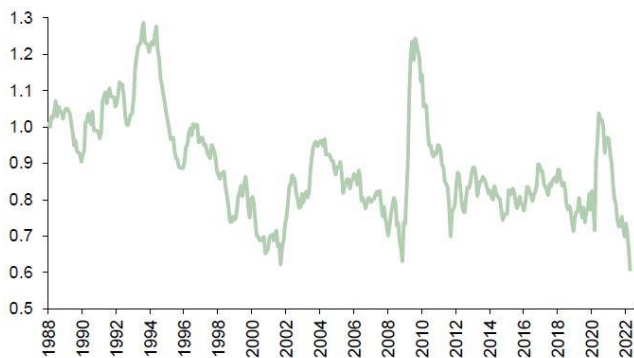


## Sociedades cíclicas europeas: valorizaciones que ya integran un escenario de recesión

Los valores cíclicos europeos presentan desde comienzos de año un bajo rendimiento neto en relación con los valores defensivos. Reaccionando frente a tendencias inflacionistas que se aceleran, algunos inversores temen una modificación radical de la orientación de los bancos centrales, lo que llevaría la economía a una recesión. La guerra en Ucrania, que refuerza las tensiones inflacionistas, y las recientes medidas de confinamiento decretadas en China han venido a exacerbar tales temores. Incertidumbres que han provocado una caída de los valores cíclicos que hoy parece excesiva. La valorización de los valores cíclicos en relación con los valores defensivos en Europa se encuentra actualmente en un nivel similar al alcanzado durante la crisis financiera provocada por la crisis de las subprimes.

Cyclicals (ex-Techs) / Defensive Relative PE



Source : Datastream, BNPP Exane estimates

Las publicaciones trimestrales entregan sin embargo una visión diferente sobre la realidad. Los datos publicados son testimonio de una demanda que sigue siendo fuerte y tendencias que en esta etapa no muestran signos de agotamiento, tal como las publicaciones en abril de los índices PMI para los sectores manufactureros y de servicios en la zona euro, que se mantienen muy positivamente orientados. A pesar de la inflación, las tendencias del consumo siguen siendo positivas y los hogares han aprovechado el ahorro acumulado durante los dos últimos años, mientras que la inversión se beneficia plenamente de los programas estatales de apoyo. Al mismo tiempo, las empresas deben enfrentar el alza del costo de la energía y de las materias primas, así como las perturbaciones que todavía perduran en las cadenas de aprovisionamiento. Las recientes publicaciones de las sociedades cíclicas muestran, sin embargo, que esos efectos negativos han sido compensados por el efecto positivo del apalancamiento operativo y/o de las alzas de precios traspasadas a los clientes.

Tal como lo indicábamos en La Lettre del mes anterior\*, la valorización de los constructores de automóviles integra nuevamente una fuerte baja de la producción de automóviles, dado que la producción mundial de automóviles es 19% inferior al máximo alcanzado en 2018. El sector presenta sin embargo notables características de resiliencia, como lo demuestra el margen operacional récord (16,4%) publicado por Mercedes en su división auto durante el primer trimestre. En la industria, Signify, líder de las soluciones de iluminación, presenta atributos comparables: en condiciones que la sociedad acaba de publicar en el primer trimestre un crecimiento orgánico de 6,4% y un margen operacional sólido de 10,5%, la actual valorización integra

una revisión de las expectativas del volumen de facturación para este año, que es comparable con un escenario como el observado durante la recesión de 2009, asociado con una fuerte contracción de la rentabilidad. Incluso si tal escenario no puede excluirse totalmente, vale la pena precisar que Signify es un actor que se encuentra en el corazón de la transición energética que permite a las empresas, colectividades locales y también a los hogares reducir su consumo de energía y sus emisiones de gases de efecto invernadero.

Los bancos europeos también se encuentran en una situación similar, con bajos resultados del sector después que estallara la guerra en Ucrania. A pesar del aumento de los tipos de interés (+110 puntos de base para los tipos alemán a 10 años desde comienzos del año), lo que tendrá un impacto positivo sobre los ingresos de intereses, algunos inversores se han mostrado muy prudentes, temiendo una fuerte alza del costo del riesgo dado el debilitamiento de la economía que va a afectar la rentabilidad del sector.

Euro Stoxx Bank vs 10Y German bond yield



Source : Bloomberg, data as of 03/05/2022

Sin embargo, las primeras publicaciones en el sector, del Banco Santander, Bankinter o de Lloyds, no presentan degradación en el costo del riesgo. De todos modos es probable que los actores expuestos a Rusia y a Ucrania sufran una degradación al menos temporal de la calidad de sus carteras de crédito. Los bancos europeos presentan actualmente altas ratios de solvencia que les permitirán absorber fácilmente eventuales provisiones.

Las actuales valorizaciones de los bancos reflejan así un aumento del costo del riesgo que no es cierto, sin tomar al mismo tiempo en cuenta el beneficio del aumento de los tipos de interés sobre el margen de interés, que sí es real. Como ilustración, Banco Santander presenta actualmente una ratio Precios/Fondos propios tangibles inferior a 0,6x, en condiciones que el banco tenía previsto realizar este año una rentabilidad sobre fondos propios tangibles superior a 13%.

Nuestras carteras conservan en consecuencia una fuerte exposición a los bancos y también a las sociedades industriales cíclicas descontadas, posicionamiento adaptado al cambio de régimen que está teniendo lugar, caracterizado por un retroceso de la globalización y también por las transformaciones vinculadas con la transición energética y con la digitalización de los procesos industriales, en un mundo marcado por una inflación estructuralmente más alta que durante el régimen precedente.

Fuente:

\*Los riesgos geopolíticos refuerzan el cambio de régimen en curso.

## Advertencia

---

**Ninguna de las empresas mencionadas constituye una recomendación de inversión. La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo. La estrategia está expuesta a un riesgo de pérdida de capital.**

ODDO BHF AM es la división de gestión de activos del Grupo ODDO BHF. Es la marca común de las cinco sociedades de gestión legalmente separadas: ODDO BHF AM SAS (Francia), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (Francia), ODDO BHF AM GmbH (Alemania), ODDO BHF AM Lux (Luxemburgo) y METROPOLE GESTION (Francia).

Las opiniones expresadas en este documento reflejan las expectativas de mercado de METROPOLE GESTION en el momento de su publicación. Pueden variar en función de las condiciones del mercado y METROPOLE GESTION no puede ser considerada responsable contractualmente en ningún caso.

Antes de invertir en cualquier clase de activos, se recomienda encarecidamente que los posibles inversores se informen detalladamente de los riesgos a los que se exponen dichas clases de activos, en particular del riesgo de pérdida de capital.