



ORIENTACIONES Y ESTRATEGIA

BOLETÍN MENSUAL

N.º 192
JULIO-AGOSTO DE 2018

Fecha de redacción:
11/07/2018



¿PODRÍA LLEGAR EL BARRIL DE PETRÓLEO A LOS 100 \$?

El pasado 22 de junio, los principales países productores de petróleo, excluidos los países desarrollados, se reunieron en Viena para decidir acerca de un posible aumento de sus cuotas de producción. Hubo una serie de especulaciones y discusiones tras los mensajes contradictorios, por una parte, de Arabia Saudita, partidaria de un alza moderada y, por otra, de Rusia, que deseaba aumentar considerablemente las cuotas.

Finalmente se llegó a un acuerdo, bastante próximo a lo que propugnaba Arabia Saudita, de un millón de barriles diarios. Este incremento, por otra parte, no es más que teórico, puesto que algunos países no podrán utilizar sus cuotas, por lo que el aumento real de la producción será de unos 700.000 barriles.

Esta cifra también debe relativizarse dados los choques sucesivos de la oferta que experimenta el mercado del petróleo desde hace algunos meses. Venezuela, Libia y pronto Irán se ven afectados por problemáticas específicas que limitan su oferta de esta materia prima. Se estima que estos tres países han contribuido o contribuirán a reducir la producción de petróleo en unos 1,3 millones de barriles en 2018. No obstante, a ello hay que añadir, por otra parte, el fuerte incremento de la producción de petróleo de esquisto estadounidense, pero que resulta compensado por el alza del consumo mundial.

En última instancia, el mercado de petróleo sigue sufriendo un déficit de oferta que se verá reducido, pero no totalmente cubierto, por el acuerdo alcanzado el 22 de junio. Salvo que se produzca un fuerte desplome del crecimiento, lo que reduciría la demanda del hidrocarburo, no consideramos probable que el precio del barril afloje significativamente con respecto a los niveles actuales. Tampoco creemos que tenga éxito la solicitud de Trump de aumentar la producción a Arabia Saudita, quien tiene interés en mantener un precio del barril elevado en anticipación de la salida a bolsa de Aramco, prevista para 2019.

Este alto precio del barril es positivo para una de nuestras temáticas principales, las tasas de inflación de equilibrio, con unos efectos de base que permanecerán positivos en los próximos meses. En cambio, a medio o largo plazo, no es una buena noticia para el crecimiento de los países importadores, como los europeos o Japón.

Aparte de nuestra fuerte convicción sobre la inflación, nuestras apuestas actuales son bastante limitadas en vista de la incertidumbre actual relativa al comercio mundial. En efecto, la temporada veraniega podría resultar ser bastante volátil...



LA FRANÇAISE
investing together



REPASO A LA RENTA FIJA

SITUACIÓN INUSUAL EN LA ZONA EURO



1,6 %
previsión
de inflación
subyacente
del BCE
para 2019



A diferencia de los Estados Unidos, el crecimiento ralentiza (ya se han revisado a la baja las previsiones de consenso del 2,4 % al 2,3 % para 2018) mientras que la inflación se acelera, de manera moderada pero con una tendencia que se acerca al objetivo del BCE. La estimación preliminar de la inflación de la zona euro de junio ha sido del 2 % interanual, impulsada esencialmente por los efectos de base positivos de los precios de la energía. La inflación subyacente, por su parte, permanece débil (1 % interanual), pese a la debilidad reciente del euro, y en estos momentos los efectos secundarios del encarecimiento de la energía solamente tienen un impacto moderado: el regreso a su media a largo plazo del 1,5 %, con una aceleración de la inflación salarial, debería de materializarse en 2019. El BCE ha elevado su previsión de inflación subyacente al 1,6 % en 2019 y al 1,9 % en 2020, mostrando así su confianza acerca de la convergencia de la inflación hacia su objetivo en los próximos meses, incluso después de la reducción progresiva de las compras mensuales de activos. No obstante, parece que aún no ha convencido a los mercados: las expectativas de inflación siguen por detrás en términos de valoración con respecto a la trayectoria futura de la inflación, lo que no nos parece justificado. Con la excepción de la deuda indexada italiana, es interesante observar su resistencia relativa desde principios de mayo, durante las tensiones en Italia y después la escalada de la retórica proteccionista, que favoreció una huida hacia la calidad en beneficio de los bonos de los países centrales.

La inflación francesa, por su parte, también se acelera y debería de beneficiarse del alza de los precios regulados (+7,45 % el gas el 1 de julio, su mayor progresión en más de seis años). Además, como parte del proyecto del gobierno de reducir el gasto en ayudas a las empresas en 5.000 millones de euros, determinados sectores de actividad dejarán de beneficiarse de unos tipos reducidos del IVA. Estimamos que estas medidas tendrán un impacto potencial del 0,25 % sobre la inflación francesa. Por otra parte, los cambios de los últimos años en las reglas de cálculo del rendimiento de las cuentas de ahorro reguladas en Francia han generado una menor demanda de los bancos franceses de productos ligados a la inflación interna, que se ha rezagado claramente con respecto a la europea en el mercado de los *swaps* de inflación: el diferencial está en un mínimo de 10 años. Se trata de dos buenos motivos para posicionarse a favor de las expectativas de inflación francesa.



Las expectativas de inflación siguen por detrás en términos de valoración con respecto a la trayectoria futura de la inflación, lo que no nos parece justificado.

Maud Minuit,

Responsable de gestión de renta fija



REPASO A LA RENTA VARIABLE

LAS TENSIONES COMERCIALES INFLUYEN EN LA DIRECCIÓN DE LOS RESULTADOS

Hace dos meses, adoptamos una actitud prudente con respecto al mercado de renta variable europeo para limitar nuestra exposición, cuando se iniciaba el preludio de una guerra comercial. Aparte de esta opción de carácter táctico, nuestra opinión fundamental acerca de las perspectivas de crecimiento de las acciones de la zona euro se mantenía positiva.

Los indicadores económicos muestran una desaceleración de la actividad, pero siguen siendo compatibles con un ritmo de crecimiento de la zona euro de más del 2 %. Esta fase de ralentización nos incita a mantener nuestra actitud cautelosa. Aparte del efecto negativo sobre el consumo derivado del encarecimiento del petróleo, dos factores más fundamentales justifican esta prudencia:

- las restricciones y la ralentización efectiva del comercio mundial,
- el riesgo de un giro a la baja de la inversión.

Esta combinación podría comportar un crecimiento de la zona euro bastante menor de lo previsto y, por ende, posibles decepciones relativas al crecimiento de los resultados empresariales.

El presidente de Estados Unidos ha multiplicado sus anuncios proteccionistas en los últimos meses. Ahora se ha pasado a la fase de su adopción: desde el 1 de junio, las importaciones de acero y aluminio procedentes de la UE, de México y de Canadá están sujetas a un arancel del 25 % y el 10 % respectivamente, y han llevado a unas respuestas graduales. Los aranceles sobre los productos chinos en vigor desde el 6 de julio afectan a importaciones por unos 35.000 millones de dólares, y Pequín ha prometido tomar represalias de inmediato con medidas similares. Es de prever que Estados Unidos no se detenga ahí, puesto que Trump ha amenazado con elevar a unos 450.000 millones de dólares el valor total de los productos chinos gravados (es decir, la gran mayoría de las importaciones procedentes del gigante asiático, y 200.000 millones de dólares más de lo previsto).

El principal riesgo es, evidentemente, el de una escalada y la irrupción de una guerra comercial, con una incidencia negativa sobre el comercio internacional y el crecimiento mundial. El riesgo es también elevado para la economía estadounidense. Los estados que votaron a Trump en 2016 son vulnerables a las medidas proteccionistas. Por lo tanto, los electores podrían influir en la intensidad y la duración de las tensiones comerciales.

Los mercados ya anticipan los efectos de este giro proteccionista de Estados Unidos y los riesgos de una guerra comercial figuran entre las primeras inquietudes de los inversores, tras más de veinte años de certidumbre sobre la expansión del comercio mundial. Los mercados europeos experimentaron una notable corrección el mes pasado, especialmente los más expuestos al comercio mundial, como Alemania o Suecia. Lo mismo sucedió con los sectores más vulnerables al comercio internacional, que sufrieron pérdidas, como los de materiales de base, tecnología, industrial o del automóvil. En cuanto a este último, el blanco más reciente del presidente Trump, es de prever que continúe la incertidumbre, incluso si el embajador estadounidense en Alemania ha declarado que Donald Trump podría suspender su amenaza de aplicar un arancel del 25 % a las importaciones.

Nos mantenemos prudentes antes de la publicación de resultados del 1^{er} semestre en este mes de julio, no tanto debido a los resultados en sí, que deberían de ser más bien positivos, como a los comentarios de los directivos de las empresas relativos a los efectos del aumento de los aranceles y su incidencia sobre el ritmo de las inversiones. En junio, Daimler rebajó sus previsiones de resultados para 2018 para reflejar el impacto de las tensiones comerciales. Asimismo, ABB comentó acerca de estas tensiones, mientras que Assa Abloy acelera sus amortizaciones en China debido a una ralentización de la actividad. Los inversores tienen en cuenta la guerra comercial, y su evolución influirá en sus posicionamientos.

