ORIENTACIONES Y **ESTRATEGIA**

BOLETÍN MENSUAL

N.° 188
MARZO DE 2018

Fecha de redacción:
08/03/2018

REGRESA **LA VOLATILIDAD**

Como ya habíamos apuntado varias veces en las últimas semanas, el mes de febrero estuvo marcado por un **brusco regreso de la volatilidad.** Aparte de los factores técnicos que han podido desencadenar este movimiento (Véase el Flash de noticias), analicemos los motivos fundamentales que podrían explicar el parón reciente de la buena tendencia de los mercados de renta variable desde finales del verano de 2017:

- **¿La subida de los tipos?** Sin duda, no es una buena noticia, pero está justificada en el contexto del crecimiento mundial y normalización monetaria imperante. Además, es difícil imaginar que un alza de 50 puntos básicos de los tipos, suponiendo que la amplitud del movimiento siga siendo moderada, pueda tener un impacto muy negativo sobre los beneficios. No creemos que esta alza vaya a poner en peligro la buena situación del sector inmobiliario ni a tener un impacto potencial consecuente sobre la refinanciación de las empresas estadounidenses.

- **¿El alza de la inflación?** La relación entre la inflación y los beneficios empresariales no es evidente. Puesto que las acciones son activos reales, deben beneficiarse de la inflación a través de un incremento de los beneficios. Dicho esto, esta constatación solo se cumple hasta cierto punto, puesto que una inflación demasiado elevada aumenta la incertidumbre y, por ende, las primas de riesgo. Históricamente, las valoraciones de los mercados se encuentran en máximos a unos niveles de inflación del 3 % o el 3,5 %. Ahora bien, la inflación, aunque está recuperándose, está lejos de esta tasa, por lo que no constituye ningún riesgo.

- **¿La reducción del exceso de liquidez?** Hay que tener en cuenta que de manera global, los balances de los bancos centrales aún están ampliándose y que esta situación se mantendrá como mínimo hasta finales de año. No prevemos una retirada drástica del exceso de liquidez a corto o medio plazo.

- **¿La política proteccionista de Donald Trump?** Hay que considerar con algo de perspectiva los anuncios recientes: incluso si entran en vigor, solamente tendrían un impacto moderado sobre el crecimiento a través del comercio mundial, e históricamente no han solido provocar una escalada de las medidas proteccionistas. No obstante, habría que permanecer atentos si estas medidas se aplicaran a sectores clave.

Por todo ello, mantenemos el optimismo acerca de los mercados de renta variable a medio plazo y consideramos el fuerte ajuste de las valoraciones como una oportunidad. Por otra parte, mantenemos un sesgo ligeramente alcista sobre las tasas de inflación de equilibrio y la renta fija de manera general.

LA FRANÇAISE
investing together

REPASO A LA RENTA FIJA

Lo que ha impulsado la volatilidad de los mercados de renta variable han sido los fuertes temores inflacionistas, pero la evolución del mercado de bonos indexados a la inflación refleja un panorama más moderado.

En efecto, el último movimiento de subida de los tipos nominales de base que arrancó a principios de diciembre obedeció bastante más al aumento de los tipos reales que al aumento de la inflación prevista. Los tipos reales respondieron a las revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento. Por consiguiente, las valoraciones siguen atractivas en cuanto a las tasas de inflación de equilibrio y estamos convencidos de que su rebote irá acompañado de sorpresas al alza en la publicación de los datos de inflación en Estados Unidos este año: en particular, la inflación subyacente, cuyas expectativas siguen siendo moderadas, debería de verse impulsada por el ciclo económico. La curva de las tasas de inflación de equilibrio sigue plana en estas dos zonas y la prima de los vencimientos más largos nos sigue pareciendo muy baja en vista de la dinámica del ciclo económico en curso. Por consiguiente, mantenemos el optimismo acerca de las tasas de inflación de equilibrio de EE. UU. y en euros y preferimos los vencimientos largos.

2,1 %
frente a
1,9 %
de la inflación total de EE. UU.

El nuevo presidente de la Reserva Federal estadounidense se ha estrenado en su cargo y ya ha ratificado su confianza en el ritmo de inflación futuro. **Cada vez más miembros de la Fed abogan abiertamente por la necesidad de un mayor endurecimiento monetario.** Estamos de acuerdo: la reforma fiscal votada en diciembre va acompañada de nuevas medidas de gasto público desde principios de año y estos dos factores, que la Fed debe tener en consideración, deberían de favorecer la revisión al alza de sus perspectivas de crecimiento del PIB para 2018; es de prever que se acelere la inflación así como la inflación salarial en vista de las tensiones del mercado laboral, lo que daría más motivos para normalizar un poco más rápidamente la política monetaria. Por consiguiente, los tipos estadounidenses a corto plazo deberían de seguir repuntando. No obstante, la Fed, como los demás bancos centrales de los principales países desarrollados, estará atenta a cualquier subida demasiado brusca de los tipos que pueda poner en peligro la dinámica de crecimiento.

En la zona euro, los tipos reales siguen muy bajos frente al resto del mundo y en vista de la coyuntura: como en los Estados Unidos, su normalización irá de la mano del fin del programa de expansión cuantitativa del BCE. Sus bajos niveles los hacen vulnerables a cualquier comunicación en este sentido del BCE y a los acontecimientos al otro lado del Atlántico.

Nuestro escenario de base sigue siendo de revinculación de los tipos de los principales países con los fundamentos económicos, pero esto no se producirá en línea recta.

Subida de los tipos reales (08/03/2018)

(Fuente: copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.)

* Swap inflación 10 años EE. UU.
** Tipo nominal 10 años EE. UU.
*** Tipo real 10 años EE. UU.

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.

REPASO A LA RENTA VARIABLE

306.000
millones $

Coste de los daños causados por el cambio climático en EE. UU. en 2017*

*Fuente: Climate Migration. En 2017, una racha de desastres climáticos –seis grandes huracanes en el Atlántico, incendios forestales en el Oeste, terribles deslizamientos de tierra, récords máximos de temperatura en todo el país– causaron daños y más de 300 muertos. Después del huracán María, 300.000 puertorriqueños huyeron a Florida, y los expertos en desastres estiman que el clima y fenómenos meteorológicos provocaron el desplazamiento de más de un millón de americanos de sus hogares el año pasado. Y esto solo puede ir a peor: las migraciones Y el clima.

Todo había empezado bien en un entorno sin ninguna ruptura importante con respecto a 2017: anticipábamos una progresión de los mercados bursátiles, acompañada de un crecimiento mundial sincronizado que respaldara la actividad y los márgenes de las empresas, y por consiguiente un incremento de en torno al 10 % de los beneficios por acción bastante homogéneo entre las distintas zonas geográficas.

Hasta el 26 de enero, los mercados de renta variable registraban unos avances sostenidos e ignoraban relativamente las subidas de los tipos y del tipo de cambio euro/dólar. **Ese día el estado de ánimo dio un vuelco y se produjo una corrección de en torno al 10 % en los mercados de acciones.** Los tipos europeos permanecieron estables (1,01 % la deuda pública francesa a 10 años a finales de febrero), pero la atención se centró en el discurso de Jerome Powell, el nuevo presidente de la FED, que insinuó que habría varias alzas de tipos en 2018, y en la subida del tipo a 10 años estadounidense (+0,15 puntos en un mes hasta el 2,87 % el bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años). Los mercados reaccionaron ante este cambio de tendencia con un brusco aumento de la volatilidad, amplificado por factores técnicos. La combinación del alza de los tipos y el repunte de la volatilidad llevaron lógicamente a unas tasas de actualización más elevadas de los beneficios futuros, y por consiguiente a una corrección.

Los mercados parecen ahora haber asimilado este cambio de dinámica, pero pese a una ligera recuperación desde finales de la primera semana de febrero, los inversores se mantienen cautelosos. Es cierto que continúan las tensiones sobre los tipos de interés, así como las inquietudes relativas a una posible aceleración de la inflación; también que los indicadores adelantados del crecimiento económico tocan techo desde hace algunos días, pero lo hacen a un nivel elevado, coherente con un crecimiento mundial aún superior al 4 % para todo el año, y las publicaciones de resultados de 2017 presentan una tendencia positiva. Al cierre del 1 de marzo, un 76 % de las empresas del Stoxx 600 y un 97 % de las del S&P500 habían publicado sus resultados. Las cifras de negocio superaban en su mayoría las expectativas, así como los resultados netos a ambos lados del Atlántico. En Europa, tras un inicio de temporada desigual, las publicaciones han mejorado hasta alcanzar un nivel de sorpresas positivas equivalente al del 4.° trimestre de 2016. En cambio, las previsiones comunicadas por las empresas son inferiores a los objetivos indicados los trimestres anteriores (un 30 % por debajo de las previsiones frente al 11 % del 2.° trimestre de 2017, por ejemplo). En este contexto de temores de tensiones inflacionistas y numerosas publicaciones de resultados, los sectores sensibles a los tipos (de duración larga) registraron una caída en febrero.

La cautela de los inversores también responde en gran medida a la intensificación de las tensiones políticas, en particular las generadas por el presidente Trump con su advertencia sobre un aumento futuro de los aranceles, que podría lastrar al comercio mundial. Habíamos subrayado este riesgo relativo a los tratados comerciales, que ahora se ha materializado. Las medidas anunciadas solo deberían de afectar las importaciones de acero y aluminio (con algunas excepciones) y podrían entrar en vigor a finales de marzo. No obstante, las declaraciones de Trump junto con la reciente dimisión de su asesor económico de la Casa Blanca, Gary Cohn, permiten prever un posible endurecimiento de las condiciones de comercio con Estados Unidos y de manera apenas velada, la relación comercial, financiera y de competencia con China. Esta dimisión aumentará el riesgo, generando presiones sobre los mercados de renta variable, el dólar estadounidense y por consiguiente el yen y, por último, sobre las acciones asiáticas.

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 78.047.940 € - N.° registro mercantil: 480.871.490
Directora de la publicación: Pascale Auclair
Responsable de redacción: Caroline Babouillard
Editora jefe: Marion Lévêque
Diseño: Sylvia Chadi

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.