

ORIENTACIONES Y ESTRATEGIA

BOLETÍN MENSUAL

N.º 189
ABRIL DE 2018

Fecha de redacción:
06/04/18



PROTECCIONISMO

Los temores proteccionistas volvieron bruscamente a un primer plano a finales de febrero, tras las decisiones adoptadas por el presidente estadounidense. Inicialmente anunció la imposición de aranceles sobre el aluminio y el acero (un 10 % y un 25 % respectivamente) y a continuación apuntó a China, con un arancel del 25 % sobre un conjunto de importaciones chinas por valor de 60.000 millones de dólares.

El impacto sobre los mercados fue considerable, con una fuerte caída de la renta variable, un descenso de los tipos y una ampliación de los diferenciales de crédito. La volatilidad debería de seguir elevada a corto plazo por las precisiones que se esperan sobre los productos afectados y las medidas de represalias por parte de China.

¿Ponen en peligro estas noticias el escenario positivo de crecimiento mundial? ¿Se trata del inicio de una guerra comercial o únicamente de un juego político de EE.UU. en preparación de las elecciones de mediados de legislatura?

- Las medidas adoptadas sobre el aluminio y el acero no tendrán un impacto significativo sobre el crecimiento, puesto que las importaciones combinadas de estas dos materias primas no representan más que el 0,5 % del PIB estadounidense. Los únicos sectores que podrían resultar afectados son los del automóvil y la construcción.
- Los aranceles impuestos a los productos chinos tampoco deberían de hacer peligrar la tendencia del crecimiento estadounidense o chino. Un 25 % de 60.000 millones de dólares de importaciones representa 15.000 millones de dólares de impuestos efectivos sobre las importaciones chinas hacia EE. UU., que ascienden a unos 450.000 millones de dólares, es decir en torno a un 3 % de impuestos. Varios estudios estiman que esto tendrá un impacto de aproximadamente un 1 % sobre los beneficios de las empresas estadounidenses.
- Inicialmente China no reaccionó ante los primeros anuncios, pero finalmente decidió tomar represalias por unos importes equivalentes.
- ¿Puede ir Trump más allá? Es probable que en tal caso choque con presiones políticas de los *lobbies* y el Congreso, que en general están más a favor del libre comercio. No obstante, este escenario no puede descartarse por completo, aunque una guerra comercial abierta con China parezca poco racional.

Sorprendentemente, las expectativas de inflación no se beneficiaron de estas noticias. El mercado parece temer más una recesión que un periodo de estanflación, que sería, sin embargo, la consecuencia lógica de una guerra comercial.

Por consiguiente, en estos momentos, el impacto sobre el crecimiento mundial nos parece moderado. Los recientes datos de actividad peores de lo previsto tampoco nos llevan a cuestionarnos nuestro escenario, puesto que aún son muy compatibles con un crecimiento mundial de en torno al 4 %.

Por lo tanto, mantenemos una perspectiva positiva a medio plazo ante el mercado de renta variable, actualmente poco cara con respecto a otras clases de activos; asimismo, mantenemos una posición ligeramente alcista en los tipos y las tasas de inflación de equilibrio.



LA FRANÇAISE
investing together



UNA PRIMA Y UNOS TIPOS REALES ATRACTIVOS EN LOS MERCADOS EMERGENTES

La deuda emergente en monedas locales, un verdadero potencial de rentabilidad.

Después de tres años de ajustes (de 2013 a marzo de 2016), las economías emergentes recuperaron una buena tónica en lo que se refiere a actividad, equilibrio de las cuentas tanto internas como externas y acumulación de reservas.

Las perspectivas macroeconómicas para el año 2018 son positivas. El crecimiento será seguramente mayor que en 2017 en el conjunto de los países emergentes (según JPMorgan, un 5 % en 2018 frente a un 4,8 % en 2017). América Latina sería la región que registraría el mayor rebote con respecto a 2017 (de un 1,7 % a un 2,8 %). La inflación en el conjunto de los mercados emergentes es moderada (un 3,3 % de inflación media en 2017 en los ME, entre ellos, un 2,9 % en Brasil y un 2,5 % en Rusia). Por último, los niveles de endeudamiento público siguen siendo muy bajos en relación con los países desarrollados.

Nuestro escenario macroeconómico para esta clase de activos es positivo.

Pese a unas perspectivas muy prometedoras para la renta fija emergente, el hecho de que peligren acuerdos comerciales como el TLCAN, los temores de guerra comercial debido a medidas o amenazas proteccionistas de los EE. UU. así como las expectativas de una normalización más rápida de la Fed han contribuido globalmente a debilitar las perspectivas iniciales en las últimas semanas.

Actualmente creemos que estas inquietudes ya han sido asimiladas por los mercados y que no deberían de cambiar fundamentalmente nuestro escenario central.

Nuestras estrategias de inversión se centran en la deuda en monedas fuertes (euro y dólar estadounidense) así como en los tipos locales con o sin riesgo de cambio, según el caso.

La prima de riesgo de la deuda externa en dólares estadounidenses es actualmente de en torno al 3 % según el índice JPMorgan Global diversified. La media histórica desde 2004 hasta la actualidad es del 3,25 %, con un mínimo del 1,67 % en junio de 2007. Esta prima de riesgo representa hoy en día un 53 % del rendimiento de esta clase de activos. En un contexto de tipos de base reducidos, los bonos en monedas fuertes ofrecen un excedente de rentabilidad sobre el riesgo país, con unos buenos fundamentos.

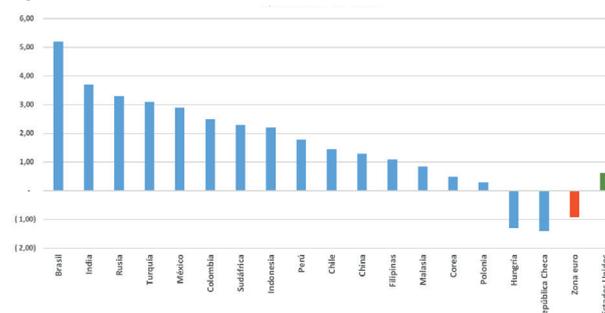
La deuda pública en monedas locales aún es más interesante. Se trata de un mercado en fuerte expansión en todos los países emergentes. En términos reales², los tipos locales son en su gran mayoría positivos del 1 % al 5 %. Las curvas de tipos son en muchos casos inclinadas, por lo que ofrecen más oportunidades en los tramos intermedios y largos. Estas estrategias pueden cubrirse frente al riesgo de cambio, y en tal caso se beneficiarán exclusivamente del riesgo de sensibilidad; o bien pueden llevar aparejado el riesgo de cambio y se beneficiarán además de un «carry» nominal muy atractivo.

Las divisas de los mercados emergentes fueron las variables de ajuste para estas economías durante los años 2013-2016. Muchas de ellas están actualmente infravaloradas en cuanto al tipo de cambio efectivo real, por lo que presentan un verdadero potencial de rentabilidad, habida cuenta de los buenos resultados económicos de estos países.



La prima de riesgo⁽¹⁾ representa un **53 %** del rendimiento de los bonos emergentes

Tipos reales a 5 años



(Fuente: Bloomberg, LFAM)

(1) Bonos emergentes en divisas fuertes

(2) Diferencia entre los tipos nominales a 5 años y la inflación prevista a 12 meses

HACIA UNA ECONOMÍA BAJA EN CARBONO

En la actualidad y seguramente durante mucho tiempo, consideramos que el cambio climático es un elemento clave que marca nuestra evolución económica y social.

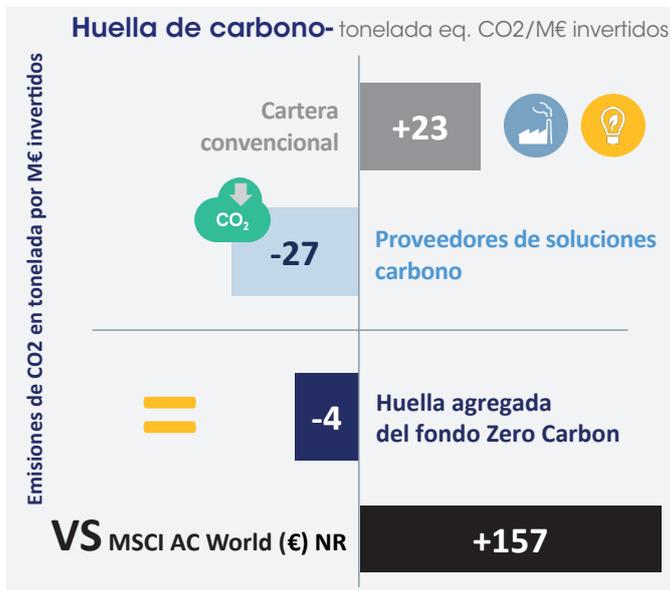
La urgencia es un factor crucial. Nos enfrentamos a las consecuencias catastróficas del cambio climático y hacen falta acciones inmediatas para adaptarse a esta nueva realidad. La Agencia Internacional de la Energía estimó en 2014 que habría que invertir 53 billones de dólares estadounidenses para 2035 para alcanzar los objetivos fijados por el COP21, que ofrecen una oportunidad de evitar lo peor en cuanto al calentamiento global. Es inconcebible movilizar esta cantidad de capital sin la ayuda del ahorro de los hogares. La función de las finanzas en la lucha contra el cambio climático es orientar el ahorro hacia empresas que contribuyan a reducir las emisiones de carbono para limitar el calentamiento a un máximo de dos grados (límite de calentamiento fijado por el COP21). Ahora bien, la trayectoria estimada de los índices bursátiles implica actualmente un calentamiento de al menos cuatro grados.

Para evitar lo peor, no solamente tenemos que ralentizar las emisiones de dióxido de carbono, sino además reducir las emisiones actuales en torno a un 60 % entre ahora y 2050.

Consideramos que este objetivo es perfectamente compatible con nuestro deber fiduciario como gestores: proteger los ahorros que se nos han confiado y limitar los costes derivados de los riesgos relativos al cambio climático.

Es aún más compatible gracias a nuestro análisis estratégico de empresas, basado en la medición de la **innovación** y la **capacidad de adaptación y reacción**, que nos permite identificar algunas asombrosas oportunidades de generación de valor relativas a temas de inversión como la electrificación, la optimización de la asignación de recursos y las tecnologías limpias o cleantech.

Por estos motivos, hace tres años iniciamos el fondo mundial «Zero Carbon». Este fondo temático mantiene una huella de carbono neutra mediante la inversión en empresas que generan valor gracias a la transición energética. Nuestra estrategia de inversión se centra en empresas que ofrecen soluciones energéticas que generan crecimiento adicional gracias a sus tecnologías, facilitando la transición hacia una sociedad



baja en carbono. Abarca temas clave como la digitalización, la automatización y las energías renovables. El fondo invierte también en empresas que, gracias a la reducción de su huella de carbono, obtienen una ventaja competitiva de costes y productividad.

El carácter de «Impacto» de este fondo responde a la combinación de la intención indicada de reducir las emisiones de carbono del capital invertido y a la posibilidad de medirlo. Nuestro objetivo es asociar un rendimiento medioambiental a un rendimiento financiero y demostrar así que movilizar el ahorro para la lucha contra el cambio climático puede generar una rentabilidad financiera.

Rentabilidad del fondo Zero Carbon en un año móvil



(Fuente: 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 78.047.940 € - N.º 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.