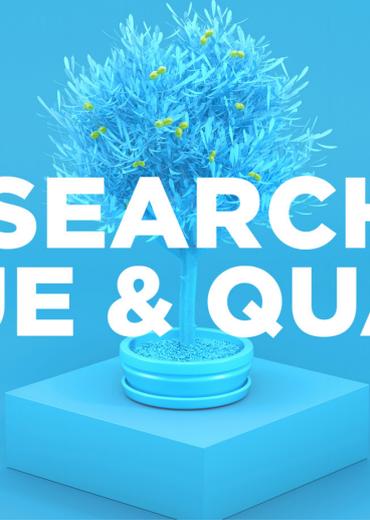

La confianza
se gana

Amundi
ASSET MANAGEMENT



THE SEARCH FOR VALUE & QUALITY

PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN BLUE PAPER | NOVIEMBRE 2018

Renta variable europea:
Combinando valor y calidad
en la nueva Fase de Mercado



Claudia BERTINO
Head of Amundi
Investment
Insights Unit



Laura FIOROT
Deputy Head of
Amundi Investment
Insights Unit



Giuseppina MARINOTTI
Amundi Investment
Insights Unit



Eric MIJOT
Head of Equity
Strategy, Deputy
Head of Strategy
Research



Andreas WOSOL
Head of Multi-Cap
Value

Perspectivas Clave en 10 Tweets

1. La renta variable todavía puede ofrecer oportunidades en una fase tardía del ciclo, pero la escasa direccionalidad del mercado exige selección ascendente.
2. Los temas clave a tener en cuenta en Europa son la resiliencia económica, la solidez de los fundamentos empresariales, el Euro y la tendencia de los tipos de interés.
3. En Europa, el marco más probable es el de un crecimiento todavía sólido, sin exuberancia, y por lo tanto favorable para la renta variable.
4. La evolución de las cuestiones comerciales, a menos que se produzca una verdadera guerra comercial, puede abrir oportunidades de selección en el país/sector/niveles de empresa.
5. Con la expectativa de que el rendimiento de los bonos europeos tocará fondo, esperamos cierto rebote de los temas de valor, que deberían convertirse en un buen complemento de la calidad.
6. Las perspectivas para los beneficios empresariales son favorables hasta 2018 y la estabilización en 2019 se acerca al máximo cíclico.
7. En cuanto a las valoraciones, Europa parece relativamente atractiva.
8. A medida que el ciclo va madurando, creemos que es hora de que los inversores se centren en la calidad y el valor en Renta variable europea.
9. Enfoque en acciones de calidad media con un descuento significativo, de alta calidad sin pagar una prima o escondidas. oportunidades de crecimiento.
10. Con un perfil de ganancias más equilibrado entre sectores, la selección de acciones será más relevante para extraer valor.



**Vincent
MORTIER**
Deputy Chief
Investment Officer

“En una fase de maduración del ciclo, creemos que centrarse en empresas de calidad que sean capaces de ofrecer un crecimiento sostenible de los beneficios en el futuro y que estén operando a niveles de descuento, será clave para explorar las oportunidades más atractivas en los mercados europeos.”

Creemos que hemos entrado en una etapa madura del ciclo financiero en medio de la normalización de la política monetaria de los bancos centrales (más avanzada en los EE.UU.) y la desaceleración del crecimiento económico a nivel mundial. La dinámica proteccionista también es característica de esta fase del ciclo, mientras que la expansión fiscal de EE.UU. y el resurgimiento del capital son fuerzas que trabajan para extenderla. El paso a una fase tardía del ciclo está llevando a un endurecimiento de la liquidez y de las condiciones financieras y a episodios potencialmente más frecuentes de picos de volatilidad, como el que se produjo en febrero. Las oscilaciones del mercado en 2018 han sido el resultado de este nuevo mercado, menos complaciente y menos direccional, que esperamos que continúe

En 2018, los inversores han sido hasta ahora más cautelosos con la renta variable europea. De hecho, aunque las valoraciones siguen siendo relativamente convincentes, los múltiples riesgos políticos pesan sobre el apetito por esta clase de activos. A corto plazo, una serie de acontecimientos seguirán haciendo ruido en los activos europeos: los plazos políticos específicos de cada país, la continuación de los conflictos comerciales al menos hasta las elecciones intermedias de noviembre en los Estados Unidos, el inicio de la campaña para las elecciones al Parlamento Europeo de 2019 y las negociaciones de Brexit.

Con la incertidumbre provocada por este flujo de noticias, creemos que la renta variable europea está empezando a ofrecer bolsas de oportunidades, especialmente para los inversores de selección de valores. Creemos que el año 2019 podría marcar un regreso a esta clase de activos a medida que los inversores globales reevalúen las oportunidades de renta variable en los mercados, con un mayor enfoque en la calidad de las empresas, la diversificación de sus carteras y la prevención de áreas superpobladas y sobrevaluadas. Cuando esto ocurre, creemos que un enfoque en empresas de calidad que sean capaces de ofrecer un crecimiento sostenible de los beneficios en el futuro y que estén operando a niveles de descuento será clave para explorar las oportunidades de mercado en Europa. En nuestra opinión, el escenario global más probable para los próximos 12 meses es coherente con el crecimiento económico aún por encima del potencial, pero con el que probablemente alcanzará su punto máximo y estará expuesto a vulnerabilidades (proteccionismo y riesgos geopolíticos). Con este telón de fondo, las perspectivas siguen siendo positivas para los beneficios a nivel mundial y en Europa, pero con un perfil de crecimiento más equilibrado entre los sectores previstos para 2019, por lo que es necesario centrarse más en la selección de valores dentro de cada sector. En cuanto a las valoraciones, Europa parece relativamente atractiva: la relación precio/beneficio de MSCI Europe se sitúa muy por debajo de la media de los últimos 20 años tras un primer semestre volátil.

Las principales variables a tener en cuenta en la selección de valores en Europa serán la dinámica de la divisa y las perspectivas de los tipos de interés. En cuanto a la divisa, incluso si los fundamentales siguen apoyando la apreciación del euro sobre una base de 12 meses, siguen existiendo importantes incertidumbres a corto plazo. Si bien la volatilidad a corto plazo en la moneda puede afectar ciertos nombres y sectores (como los exportadores), vemos que la fortaleza económica subyacente supera cualquier volatilidad de la moneda. Las perspectivas de los tipos de interés, con la salida gradual del BCE de la política monetaria ultraampliadora, podrían beneficiar a los temas de valor y al sector financiero, sector clave en Europa. En este caso, la selección sigue siendo primordial, ya que el sector está experimentando una profunda transformación impulsada por el aumento de la regulación.

Con una dispersión aún significativa entre las acciones en Europa, los inversores deberían considerar la adopción de un enfoque activo de selección de acciones ascendente para identificar las empresas que están mejor posicionadas para lograr un crecimiento sostenible de los beneficios en este entorno. Centrarse en unos balances saneados y en unos modelos de negocio claros y sostenibles, así como en la puesta en marcha de unos márgenes de seguridad adecuados¹, centrándose al mismo tiempo en unas valoraciones atractivas, será clave para invertir en los mercados europeos de renta variable de cara al futuro.

¹El margen de seguridad es un principio de inversión en el que un inversor sólo compra valores cuando el precio de mercado es significativamente inferior a su valor intrínseco. Esta diferencia permite realizar una inversión con un riesgo de pérdidas potencialmente menor.

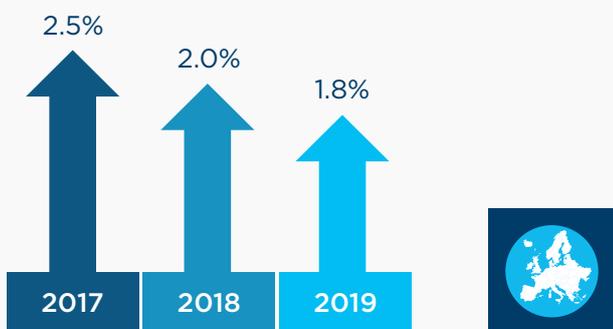
MERCADOS EUROPEOS DE RENTA VARIABLE

Cuatro pilotos a tener en cuenta en esta fase del mercado

- 1 Perspectivas económicas máximas
- 2 Crecimiento de los beneficios de apoy
- 3 Currency dynamics in context
- 4 Perspectiva de los tipos de interés

1 Para Europa, esperamos que el crecimiento económico se desacelere desde el máximo alcanzado en 2017, pero que siga siendo sólido en 2018 y 2019..

Eurozone GDP Growth



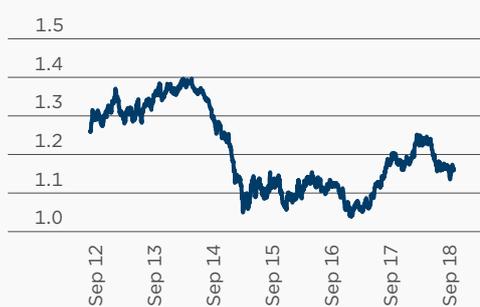
Las perspectivas de beneficios empresariales siguen siendo positivas y Europa ha cerrado la mayor parte de la brecha de rentabilidad con los Estados Unidos.

2

Europe - US catch-up in profit margin*



EUR/USD exchange rate



3 La volatilidad a corto plazo del euro puede afectar a ciertas empresas (por ejemplo, a los exportadores). La resiliencia económica debería superar las oscilaciones del euro.

Interest rate outlook



En el pasado, el aumento de los tipos de interés ha sido la brújula...



...para una rotación de temas de crecimiento

Con la expectativa de que el rendimiento de los bonos tocará fondo, podríamos ver un cierto repunte de los temas de valor, que deberían convertirse en un buen complemento de la calidad.

4

Source: Amundi Research, Datastream, Bloomberg. Data as of 4 September 2018. *12 Months trailing profit margin (%) US = S&P500 index, Europe = MSCI Europe (data at 31 August of each year).

Date of First Use: 10 September 2018. Devised by: Claudia Bertino and Laura Fiorot, Amundi Investment Insights Unit

» Una nueva fase de mercado

Una serie de factores apuntan a una fase tardía del ciclo. En un ciclo tardío, con la desaceleración del crecimiento económico y el endurecimiento de las condiciones financieras, podemos ver un creciente enfoque hacia la calidad y el valor.

Enfoque en el valor y la calidad



Un enfoque conservador, la inversión en empresas de calidad será cada vez más importante en una fase de mercado más volátil.

Explorar las oportunidades ascendentes dentro de los sectores



Una perspectiva de crecimiento de los beneficios más equilibrada entre los sectores y una elevada dispersión de los fundamentos empresariales constituyen un terreno fértil para una selección activa.

Un enfoque equilibrado centrado en el margen de seguridad



A medida que el ciclo madura, es importante encontrar un equilibrio entre los temas cíclicos y defensivos, buscando empresas con precios de mercado significativamente inferiores a su valor intrínseco.

» Calidad y valor invirtiendo en pocas palabras

Buscando empresas con poder adquisitivo sostenible...

Balance general saludable

Flujo de caja sostenible

Modelos de negocio claros y sostenibles



...para aprovechar las oportunidades de valor de la renta variable europea

Compra de activos de calidad media con un descuento significativo

Compra de activos de alta calidad sin pagar una prima

Búsqueda de oportunidades de crecimiento

Source: Amundi, Bloomberg. Data as of 4 September 2018.

Date of First Use: 10 September 2018. Devised by: Claudia Bertino and Laura Fiorot, Amundi Investment Insights Unit.

Cuatro pilotos a seguir en esta nueva fase de comercialización

“En un ciclo tardío, con la desaceleración del crecimiento económico y el endurecimiento de las condiciones financieras, podemos ver un creciente enfoque en la calidad de la inversión en renta variable.”

Los mercados financieros están avanzando hacia una fase más avanzada del ciclo, caracterizada por unos niveles de volatilidad potencialmente más altos que los que prevalecen durante una fase de reflación de activos, unos precios de las materias primas más elevados y menos atractivos en los mercados de alto rendimiento y una rotación hacia la calidad en los mercados mundiales de renta variable.

Gráfico 1: En una fase de madurez del ciclo, es hora de centrarse en la calidad



Source: Amundi, Bloomberg. Data as of 31 August 2018. BofA ML index for global HY, S&P/GSCI index for commodities.

“Los cuatro motores clave del mercado serán: la evolución del entorno económico, la solidez de los fundamentos corporativos, la dinámica del euro y las perspectivas de los tipos de interés.”

Lo que está impulsando la transición es principalmente el ciclo de subidas de la Reserva Federal, que comenzó en diciembre de 2015. Históricamente hay un desfase de dos años entre los tipos de interés de la Reserva Federal y un aumento de la volatilidad, y el mercado está empezando a percibir el endurecimiento de la liquidez. Este efecto se ve acentuado actualmente por el proceso simultáneo de reducción del balance de la Reserva Federal en EE.UU. y también por la proximidad del final de la expansión cuantitativa² en la zona del euro. Incluso si estos efectos se vieran atenuados por la persistencia de los enfoques graduales de los bancos centrales y por sus cautelosas posiciones en materia de comunicación, la disminución de la liquidez está contribuyendo a las oscilaciones más amplias del mercado. En el futuro, los inversores seguirán buscando oportunidades en los mercados de renta variable mundiales, pero con un enfoque más prudente, ya que los conflictos geopolíticos y comerciales añaden aún más incertidumbre. Esto es especialmente cierto en el caso de Europa, donde los múltiples acontecimientos que se avecinan (plazos políticos específicos de cada país, campaña para las elecciones al Parlamento Europeo de 2019, negociaciones de Brexit) van a estar a la vanguardia de las preocupaciones de los inversores.

.En la siguiente fase, creemos que el mercado se volverá cada vez más selectivo hacia historias de la compañía y sensibles a temas y factores específicos. A este respecto, cuatro factores, en nuestra opinión, será fundamental para evaluar el potencial del mercado:

- La evolución del entorno económico;
- La solidez de los fundamentos corporativos;
- Dinámica de la divisa del euro;
- Perspectivas de los tipos de interés y del rendimiento de los bonos.

Todos estos elementos afectarán a la capacidad de las empresas para lograr un crecimiento sostenible de los beneficios, que será el principal impulsor del rendimiento de los inversores europeos en renta variable en el futuro.

²La relajación cuantitativa (EQ) es un tipo de política monetaria utilizada por los bancos centrales para estimular la economía mediante la compra de activos financieros de bancos comerciales y otras instituciones financieras..

“Las expectativas de crecimiento eran demasiado altas en 2017 y el mercado se ha ajustado hacia un escenario todavía benigno, sin exuberancia, en el que se necesitan sorpresas positivas para elevar el mercado por encima de lo que actualmente se valora (crecimiento de los beneficios en torno al 8% en 2018).”

1. El mercado se ajusta a un panorama económico máximo

TEl contexto económico de las empresas sigue siendo favorable, aunque parece probable que la economía europea se haya acercado a su pico de crecimiento. Los datos de la encuesta (indicadores de confianza empresarial, PMI3) han experimentado un notable descenso en el primer semestre del año. Las expectativas de crecimiento eran demasiado altas en 2017, y el mercado se ha ajustado hacia un escenario todavía benigno, en el que la mayor parte de la aceleración del crecimiento ha quedado atrás. Esto se refleja en el fuerte deterioro del índice de sorpresa económica en la primera parte del año, que, sin embargo, ha comenzado a revertirse en el tercer trimestre.

Gráfico 2: Índice Citi Economic Surprise - Zona Euro



Source: Amundi, Bloomberg, Citi. Data as of 4 September 2018. The Citi Economic Surprise Indices measure data surprises relative to market expectations. A positive reading means that data releases have been stronger than expected and a negative reading means that data releases have been worse than expected.

Aunque esperamos que el crecimiento se desacelere gradualmente a partir del pico de 2017, el crecimiento del PIB se mantendría por encima de su potencial. La Eurozona sigue disfrutando de buenas perspectivas de demanda interna. Además de unas políticas fiscales menos restrictivas y un entorno exterior favorable (salvo una escalada de los conflictos comerciales), el reciente ligero aumento de los salarios -por ejemplo, en Alemania- debería apoyar tanto el poder adquisitivo como el consumo interno. La solidez de la demanda y las perspectivas positivas de beneficios deberían seguir sosteniendo el gasto de capital de las empresas, en un círculo virtuoso de productividad y beneficios empresariales, que puede desplegarse con una perspectiva a medio plazo. Escenarios alternativos a este caso central podrían claramente surgir, y deben ser monitoreados cuidadosamente.

El riesgo más importante en este momento está relacionado con el proteccionismo y la escalada de los conflictos comerciales. Hasta ahora, el comercio mundial ha sido resistente, pero la amenaza de una guerra comercial pesa sobre la zona euro, que está especialmente expuesta (la zona euro, por ejemplo, tiene una mayor proporción de exportaciones al PIB en comparación con los EE.UU., un aumento de los aranceles de los EE.UU. sobre los automóviles importados de Europa tendría consecuencias muy desiguales en los países de la zona euro, siendo Alemania el más afectado). Una subida del precio del petróleo también podría afectar negativamente al crecimiento, especialmente en Europa.

Por el contrario, un catalizador positivo podría venir de los avances hacia la realización de la unión bancaria y de la unión del mercado de capitales, lo que podría fortalecer considerablemente a Europa desde el punto de vista económico, político y financiero. Esto podría ser un factor potencial de cambio para un aumento estructural de la confianza en el mercado de renta variable europeo. En este punto, creemos que la probabilidad de que esto suceda en el corto plazo es todavía baja. El marco más probable es el de un crecimiento aún sólido, sin exuberancia, en el que se necesitan sorpresas positivas (es decir, una mayor acomodación fiscal) para elevar el mercado por encima de los precios actuales (crecimiento de los beneficios de casi el 8,5% en 2018, según estimaciones del IBES).

³Los índices de gestores de compras (PMI) son indicadores económicos derivados de encuestas mensuales de empresas del sector privado. Una lectura por encima de 50 indica una mejora, mientras que una lectura por debajo de 50 indica una disminución.

“Las perspectivas siguen siendo positivas para los beneficios empresariales hasta 2018, con una estabilización en 2019 que los acercará al pico cíclico.”

2. Fundamentos corporativos sólidos y valoraciones de apoyo

Como se ha visto anteriormente, tras un año de crecimiento sólido, las perspectivas siguen siendo positivas para los beneficios empresariales hasta 2018, con una estabilización en 2019 que los acercará al máximo cíclico.

Gráfico 3: Tendencia y previsión de las EPS europeas para 2018 y 2019



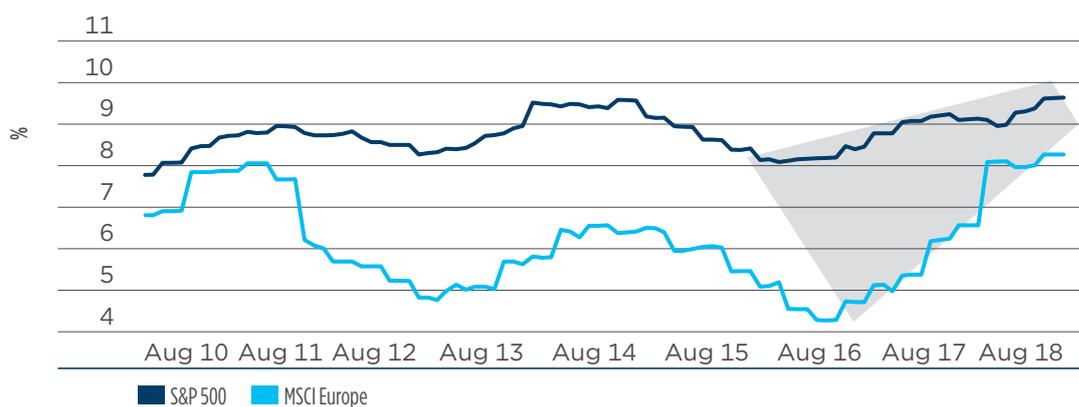
Source: Amundi Research, as of 20 June 2018. Forecasts for June 2018-December 2019 data. Data refers to Stoxx 600 Index.

El crecimiento de las primeras líneas sigue siendo fuerte, ya que los ingresos de las empresas se están beneficiando del crecimiento externo: por ejemplo, más de una cuarta parte de los ingresos europeos se dirigen a los mercados emergentes (MUE), por lo que, mientras no se ponga en duda la demanda de MUE, está resultando ventajoso para las empresas europeas. Esto podría apoyar aún más la expansión del margen en la Eurozona debido al efecto multiplicador del apalancamiento operativo (la sensibilidad de los ingresos operativos⁴ al crecimiento de las ventas).

De hecho, como la Eurozona tiene una parte relativamente alta de los costes fijos, principalmente asociados a la mano de obra, las empresas europeas tienden a tener un mayor apalancamiento operativo en comparación con las empresas de EE.UU. y de mercados Emergentes. Esto está ayudando a que la rentabilidad del mercado europeo cierre la brecha con el mercado estadounidense.

“Las empresas europeas están cerrando la brecha de rentabilidad con los EE.UU., gracias a los fuertes ingresos corporativos.”

Gráfico 4: Recuperación de la rentabilidad europea: márgenes de beneficio de los últimos 12 meses



Source: Amundi, Datastream, as of 31 August 2018.

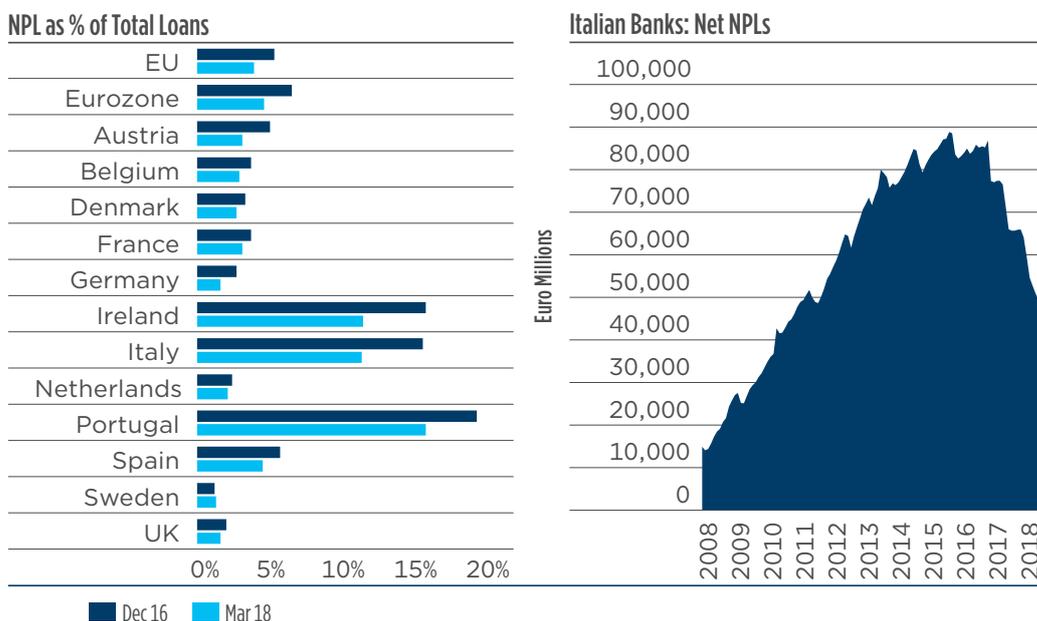
También reconocemos el progreso que se está logrando en el desapalancamiento corporativo. Durante la crisis financiera, las empresas europeas se mostraron particularmente activas en términos de reducción de costes y en la reducción del apalancamiento financiero de forma bastante agresiva. Estos pasos fueron importantes, ya que las empresas lograron importantes aumentos de eficiencia, lo que finalmente las ha colocado en una posición muy sólida para beneficiarse del actual contexto económico favorable y dejar espacio para volver a apalancarse en condiciones más atractivas.

⁴Ingresos operativos = ganancias antes de intereses e impuestos.

Los bancos europeos también han avanzado en la consolidación de sus balances, en la reducción de los préstamos morosos, en el fortalecimiento de sus bases de capital y en el cumplimiento de los requisitos reglamentarios y de supervisión. En el caso de los bancos, la identificación de los más expuestos al crecimiento interno, con balances saneados y unos préstamos morosos limitados, será crucial para beneficiarse de la nueva fase del mercado.

“La menor vulnerabilidad del sector bancario también apoya al mercado europeo”

Gráfico 5: El sector bancario europeo muestra una menor vulnerabilidad

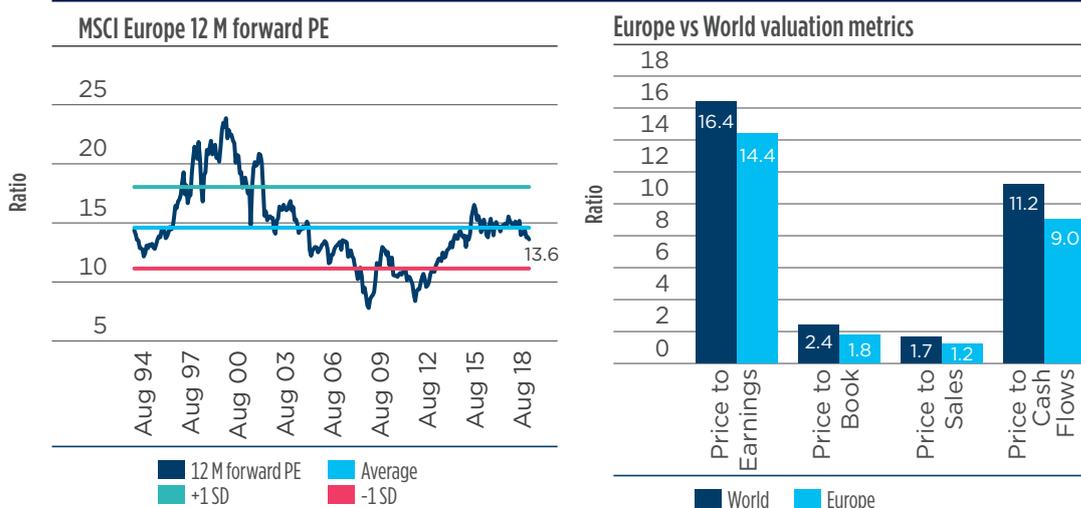


Source: Amundi Research, Datastream, FactSet, Bank of Italy. Data as of 31 August 2018. NPL = Non performing loans.

“El mercado europeo parece relativamente atractivo, con la relación precio/beneficio de MSCI Europe por debajo de la media de los últimos 20 años.”

En cuanto a las valoraciones, Europa parece atractiva, con la relación precio/beneficio de MSCI Europe por debajo de la media de los últimos 20 años tras un primer semestre volátil, y unas métricas de valoración convincentes en comparación con el mercado mundial de renta variable. Dado que la renta variable sigue siendo una clase de activos favorable a pesar de los rendimientos más bajos, en una fase tardía del ciclo, es probable que los inversores empiecen a estudiar más detenidamente la posibilidad de diversificar aún más su asignación, y las valoraciones serán un factor clave a tener en cuenta.

Gráfico 6: Marco de valoración de apoyo



Source: Amundi Research, Datastream, FactSet as of 31 August 2018. SD = Standard deviation*.

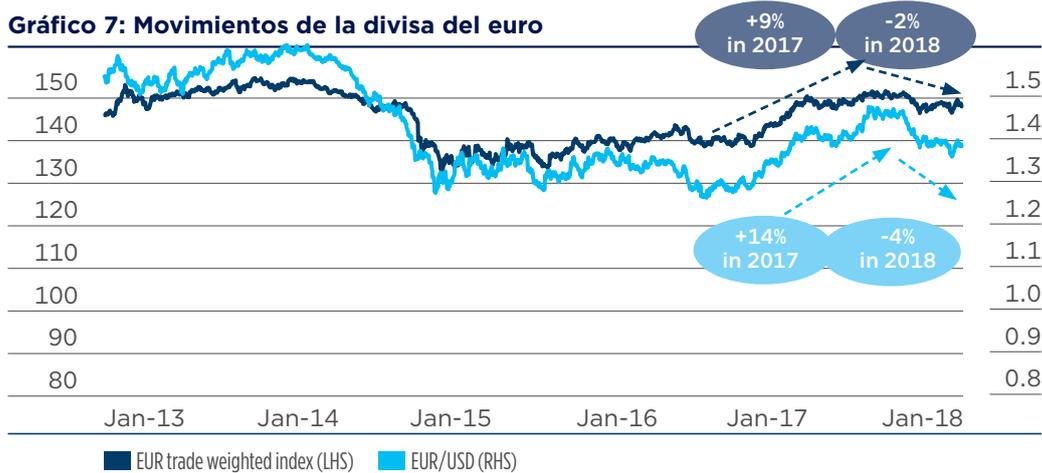
*La desviación estándar es una medida estadística de la volatilidad histórica de una cartera; una desviación estándar más baja indica una volatilidad históricamente menor.

Además, otro factor positivo para el mercado podría ser el resurgimiento de la actividad de fusiones y adquisiciones y la recompra de empresas en la región. Las fusiones y adquisiciones mundiales se han acelerado, impulsadas por la actividad de Estados Unidos, pero Europa se ha quedado rezagada, y el volumen de fusiones y adquisiciones en 2017 se situaba en torno a la mitad del nivel anterior a la crisis. La mejora del crecimiento en Europa crea un terreno fértil para las fusiones y adquisiciones de empresas con balances sólidos y altos niveles de liquidez, en caso de que el panorama político se vuelva más estable y la volatilidad no sea demasiado alta. En este contexto, se espera que la actividad de fusiones y adquisiciones aumente moderadamente en los próximos 12 meses, con un impacto positivo en la creación de valor. A medida que las empresas se centran en las actividades principales de su negocio y se desprenden de activos no esenciales pero rentables, los compradores extranjeros (y nacionales) tendrán, en nuestra opinión, un mayor número de objetivos de adquisición atractivos en Europa.

3. Euro: ¿viento de proa o de popa?

El euro se fortaleció el año pasado hasta marzo de 2018, y volvió a cotizar significativamente después. En términos ponderados, el euro se ha debilitado ligeramente desde principios de año. En los últimos meses, la depreciación del euro y la fortaleza del dólar han provenido de una combinación de factores técnicos (un cortocircuito masivo en dólares de los inversores) y fundamentales, en particular de las asincronías de los bancos centrales y de los diferenciales de crecimiento, teniendo en cuenta también la debilidad que Europa ha experimentado en los últimos meses.

A medio plazo, los factores estructurales (deterioro de la balanza por cuenta corriente y política fiscal expansiva) y la política imprevisible de EE.UU. podrían, en nuestra opinión, ser un obstáculo para el USD en ausencia de una desaceleración económica mundial, pero a corto y medio plazo podríamos ver que persiste la fortaleza del dólar.



Source: Amundi, Bloomberg, Deutsche Bank index for the Euro trade weighted index. Data as of 7 September 2018.

¿Cómo están afectando estas fluctuaciones de los tipos de cambio al mercado de valores? Es importante identificar los factores que impulsan los movimientos de la moneda: el año pasado la fortaleza de la moneda se debió en gran medida a la mejora de la situación fundamental, por lo que, en nuestra opinión, no debería considerarse excesivamente perjudicial. Por otra parte, una debilidad del euro impulsada por la falta de confianza o el riesgo geopolítico podría ser más peligrosa para el mercado, incluso si los exportadores pudieran beneficiarse a corto plazo. Nuestra opinión sigue siendo que, si bien la volatilidad a corto plazo en la moneda puede afectar ciertos nombres y sectores (como los exportadores), vemos que la fortaleza económica subyacente supera cualquier volatilidad de la moneda. En nuestra opinión, la selección seguirá siendo clave para evaluar los posibles impactos monetarios a corto plazo, tanto en la base de costes como en la base de ingresos de una empresa determinada, con el fin de mitigar el riesgo debido a la posible apreciación de la divisa.

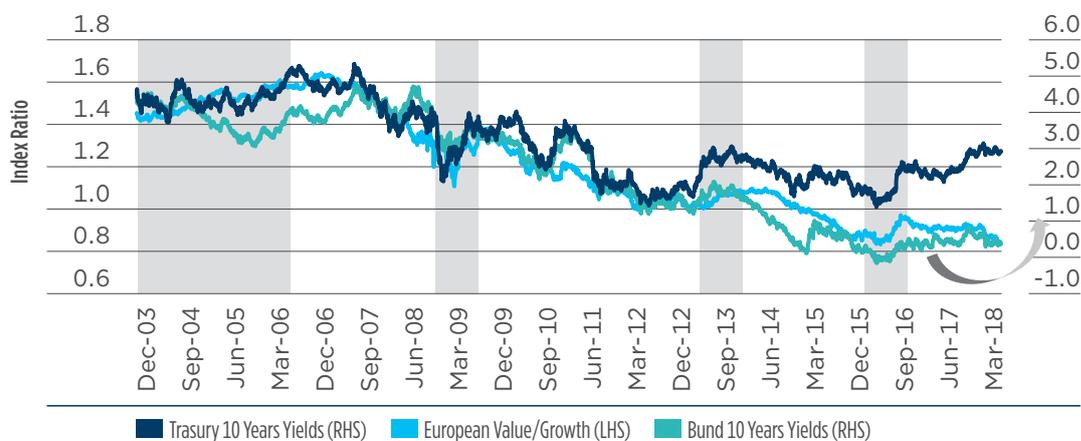
4. Las perspectivas de los tipos de interés serán fundamentales para el tema del valor

Además de los movimientos de divisas, las perspectivas de los tipos de interés también podrían afectar al mercado europeo de renta variable. La dinámica alcista de los tipos de

“La volatilidad a corto plazo en la moneda puede afectar a ciertos nombres y sectores (como los exportadores), pero vemos que la fortaleza económica subyacente pesa más que la volatilidad de la moneda”

interés es generalmente negativa para las cotizaciones bursátiles, ya que los beneficios futuros se descuentan a tipos de interés más altos. Esto es particularmente cierto en el caso de los sectores similares a los bonos (bienes raíces, telecomunicaciones, servicios públicos), que son más vulnerables a la subida de los tipos de interés. En general, vemos

Gráfico 8: El valor de Europa se beneficiará de que el rendimiento de los bonos



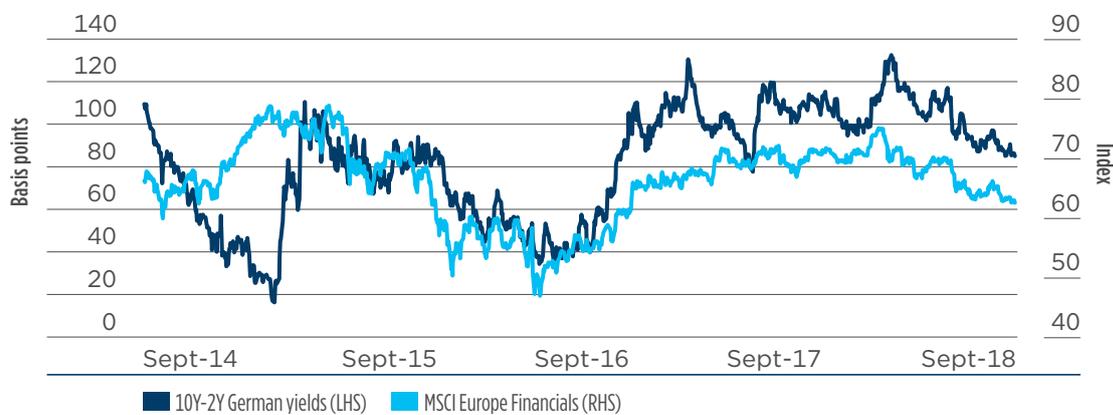
Source: Bloomberg. Data as of 7 September 2018.

que la mayor parte del ciclo de senderismo en los EE.UU. se ha quedado atrás y no existe una gran presión para que las tarifas sean significativamente más altas en Europa. Sin embargo, con la salida gradual del Banco Central Europeo de la política monetaria ultraampliadora, esperamos cierto apoyo a los temas de valor en Europa, revirtiendo así la reciente tendencia a la debilidad.

Los movimientos de la curva de rendimientos también serán un factor relevante a tener en cuenta. Si los tipos de interés a medio y largo plazo suben más que los tipos a corto plazo, el sector bancario, al que el índice europeo está muy expuesto, ayudará a “cubrir”, ya que normalmente se beneficia del pronunciamiento de la curva de rendimientos. Los

“El aumento de la curva de rendimiento podría beneficiar al sector financiero.”

Gráfico 9: Finanzas y curva de rendimientos



Source: Amundi, Bloomberg. Data as of 7 September 2018.

beneficios de los bancos dependen del margen de interés neto. El vencimiento del lado del activo (préstamos) es generalmente más largo que el del pasivo (deuda/depósitos), por lo que los bancos podrán aumentar los ingresos por intereses sin tener que hacer frente al mismo aumento de los costes de financiación.

Sin embargo, somos conscientes de que el sector financiero a nivel mundial, y especialmente dentro de la zona del euro, se está viendo muy afectado por las medidas regulatoras más estrictas que se han aplicado tras la crisis financiera. Como tal, creemos que los inversores deben ser selectivos y centrarse en empresas con reservas de capital adecuadas en el balance general, y que operan en mercados subyacentes convincentes.

Valor y calidad para navegar en la nueva fase del mercado

“Creemos que es hora de que los inversores combinen valor y calidad en su asignación de renta variable europea, con un fuerte enfoque en la selección de valores ascendente”

Al avanzar hacia una fase tardía del ciclo, creemos que los inversores deberían posicionar cuidadosamente su asignación de renta variable europea, prefiriendo los temas de calidad y valor y equilibrando la asignación cíclica y defensiva, de modo que puedan explorar la fase aún positiva del ciclo, pero con un enfoque más conservador. La selección de seguridad ascendente también será clave en la búsqueda de las oportunidades más atractivas dentro de cada sector.

Enfoque en el valor y la calidad para buscar el negocio más sostenible

Consideramos que es crucial combinar el valor con la calidad. Esto significa invertir en empresas sólidas que tengan un fuerte poder de ganancias, balances saludables y un flujo de caja sostenible. En un mundo cada vez más perturbado en todos los sectores, impulsado por la innovación, la regulación y los conflictos comerciales, también es importante evaluar cuidadosamente la sostenibilidad de cada modelo de negocio (evitando las empresas con un apalancamiento financiero excesivo, que sería más frágil si los tipos de interés fueran más altos, o las empresas con una gestión demasiado agresiva o expuestas a perturbaciones que podrían erosionar el poder de los beneficios).

Gráfico 10: Valor y calidad en pocas palabras



Source: Amundi.

Creemos que los inversores deberían jugar con temas de valor y calidad pagando mucho menos para una empresa de lo que vale, comprando activos de calidad media con un descuento significativo o activos de alta calidad sin pagar una prima, o buscando un crecimiento infravalorado oportunidades. Una combinación de estas características clave con la baratura intrínseca permitirá ser clave para invertir en el mercado europeo de renta variable de cara al futuro.

Equilibrar la exposición cíclica y defensiva con un enfoque en el margen de seguridad

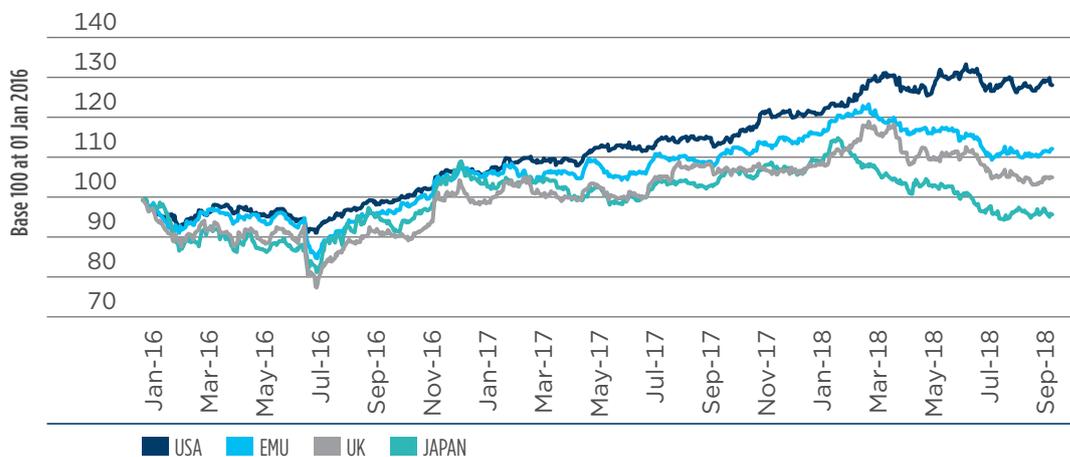
En cuanto a la rotación, observamos que después de un largo período de rendimiento superior a los factores cíclicos, la vuelta de la volatilidad a principios de año ha empezado a tener un impacto en la relación cíclica/defensiva. Aunque el primer tramo descendente del mercado (desde enero hasta mediados de febrero) seguía siendo favorable para las poblaciones cíclicas en términos relativos, el segundo (en marzo) permitió que las acciones defensivas superaran a las defensivas, y la movida ha sido prolongado desde entonces. La dirección de las tasas de interés de hecho actuó como un barómetro; su subida acompañó o incluso provocó, el primer movimiento a la baja de la renta variable. Durante el segundo tramo descendió debido a los temores relacionados con el impacto del proteccionismo sobre el crecimiento económico.

Mientras que el ciclo está madurando, sería apropiado que los inversores equilibraran la exposición cíclica y defensiva.

“Mientras que el ciclo está madurando, sería apropiado que los inversores equilibraran la exposición cíclica y defensiva.”

De hecho, parece prematuro estar anticipando el final del ciclo en esta etapa. Los márgenes corporativos en Europa siguen aumentando. Y debería ser posible para los tipos largos alemanes crecer hacia el 0,6% a mediados de 2019. El desencadenante de un cambio claro a favor de una política de la rotación hacia las acciones defensivas debería buscarse ciertamente en las tasas de interés, cuando alcancen un techo o incluso empiecen a disminuir de nuevo, a escala mundial. Por eso, desde nuestro punto de vista, es una buena idea mantener un enfoque equilibrado entre lo cíclico y lo defensivo.

Gráfico 11: Índice MSCI cíclico vs. defensivo



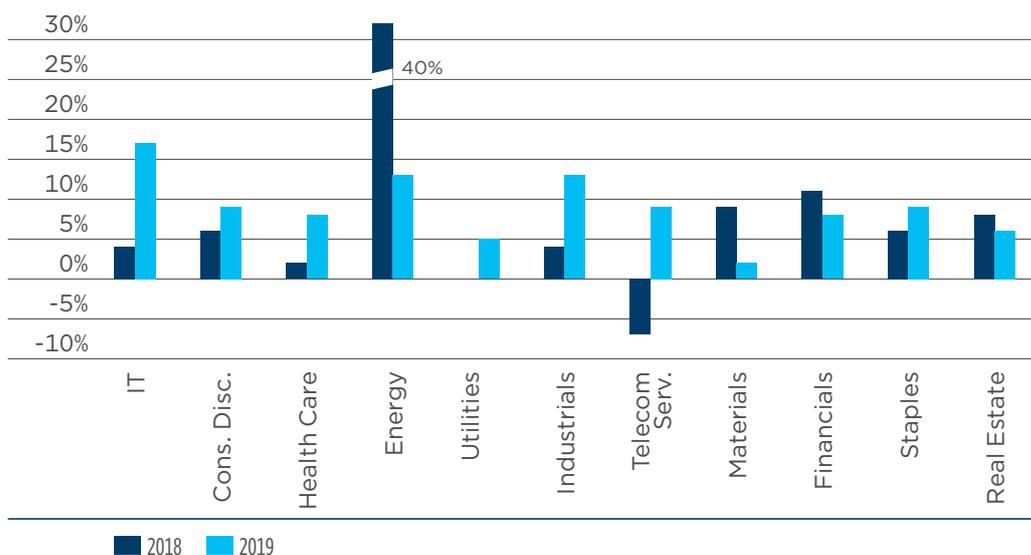
Source: Amundi Research, Datastream. Data as of 7 September 2018. A reading above (below) 100 indicates a higher (lower) performance of MSCI Cyclical vs MSCI Defensive.

Explorar las oportunidades ascendentes dentro de los sectores

En el futuro, preveemos que el crecimiento de los beneficios seguirá siendo el motor clave del rendimiento, sobre todo teniendo en cuenta que el perfil de los beneficios en todos los sectores va a cambiar en comparación con el último año y medio, lo que hace que la selección ascendente sea aún más relevante para la generación de alfa5 en esta nueva fase del mercado. De hecho, mientras que en 2017 la energía, los materiales y el consumo discrecional (que representan el 26% del índice MSCI Europe) representaban el 66% del crecimiento de los beneficios, para 2018 y 2019 esperamos una normalización de las contribuciones de los diferentes sectores. Los bancos y los seguros deberían brillar, la energía debería seguir siendo fuerte en 2018 pero desacelerarse en 2019, y los materiales y el consumo discrecional deberían empezar a normalizarse.

“Con un perfil de ganancias más equilibrado, la selección de acciones dentro de los sectores podría llegar a ser más relevante para explotar las oportunidades más convincentes en términos de crecimiento de las ganancias.”

Gráfico 12: Crecimiento más equilibrado del BPA del sector europeo en 2018 y 2019



Source: Datastream, Amundi. Data as at 31 August 2018. Data refers to MSCI Europe Index, consensus.

⁵Energía Alfa: la rentabilidad adicional por encima de la rentabilidad esperada de la rentabilidad ajustada en beta del mercado; un alfa positivo sugiere una rentabilidad ajustada en función del riesgo. valor añadido por el gestor de dinero frente al índice.

A nivel sectorial, están en juego múltiples temas que deberán ser cuidadosamente evaluados a la hora de seleccionar las empresas más valiosas dentro de cada sector.

Tabla 1: Temas clave a tener en cuenta en los sectores de renta variable europeos

Sector	Temas clave para la selección ascendente
Energía	El sector en su conjunto puede actuar como una buena cobertura del riesgo geopolítico dada su sensibilidad al precio del petróleo. En general, las empresas se han vuelto mucho más disciplinadas en términos de gasto en los últimos años. Como resultado, han reducido su punto de equilibrio de flujo de efectivo libre y un mejor flujo de caja. Enfoque en empresas con buenas oportunidades de producción y una fuerte disciplina de capital.
Industriales	Sector muy variado, con interesantes oportunidades de ciclos tardíos, especialmente en bienes de capital. La atención debe centrarse en las historias idiosincrásicas que buscan oportunidades de valoración atractivas.
Consumidores	La gran historia en este sector son los automóviles, que están operando con bajas valoraciones en todo momento. Los vientos contrarios reglamentarios y las amenazas de guerra comercial han pesado sobre el sentimiento. Algunos de los fabricantes de componentes que fabrican piezas para todos los coches, independientemente de que sean de combustión interna tradicional o eléctricos, tienen sus puntos de interés.
Atención de la salud	Este sector se enfrenta a los vientos contrarios de la presión de los precios de los EE.UU. por la competencia y la regulación de los genéricos. Las áreas de interés se encuentran en nombres con exposición a los mercados subyacentes de crecimiento más rápido, por ejemplo, oncología, obesidad y diabetes. Es importante centrarse en las empresas que no están demasiado expuestas a las amenazas y que ofrecen valoraciones razonables.
Finanzas	Un sector con muchos macroimpulsores (tipos de interés, pendiente de la curva de rendimientos, geopolítica). Centrarnos en los nombres de mayor calidad con preferencia por los modelos de negocio de banca minorista frente a los bancos de inversión, ya que consideramos que el riesgo regulatorio es menor. Áreas de interés en aquellas empresas con balances saneados, capital fuerte y una sólida rentabilidad de los fondos propios.
Tecnología de la información	Este sector ha sido el favorito del mercado en los últimos meses, ya que la combinación del crecimiento de las líneas principales, la expansión del margen y la entrega de EPS ha sido muy bien recibida. Un sector interesante, ya que en su día fue muy cíclico, pero dado que las tecnologías de la información desempeñan ahora un papel tan importante en muchas industrias, se ha convertido en un área más diversificada. Concéntrese en nombres con valoraciones razonables, perfiles de crecimiento decentes y buena diversificación.
Servicios Públicos	El sector suele actuar como un sustituto de los bonos. Es un área del mercado donde es difícil encontrar muchos casos de inversión atractivos en este momento. El debate se centra siempre en los modelos de negocio regulados frente a los no regulados. En general, debe darse preferencia a la parte regulada del sector. En el lado positivo, la regulación en ciertas áreas (España, por ejemplo), se ha vuelto más fácil. Sin embargo, algunas empresas están expuestas a la EM, que ha sido volátil. Creemos que los inversores deben abordar este sector con cautela.

Source: Amundi, as at 7 September 2018.

A nivel general del mercado, todavía vemos una dispersión significativa entre las acciones en Europa. Los inversores deberían considerar la adopción de un enfoque activo de selección de valores ascendente para identificar las empresas que están mejor posicionadas para lograr un crecimiento sostenible de los beneficios en esta nueva fase del mercado.

“La alta dispersión entre las acciones dará un terreno fértil para la selección de acciones en la renta variable europea.”

Gráfico 13: Dispersión precio/valor contable en la renta variable europea



Source: Amundi, UBS, as of 31 July 2018, price /book dispersion of companies in the MSCI Europe

Definiciones

El estilo de inversión de crecimiento tiene como objetivo invertir en el potencial de crecimiento de una empresa. Se define por cinco variables: 1. Tasa de crecimiento del BPA a largo plazo; 2. Tasa de crecimiento del BPA a corto plazo; 3. Tasa de crecimiento interno actual; 4. Tendencia de crecimiento del BPA histórico a largo plazo; y 5. Tendencia de crecimiento de las ventas por acción históricas a largo plazo. Sectores con predominio del estilo de crecimiento: materiales, industriales, consumo discrecional, alimentos básicos, salud, TI.

El estilo de valor significa comprar acciones a precios relativamente bajos, como lo indican las bajas relaciones precio-beneficio, precio-valor contable y precio-venta, y las altas rentabilidades de los dividendos. Sectores con predominio del estilo de valor: energía, finanzas, telecomunicaciones, servicios públicos, bienes raíces.

La inversión en calidad tiene como objetivo capturar el rendimiento de valores de crecimiento de calidad identificando los stocks con: 1. alta rentabilidad de los fondos propios (ROE); 2. estable año tras año crecimiento de las ganancias; y 3. bajo apalancamiento financiero..

Información importante

A menos que se indique lo contrario, toda la información contenida en este documento proviene de Amundi Asset Management y está vigente desde el 7 de septiembre de 2018.

La información MSCI sólo puede ser utilizada para su uso interno, no podrá reproducirse ni difundirse de ninguna forma y no podrá utilizarse como base o componente de ningún instrumento financiero, producto o índice. Ninguna de las informaciones de MSCI tiene la intención de constituir un consejo de inversión o una recomendación para tomar (o abstenerse de tomar) cualquier tipo de decisión de inversión y no se puede confiar en ella como tal. Los datos y análisis históricos no deben tomarse como una indicación o garantía de ningún análisis, pronóstico o predicción de rendimiento futuro. La información de MSCI se proporciona "tal cual" y el usuario de esta información asume el riesgo total de cualquier uso que se haga de ella. MSCI, cada uno de sus afiliados y cada una de las demás personas involucradas o relacionadas con la compilación, cálculo o creación de cualquier información de MSCI (colectivamente, las "Partes de MSCI") niega expresamente todas las garantías (incluyendo, sin limitación, cualquier garantía de originalidad, exactitud, integridad, puntualidad, no infracción, comerciabilidad e idoneidad para un propósito particular) con respecto a esta información. Sin limitar lo anterior, en ningún caso ninguna de las Partes de MSCI será responsable de ningún daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecuente (incluyendo, entre otros, el lucro cesante) ni de ningún otro daño. (www.msctibarra.com).

El Global Industry Classification Standard (GICS) SM fue desarrollado por y es propiedad exclusiva y una marca de servicio de Standard & Poor's y MSCI. Ni Standard & Poor's, ni MSCI, ni ninguna otra parte involucrada en la elaboración o compilación de las clasificaciones de GICS ofrece ninguna garantía o declaración expresa o implícita con respecto a dicha norma o clasificación (o a los resultados que se obtengan por el uso de la misma), y todas estas partes renuncian expresamente a todas las garantías de originalidad, exactitud, integridad, comerciabilidad o idoneidad para un propósito particular con respecto a dicha norma o clasificación. Sin perjuicio de lo anterior, en ningún caso Standard & Poor's, MSCI, sus filiales o cualquier tercero que participe en la elaboración o compilación de la clasificación de GICS serán responsables de ningún daño directo, indirecto, especial, punitivo, consecuente o de cualquier otro tipo (incluido el lucro cesante), incluso si se les notifica la posibilidad de tales daños.

La diversificación no garantiza una ganancia ni protege contra una pérdida.

Los puntos de vista expresados con respecto a las tendencias del mercado y de la economía son los de los autores y no necesariamente los de Amundi Asset Management, y están sujetos a cambios en cualquier momento en función de las condiciones del mercado y de otro tipo, por lo que no se puede garantizar que los países, los mercados o los sectores se comporten de la forma esperada. Estos puntos de vista no deben considerarse como consejos de inversión, recomendaciones de valores ni como una indicación de negociación en nombre de ningún producto de Amundi Asset Management. No hay garantía de que las previsiones de mercado discutidas se hagan realidad o de que estas tendencias continúen. Las inversiones implican ciertos riesgos, incluidos los riesgos políticos y monetarios. El retorno de la inversión y el valor del capital pueden bajar o subir, lo que podría resultar en la pérdida de todo el capital invertido.

Este material no constituye una oferta de compra ni una solicitud de venta de unidades de ningún fondo de inversión o servicio.

Todas las inversiones implican riesgos. Usted debe considerar sus necesidades financieras, metas y tolerancia al riesgo antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Date of First Use: 10 September 2018.

Amundi Investment Insights Unit

The Amundi Investment Insights Unit (AIIU) aims to transform our CIO expertise, and Amundi's overall investment knowledge, into actionable insights and tools tailored around investor needs. In a world where investors are exposed to information from multiple sources we aim to become the partner of choice for the provision of regular, clear, timely, engaging and relevant insights that can help our clients make informed investment decisions.

Discover Amundi investment insights at our website
www.amundi.com/

Visit us on:



Discover Amundi Investment Insights at
<http://www.amundi.com>

Amundi

ASSET MANAGEMENT