarios.

**Los activos logísticos** siguen disfrutando de una fuerte demanda, aunque normalizándose tras el repunte de la pandemia. La falta de ubicaciones adecuadas, la dificultad para obtener permisos de construcción, el crecimiento del comercio electrónico y el apetito por la deslocalización de la cadena de suministro deberían seguir impulsando el crecimiento a largo plazo.

**Los centros comerciales**, junto con otros comercios de ladrillo y mortero, llevan tiempo sufriendo las consecuencias del comercio electrónico, seguido de la pandemia. Las valoraciones se redujeron incluso antes de que empezaran a subir los tipos de interés. Los fundamentos de los centros comerciales europeos se están beneficiando de la recuperación posterior a la pandemia y, con rendimientos de alquiler más elevados que otros segmentos, son menos sensibles a la subida de los tipos de interés (siempre que se mantenga el rendimiento operativo).

# Mercados de capitales

Con las estructuras de capital en apuros, los inversores inmobiliarios bien capitalizados perciben una oportunidad. Un puñado de actores clave han obtenido capital, por lo que existe una importante financiación para invertir en toda una serie de segmentos inmobiliarios. Además, algunos propietarios de activos reales con mayor apetito por el riesgo están considerando la posibilidad de volver a algunos subsectores que estaban muy apalancados durante el último tramo del ciclo alcista, en particular en Alemania y Suecia, y ya estamos viendo importantes oportunidades de recapitalización.

Las empresas inmobiliarias más sensatas aprovecharon los bajos tipos de interés para ampliar sus perfiles de vencimiento a muy bajo coste. En el nuevo entorno de tipos de interés, la atención se ha desplazado hacia el apalancamiento neto y los ratios de cobertura de intereses.

Esto podría traducirse en oportunidades para varias clases de activos de inversión. Los mercados de renta variable han penalizado severamente a las empresas inmobiliarias, haciendo atractivas algunas de las que tienen un menor apalancamiento y/o vencimientos de deuda más largos. Tanto mejor si las empresas tienen operaciones sólidas con flujo de caja libre.,

En la deuda que cotiza en bolsa, los rendimientos del 5%-6% combinados con niveles de emisión más típicos podrían hacer de 2024 un año crucial, especialmente si los tipos de interés se estabilizan y las transacciones repuntan. Este tipo de entorno debería favorecer a los emisores de alta calidad con balances saneados y buenos resultados operativos.

Vemos una oportunidad para el capital privado, especialmente si los valores inmobiliarios están cerca de su punto más bajo. El efecto combinado de las tipos y los márgenes ha elevado los rendimientos potenciales de los préstamos garantizados senior a un nivel "similar a acciones". Es muy raro que los inversores europeos en deuda privada sean remunerados de esta manera y tengan un campo de juego tan abierto para trabajar.

## Conclusión

Aunque el mercado inmobiliario pueda parecer todavía "congelado" a medida que nos adentramos en el invierno, sus principales protagonistas no están hibernando. El sector ofrece oportunidades a los participantes conscientes del riesgo. Los proveedores de capital y los inversores pueden aprovechar ahora la incertidumbre y la volatilidad de los dos últimos años, siempre que hagan sus deberes.

**¿Será 2024 el año en que la "congelación" se convierta en "descongelación"?**



# En la galaxia de los mercados emergentes, conozca a las nuevas estrellas emergentes



**Paulo Salazar**

Head of Emerging Markets Equity



**Kroum Sourov**

Lead ESG Analyst, ESG Sovereign Research



**Vivek Dhawan**

CFA, Portfolio Manager, Emerging Markets Equity



**Alfred Sandeman**

Analyst, ESG Sovereign Research



En un panorama en constante evolución marcado por las tensiones geopolíticas, la vanguardia del cambio climático y una reorientación económica mundial, se está desarrollando una megatendencia perceptible. El crecimiento se está trasladando gradualmente a los países en desarrollo fuera de China, un cambio intensificado por las ventajas demográficas y la cambiante estructura económica mundial. Mientras las desavenencias geopolíticas fomentan la deslocalización, algunos países en desarrollo se enfrentan a retos, ya que su demografía, antaño ventajosa, plantea ahora riesgos debido al envejecimiento de la población. El impacto transformador del cambio climático y la automatización impulsada por la IA complican aún más la ecuación económica mundial.

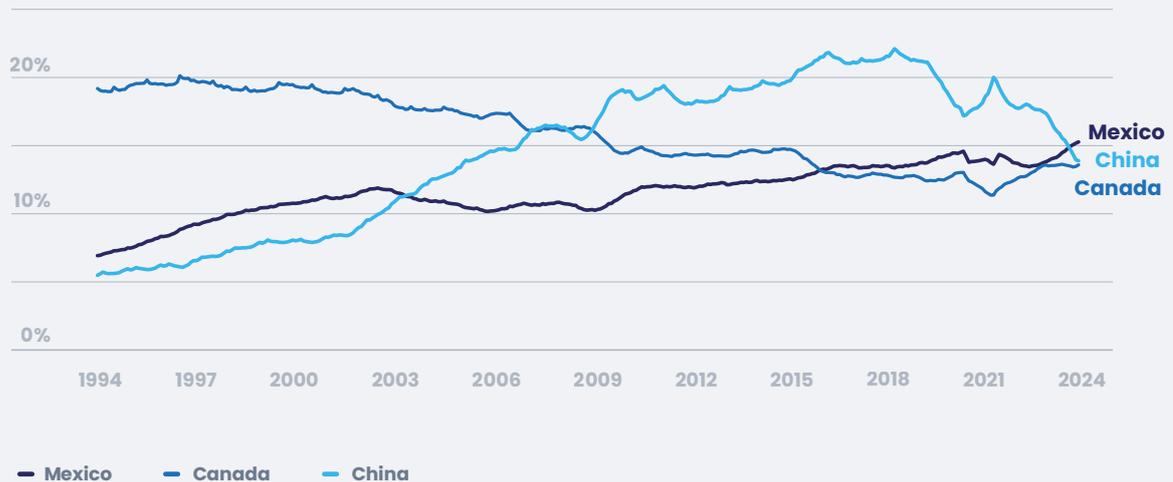
## Se barajan de nuevo las cartas del comercio mundial

Los años 90 fueron testigos del auge de la revolución tecnológica moderna, que condujo a la externalización y deslocalización de la producción a países con mano de obra más barata y normas medioambientales más relajadas. La reestructuración de las cadenas de suministro o las estrategias "China más uno" crean oportunidades para muchos otros países en desarrollo, especialmente en México, India y el Sudeste Asiático, donde las empresas mundiales han empezado a invertir en cadenas de suministro alternativas.

**México** se ha perfilado como uno de los primeros ganadores dada su proximidad geográfica a EE.UU., y ya se ha convertido en el mayor socio comercial de este país. En Asia, la diversificación de la cadena de suministro está impulsando el crecimiento de las empresas manufactureras y exportadoras en **India**, en sectores como el farmacéutico, el biotecnológico y el electrónico.

## Mexico has become the US's largest trading partner

As a % of US total Imports



Source: Candriam, BNEF, December 2023

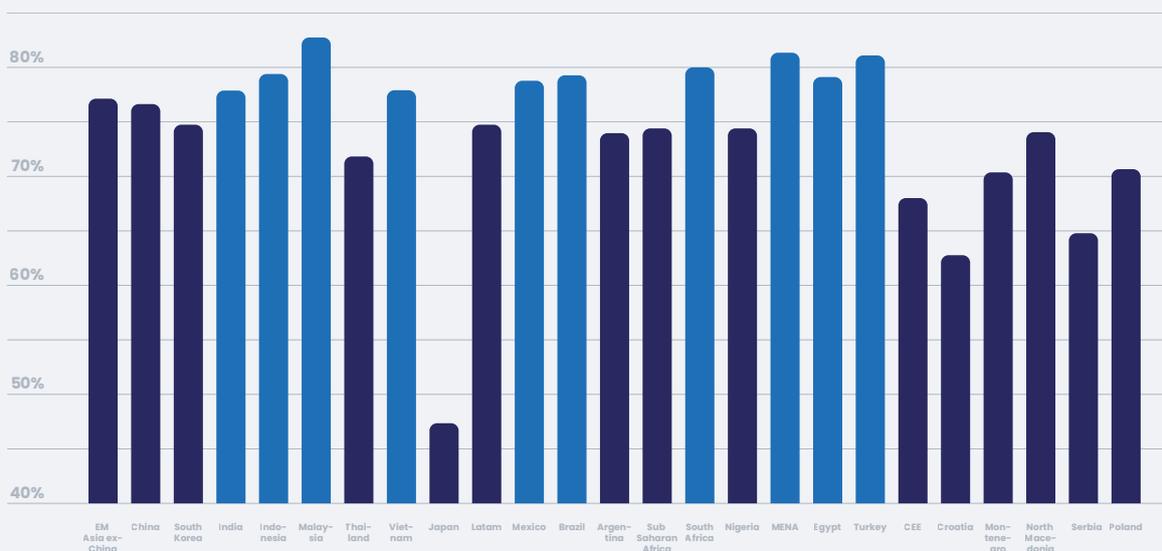
A la hora de considerar el potencial de cada país para beneficiarse de la nueva economía mundial descarbonizada, debemos tener en cuenta la dinámica de la población y la capacidad del país para participar activamente en la transformación y explotar nuevas fuentes de demanda a nivel nacional y más local.

## Los dividendos demográficos favorecen a los nuevos líderes de los mercados emergentes

China se ha beneficiado durante muchos años de un porcentaje sustancial de individuos en edad de trabajar en su población; sin embargo, ahora está experimentando un cambio demográfico hacia una población que envejece a medida que se desarrolla. Para tener una perspectiva más clara, debemos

considerar diversos factores que influyen en el crecimiento futuro de la demanda. Nuestro modelo de sostenibilidad soberana proporciona información adicional sobre las perspectivas de crecimiento de cada región y país. Es necesario ajustar las cifras de población en edad de trabajar para tener en cuenta las condiciones del mercado laboral, incluida la composición por sexos, la participación de la población activa, los perfiles sectoriales y las condiciones de trabajo. Además, la influencia de los sistemas sanitarios se extiende a las personas que superan la edad laboral y a los individuos muy jóvenes. Además, a la hora de evaluar el potencial, la proporción de jóvenes de cada país debe tener en cuenta la calidad y la disponibilidad de la educación. Países como **India, Indonesia y Malasia** están preparados para obtener resultados más favorables en el futuro según esta métrica.

### Population-driven potential Population ages 15-64 (% of total population)



Source: The World Bank, Candriam Sovereign Sustainability Framework

# Las nuevas alianzas en la transición energética abren vías de crecimiento para los mercados emergentes fuera de China

El mundo está en transición hacia nuevas tecnologías que impulsen la electrificación de la economía mundial, con especial atención a la tecnología de las baterías y los semiconductores. Minerales críticos como el litio, el níquel, el cobalto, el grafito y el manganeso, fundamentales para las baterías de los vehículos eléctricos, se enfrentan a cadenas de suministro concentradas, dominadas principalmente por Australia y China. Las consideraciones geopolíticas y las políticas de Estados Unidos y la UE pretenden reducir la dependencia de las cadenas de suministro extranjeras.

En cuanto a la extracción de minerales, se pueden hacer esfuerzos de diversificación, sobre todo en el grafito, donde Europa y Brasil poseen importantes

reservas. La mejora de los estudios geológicos en los mercados emergentes es crucial, junto con los avances en la tecnología del reciclado. En la actualidad, China domina la producción de pilas, pero Corea y Japón desempeñan papeles vitales en la fase posterior. Con políticas de apoyo y cambios geopolíticos, otros países en desarrollo podrían alcanzarlos.

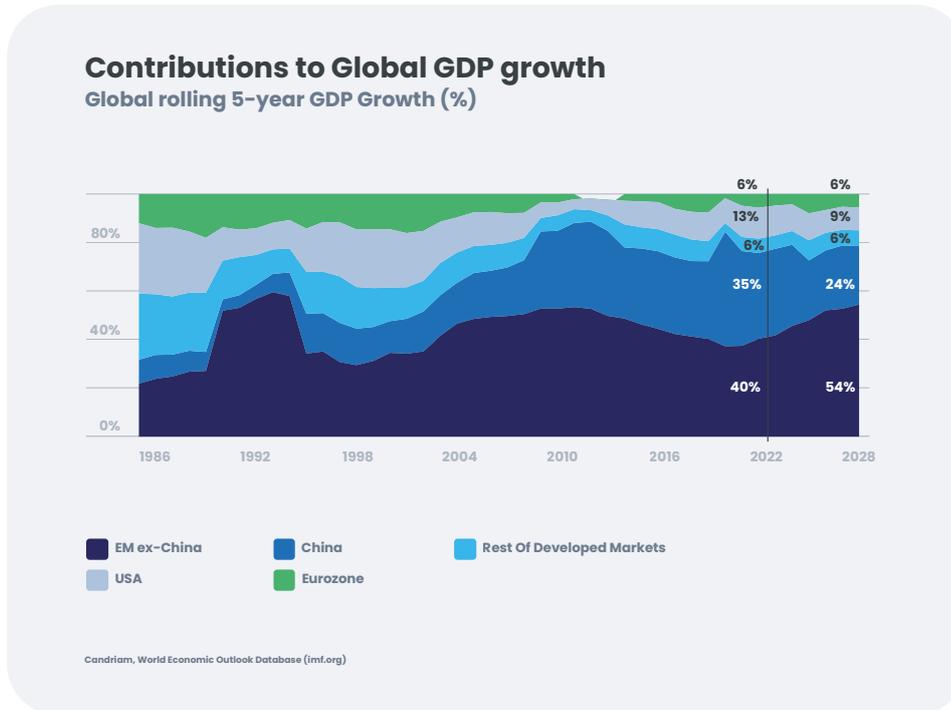
La transición energética de la UE y EE.UU. se alinea con los países socios fuera de China, ofreciendo oportunidades de crecimiento a otros países en desarrollo. Leyes como la de Materiales Críticos de la UE<sup>1</sup> y la de Reducción de la Inflación de EE.UU.<sup>2</sup> sientan las bases de las oportunidades de transición energética en países como **Corea<sup>3</sup>, Indonesia y América Latina.**

## Mercados emergentes ex regiones de China que son fundamentales para la cadena de valor de la tecnología de IA

La cadena mundial de suministro de semiconductores está dominada por **Taiwán y Corea del Sur**, regiones que tienen una alta representación en los mercados emergentes ex China. Un examen más detallado de la rica cadena

de valor de la IA en los países en desarrollo revela su papel fundamental a la hora de proporcionar la infraestructura esencial para la fiebre del oro mundial de la IA, desde los puntos calientes de fabricación de semiconductores y hardware en

Asia hasta la aparición de tecnologías innovadoras como la memoria de gran ancho de banda y el sustrato chip-on-wafer-on. En consecuencia, estas regiones aparecen como motores clave de los avances estructurales y tecnológicos en toda la cadena de suministro de la IA, lo que podría prometer un crecimiento sustancial en los próximos años.



En conclusión, las oportunidades de inversión en los mercados emergentes van mucho más allá de China, y se encuentran en un momento crucial. **Una dinámica demográfica favorable, cambios geopolíticos positivos y oportunidades en la transición energética y las cadenas de suministro de semiconductores pueden situar a estos mercados a la cabeza del crecimiento mundial de forma sostenible.** No debería sorprender que se espere que los mercados emergentes, como China, sean el mayor motor del crecimiento mundial en los próximos años. La ejecución y el cumplimiento de estas oportunidades de crecimiento determinarán su papel como contribuyentes significativos a la expansión económica mundial. A medida que el mundo mira hacia ellos, estos mercados deben estar a la altura de las circunstancias, navegando por la senda de un crecimiento sostenible y sólido en el siempre cambiante panorama económico mundial.

1 - Ley Europea de Materias Primas Críticas, [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan/european-critical-raw-materials-act\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan/european-critical-raw-materials-act_en)

2 - La Ley de Reducción de la Inflación y los CHIPS impulsan el auge de la construcción con Intel, TSM y Samsung como protagonistas Investor's Business Daily, <https://www.investors.com/news/inflation-reduction-act-chips-fuel-construction-boom-with-intel-tsm-and-samsung-key-players/>

3 - Asociación ecológica entre la UE y la República de Corea, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_23\\_2816](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_2816)



# ¿Desempeñará el sector sanitario su papel defensivo el próximo año?



**Rudi Van den Eynde**

Head of Thematic Global Equity



**Antoine Hamoir**

CFA, Senior Fund Manager / Senior Equity Analyst Health Care & Consumer



## 2023: un año decepcionante

El sector sanitario suele considerarse defensivo y de crecimiento estable. Aun así, el sector decepcionó en 2023, a pesar de que el mundo se enfrenta a muchos problemas, desde la inflación y la desaceleración económica hasta la guerra. Hay varias razones para ello:

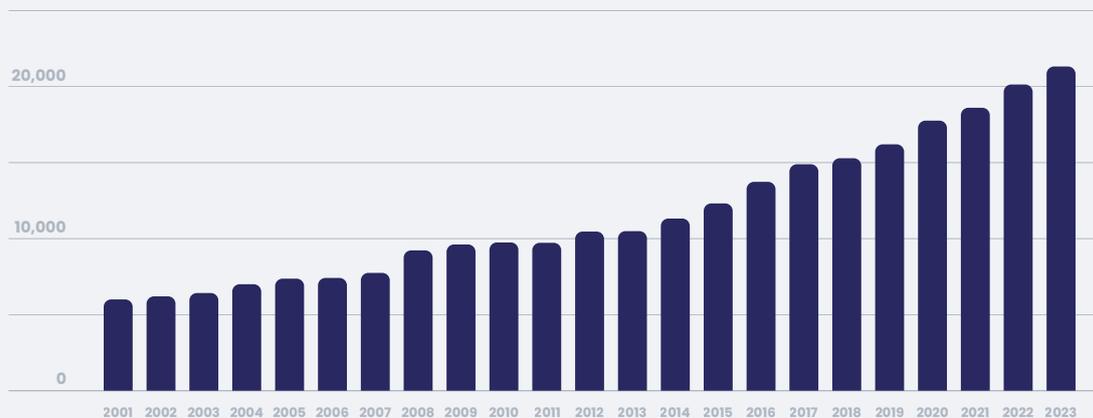
- La gran atención prestada este año por los inversores a la IA y a la tecnología en general ha dejado fuera de juego a la mayoría de los demás sectores.
- El bajo rendimiento general de las empresas de pequeña y mediana capitalización afectó duramente al sector de la biotecnología.
- La reducción de existencias por parte de los clientes de las empresas de ciencias de la vida (biotecnología, investigación biomédica), también ha afectado a algunas empresas, y el entorno postpandémico ha castigado obviamente a aquellas empresas que podían aumentar sus ventas gracias a su exposición a las vacunas, directa o indirecta, y que ahora se enfrentan a difíciles comparaciones.

## ¿Cómo se presenta 2024?

Muchos vientos en contra están desapareciendo, ya que en comparación con la pandemia del coronavirus, muchas empresas de ciencias de la vida están señalando que la reducción de existencias por parte de sus clientes se está estabilizando y que los pedidos están llegando de nuevo.

Por otra parte, el bajo rendimiento impulsado por el contexto macroeconómico hace que las valoraciones actuales constituyan una oportunidad atractiva. La relación precio/beneficios del sector farmacéutico, de 15, indica infravaloración, situándose por debajo de su media a largo plazo<sup>1</sup>. Esto resulta especialmente intrigante si se tiene en cuenta que los fundamentos básicos, como la innovación, permanecen intactos. En particular, los sectores de la biotecnología y la salud han mostrado un firme compromiso con la innovación, ejemplificado por el crecimiento constante del número de medicamentos en fase de desarrollo. De 5.995 en 2001 se ha pasado a la impresionante cifra de 21.292 en 2023. Además, la tasa de aprobación de la FDA refleja este impulso, con al menos 60 nuevos medicamentos aprobados sólo en 2023, un aumento significativo en comparación con las aprobaciones de 39-53 en los cuatro años anteriores (últimos datos a 8 de diciembre de 2023)<sup>2</sup>.

### Total R&D pipeline size by year, 2001-2023



Source: Pharmaprojects, January 2023

Otras buenas noticias hacen que el diagnóstico sea más favorable:

- La ofensiva del gobierno chino contra la corrupción en el ecosistema hospitalario también afectó negativamente a algunas empresas expuestas a China, ya que los hospitales congelaron y limitaron todos los pedidos de nuevos equipos e incluso consumibles mientras dejaban pasar la investigación. Una vez más, se espera que este impacto negativo se convierta de nuevo en un viento de cola a principios de 2024.

- Un gran aspecto positivo (al menos para el sector sanitario) procede de nuestro escenario económico: Los signos de ralentización ya son evidentes en muchas regiones, como China y algunos países europeos, pero también esperamos que la economía de EE.UU. adopte un ritmo más lento en 2024, a medida que los elevados tipos de interés sigan haciendo mella. La inflación ya se está moderando y esperamos que esta "normalización" continúe, abriendo el espectro de recortes de tipos de la FED en 2024, con los tipos a largo plazo también a la baja. La combinación de un crecimiento más lento con tipos más bajos es una mezcla muy atractiva para el sector sanitario, ya que el negocio de la sanidad depende mucho menos de las condiciones económicas en comparación con otros sectores: la demanda de tratamiento siempre está ahí, independientemente de las condiciones económicas. Unos tipos más bajos favorecerán el sentimiento de los inversores hacia empresas biotecnológicas aún no rentables pero innovadoras.

Se espera un gran mercado potencial para los fármacos GLP-1 categorizados para la obesidad, un reto sanitario mundial que afectaba a más del 40%<sup>3</sup> de los adultos estadounidenses en 2020 y se prevé que aumente hasta el 50% en 2035. Las consecuencias de la obesidad son graves y generan numerosos gastos sanitarios. La historia de los fármacos contra la obesidad ha estado marcada por problemas de seguridad y retiradas del mercado, lo que ha provocado escepticismo sobre las opciones terapéuticas, mientras que los enfoques basados en modificaciones del estilo de vida suelen resultar insuficientes para una pérdida de peso sostenida. Las opciones terapéuticas iniciales estaban plagadas de efectos secundarios, baja especificidad de los receptores, activación dopaminérgica de sustitución que conducía a la adicción y efectos secundarios conductuales. Tras 100 años de fracasos, la aprobación de una nueva clase de fármacos dirigidos al péptido-1 similar al glucagón (GLP-1) supone un cambio de paradigma, al ofrecer por primera vez en la historia tratamientos razonablemente tolerables y eficaces para perder peso, tras haber demostrado su utilidad como medicamentos para la diabetes. El reembolso, impulsado por los datos de resultados positivos sobre comorbilidades, obtiene el apoyo de empresas y gobiernos. La atención prestada a la seguridad y a los criterios de valoración tangibles, como los eventos cardiovasculares y la mortalidad, configura el panorama clínico y normativo, en el que las terapias con GLP-1 han demostrado hasta ahora su eficacia.

# **El sector podría encontrarse con algunas infecciones persistentes**

Sin embargo, algunos subsectores de la sanidad se han resentido, ya que los inversores temen que los dispositivos cardiovasculares o los implantes ortopédicos tengan menos demanda, al estar la gente más sana. Creemos que los medicamentos GLP-1 son eficaces y un gran avance en el tratamiento de la obesidad, al tiempo que el declive de las empresas de tecnología médica parece exagerado, ya que los problemas cardiovasculares y de otro tipo, tienen múltiples etiologías y son también el resultado de décadas de sobrepeso. Por ello, consideramos que se trata de una oportunidad de compra para las empresas de tecnología médica afectadas. Además, los pacientes muy obesos no reúnen las condiciones necesarias para someterse a algunas intervenciones quirúrgicas específicas y el paso a un Índice de Masa Corporal (IMC) menos extremo, podría hacer posible que esos pacientes pudieran optar a una cadera artificial, por ejemplo, de ahí que el impacto del GLP-1 también pueda tener algunos efectos positivos para las empresas de tecnología médica. Si se examinan los detalles del ensayo de resultados de Novo Nordisk, se observa que los beneficios para la salud fueron menos pronunciados en los pacientes estadounidenses, por razones que aún no están claras, pero que tal vez estén relacionadas con un IMC muy elevado al inicio del estudio.

## **¿Las elecciones estadounidenses son buenas para el bienestar social?**

En vísperas de las elecciones presidenciales en EE.UU. (y con algunos escaños del Congreso abiertos a la reelección), existe el riesgo de que se produzcan comentarios negativos sobre los costes de la sanidad, un tema obviamente relevante. Creemos que esta vez podría ser diferente, ya que la sanidad no parece ser esta vez el campo de batalla. Las elecciones giran más en torno al comercio internacional, la seguridad y amplias cuestiones sociales y empresariales, de ahí que temamos menos la retórica negativa durante estas elecciones.

Eso no significa que no se preste atención a los costes sanitarios en general.

En 2022, el presidente Biden firmó la Ley de Reducción de la Inflación, que incluye disposiciones para Medicare. En virtud de esta ley, los Centros de Servicios de Medicare y Medicaid (CMS) podrán ahora negociar los precios de los medicamentos. Los CMS seleccionarán los medicamentos con los gastos totales más elevados de entre los 50 medicamentos de origen único que cumplan los requisitos. La lista acumulativa comenzará con 10 medicamentos de la Parte D (administrados en el domicilio) en 2026, 15 de la Parte D en 2027, 15 de la Parte B (administrados en el hospital) y de la Parte D en 2028 y 20 de cualquiera de ellas en 2029.

Los medicamentos negociables son de marca o biológicos sin genéricos/biosimilares, elegibles sólo después de haber estado en el mercado entre 9 y 13 años, dependiendo del tipo de medicamento. Cabe señalar que, de todos modos, los medicamentos se enfrentan a la pérdida de exclusividad (LOE) o a los acantilados de las patentes, de ahí que la protección de 12 años para los biológicos que ofrece el plan Biden se aproxime de todos modos a la protección efectiva de las patentes tras el inicio de la comercialización de la que goza de facto un nuevo medicamento. Así que, al final, el impacto del plan es bastante limitado.

Además, la IRA también especifica factores que conducen a exclusiones de las negociaciones de precios, como los medicamentos huérfanos, los medicamentos con genéricos/biosimilares disponibles o los de pequeñas empresas de biotecnología.

El impacto exacto del plan sigue siendo incierto debido a diversos factores, entre ellos las ambigüedades del lenguaje de negociación o las demandas farmacéuticas en curso. Dadas las inminentes elecciones presidenciales, incluso la aplicación de este plan en 2026 dista mucho de ser segura.

A medida que el año 2024 se pone en marcha con un alto grado de incertidumbre, los inversores en el sector sanitario necesitarán, una vez más, discernimiento y un análisis en profundidad a la hora de seleccionar valores y construir carteras. Estamos convencidos de que la innovación y las empresas que crean los próximos avances en el desarrollo de medicamentos representan la mejor protección contra cualquier interferencia política.... En EE.UU., la innovación siempre será recompensada y el plan de Joe Biden protege de hecho la innovación al excluir los medicamentos recién aprobados de cualquier negociación de precios durante un periodo de tiempo considerable, dando visibilidad a las empresas originarias e innovadoras.

Creemos que el sector sanitario será más resistente en 2024. Pero sea como sea, estaremos ahí para apoyarle y ayudar a que su cartera se beneficie de estas oportunidades. ¡Le deseo un saludable 2024!

1 - Fuentes: Bloomberg, Promedio 2018-2022, índice: MSCI World Pharmaceuticals

2 - Nuevos medicamentos en la FDA: Nuevas entidades moleculares y nuevos productos biológicos terapéuticos del CDER, FDA, <https://www.fda.gov/drugs/development-approval-process-drugs/new-drugs-fda-cders-new-molecular-entities-and-new-therapeutic-biological-products> y Biological Approvals by Year, FDA, <https://www.fda.gov/vaccines-blood-biologics/development-approval-process-cber/biological-approvals-year>

3 - Lobstein, T., Brinsden, H., & Neveux, M. (2022). Atlas mundial de la obesidad 2022 "Excepcionalismo de la obesidad: Esta vez es diferente. Framing the Opportunity and Challenges for a New Era of Obesity Treatment" (septiembre de 2023) por BMO Capital Markets



# Estados Unidos: ¿Qué podemos esperar del año electoral?



**Nicolas Forest**

Chief Investment Officer



**Emile Gagna**

Economist



**Florence Pisani,  
PhD**

Global Head of  
Economic Research



**Nadège Dufossé**

CFA, Global Head of  
Multi-Asset

**El 5 de noviembre de 2024 se celebrarán las elecciones presidenciales estadounidenses. Sin duda será el centro de atención del mercado el año que viene. Un nuevo duelo Biden-Trump parece ahora lo más probable. Sin embargo, la línea de meta está aún muy lejos y otros escenarios son posibles. Sobre todo, aunque se repitiera el duelo Biden-Trump, los efectos en los mercados financieros podrían ser muy diferentes esta vez. ¿Qué podemos aprender de las observaciones históricas del comportamiento de los mercados en un año electoral? ¿Qué consecuencias pueden tener estas elecciones para la economía estadounidense? ¿Aumentará la volatilidad bursátil? ¿Se acentuarán las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública estadounidense?**

## ***“It’s the economy, stupid”... ¿De verdad?***

A casi un año de las elecciones presidenciales, el crecimiento sigue siendo dinámico: a 15 de diciembre, el S&P 500 está en máximos históricos, el movimiento de desinflación está en marcha, las cifras de desempleo se acercan a mínimos históricos, la diferencia entre los salarios más altos y los más bajos se ha reducido y ¡el movimiento de reindustrialización está en marcha! El historial económico de la Administración Biden es, por tanto, halagador... sobre todo si se compara con las expectativas de la mayoría de los observadores. De hecho, a finales de 2022, muchos de ellos creían que el endurecimiento de la Reserva Federal sólo podía empujar a la economía estadounidense a la recesión... es más, ¿no era esa la única forma de bajar la inflación?

Sin embargo, apostar a que este historial pondrá a Biden en condiciones de ganar la reelección sería ir demasiado lejos. El sentimiento de muchos hogares estadounidenses probablemente no sea tan favorable como sugieren los indicadores: Aunque la inflación ha bajado, los precios son bastante más altos que antes de la pandemia (+25% para los alimentos, +20% para los coches nuevos e incluso +35% para los usados). La subida de los tipos de interés, tanto para el crédito al consumo como para las hipotecas, también podría tener un impacto negativo en esta percepción, al pesar sobre los presupuestos familiares y la asequibilidad de la vivienda. Por último, en un contexto político extremadamente polarizado, no es ni mucho menos seguro que estas elecciones se decidan únicamente por los resultados económicos y bursátiles.

# ¿Cómo se comportan los mercados en año electoral?

Aunque es difícil extraer lecciones de episodios anteriores, el comportamiento histórico del mercado bursátil en años electorales ofrece algunas enseñanzas. La volatilidad tiende a ser mayor de lo habitual, y el rendimiento de los mercados bursátiles suele ser algo inferior a lo "normal". La limitación de estos estudios es, por supuesto, el pequeño tamaño de la muestra y el hecho de que las recesiones graves pueden afectar significativamente a los rendimientos en algunos años electorales. Sin embargo, estos estudios revelan varias lecciones: Desde 1984, el rendimiento medio de la renta variable en los años electorales ha sido positivo, pero más débil que en otros años.<sup>1</sup> Este rendimiento se sustenta en el crecimiento de los beneficios empresariales, que generalmente se benefician de unas condiciones económicas favorables en vísperas de elecciones, mientras que la prima de riesgo también tiende a subir. Este mayor rendimiento, así como el aumento de la volatilidad, podrían explicarse por la creciente incertidumbre que rodea a la política económica en los años electorales. A partir del verano, el índice de "incertidumbre sobre la política económica" tiende a subir... retrocediendo sólo cuando se conocen los resultados.

## Una política fiscal restrictiva

Los mercados estarán atentos a las opciones fiscales de los candidatos. Aunque las agendas aún no están claras, D. Trump ha prometido prorrogar "sus" recortes fiscales: decididas en 2017, expirarán en 2025. Según el CRFB,<sup>2</sup> el coste para el Presupuesto sería de unos 3,3 billones de dólares en diez años (3,8 billones si se incluye el aumento del pago de intereses). En igualdad de condiciones, esto aumentaría el déficit en más de un punto porcentual del PIB y elevaría la deuda pública al 125% del PIB en 2033, frente al 115% si no se modifica la política (es decir, si se permite que expiren los recortes fiscales).

Financiar estos recortes fiscales, como anunció el expresidente Trump, con un aumento del 10% de los aranceles sobre todas las importaciones estadounidenses podría, sobre el papel, aportar 2,5 billones de dólares al Presupuesto en diez años. Sin embargo, esta cifra se vería probablemente reducida por una contracción de las importaciones y una caída del crecimiento. Por encima de todo, tal aumento pondría a la economía mundial en la senda de una guerra comercial a gran escala. Reequilibrar el Presupuesto reduciendo

**Las elecciones serán probablemente más una cuestión sectorial para los mercados de renta variable que macroeconómica.**



el gasto discrecional no destinado a defensa, como también propone el expresidente Trump, es ilusorio. Dicho gasto representa hoy en día apenas el 3% del PIB, y recortarlo en más de un 30% es poco realista.

Moody's reiteró recientemente los riesgos asociados a la situación fiscal del país, colocando su calificación AAA en vigilancia negativa. ¿Cómo reaccionarán los mercados de renta fija ante el continuo aumento de la carga de la deuda y una posible rebaja de la calificación de EE.UU.? La confianza de los inversores en la capacidad del gobierno para gestionar su deuda se ha erosionado constantemente a lo largo de los años: El CDS estadounidense ya ha pasado de 10 puntos básicos en 2021 a más de 50 puntos básicos a finales de noviembre (antes, en 2023, superaba los 70 puntos básicos en el momento del estancamiento del techo de la deuda la primavera pasada).<sup>3</sup> Los inversores tendrán buenas razones para volver a tensarse...

## Retos sectoriales más que macroeconómicos

Con un margen de maniobra fiscal ahora más limitado, las elecciones serán probablemente más una cuestión sectorial para los mercados de renta variable que macroeconómica. Sin embargo, para los mercados, las líneas trazadas por los candidatos apuntan en direcciones radicalmente opuestas. J. Biden, por ejemplo, ha prometido un sector eléctrico descarbonizado para 2025 y la neutralidad del carbono para 2050. La anterior administración Trump se retiró del Acuerdo de París y desechó varias leyes y normativas de protección medioambiental. Es una apuesta segura que esta dirección continuará si hay una segunda presidencia de Trump. Del mismo modo, el futuro de la ACA (Affordable Care Act) también podría verse seriamente comprometido si D. Trump fuera elegido. Las propuestas de los candidatos para regular la inteligencia artificial también podrían afectar a los mercados. Sin embargo, la naturaleza de la mayoría presidencial será tan importante como el candidato elegido. Cualquiera de los dos será incapaz, como Presidente, de cumplir sus promesas a menos que su partido obtenga la mayoría en el Congreso.

# Política monetaria bajo presión...

La cuestión de la independencia de la Reserva Federal también podría preocupar a los mercados. D. Trump ha atacado a menudo al banco central, a veces en términos violentos –en 2019 llamó "cabeza hueca" a su jefe, J. Powell–, e intentó nombrar a Judy Shelton, una feroz crítica de la institución y ferviente partidaria de volver al patrón oro. En caso de que D. Trump sea elegido, J. Shelton bien podría incorporarse a la Fed (siempre, claro está, que el Senado no vuelva a oponerse a ella), o incluso dirigir la Fed en sustitución de J. Powell, cuyo mandato como presidente expira en enero de 2026. Volver sobre la independencia de los bancos centrales, o incluso insinuarla, incluso antes de que el recuerdo del reciente episodio inflacionista se haya desvanecido, sería peligroso.

# Hacia el aumento de las primas de riesgo de la renta variable y la volatilidad...

Así pues, los programas de D. Trump y J. Biden encaminarán la economía estadounidense por sendas muy distintas. Mientras ningún candidato destaque, es seguro que la incertidumbre pesará sobre los mercados de renta variable y alimentará la volatilidad. Aunque el pasado no siempre es una "buena" guía, recordemos que en las elecciones de 2020, Biden recibió 7 millones de votos más que su oponente, pero debido a los giros del sistema del colegio electoral estadounidense, la elección se redujo a menos de 100.000 votos, ¡en un puñado de estados! Lo peor para los mercados, por supuesto, sería que no se levantara la incertidumbre el 5 de noviembre de 2024...



1 - Análisis de Candriam, datos de Bloomberg  
2 - Comité por un Presupuesto Federal Responsable, organización sin ánimo de lucro.  
3 - Fuente: Bloomberg. Datos a 2 de mayo y 30 de noviembre



# ¿Qué cartera diversificada para acercarse a 2024?



**Nadège Dufossé**

CFA, Global Head of Multi-Asset

## En busca de una “nueva” normalidad

La llegada de la pandemia en 2020 sacudió los índices de referencia de los inversores. La sucesión de shocks del Covid y de la crisis energética ha introducido puntos extremos en la serie económica y financiera cuyo ruido, como en todo fenómeno ondulatorio, comienza a disminuir. El año 2023 estuvo marcado por unos resultados económicos desiguales y unos resultados corporativos dispares. Mientras el año termina con una nota positiva para los bonos y las acciones, pero marcado por una alta dispersión del desempeño y un riesgo idiosincrásico significativo, ¿qué cartera deberíamos construir para 2024?

# El año 2024 debería traer una mejor visibilidad para los inversores

¿Mejor visibilidad o mejor legibilidad? ambos probablemente. Algunos datos económicos finalmente están regresando al territorio “conocido”. La inflación ha cedido y debería caer rápidamente por debajo del 3% en Estados Unidos y en la zona del euro, abandonando el primer rango de preocupaciones de los inversores. Asimismo, la brecha en el crecimiento económico entre países debería reducirse significativamente, según las previsiones del FMI, en 2024/2025, una vez absorbidas las perturbaciones. Lo mismo ocurre con la política monetaria: estamos al final del ciclo de ajuste monetario, los bancos centrales han tenido éxito en su misión y se han dado margen de maniobra. La cuestión central para los inversores ha cambiado: ya no es si habrá recortes de tipos, sino cuándo se producirán.

El sentimiento de los inversores, al igual que su posicionamiento, ha vuelto a ser mucho más positivo que a principios de año y esa es la pregunta para 2024: ¿hasta qué punto este entorno aparentemente más predecible y más comprensible está hoy integrado?

## Los cambios estructurales en los tipos modifican el equilibrio de la cartera

De hecho, el giro de los bancos centrales americano y europeo debería producirse el próximo año, pero no prevemos una caída significativa de los tipos en nuestro escenario central. Hoy estamos muy cerca de nuestros objetivos de tipos americanos y alemanes para el año 2024. La inflación se ha desacelerado rápidamente, pero las expectativas de inflación a medio plazo (5 a 10 años) están ancladas en el 3% en los Estados Unidos, un nivel acorde con el promedio conocido durante el período 1998–2008.<sup>2</sup> La persistencia de un entorno de tasas más altas cambia el equilibrio de una cartera diversificada, ya que los inversores tienen una gama más amplia de activos que ofrecen rendimientos reales positivos.

Al final del año, dados los rendimientos esperados de las acciones y los bonos, los inversores parecen tener pocos incentivos para aumentar el nivel de riesgo de su cartera. Los resultados esperados en los mercados de valores son, según

nuestras suposiciones, insuficientes para cubrir el riesgo de decepción en el crecimiento económico y los riesgos geopolíticos. ¡2024 es de hecho un año en el que la mitad de la población mundial acudirá a las urnas! Por el lado de los bonos, el carry garantiza un rendimiento para los inversores.

**Por lo tanto, nuestra cartera objetivo para 2024 prefiere los bonos a las acciones**, con una duración más larga, ya que los bancos centrales americanos y europeos confirmaron su giro en la última reunión de diciembre. En bonos, invertimos en deuda pública (incluso en dólares, con cobertura de divisas). También favorecemos el crédito de calidad (*grado de inversión*) en euros y dólares. Por último, la deuda emergente ofrece retornos atractivos tanto en dólares como en divisas locales y debería tener un buen desempeño en un mundo con un crecimiento más débil pero positivo y un dólar más débil.

## Inversión selectiva en acciones

A finales de 2023, los mercados bursátiles volverán a integrar un escenario de "*ricito de oro*" que les resulta favorable.<sup>3</sup> Partiendo del nivel actual de los principales índices, esperamos una rentabilidad de un solo dígito, respaldada por un crecimiento de beneficios y una rentabilidad por dividendo bajos pero positivos ([consulte el artículo sobre acciones](#)). Por lo tanto, imaginamos mercados de renta variable sin ninguna tendencia importante, con un potencial alcista y bajista limitado. De hecho, en caso de decepción económica o de un shock exógeno, a los bancos centrales les resultaría mucho más fácil intervenir hoy que el año pasado.

Aunque nos parece que el mercado en su conjunto carece de un catalizador, creemos que **existen oportunidades más atractivas en determinados temas**. Este es el caso de las empresas defensivas de calidad pertenecientes a los **sectores de salud y consumo no cíclico**. Estos sectores tuvieron un desempeño significativamente inferior en 2023, penalizados en parte por el aumento de las tasas y, en última instancia, por un crecimiento mucho más fuerte de lo esperado en Estados Unidos en 2023. En 2024, estas empresas ofrecen la doble ventaja de una menor sensibilidad a los cambios del ciclo económico y valoraciones relativamente atractivas. También seguimos siendo positivos respecto de las empresas del **sector tecnológico y de los beneficiarios del tema de la IA**. Su comportamiento en el mercado de valores está respaldado por un crecimiento superior de los beneficios, que debería continuar el próximo año, mientras que el entorno de tipos de interés no debería constituir un obstáculo para su valoración. Por último, encontramos oportunidades en valores que han sufrido ventas a veces forzadas e indiferenciadas. Este es el caso de **las empresas**

**small caps de Europa y de Estados Unidos.** Sin embargo, su recuperación duradera estará condicionada por el buen desempeño de la actividad.

## "Hacer pronósticos es difícil, especialmente cuando se trata del futuro". ¿Y si... nos equivocamos?

¿Nuestra asignación está a prueba de diferentes escenarios posibles? Si resurgen los temores de recesión, los bonos gubernamentales deberían tener un buen desempeño y ayudar a cubrir parcialmente la parte más riesgosa de la cartera (en particular, acciones). La correlación entre las dos clases de activos, bonos y acciones, volvería a ser negativa en un entorno en el que la inflación se haya normalizado. Otros activos ayudarían a amortiguar la caída de las acciones: el oro, el yen o incluso estrategias alternativas deberían funcionar bien en este contexto.

Que la inflación comenzara a aumentar nuevamente sería en general el escenario más desfavorable para una cartera diversificada, lo que plantearía un riesgo a la baja tanto para los bonos como para las acciones, como el año 2022. En este escenario, se debería favorecer la liquidez y la exposición a determinadas materias primas como el oro o la energía (petróleo) para limitar la caída de la cartera.

El último tipo de riesgo es el de riesgo exógeno (riesgo geopolítico, riesgo para la estabilidad financiera). Este tipo de shock provoca un fuerte aumento de la volatilidad y luego debe evaluarse en términos de impacto sobre la actividad, lo que nos lleva de nuevo al primer escenario: los bonos gubernamentales, el oro, el yen y estrategias alternativas pueden proteger parcialmente una cartera diversificada.

**Por lo tanto, somos partidarios de un enfoque equilibrado y selectivo para 2024:** para la parte de los bonos, buscar carry con una duración más larga, exposición a crédito de buena calidad y deuda emergente; y por la parte de la renta variable, una exposición más específica a ciertos temas que tienen un mayor potencial alcista que el de los índices: consumo no cíclico, sector tecnológico y small caps.

1 - Estimación de Candriam

2 - Fuente: Bloomberg

3 - Un escenario ideal de una economía ni demasiado fuerte ni demasiado débil

# Invertir con convicción: conclusión



**Nicolas Forest**

Chief Investment Officer

**Si bien nuestros expertos se esforzaron en describir sus convicciones para 2024 el mes pasado, es evidente que el mercado ya anticipó, al menos parcialmente, el escenario esperado.**

La continua caída de la inflación y el debilitamiento de los datos macroeconómicos han reavivado las esperanzas de una normalización de la política monetaria más rápidamente de lo esperado, respaldando un recorte de 100 pb en los tipos de interés y un buen desempeño de las clases de activos de riesgo.

Pero el repunte de fin de año no debería hacernos olvidar las diez preguntas estructurales que planteamos durante este ejercicio.

El costo del endeudamiento ciertamente ha disminuido, pero ¿no se han vuelto demasiado rápidas y marcadas las expectativas de recortes de tipos? Los bancos centrales se normalizarán en 2024, pero mantendrán un nivel de tipos más alto que el de la última década. Determinar el nivel "neutral" en el contexto actual no es nada fácil.

**"¿Tipos altos... durante cuánto tiempo?"** ¡Es una apuesta audaz! Los recortes de tipos y su secuencia dependerán del alcance de la desaceleración económica y de la evolución futura de la inflación.





¡Los bonos han regresado! Las primas de riesgo ciertamente se han comprimido, pero el carry sigue ahí. La selección seguirá siendo esencial, especialmente entre los más endeudados.

**"Los rendimientos de los bonos ofrecen multitud de oportunidades... pero hay que elegir con cuidado"**.

Los Estados se han endeudado fuertemente en los últimos años para mitigar las consecuencias económicas y sociales de la pandemia y la crisis energética.

**"¿Deberíamos preocuparnos por la sostenibilidad de las deudas públicas en la zona del euro?"** Si bien el coste medio de la deuda estatal seguirá aumentando, la caída de la inflación y las débiles perspectivas de crecimiento no ayudarán a restablecer el equilibrio de las finanzas públicas. En un año electoral, la evolución de los déficits será un punto a seguir.

El aumento de los tipos ha congelado el mercado inmobiliario en su mayor parte en 2023, ¡pero el deshielo podría continuar! **"Bienes raíces... un deshielo primavera"**. Existen oportunidades en varias clases de activos en estructuras relativamente saludables, incluida la deuda privada.

En 2023, las acciones finalmente habrán tenido un año favorable, marcado, sin embargo, por una fuerte dispersión. **"En 2024, ¿pueden caer las acciones incluso sin una recesión?"**. Si bien el potencial alcista nos parece poco probable después del repunte de fin de año, algunas acciones todavía nos parecen atractivas:

- Las empresas, particularmente activas en el sector de la salud, se están beneficiando del cambio demográfico y de su fuerte capacidad de innovación después de haber enfrentado vientos en contra el año pasado. **"¿El sector sanitario desempeñará su papel defensivo como se esperaba?"**

- El sector de las energías renovables se ha visto sacudido por el aumento de las tarifas, el aumento de los costos de los insumos y está mostrando una rentabilidad decreciente. Pero la transición energética continúa y sigue siendo una prioridad y, como en cualquier sector, habrá ganadores y perdedores. El posicionamiento tecnológico, el nivel de integración y el tamaño serán factores clave. "[Turbulencias en la transición energética: ¿fenómeno cíclico o estructural?](#)".
- También existen oportunidades en los países emergentes, fuera de China. La dinámica demográfica favorable, la evolución geopolítica positiva y las oportunidades en los ámbitos de la transición energética y los semiconductores están dando a determinados países un nuevo papel en el crecimiento mundial. "[En la galaxia de los mercados emergentes, descubra las nuevas estrellas en ascenso.](#)".

**Si bien nuestros expertos se esforzaron en describir sus convicciones para 2024 el mes pasado, es evidente que el mercado ya anticipó, al menos parcialmente, el escenario esperado.**



¡Además de los desafíos económicos, las cuestiones electorales marcarán el calendario! De hecho, el 60% del PIB mundial se verá afectado por las elecciones, incluida la elección suprema en Estados Unidos el próximo noviembre. Si hoy parece más probable un nuevo duelo entre Biden y Trump, es seguro apostar que la incertidumbre pesará sobre los mercados y alimentará su volatilidad. "[Estados Unidos: ¿qué debemos esperar en un año electoral?](#)".

En última instancia, en un entorno geopolítico inestable, una economía frágil y un año lleno de desafíos, "[¿cómo debería construir su cartera?](#)". Nuestra cartera objetivo para comenzar 2024 favorece los bonos sobre las acciones y la inversión selectiva. Creemos que hay oportunidades en empresas defensivas pertenecientes a los sectores de salud y consumo no cíclico, en el sector tecnológico y que se benefician del tema de la IA y las capitalizaciones más pequeñas. No olvidemos que el oro, el yen y las estrategias alternativas pueden proteger la cartera.

**¡El equipo de inversión de Candriam y yo os deseamos un 2024 excepcionalmente próspero! Juntos, seguimos firmemente comprometidos a trabajar estrechamente con usted para superar los desafíos y aprovechar cada oportunidad que se nos presente. Que este año sea sinónimo de éxitos y logros fructíferos. ¡Juntos, construyamos un futuro financiero sostenible y prometedor!**



**144.000  
mill. de €**

**en activos gestionados  
Junio de 2023\***



**+600**

**expertos  
a su servicio**



**+25 años**

**liderando el camino  
en inversión sostenible**

Se trata de una comunicación comercial. Por favor, consulte el folleto de los fondos y el documento de datos fundamentales antes de tomar cualquier decisión de inversión definitiva. Esta comunicación comercial no constituye una oferta de compra o venta de instrumentos financieros, ni una recomendación de inversión, ni confirma ningún tipo de transacción, salvo acuerdo expreso. Aunque Candriam selecciona cuidadosamente los datos y las fuentes incluidos en este documento, no pueden excluirse a priori errores u omisiones. Candriam no se hace responsable de las pérdidas directas o indirectas derivadas de la utilización de este documento. Los derechos de propiedad intelectual de Candriam deben ser respetados en todo momento, el contenido de este documento no puede ser reproducido sin autorización previa por escrito.

Advertencia: Las rentabilidades pasadas de un determinado instrumento financiero o índice o de un servicio o estrategia de inversión, o las simulaciones de rentabilidades pasadas, o las previsiones de rentabilidades futuras no predicen rentabilidades futuras. Las rentabilidades brutas pueden verse afectadas por comisiones, honorarios y otros gastos. Las rentabilidades expresadas en una moneda distinta a la del país de residencia del inversor están sujetas a las fluctuaciones de los tipos de cambio, con un impacto negativo o positivo en las ganancias. Si el presente documento hace referencia a un tratamiento fiscal específico, dicha información depende de la situación individual de cada inversor y puede cambiar. El riesgo de pérdida del principal corre a cargo del inversor.

\*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 discrecionales, la selección de fondos externos, 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 regulados, 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.