

ORIENTACIONES Y ESTRATEGIA

BOLETÍN MENSUAL

N.º 197
ENERO DE 2019

Fecha de redacción:
09/01/2019



POR FIN UNA BUENA NOTICIA: SE HA ACABADO EL AÑO 2018...

El mes de diciembre cerró con una sangría un mal año para los mercados financieros: un descenso del 9,18 % del S&P500, lo que equivale al peor mes desde febrero de 2009, una caída del 10 % del barril de petróleo, una de 30 puntos básicos del tipo estadounidense a 10 años...

El mes pasado apuntábamos a la posibilidad de un «rally» en los mercados emergentes, que, si bien se comportaron mejor que los demás (rendimiento del -2,9 % del MSCI EM, ganancia del índice de renta fija en divisas fuertes, alza de las divisas de ME), tampoco resultaron inmunes.

El clima desfavorable imperante desde hace algunos meses se mantiene, pero ¿por las mismas causas? En su gran mayoría, sí, pero mientras que hace algunas semanas las preocupaciones eran sobre todo políticas (EE. UU./China, Brexit, Italia...), ahora han pasado a ser principalmente de carácter fundamental.

Efectivamente, la cuestión principal a día de hoy parece ser la siguiente: ¿cuál será la trayectoria de crecimiento en 2019? Y, sobre todo: ¿cuál será la de EE. UU. tras un año 2018 récord?

Las inquietudes de los inversores se centran en tres temas principales:

- *«El impacto positivo de los estímulos fiscales de Donald Trump se termina y, sin estos, la economía estadounidense experimentará una fuerte ralentización».* No estamos totalmente de acuerdo con esta afirmación; en efecto, según nuestras estimaciones, el impacto fiscal ha contribuido a un crecimiento adicional del +0,7 % en 2018 y tendría que volver a ser positivo en 2019, de en torno al +0,3 % (rebaja de impuestos hasta abril de 2019 y aumento del gasto federal de 36.000 millones en 2019).
- *«El aplanamiento de la curva de tipos estadounidense indica que se aproxima una recesión».* De nuevo, no compartimos los temores del mercado: la curva de tipos puede permanecer plana durante un periodo prolongado sin que ello suponga un problema. Creemos que debemos fijarnos más bien en el diferencial entre el rendimiento del capital y el coste del mismo, y este indicador no señala ningún riesgo a corto plazo.
- *«La Fed ha cometido un error de política monetaria al aumentar los tipos cuando las condiciones financieras se están deteriorando».* Es cierto que la Fed podría haberse tomado un respiro en su ciclo de subidas de tipos dada la fuerte caída de las bolsas, pero para ello habría que tenido que prevenir al mercado. Sin duda, también habría hecho falta que Trump se abstuviera de realizar comentarios en materia de política monetaria. En nuestra opinión, el error proviene más bien de las declaraciones de Jerome Powell en octubre, cuando afirmó que la Fed iría más allá de un tipo neutro.

En general, no estamos fundamentalmente preocupados por la coyuntura mundial y estadounidense en 2019. Es muy probable que habrá una desaceleración, pero no un colapso. Además, la caída muy fuerte del petróleo desde hace tres meses debería de tener un impacto positivo sobre los datos de consumo con un horizonte de mediados de 2019.

Por otra parte, algunos riesgos políticos siguen acechando los mercados: el Brexit en primer lugar, con la votación en la Cámara de los Comunes prevista en la semana del 14 de enero; y las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China. En lo que se refiere al primero, seguimos creyendo que no habrá un «Brexit duro», y en cuanto al segundo, parece que el tono es algo más conciliador.



LA FRANÇAISE
investing together



REPASO A LA RENTA FIJA

RENTABILIDADES DE LA RENTA FIJA EN 2018: UN BALANCE QUE DESAFÍA (UNA VEZ MÁS) LAS LEYES DE CONSENSO

Al final no se produjo ninguna gran conmoción para la deuda pública. En el entorno de mejora de la coyuntura registrada a principios de 2018, muchos (entre ellos, nosotros) preveían un año negro para esta clase de activo. Sin embargo, no fue así.

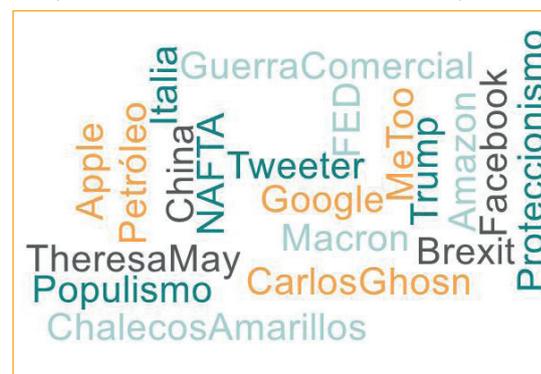
La deuda pública obtuvo finalmente ganancias en 2018. El índice estadounidense logró una rentabilidad del +0,8 % en dólares (índice ML-BOA), algo paradójico cuando la economía se acelera claramente y la Fed ha realizado las cuatro subidas de tipos previstas. En Europa, pese a la ralentización de los indicadores de crecimiento tras el pico de la economía en el último trimestre de 2017, el fin del programa de expansión cuantitativa del BCE auguraba que pronto iban a normalizarse los tipos. No obstante, el segmento terminó con una rentabilidad del +1 % en euros (índice ML-BOA). Entonces, ¿qué factores han desbaratado un proceso que todo el mundo creía que sería fluido?

Una lectura fácil y rápida podría resumir la trayectoria de la deuda pública como un movimiento de vuelta a la seguridad en un contexto de desconfianza hacia los activos de riesgo, al acumularse las fuentes de tensiones (D.Trump, el Brexit, las tensiones comerciales con China, Italia, el petróleo, etc.). No obstante, un análisis más preciso muestra que la caída de las expectativas monetarias es la principal variable que explica los movimientos de tipos durante el periodo.

La cotización del petróleo, lastrada por una marcada aceleración de la oferta, se desplomó. Esto tuvo un impacto notable sobre las variaciones de la inflación, lo que se tradujo en un hundimiento de las expectativas inflacionistas.

Dentro de la zona euro, destacan algunas observaciones, la primera de las cuales es el claro comportamiento inferior de Italia durante el periodo (-1,4 %), lo que demuestra que el mercado no suele remunerar más que raramente a los malos alumnos. La diferencia de rentabilidad es evidente frente a España (+2,6 %) y Portugal (+3,1 %). Otro aspecto que resalta es la rentabilidad de los países centrales de la zona euro, encabezados por Alemania (+2,3 %), que se beneficiaron de su condición de valor refugio: la obligación nominal alemana a 10 años cerró con un rendimiento del 0,23 %.

Podría resumirse brevemente el mercado de renta fija de 2018 como un movimiento de péndulo que ha oscilado de un lado a otro. Tras haber vislumbrado una fuerte aceleración económica, el mercado anticipa ahora una ralentización drástica. La verdad se situará probablemente entre los dos extremos. Así que esperamos que en este nuevo año, el mercado de renta fija se tranquilice un poco y que la valoración de los activos vuelva a situarse en línea con los fundamentos.



REPASO A LA RENTA VARIABLE UN PRINCIPIO DE AÑO EN LÍNEA CON EL FINAL DE 2018

Mientras que en 2018 los mercados emergentes fueron los precursores de la fase de corrección, seguidos de cerca por los índices europeos, la corrección ulterior del mercado estadounidense iniciada el 3 de octubre fue especialmente brusca (-24 % entre el 3 de octubre y el 24 de diciembre). Al empezar un nuevo ejercicio bursátil, la cuestión crucial es saber si estamos cerca de mínimos. En este sentido, los rebotes de las jornadas del 26 de diciembre (NASDAQ +6,16 % y S&P +4,96 %) o del 4 de enero ilustran tanto lo exagerado de la corrección como el riesgo de adoptar una actitud excesivamente defensiva.

Pese al impacto de los algoritmos y de los «momentum traders» en los mercados de renta variable, que amplifican los movimientos más allá de la racionalidad de los fundamentos, ¿qué pistas pueden ayudarnos a evaluar la situación?

El crecimiento económico mundial previsto es de en torno al 3,5 % y se está desacelerando (a diferencia de a principios de 2018, cuando estaba ganando impulso). Aunque el crecimiento mundial apenas ha variado, el europeo ha empeorado considerablemente. El derrumbe del ISM manufacturero en la primera semana de enero (su mayor descenso desde octubre de 2008) confirma la ralentización de la economía estadounidense para 2019 y acrecienta las expectativas de empeoramiento de la economía mundial, con el fin de un largo ciclo de crecimiento previsto para 2020. Esta desaceleración debería de hacer que la economía estadounidense crezca en torno al 2 %, lo cual no es una recesión.

La caída de las expectativas de crecimiento y de los mercados ha hecho disminuir **los tipos a largo plazo** (repliegue a 10 y a 30 años). No obstante, **la relación entre los tipos de interés y la renta variable ha aflojado durante este largo periodo de tipos en torno a cero**. Esta falta de correlación se acentuó en enero de 2018, cuando la rebaja del impuesto de sociedades en Estados Unidos fue financiada por el Tesoro mediante una prima fiscal incorporada en los tipos a largo plazo de la deuda pública. Esto no evitó una nueva racha de caídas de los mercados provocada por el alza de tipos en la reunión de diciembre de la Fed. Esta se encuentra firmemente en una fase de «restricción cuantitativa». Debería de mantener una postura pragmática, pero en este entorno no cabe esperar una expansión de los múltiplos de los mercados bursátiles.

Los beneficios empresariales se han revisado a la baja. Mientras que las estimaciones de beneficios de consenso que utilizamos son de un crecimiento de en torno al 10 % para 2019 tanto en Estados Unidos como en Europa, nuestra estimación de crecimiento de los beneficios para 2019 es más bien del 4%-5%, bajo la hipótesis de una desaceleración.

Por último, **los flujos siguen persistentemente negativos** en este principio de año, con la continuación de las retiradas masivas de fondos en el mercado de renta variable y ninguna señal de compra para los activos de riesgo. La mayor ponderación del efectivo ilustra una clara aversión al riesgo.

Dados estos mercados que vuelven a ser extremadamente volátiles, muchos movimientos nos parecen irracionales o, cuando menos, exagerados. El año 2018 nos mostró claramente que los acontecimientos geopolíticos modifican las expectativas económicas sobre las que basamos nuestras decisiones. Un crecimiento económico que se desacelera, pero positivo, así como la progresión de los beneficios de las empresas por tercer año consecutivo deberían de respaldar un avance de los mercados en 2019 tras una corrección excesiva en 2018. Dicho esto, dada la combinación de estos fundamentos positivos con unas importantes cuestiones políticas sin resolver, se mantendrá **un entorno de fuerte volatilidad y unos mercados seguramente sin una tendencia clara**. Adoptamos una actitud prudente en cuanto a exposición y control del riesgo, manteniendo una selección de títulos basada en el crecimiento y la calidad, que debería de permitir beneficiarse de las oportunidades que presentaron las caídas del 4.º trimestre. No prevemos una inversión de la tendencia a corto plazo, si bien si el pesimismo generalizado ofrecerá, sin duda, algunas oportunidades para reposicionarse.

La información incluida en este documento no constituye asesoramiento en materia de inversiones, una propuesta de inversión ni una incitación de clase alguna para operar en los mercados financieros. Las valoraciones formuladas reflejan la opinión de sus autores a la fecha de publicación y podrán variar posteriormente. En ninguna circunstancia podrá considerarse responsable al Grupo La Française por ningún daño directo o indirecto derivado del uso de la presente publicación o la información que contiene. Están prohibidas la reproducción, total o parcial, la difusión y la distribución a terceros de esta publicación sin previa autorización por escrito del Grupo La Française.



LA FRANÇAISE
investing together

128, bd Raspail 75006 París - Francia
Tel. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480.871.490 Registro mercantil de PARÍS

www.la-francaise.com

Publicación editada por La Française, Sociedad anónima con comité de dirección y consejo de vigilancia, con un capital de 78.836.320 € - N.º registro mercantil: 480.871.490

Director de la publicación:
Laurent Jacquier Laforge y Jean-Luc Hivert
Responsable de redacción:
Caroline Babouillard
Editora jefa: Marion Lévêque
Diseño: Wanda Le Sauze