



Análisis 2023 y perspectivas 2024

R-co Conviction Equity Value Euro



Anthony Bailly
European Equities
Fund Manager



Vincent Iméneuraët
European Equities
Fund Manager

1/ Las mercados de renta variable por fin muestran una subida significativa en 2023. ¿Cuál es la explicación?

A principios de 2023, los inversores seguían nerviosos por el nivel de inflación y las consecuencias de las políticas monetarias restrictivas sobre el crecimiento. Por ese motivo, muchos de ellos habían reducido su componente de renta variable a principios del año para reforzar su exposición en los mercados de renta fija en el contexto de la subida de tipos entonces predominante.

Al final, de las distintas clases de activos, las acciones han registrado el mejor rendimiento en todo el año con una subida del 18,6 % en el caso del Eurostoxx frente a un 3,3 % para los valores monetarios, un 7,2 % para la deuda soberana y un 8,2 % para la deuda corporativa⁽¹⁾.

Durante todo el año, el consumo se mantuvo, sobre todo en EE. UU., respaldado por el empleo, a pesar del endurecimiento de las condiciones crediticias. Mientras que la resiliencia de la inflación subyacente⁽²⁾ hizo dudar a los inversores de agosto a octubre, la confirmación de una aceleración de la bajada de la inflación en el último trimestre otorgó mayor credibilidad al escenario de *soft landing*⁽³⁾: Llegados a ese punto, los inversores asimilaban el hecho de que la Fed superaría su reto de reducir la inflación preservando el crecimiento. Esto se tradujo en una caída de más de 100 pb del tipo del bono estadounidense a 10 años, que pasó del 5 % en octubre a menos del 4 % al final del año⁽⁴⁾. La actitud más acomodaticia de la Fed en el FOMC⁽⁵⁾ de diciembre ratificó este escenario, lo cual ha llevado al mercado a tener ya previstas seis bajadas de tipos para 2024. En otras palabras, en pocas semanas pasamos de un escenario de *higher for longer*⁽⁶⁾ a un escenario de bajada de los tipos directores por parte de la Fed a partir del próximo mes de marzo.

Esto benefició a los mercados de renta variable, que registraron un gran repunte desde principios de noviembre para cerrar el año en máximos históricos. Asimismo, la bajada de los tipos al final del año supuso una inflexión positiva en los flujos, con un regreso aún tímido de los inversores a las acciones. A fin de cuentas, en un contexto de resiliencia de la economía, los activos de riesgo desempeñaron su función, motivo por el cual era oportuno mantener la exposición a renta variable.

2/ ¿Cómo se ha comportado el estilo Value en este contexto?

Ya habíamos señalado la correlación histórica existente entre el rendimiento relativo del estilo *Value* y el nivel de los tipos.

Tras una rentabilidad claramente superior desde 2021, el estilo *Value* experimentó una fuerte volatilidad de tipos en 2023. Tras haber conseguido una rentabilidad superior a principios del año, llegando al mínimo durante la crisis bancaria en marzo⁽⁷⁾, se benefició del discurso *higher for longer* de los bancos centrales, que le permitió

(1) Fuente: Bloomberg, diciembre de 2023.

(2) (excluidos alimentación y energía).

(3) Soft landing: aterrizaje suave.

(4) Fuente: Reserva Federal de EE. UU., diciembre de 2023.

(5) Federal Open Market Committee (Comité Federal de Mercado Abierto).

(6) Tipos más altos durante más tiempo.

(7) Fuente: Bloomberg, 15/12/2023.

Las cifras citadas se refieren a los últimos meses. Los resultados pasados no son un indicador fiable de los resultados futuros y no son constantes a lo largo del tiempo. Rentabilidad calculada en euros y neta de dividendos reinvertidos. La información contenida en este documento no constituye asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento fiscal, una recomendación o un consejo de inversión de Rothschild & Co Asset Management.



lograr una rentabilidad superior de forma significativa entre los meses de junio y septiembre. Al final del año, la gran caída de los tipos volvió a penalizarlo en gran medida. La rentabilidad del estilo *Value* acabó alineándose con el índice, con un aumento del 17,4 %⁽⁸⁾.

A pesar de que el regreso de la inflación y el gran aumento de los tipos desde los mínimos de 2020 permitieron al estilo *Value* lograr una rentabilidad superior, este último no avanzó hasta el nivel que cabría esperar en vista de la magnitud del repunte en los tipos. Esto se explica principalmente por la baja rentabilidad de la cesta de valores cíclicos del segmento *Value*, que se resintió de los temores de recesión que hacían presagiar un regreso de los indicadores anticipados y un endurecimiento de las condiciones crediticias. Si a ello le sumamos las dificultades de China, algunos sectores como el de las materias primas en sentido amplio se vieron particularmente penalizados.

3/ ¿En qué punto nos encontramos en lo relativo a los niveles de valoración y las expectativas de crecimiento de los beneficios?

A pesar de este repunte al final del año, la valoración de los mercados de renta variable europeos sigue siendo muy atractiva, con un ratio P/E⁽⁹⁾ de 12,8x. Esto sigue estando por debajo de la mediana histórica de los últimos 20 años, que es de 13,1x. Si observamos el diferencial de valoración entre estilos, veremos que este es particularmente marcado: el estilo *Value* muestra un nivel de valoración de 9,1x, próximo a sus mínimos históricos; por el contrario, el estilo *Growth*⁽¹⁰⁾ muestra un nivel de 20,4x, próximo a sus máximos⁽¹¹⁾. En otras palabras, si la bajada de tipos está llamada a provocar —tal como se espera— una revalorización de las acciones, esta parece haber quedado ya asimilada por el estilo *Growth*, pero en absoluto por el estilo *Value*. El hecho de que nos sintamos más cómodos con la valoración de los sectores *Value* se debe en especial a que el nivel de expectativas en cuanto al crecimiento de los resultados es muy bajo. Así, si observamos los tres sectores peor valorados (automoción, energía y banca), las expectativas de crecimiento del beneficio por acción (EPS)⁽¹²⁾ para 2024 oscilan entre un -5 % en el caso del sector de la automoción y un +4 % en el caso del sector energético. Esto contrasta con una expectativa de crecimiento global de los resultados para el mercado europeo del 6 %. Por el contrario, en los tres sectores mejor valorados (bienes de consumo, tecnología y sanidad), los crecimientos del EPS esperados se sitúan entre el 10 y el 13 %⁽¹³⁾.

Por tanto, la baja valoración, sumada a unas expectativas modestas de crecimiento de los resultados, hacen que el estilo *Value* resulte particularmente atractivo a comienzos de este nuevo año, especialmente dado que en las últimas 12 temporadas de publicación el *Value* sorprendió con una subida en una proporción superior a la del crecimiento.

4/ ¿Qué entorno prevén para 2024?

En lo relativo al crecimiento económico, hay que reconocer que ha habido sorpresas gratas durante todo el año, sobre todo en EE. UU., donde el empleo empieza a ralentizarse, pero donde se siguen observando subidas salariales reales, que fomentan el consumo a pesar de que los hogares estadounidenses han consumido en gran medida su excedente de ahorro. Sin embargo, será difícil mantener en 2024 el mismo ritmo de crecimiento. Este fue superior al 4,9 % en términos anualizados durante el tercer trimestre⁽¹⁴⁾. Por otra parte, nos parece creíble el escenario de una simple ralentización del crecimiento, fomentado por una relajación de las condiciones crediticias.

En Europa, parece estar cerca el mínimo de actividad. Esto se observa en especial en los índices PMI⁽¹⁵⁾, que parecen haber alcanzado mínimos tanto en la parte manufacturera como en la parte de los servicios; pero también al nivel de los índices de sorpresa económica, cuyo dinamismo sigue una trayectoria positiva desde hace tres meses. También en ese caso, la reducción de la inflación devuelve poder adquisitivo a los hogares, lo cual debería permitir un crecimiento bajo o, en el peor de los casos, una recesión técnica. La situación sigue siendo complicada en China, aunque se observan signos de mejora sobre todo en las ventas al por menor, mientras que los precios en el sector inmobiliario se están estabilizando. Un muy esperado plan de reactivación podría contribuir a un repunte de la economía.

En cuanto a la inflación, nos parece que el mercado prevé un regreso demasiado rápido hacia el objetivo del 2 % de los bancos centrales. Las nuevas fuerzas inflacionistas están ahí (transición climática, principalmente la desglobalización) y, aunque ya hayamos dejado atrás el pico, la caída de la inflación subyacente debería llevar tiempo, sobre todo en la medida en que su componente de servicios parece estar muy arraigado. De esta forma, la previsión de seis bajadas de tipos por parte de la Fed a partir del año que viene nos parece un poco demasiado optimista por parte de los inversores, a menos que la economía estadounidense caiga de forma brusca en una recesión, lo cual no coincide con el escenario que barajamos.

(8) Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 15/12/2023.

(9) Fuente: Morgan Stanley Earnings Tracker Price Earning: ratio precio/beneficio (price-earnings ratio, P/E).

(10) Los inversores que optan por un estilo de «crecimiento» se centran, principalmente, en el potencial de crecimiento de los beneficios de las empresas, con la esperanza de que el crecimiento de su volumen de negocios y sus beneficios supere el de su sector o la media del mercado.

(11) Fuente: Bloomberg, 15/12/2023.

(12) earnings per share (EPS) = beneficio por acción

(13) Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research, Factset, "European Weekly Kickstart, 15/12/2023.

(14) Fuente: Bloomberg, 21/12/2023

(15) Índice de gestores de compras, indicador que refleja la confianza de los gestores de compras en un sector de actividad. Por encima de 50, indica una expansión de la actividad; por debajo de 50, una contracción.

Las cifras citadas se refieren a los últimos meses. Los resultados pasados no son un indicador fiable de los resultados futuros y no son constantes a lo largo del tiempo. Rentabilidad calculada en euros y neta de dividendos reinvertidos. La información contenida en este documento no constituye asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento fiscal, una recomendación o un consejo de inversión de Rothschild & Co Asset Management



Como ya habíamos indicado, nos parece que el estilo *Growth* ya había tenido en consideración en sus cálculos estas bajadas de tipos. En este sentido, nos parece expuesto a riesgo ante la incertidumbre que sigue lastrando el ritmo de la bajada de tipos. Por el contrario, esta situación no se da con respecto al estilo *Value*, en especial su cesta de valores cíclicos, que contempla una desaceleración de la economía. Esta cesta es la que más debería beneficiarse de un escenario de aterrizaje suave, si este se materializase.

5/ ¿Cuál ha sido el comportamiento del fondo en 2023 y cuál es su posicionamiento al comienzo de este nuevo año?

R-co Conviction Equity Value Euro ha ofrecido un buen rendimiento, superando a su índice en 50 puntos básicos a pesar de la baja rentabilidad del estilo *Value*. Esta rentabilidad es atribuible exclusivamente a una buena selección de valores, en especial en los sectores de la alimentación y bebidas, de la energía y de la distribución.

Mantenemos nuestras sobreponderaciones en los sectores de la energía y la banca, cuyos fundamentales nos siguen pareciendo sólidos, y cuya valoración y rentabilidad por dividendos resultan particularmente atractivas. El entorno de aterrizaje suave debería despejar las incertidumbres que siguen pesando en los niveles de valoración: evidentemente, ese es el primer apalancamiento de rendimiento. En cuanto al segundo apalancamiento —a saber, la evolución de los crecimientos de los beneficios—, las expectativas son muy bajas. El impacto diferido de las evoluciones de los tipos y la relajación del crédito deberían permitir a los bancos volver a regalarnos una sorpresa al alza. Y, en lo que a la energía se refiere, el mantenimiento de un nivel de actividad económica satisfactorio por parte de la demanda, y la firme voluntad de Arabia Saudí de mantener precios altos por parte de la oferta, deberían sostener los precios del barril.

Asimismo, a finales del año reforzamos algunos valores cíclicos como Arcelor Mittal, cuyas revisiones de resultados ya reflejan una degradación significativa de la actividad económica.

Conscientes de que ya hemos dejado atrás el pico de los tipos, también reforzamos nuestras posiciones en los sectores cuya valoración se había visto afectada de forma significativa por la subida de los tipos, como el sector inmobiliario o el de los servicios públicos. Dentro de nuestro pilar defensivo, también conservamos una sobreponderación en el sector de las telecomunicaciones: el aumento de los márgenes junto con la caída de las inversiones (fibra, 5G) deberían permitir al sector mejorar su generación de flujo de caja libre (FCF)⁽¹⁶⁾.

Por el contrario, nos mantenemos alejados de los sectores de crecimiento (principalmente bienes de consumo y tecnología), que en nuestra opinión ya han asimilado la normalización en curso en los tipos de interés, y cuyas expectativas no son inmunes a algunas decepciones.

En el entorno de normalización de tipos que se perfila en el horizonte, los sesgos de cada estilo deberían ser menos marcados. Por el contrario, la selección de valores en función de temáticas transversales (caída de los tipos, asimilación de un escenario de desaceleración económica...) debería resultar plenamente pertinente y convertirse en el principal vector de rendimiento para el año 2024.

Completado el 3 de enero de 2024

(16) *Free Cash Flow* (FCF): flujo de caja libre. Efectivo disponible generado por la explotación del negocio una vez deducidas las inversiones necesarias para el mantenimiento o el desarrollo de la herramienta de producción.

Las cifras citadas se refieren a los últimos meses. Los resultados pasados no son un indicador fiable de los resultados futuros y no son constantes a lo largo del tiempo. Rentabilidad calculada en euros y neta de dividendos reinvertidos. La información contenida en este documento no constituye asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento fiscal, una recomendación o un consejo de inversión de Rothschild & Co Asset Management



Rentabilidad histórica	2023	2022	2021	2020	2019	2018	10 años	Volatilidad 1 año
R-co Conviction Equity Value Euro C EUR ⁽¹⁾	19,1%	-9,6%	26,3%	-9,9%	17,6%	-18,0%	40,9%	15,6%
R-co Conviction Equity Value Euro I EUR ⁽²⁾	19,8%	-9,1%	27,1%	-9,2%	18,5%	-17,4%	51,3%	15,6%
Euro Stoxx [®] NR ⁽³⁾	18,5%	-12,3%	22,7%	0,2%	26,1%	-12,7%	85,0%	14,8%

(1) Fecha de creación: 20/05/2005.

(2) Fecha de creación: 30/12/2009.

(3) Índice de referencia.

Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 29/12/2023.

Riesgo SRI 5/7

El indicador sintético de riesgo muestra el nivel de riesgo de este producto en comparación con otros. Indica la probabilidad de que este producto incurra en pérdidas en caso de movimientos del mercado o de que no podamos pagarle. Hemos clasificado este producto en la clase de riesgo 5 de 7, que es una clase de riesgo medio-alto y refleja principalmente su posicionamiento en el mercado de renta variable de la zona euro. En otras palabras, las pérdidas potenciales vinculadas al rendimiento futuro del producto son de medias a altas y, si la situación se deteriorara en los mercados, es probable que nuestra capacidad de pagarle se viera afectada. El indicador de riesgo parte del supuesto de que usted mantiene el producto durante 5 años; si no lo hace, el riesgo real puede ser muy diferente y usted puede obtener menos rentabilidad.

Antes de invertir, es imprescindible leer detenidamente el DFI PRIIPs y el folleto del OIC, y más concretamente su apartado sobre riesgos y comisiones, disponible en el sitio web de Rothschild & Co Asset Management Europe: am.eu.rothschildandco.com

Las cifras citadas se refieren a los últimos meses. Los resultados pasados no son un indicador fiable de los resultados futuros y no son constantes a lo largo del tiempo. Rentabilidad calculada en euros y neta de dividendos reinvertidos. La información contenida en este documento no constituye asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento fiscal, una recomendación o un consejo de inversión de Rothschild & Co Asset Management.



Advertencias

Se trata de un documento publicitario simplificado y no contractual. Los comentarios y análisis incluidos en el presente documento se ofrecen a título exclusivamente informativo y no constituye una recomendación de inversión ni asesoramiento. Rothschild & Co Asset Management no será responsable de ninguna decisión adoptada sobre la base de los contenidos de este documento o inspirada en ellos (queda prohibida la reproducción total o parcial, salvo previa autorización de Rothschild & Co Asset Management). Cuando se utilizan datos externos para determinar los términos del presente documento, dichos datos provienen de socios que se consideran fiables, pero su exactitud o exhaustividad no está garantizada. Rothschild & Co Asset Management no ha realizado una verificación independiente de la información incluida en este documento y, por tanto, no será responsable de cualquier error u omisión, ni de la interpretación de la información incluida en este documento. El presente análisis solamente es válido en la fecha de redacción del presente informe.

Dado el carácter subjetivo de determinados análisis, conviene señalar que las posibles informaciones, previsiones, estimaciones, expectativas, hipótesis y/u opiniones no corresponden necesariamente a los equipos de gestión de Rothschild & Co Asset Management, quienes actúan de acuerdo con sus propias convicciones. Algunos enunciados relativos a previsiones se realizan a partir de ciertas hipótesis, que podrían diferir total o parcialmente de la realidad. Por naturaleza, toda estimación hipotética es especulativa y es posible que algunas, o incluso todas, las hipótesis relativas a estos ejemplos hipotéticos no se cumplan o difieran significativamente de las determinaciones actuales. Rothschild & Co Asset Management no se hace responsable de la información incluida en el presente documento y, en particular, de decisiones de cualquier tipo a partir de esta información.

R-co Conviction Equity Value Euro es un subfondo de la SICAV "Rco", registrada con el número 844 443 390 de RCS París. La institución de inversión colectiva (IIC) arriba mencionada están constituida con arreglo a la legislación francesa y está regulada por la Autoridad de los Mercados Financieros (AMF). La IIC puede registrarse en otros países para su comercialización activa; corresponde a cada inversor conocer las jurisdicciones en las que la IIC está efectivamente registrada. Para cada jurisdicción relevante, se recomienda al inversor que consulte las características propias de cada país que figuran en el apartado "características administrativas". El presente documento ha sido emitido por Rothschild & Co Asset Management, una sociedad de gestión de carteras autorizada y regulada por la Autoridad de los Mercados Financieros (AMF) (www.amf-france.org) con el número GP-17000014. La información que aquí figura no va destinada a su difusión y constituye en ningún caso una invitación dirigida a ciudadanos de Estados Unidos o a sus representantes. Las participaciones o acciones de la IIC mencionada en el presente documento no están registrados ni serán registradas en Estados Unidos, en aplicación de la Ley de Valores de EE. UU. de 1933 (en adelante, la "Securities Act 1933"), en su versión modificada, ni están admitidas en virtud de ninguna ley estadounidense. Las participaciones o acciones de dicha IIC no deben ofrecerse, venderse ni transmitirse en Estados Unidos (incluidos sus territorios y dominios), ni beneficiar, directa o indirectamente, a ninguna "Persona estadounidense" (en el sentido del reglamento S de la Securities Act 1933) ni similares (como las previstas por la ley estadounidense conocida como "HIRE" del 18 de marzo de 2010 y por la normativa FATCA). La información incluida en el presente documento no constituye asesoramiento de inversión, recomendación de inversión o asesoramiento fiscal. La información no presume la idoneidad de la IIC mencionada a las necesidades, el perfil y la experiencia de cada inversor específico. En caso de duda con respecto a la información incluida o a la idoneidad de la IIC en relación con las necesidades personales,

Acerca de Rothschild & Co Asset Management

La división especializada en gestión de activos del grupo Rothschild & Co ofrece servicios personalizados de gestión a una amplia clientela de inversores institucionales, intermediarios financieros y distribuidores. Articulamos nuestro desarrollo alrededor de una gama de fondos abiertos, comercializados bajo cinco potentes marcas: Conviction, Valor, Thematic, 4Change y OPAL. Y aprovechamos nuestras aptitudes y competencias de gran recorrido en gestión activa y convicción, así como en gestión delegada. Con sede en París y delegaciones en 9 países de Europa, gestionamos más de 27 mil millones de euros y contamos con un equipo de 160 colaboradores. Más información en: www.am.eu.rothschildandco.com

y antes de tomar cualquier decisión de invertir, le recomendamos se ponga en contacto con su asesor financiero o fiscal. La inversión en participaciones o acciones de cualquier IIC no está exenta de riesgos. Antes de suscribir cualquier IIC, le recomendamos que lea detenidamente el folleto y, especialmente, el apartado relativo a los riesgos, así como el documento de datos fundamentales para el inversor. El valor liquidativo (VL)/valor de inventario neto (VIN) se encuentra disponible en el siguiente sitio web: www.am.eu.rothschildandco.com.

Tenga en cuenta que la rentabilidad histórica de la IIC mencionada en este documento no es indicativa fiable de la rentabilidad futura. La rentabilidad no se mantiene constante a lo largo del tiempo. El valor de las inversiones y de los ingresos que de ellas se derivan pueden variar tanto al alza como a la baja, y no está garantizado. Por consiguiente, es posible que usted no recupere la totalidad del invertido inicialmente. Las variaciones de los tipos de cambio pueden afectar, tanto al alza como a la baja, al valor de las inversiones y de los ingresos que de ellas se derivan, cuando la moneda de referencia de la IIC sea diferente de la moneda de su país de residencia. Las IIC cuya política de inversión se centra más concretamente en mercados o sectores especializados (como los mercados emergentes) son, en general, más volátiles que los fondos más generalistas y diversificados. En una IIC volátil, las fluctuaciones pueden ser especialmente considerables y, por tanto, el valor de la inversión podría caer repentinamente de forma importante. La rentabilidad indicada no tiene en cuenta los posibles gastos y comisiones percibidos en el momento de la suscripción y el reembolso de las participaciones o acciones de la IIC correspondiente. Las carteras, los productos o los valores mencionados están sujetos a las oscilaciones del mercado y no existen garantías en cuanto a cuál será su evolución futura. El tratamiento fiscal depende de la situación particular de cada inversor y puede variar.

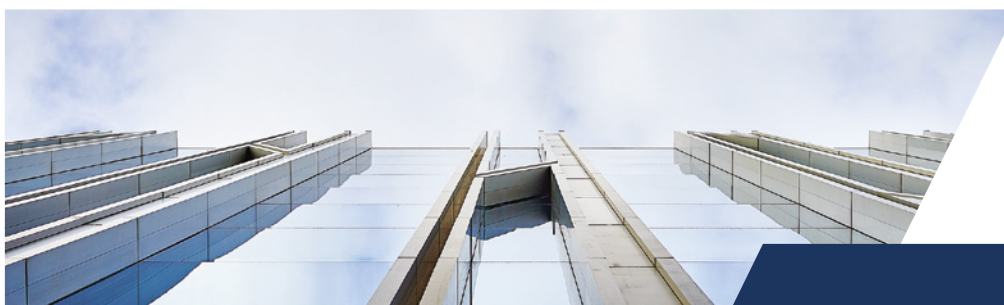
Although Rothschild & Co Asset Management information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

Características específicas para España:

Los organismos de inversión colectiva (OIC) presentados anteriormente están autorizados para su distribución al público por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

En <https://am.eu.rothschildandco.com/fr/> tiene a su disposición ejemplares del folleto, del documento de datos fundamentales para el inversor (DFI PRIIPs, por sus siglas en inglés), y de los informes anuales y semestrales. También puede obtenerse de forma gratuita su versión en papel en inglés o en español, según los documentos, previa solicitud al distribuidor principal ALLFUNDS BANK, S.A., Estafeta 6 - Complejo Plaza de la Fuente - La Moraleja - 28109 Madrid (España).

Rothschild & Co Asset Management - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014



Síguenos en
LinkedIn 

En nuestro sitio web
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management