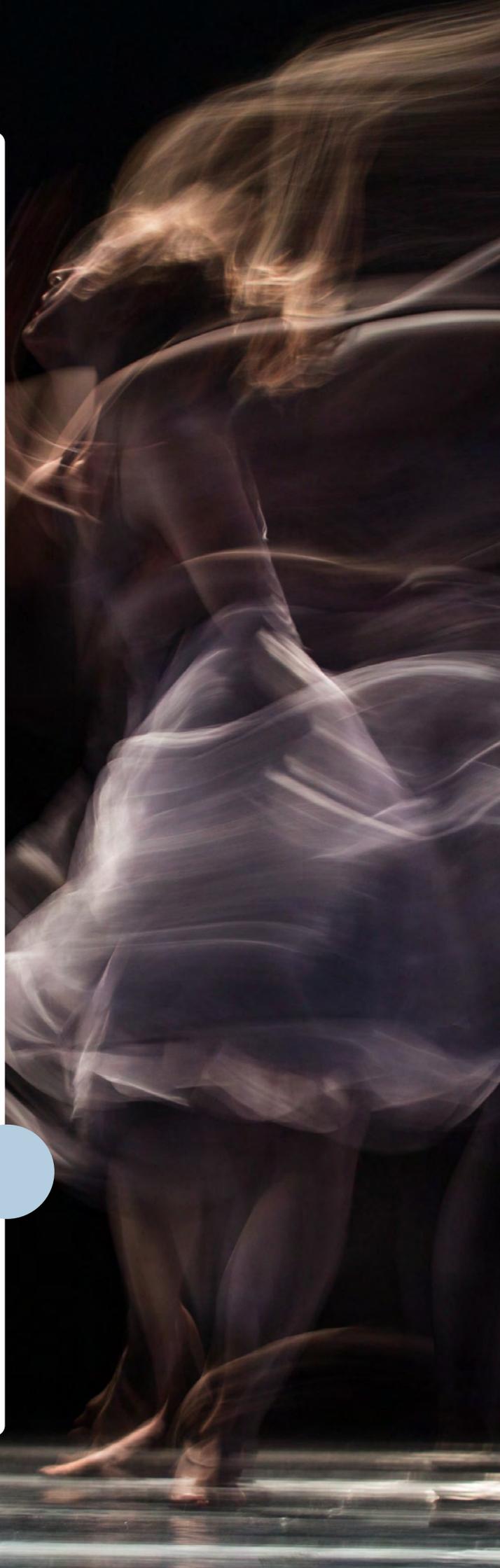


El segundo tiempo del vals



ENERO 2023

Comunicación de marketing





Geoffroy Goenen
Head of Fundamental
European Equity



El segundo tiempo del vals

A pesar de un repunte bastante significativo a partir de octubre, los mercados europeos de renta variable, afectados por importantes salidas de capitales desde el inicio de la crisis en Ucrania, registraron una corrección en 2022 del -9,5 %. Si bien la renta variable europea cerró el año con unos resultados relativamente superiores a los de Estados Unidos (-13,4 %) y los mercados emergentes (-15,1 %)¹, el año siguió siendo motivo de preocupación para los inversores, que ahora se centran en lo que depara 2023.

A principios de año, el sentimiento del mercado es, sin embargo, más optimista que a principios del otoño de 2022. Aunque el escenario sigue favoreciendo una ralentización económica, los inversores parecen atisbar ahora un horizonte más halagüeño.

Figura 1:

Rentabilidad en 2022 de los índices MSCI Europe, S&P 500 y MSCI Emerging Markets, rentabilidad neta, base 100, en EUR.

■ MSCI Europe ■ S&P 500 ■ MSCI Emerging Markets



La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros y no es constante a lo largo del tiempo.

Fuente: Bloomberg, a 30/12/2022

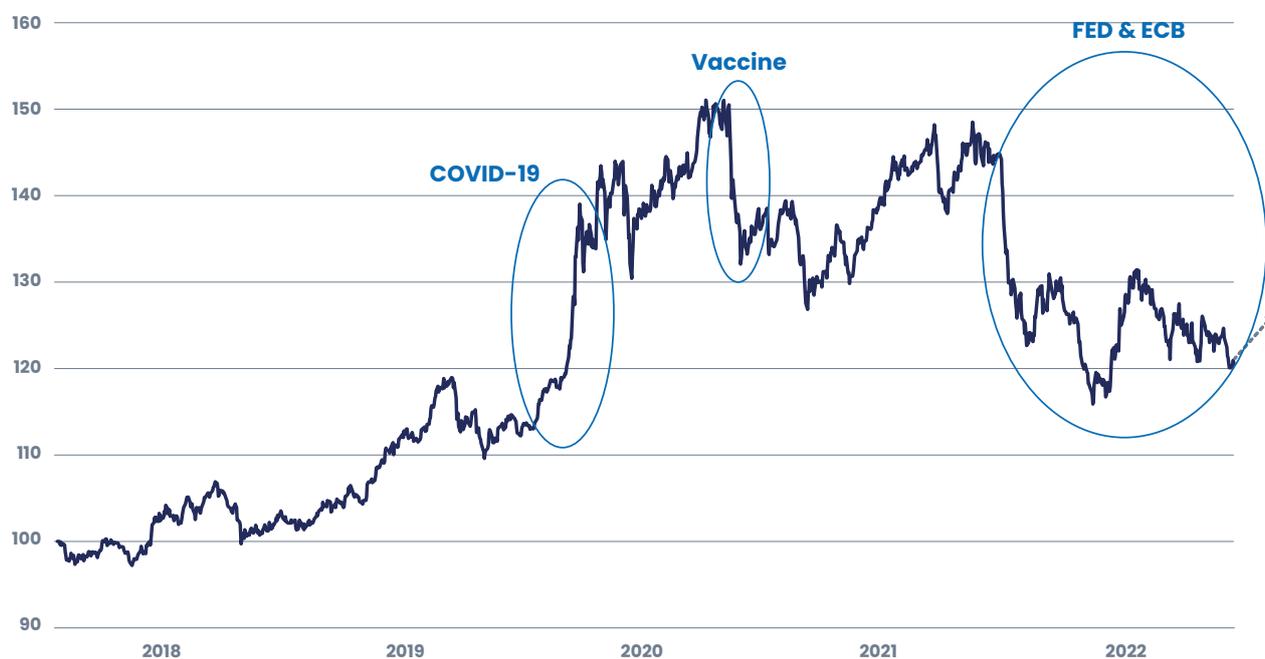
¹ - Rentabilidad neta de los índices, en EUR, a 30/12/2022, fuente Bloomberg. Renta variable europea: MSCI Europe, renta variable estadounidense: S&P 500, renta variable de mercados emergentes: MSCI Emerging Markets. La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros y no es constante a lo largo del tiempo.

Balance del primer tiempo del vals: los bancos centrales, en primer plano

Como continuación de [nuestro artículo de julio de 2022](#), en el que expresábamos nuestra convicción de que la renta variable europea evolucionaría al compás de un vals de tres tiempos, ahora podemos hacer balance de este primer periodo: «el tiempo del *valor*». Como recordatorio, en esta primera fase, esperábamos que los tipos de los bancos centrales subieran y que los tipos a largo plazo se normalizaran en consonancia con las expectativas de inflación a largo plazo. Esta revalorización de los tipos a largo plazo repercutió negativamente en las valoraciones de las empresas, especialmente en las de las denominadas de Calidad/Crecimiento, tras la revisión a la baja de los flujos de caja futuros.² Así pues, las empresas de Valor obtuvieron mejores resultados.

Figura 2:

Rentabilidad relativa del índice MSCI EUROPE GROWTH NET RETURN / Índice MSCI EUROPE VALUE
Rentabilidad neta, base 100, a 5 años.



* trayectoria indicativa esperada por Candriam.

La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros y no es constante a lo largo del tiempo.

Fuente: Bloomberg, a 02/01/2023

2 - El flujo de caja libre es la capacidad de una empresa para generar recursos adicionales.

- Las acciones de crecimiento, caracterizadas por un crecimiento más notorio de los beneficios, suelen venderse con valoraciones más elevadas. El índice MSCI® Europe Growth, diseñado para representar el 50 % de la capitalización bursátil de MSCI® Europe, se caracteriza por un análisis factorial del crecimiento a largo y corto plazo del beneficio por acción (BPA), el crecimiento actual y el crecimiento histórico a largo plazo del BPA y de las ventas.
- Las acciones de valor, caracterizadas por un precio inferior en relación con los beneficios o los activos, se definen en el MSCI® Europe Value mediante un modelo factorial del valor contable en relación con el precio, la relación precio/beneficio* a plazo y el rendimiento de los dividendos.

* PER: ratio bursátil correspondiente a la relación entre el valor bursátil de una empresa y sus beneficios.

Inflación: ¿desaceleración a la vista?

Creemos que el punto álgido de la inflación ha quedado atrás en su mayor parte, al menos en Estados Unidos, donde ya se observan algunos descensos. Europa parece seguir ya la misma trayectoria. Por tanto, deberíamos asistir a una aceleración de este descenso de la inflación a ambos lados del Atlántico en el próximo año. Sería imprudente, al menos en EE. UU. y en algunos segmentos, descartar por completo un riesgo de deflación de aquí a 2024.

Bancos centrales: ¿el fin de las subidas de tipos?

Al materializarse nuestra hipótesis principal de una subida significativa de los tipos de los bancos centrales, creemos ahora que los tipos deberían alcanzar su nivel máximo en el primer trimestre y mantenerse en ese nivel probablemente hasta finales de año. También observamos que sus diversas iniciativas, principalmente la reducción del balance, pero también sus subidas de tipos, alimentaron la desaceleración económica. En Estados Unidos, ya estamos asistiendo, y seguiremos haciéndolo, a un deterioro significativo del ciclo económico, con una marcada caída del sector inmobiliario residencial, por una parte, alimentada por el importante encarecimiento de las hipotecas, y, por otra, un impacto sustancial en las pymes, que, financiadas a muy corto plazo, se verán obligadas a despedir personal bajo la presión de unos niveles de financiación excesivamente elevados. De hecho, como estas pequeñas empresas se financian principalmente con deuda y necesitan más financiación que las grandes empresas, tendrán que recortar gastos y, por tanto, personal. Deberíamos asistir pues a una aceleración del desempleo en Estados Unidos durante los próximos trimestres. Ello podría conducir a una recesión más profunda y persistente de lo previsto. Inevitablemente, Europa se verá afectada *a posteriori* por esta importante desaceleración de la economía estadounidense.

Ha llegado el momento del segundo tiempo: énfasis en la calidad defensiva

En vista del impacto no neutro de este primer tiempo del vals en la economía estadounidense, pero también en la economía europea, seguiremos viendo —además de los problemas actuales en los márgenes— serios riesgos para los ingresos. Naturalmente, algunas empresas sufrirán una ralentización de los beneficios, otras resistirán, y las grandes ganadoras serán aquellas que consigan beneficiarse de nichos de aceleración.

En esta segunda fase, centrarse en empresas de calidad (sólido balance y rentabilidad, importante creación de valor con generación de flujo de caja libre², estabilidad de los ingresos) parece ser una estrategia interesante para evitar decepciones en materia de beneficios vinculadas a la recesión económica. Priorizamos así los valores defensivos, ya tengan un enfoque internacional o nacional.

En cuanto a los sectores, el consumo básico y equipos sanitario deberían, en nuestra opinión, cumplir esta especificación. No obstante, sigue siendo esencial mantener una cuidadosa selección de valores para identificar aquellos que serán capaces de sorprender positivamente al mercado.

Además, las empresas con un elevado grado de innovación deberían poder satisfacer esta necesidad de visibilidad y crecimiento estructural ampliando su ventaja frente a sus competidores. Un gran

número de estas empresas están expuestas a nichos, sobre todo en los sectores de transición energética, nuevas tecnologías sanitarias, la digitalización o la automatización de la economía, sectores que priorizamos en nuestra estrategia que invierte en valores innovadores.

Este segundo tiempo del vals también debería ir acompañado de una relajación de los tipos en Estados Unidos, en consonancia con la desaceleración de la economía. De hecho, se espera que las expectativas de inflación a largo plazo disminuyan en los próximos 12 a 18 meses, y Europa debería seguir el mismo camino.

Por último, otro elemento que debemos vigilar es la reapertura progresiva de China, que podría repercutir en el precio de las materias primas, en particular del GNL (gas natural licuado), y por tanto en las finanzas europeas. Esto podría, a muy corto plazo, respaldar a ciertos valores cíclicos industriales y de consumo con una elevada exposición a China. Sin embargo, esto no elimina los problemas de la crisis inmobiliaria y de gran endeudamiento a los que China seguirá haciendo frente en los próximos años y que ejercerán un impacto definitivo en su potencial de crecimiento.

Paciencia para el tercer tiempo: el famoso «giro» de la Fed

Para intentar determinar cuándo sonará el tercer tiempo del vals, la luz verde en particular para los títulos cíclicos y las empresas de pequeña capitalización, pero también para los mercados en general, debemos preguntarnos primero por el famoso «giro» de la Reserva Federal estadounidense.

A modo de recordatorio, y como escribimos en nuestro artículo mencionado anteriormente, históricamente constatamos que la evolución del mercado, y en particular las cotizaciones de los valores cíclicos, se anticipan a la siguiente fase de un ciclo económico entre 6 y 12 meses. Al igual que la política de la Reserva Federal provocó la desaceleración económica y el declive de los mercados, también será el detonante del próximo ciclo económico alcista.

Flexibilidad en la inyección de liquidez y cambio de tono de la Fed - el «giro»-, es decir, el punto de inflexión a partir del cual la Fed dejará de subir los tipos, dará comienzo a un nuevo ciclo, el tercer tiempo del vals. Este profundo cambio de intenciones dependerá, como ya ha expresado la Fed, de dos condiciones principales: por un lado, una caída significativa de la inflación subyacente³ hacia el 3 % o incluso el 2 %, y por el otro, la flexibilidad del mercado laboral y, por tanto, una reserva de mano de obra que tendrá que ser mucho mayor. Esto debería implicar inevitablemente un aumento significativo del desempleo en Estados Unidos, del +1 % o incluso del +2 %.

Todos estos factores deben cumplirse, por lo que no esperamos un «giro» de la Fed antes del segundo semestre de 2023, o incluso finales de año. Entretanto, el primer gran reto para este año será seguir aceptando algunos movimientos adversos a corto plazo, ya que es probable que la volatilidad, alimentada por diversos temores de los inversores, se mantenga en niveles elevados. El segundo será encontrar los puntos de inflexión que nos permitan posicionarnos a largo plazo en niveles atractivos.

3 - La inflación core o subyacente es la variación de los costes de los bienes y servicios, sin incluir la alimentación y la energía.

Riesgos.

El capital invertido y las rentabilidades no están garantizados y existe el riesgo de pérdida del capital. Los principales riesgos de la estrategia son:

- **Riesgo de pérdida de capital**
- **Riesgo vinculado a la inversión ESG**
- **Riesgo vinculado a las acciones**
- **Riesgo de tipo de cambio**
- **Riesgo de liquidez**
- **Riesgo de concentración**
- **Riesgo vinculado a los instrumentos financieros derivados**
- **Riesgo de contraparte**
- **Riesgo vinculado a factores externos**



143.000 mill. de €

en activos gestionados
al 30 de junio de 2022



600

expertos
a su servicio



25 años

liderando el camino
en inversión sostenible

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

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

Candriam recomienda a los inversores que consulten, a través de nuestra web www.candriam.com, los datos fundamentales para el inversor, los folletos informativos y cualquier otra información relevante antes de invertir en uno de nuestros fondos, incluido el valor liquidativo neto ("VL" o NAV" en sus siglas en inglés) de los mismos. Los derechos de los inversores y el procedimiento de reclamación son accesibles en la página web reglamentarias de Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/legal-and-disclaimer-candriam/regulatory-information/>. Esta información está disponible en inglés y en un idioma nacional de cada país donde el fondo está autorizado para su comercialización. De acuerdo con las normativa, Candriam puede decidir finalizar la comercialización de un determinado fondo en cualquier momento.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY