

ORIENTACIONES Y ESTRATEGIA

BOLETÍN MENSUAL

N.º 191
JUNIO DE 2018

Fecha de redacción:
06/06/2018



LA HORA DE LA POLÍTICA

No vamos a repasar de nuevo las distintas etapas que han permitido finalmente a la clase política italiana formar un gobierno, que ya hemos analizado en otras comunicaciones específicas (véase el documento flash del 30 de mayo de 2018). La situación parece actualmente estabilizada, por lo menos a corto plazo, y creemos que cabe destacar algunos aspectos:

- Los dos partidos de la coalición de gobierno, el movimiento 5 Estrellas y la Liga, no contemplan en su discurso la salida de la zona euro. Critican su mal funcionamiento pero no han sido elegidos con base a un programa de salida;
- Las encuestas muestran que una gran mayoría (en torno a dos tercios) de los italianos desean mantener la moneda única;
- La reforma constitucional de 2012 prohíbe celebrar un referéndum sobre la pertenencia a la zona euro.

Por todos estos motivos, excluimos un escenario de salida de Italia de la zona euro. No obstante esta convicción, no hay que olvidar que el programa económico del gobierno seguramente llevará, con toda probabilidad, a unas discusiones difíciles con las autoridades europeas en los próximos meses. Por lo tanto, no implica un riesgo sistémico pero tampoco genera apetito por los títulos italianos a largo plazo, que deberían de seguir volátiles.

Por otra parte, esta crisis soberana europea se produce en un entorno de crecimiento que, aunque menos dinámico que a finales de 2007, mantiene una buena tendencia en la mayoría de países desarrollados. En este sentido, es de destacar la fuerza del crecimiento estadounidense. En este contexto favorable, será interesante observar el comportamiento de los bancos centrales al repuntar la inflación, dados los efectos de base positivos derivados de las materias primas así como las tensiones del mercado laboral en algunos países. Los comités respectivos de los tres principales bancos centrales se reunirán en junio, y tendrán ocasión de hablar de nuevo el 18 de junio en Sintra.

También hay que mencionar de nuevo la guerra comercial latente y aún en curso entre los Estados Unidos y el resto del mundo. Más allá de su constante escenificación, las declaraciones de Trump tienen cada vez menos impacto sobre los mercados financieros, si bien ello no significa que esto seguirá siendo así a medio plazo. Por consiguiente, tenemos un posicionamiento bastante prudente en los mercados de renta variable, que, por otra parte, resistieron sorprendentemente bien durante el mes de mayo.

Por último, creemos que hay que aprovechar el periodo de volatilidad de mayo para consolidar algunas de nuestras convicciones principales. Así, aumentamos nuestras posiciones en las tasas de inflación de equilibrio y en las posiciones vendedoras de los tipos «core». También incrementamos ligeramente nuestras posiciones en deuda subordinada bancaria, principalmente en títulos a corto plazo.



LA FRANÇAISE
investing together



REPASO A LA RENTA FIJA

EFECTO MARIPOSA

En mayo se produjo un brusco regreso de la aversión al riesgo. Aunque habían afectado poco los mercados, los resultados de las elecciones italianas provocaron finalmente, por efecto de contagio, unas fuertes caídas de los activos, principalmente de la renta fija.

Teníamos posiciones en deuda periférica a corto plazo, que conservamos durante el episodio de tensiones. Nuestro objetivo será ajustar las posiciones en Italia según las fases de agitación y de tranquilidad futuras, sobre todo debidas a las dificultades que tendrá el gobierno para poner en marcha su programa.

El tipo alemán a 10 años perdió hasta 30 p.b. desde el máximo de mediados de mayo y se negoció al 0,20 %, beneficiándose de un movimiento de huida hacia la calidad en la zona euro. Efectivamente, parece lógico que la valoración actual de la referencia que representan los tipos alemanes sea más baja debido a un posible impacto, por limitado que sea, sobre el crecimiento de la zona euro y a un posible retraso en la comunicación del BCE acerca del abandono de la política de expansión cuantitativa. No obstante, en un escenario que excluye una situación de riesgo sistémico en Italia, la trayectoria económica de la zona euro y, por ende, la política monetaria del BCE no tienen por qué desviarse fuertemente de su curso. Paradójicamente, el día después de la fuerte caída del tipo del bono alemán a 10 años al 0,20 %, el miércoles se publicó el dato de inflación de Alemania del 2,2 % interanual, bastante superior al 1,8 % previsto. El nivel de los tipos de base nos parece definitivamente demasiado bajo.

Incluso después de su corrección reciente, el precio del petróleo en euros ha avanzado un 13 % desde principios de 2018, lo que tiene unos efectos de base positivos para el conjunto del año (si los precios se estabilizan). La inflación prevista a 5 años es actualmente del 1,45 % en la zona euro, mientras que la inflación total debería de mantenerse cerca del 2 % para el verano, algo que los mercados solamente descuentan de manera muy parcial. En los Estados Unidos, algunos factores específicos (guerra de precios en el sector de telecomunicaciones, reducción del precio de los medicamentos) afectaron negativamente la inflación en el segundo trimestre de 2017 y han generado un efecto de base positivo en 2018. Durante el verano, la inflación interanual estadounidense, en un contexto de guerra comercial de EE. UU. contra el resto del mundo y de tensiones en el mercado laboral, repuntará hacia el 3 % e impactará al alza la previsión de inflación, actualmente del 2,1 % a un plazo de 10 años. Mantenemos una perspectiva positiva acerca de las tasas de inflación de equilibrio de EE. UU. y Europa.



Inflación ZE del 1,9 % y/y
(contra el 1,6 % previsto y el 1,2 % del mes anterior)

Evolución de la inflación en la zona euro



(Fuente: Bloomberg, datos a 31 de mayo de 2018)

REPASO A LA RENTA VARIABLE NO HAN APRENDIDO NADA NI OLVIDADO NADA ⁽¹⁾

La zona euro es una potencia económica, pero su supervivencia depende de su capacidad para adoptar una política económica común. Los inversores han asimilado esta lógica desde la crisis griega de 2011-2012: ¿cuál es la cohesión del sistema del euro?, ¿cuál es el riesgo de que estalle?, ¿es Italia su talón de Aquiles?

A los mercados de renta variable no les gusta la incertidumbre, y la política italiana ha sido motivo de agitación últimamente. Así, el rendimiento del bono italiano a 10 años aumentó en 98 p.b. hasta el 3,44 %, la Bolsa de Milán perdió hasta en torno a un 6 % y los bancos italianos, que soportan una parte importante de la deuda pública italiana (más de 600.000 millones de euros), resultaron especialmente afectados. El 30 de mayo, la calma volvió a los mercados cuando el movimiento 5 Estrellas (M5S) y la Liga Norte (LN) consiguieron formar un gobierno con la aprobación del presidente italiano. Hizo falta este episodio político insólito para que los mercados volvieran a tener en cuenta la dimensión política y añadieran un nuevo elemento de riesgo a la cuestión de la cohesión de la zona euro. Pese a la brusquedad de este incidente, la renta variable se mantuvo relativamente al margen y tampoco tuvo un efecto significativo sobre el euro, mientras que, al mismo tiempo, el presidente español perdía una moción de censura de su parlamento. Los mercados europeos finalmente se recuperaron, el euro repuntó a 1,16 frente al dólar y los rendimientos de la renta fija aflojaron.

Esta capacidad de absorción del evento por parte de los mercados bajo la sombra vigilante del BCE no significa que el riesgo haya desaparecido. La esencia del problema en Italia es la debilidad de su crecimiento junto con un elevado endeudamiento público (132 % del PIB). Italia no es la Grecia de 2012, pero la coalición de gobierno entre dos partidos extremistas y de convicciones opuestas no puede aportar ni estabilidad, ni esperanza de cambio frente a los problemas identificados, entre ellos, la capacidad del país para emprender reformas. La puesta en marcha del «programa de gobierno común» italiano propuesto supondría una carga sobre el PIB del 6-7 % y aunque el superávit fiscal primario (1,7 % del PIB) ofrece cierto margen de maniobra, las posibilidades de reactivación mediante rebajas fiscales son limitadas. Las rigideces de la economía italiana lastran su productividad, su sistema bancario está convaleciente y pocas empresas familiares han sido capaces de alcanzar un tamaño crítico que atraiga a los inversores.

Las acciones italianas representan aproximadamente el 7 % del Eurostoxx300. Se caracterizan por el peso de los bancos y la presencia de empresas orientadas hacia los mercados internacionales. Estos dos segmentos experimentaron una correlación durante el alza de principios de año, en la fase de recuperación del crecimiento de la zona euro. En estos momentos, e incluso si pueden preverse repuntes técnicos, nos mantenemos prudentes con respecto a los bancos italianos, que resultarán afectados por cualquier nueva racha de crisis política. Mantenemos una perspectiva constructiva hacia las empresas con una exposición internacional, que se benefician del descenso de su valoración y del tipo de cambio del euro-dólar. Las empresas italianas de tamaño medio deberían de verse respaldadas por el PIR (plan individual de ahorro).

En el conjunto de la zona euro, la prima de riesgo política debería de persistir. Aunque el aumento de los resultados empresariales nos sigue incitando a comprar en caso de caídas con una perspectiva hasta finales de año, el mal comportamiento de los últimos datos de la zona euro junto con el riesgo político nos llevan a ser más prudentes durante las próximas semanas con respecto a este mercado.

(1) M. de Talleyrand



14 %

Rendimiento inferior de los bancos italianos frente a los europeos en mayo



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

Directora de la publicación:
Laurent Jacquier Laforge & Jean-Luc Hivert

Responsable de redacción:
Caroline Babouillard

Editora jefe: Marion Lévêque

Diseño: Wanda Le Sauze