

ORIENTACIONES Y ESTRATEGIA

BOLETÍN MENSUAL

N.º 193
SEPTIEMBRE DE 2018

Fecha de redacción:
06/09/2018



ITALIA, TURQUÍA, REINO UNIDO, ESTADOS UNIDOS... UN OTOÑO MARCADO POR LA POLÍTICA

Las tendencias de antes del verano se han mantenido en los dos últimos meses, con un comportamiento de nuevo claramente mejor de los mercados de renta variable estadounidenses y unas problemáticas políticas aún muy presentes en el mundo emergente y en Europa. No obstante, el entorno macroeconómico se mantiene generalmente favorable en la mayoría de zonas del mundo, excepto algunos países de mercados emergentes, si bien la dinámica ha aflojado con respecto a principios de año.

Italia estará en el centro de las miradas este trimestre, a la espera de las propuestas relativas a sus presupuestos para 2019. Dado el entorno de discrepancias políticas entre los líderes Salvini y Di Maio por una parte y Tria y Conte por otra, la fuerte incertidumbre sobre los presupuestos, la revisión a la baja del crecimiento y el riesgo a medio plazo de nuevas elecciones, aunque el mercado parezca integrar a día de hoy cierta prima de riesgo, seguimos evitando invertir en Italia.

En cuanto al tema del proteccionismo, Trump mantiene su tono agresivo frente a China. El 5 de septiembre termina la consulta pública relativa a los aranceles sobre importaciones por valor de 200.000 millones de dólares, y hay pocas dudas sobre cuál será el resultado de la consulta. Como los chinos seguramente anunciarán represalias por su parte, es improbable que la situación se estabilice a corto plazo. Asimismo, subsiste la incertidumbre relativa al TLCAN, con unas acaloradas discusiones entre los Estados Unidos y Canadá; también hay unas tensiones similares entre Washington y Bruselas, cuando tan solo hace algunas semanas las conversaciones permitían esperar una conclusión favorable.

Otro factor de incertidumbre es el Brexit, a medida que los plazos para llegar a un acuerdo se reducen a ojos vista. Pese a las palabras tranquilizadoras de Michel Barnier, recordando que están dispuestos a proponer un acuerdo con un nivel de colaboración del que ningún país tercero ha podido beneficiarse, las posiciones de los dos campos siguen aún muy alejadas en los asuntos más sensibles (frontera irlandesa, libre circulación de personas, etc.), y la posición de Theresa May dentro de su propio partido aún es muy delicada.

También son de actualidad los mercados emergentes, con una situación que empeora sin cesar en Argentina y en Turquía. Si bien la posición argentina debería de estabilizarse gracias al FMI, la evolución de Turquía dependerá en gran medida de la voluntad de sus instituciones; la inflación galopante y una moneda en caída libre exigen una reacción firme del banco central y, por lo tanto, que Erdogan acepte finalmente un poco más de ortodoxia monetaria.

En este contexto muy incierto, mantenemos actualmente unas convicciones muy moderadas: una exposición a renta variable próxima a los índices de referencia, una infraponderación reducida en los tipos «core» y unas apuestas muy específicas en los mercados emergentes. En cambio, mantenemos nuestra perspectiva positiva acerca de las tasas de inflación de equilibrio, que no han reaccionado ante el alza de las perspectivas de inflación desde principios de año.



LA FRANÇAISE
investing together



REPASO A LA RENTA FIJA

50,1
PMI
manufacturero
italiano
en agosto de 2018

Los mercados de deuda emergente fueron muy volátiles en agosto. Las primas de riesgo alcanzaron un máximo de 375 p.b. el 13 de agosto (frente a 284 el 31/12/2017), en paralelo con el último movimiento de desplome de la moneda turca, que también alcanzó por su parte un mínimo frente al dólar de EE. UU. del 7,23 (un 50 % de depreciación frente al USD). A la debilidad macroeconómica, la inflación superior al 16 % y el déficit exterior de -5 % del PIB se añade la pérdida de credibilidad en la gestión del gobierno: Turquía ha entrado en un conflicto político con los Estados Unidos que se ha saldado con sanciones comerciales sobre el acero y el aluminio. La exposición de los bancos europeos a Turquía, así como las relaciones comerciales existentes, no suscitan un riesgo de contagio en estos momentos.

A 30 de agosto de 2018, la prima de riesgo de los ME había vuelto a los 360 p.b. Los riesgos a los que se expone esta clase de activos subsisten: tensiones comerciales y políticas, incluso si desde mediados de agosto ha habido cierta distensión. Para que esta perdure y respalde las valoraciones, Turquía tendrá que adoptar un plan de resoluciones lo antes posible, y Argentina tendrá que mostrarse con el FMI de su parte para ganarse de nuevo la confianza de los mercados.

En Italia, se esperan con gran atención los presupuestos que se presentarán en otoño: ¿en qué medida utilizará el gobierno italiano su margen de maniobra presupuestario hasta el límite máximo del 3 % impuesto por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento? La previsión de la ratio déficit/PIB antes de formarse un gobierno era del 0,8 % para 2019; 2,2 % sería una cifra más «razonable». Sea cual sea la magnitud del déficit, el excedente primario resultará afectado, lo que no favorecerá la trayectoria de la deuda, con mayor motivo teniendo en cuenta que se ha revisado a la baja el crecimiento. El cambio de tendencia de la volatilidad de los tipos de interés agravará la carga de la deuda. Aunque el posicionamiento del mercado y la valoración son más benignos que en los días anteriores a la crisis de mayo, será difícil encontrar a compradores marginales, tanto más cuanto que los inversores internacionales han vendido unos volúmenes récord de bonos BTP desde mayo y que el BCE pondrá fin a sus compras en diciembre.

Nuestra perspectiva fundamental es negativa y no esperamos que la situación política se calme a corto plazo: el partido de Salvini, La Liga, está en cabeza de todas las encuestas. El borrador de los presupuestos debe entregarse a las instituciones europeas el 15 de octubre, una vez se haya presentado al parlamento italiano, y estas empezarán a dar sus recomendaciones en noviembre. El riesgo de nuevas elecciones no puede descartarse.

Ratio deuda/PIB



REPASO A LA RENTA VARIABLE

A principios del verano, nuestra actitud táctica era prudente y fundamentalmente positiva. Dos meses más tarde, se vislumbran de nuevo nubarrones en el horizonte.

El Banco Central Europeo, en su declaración de política monetaria, identificó dos riesgos principales: «La amenaza del proteccionismo» y «la volatilidad del mercado financiero»

En el plano macroeconómico, los indicadores han seguido deteriorándose en la mayor parte de las regiones del mundo. Particularmente en Europa, Francia ha reducido sus previsiones de crecimiento del PIB en 0,3 puntos para 2018 y en 0,2 para 2019, y Alemania ha registrado un descenso de los pedidos industriales.

■ «La amenaza del proteccionismo»

La 1.ª ronda de la guerra comercial ya está en marcha, tras la segunda parte de 50.000 millones de importaciones que acaba de entrar en vigor. Esto eleva el total de transacciones bilaterales gravadas a 190.000 millones de dólares. La 2.ª ronda podría ser aún más importante y afectar a bienes por un valor de 260.000 millones. Por último, aunque el riesgo de aranceles sobre los automóviles parece alejarse, estos podrían afectar a 360.000 millones de dólares de importaciones estadounidenses. Este pulso entre los Estados Unidos y sus socios comerciales afecta la confianza de las empresas, cuyas inversiones se han reducido considerablemente desde el inicio de la guerra comercial.

■ El riesgo político o «la volatilidad del mercado financiero»

Italia seguirá siendo el principal motivo de inquietud del BCE. Aparte de los problemas estructurales de la economía italiana, la llegada al poder de una coalición euroescéptica contribuye a desestabilizar la zona euro. La 1.ª versión de los presupuestos de 2019 debe presentarse para el 27 de septiembre. Salvini aboga por un mayor gasto presupuestario con el fin de aumentar el gasto social, reducir los impuestos y financiar grandes proyectos de infraestructuras. Estas reivindicaciones ejercen presión sobre la deuda italiana y, por extensión, a la de toda la zona euro.

■ Divergencia en el comportamiento de los mercados estadounidenses y los europeos

Pese a una apreciación del dólar desde principios de año, el S&P500 ha superado la rentabilidad del Stoxx Europe 600 en más de 13 puntos (en EUR). La comparación es aún más llamativa frente a los mercados emergentes. Los inversores, hoy más que nunca, parecen buscar refugio en el mercado de EE. UU.

El europeo sigue siendo atractivo, con una valoración de 13,7 veces los beneficios de los próximos 12 meses frente a una media de 14,5 a cinco años. La de los EE. UU. es de 17 veces frente a una media histórica de 16,4.



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

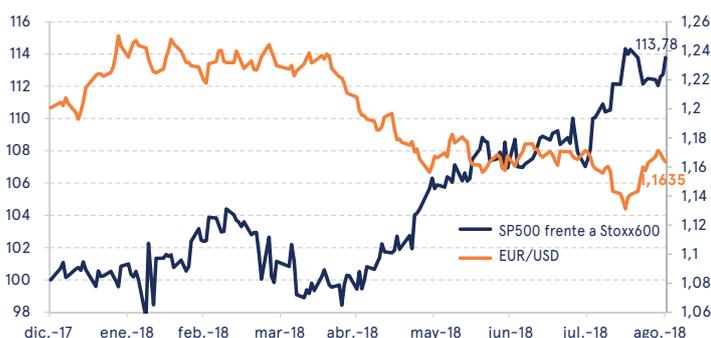
www.la-francaise.com

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

XX2105 - Septiembre de 2018

S&P500 frente a Stoxx600 YTD (índice base 100, en EUR)



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. Queda prohibida la reproducción, total o parcial, la difusión o la distribución a terceros de esta publicación sin previa autorización por escrito del Grupo La Française.