

# ORIENTACIONES Y ESTRATEGIA

BOLETÍN MENSUAL

N.º 195  
NOVIEMBRE DE 2018

Fecha de redacción:  
08/11/2018



## ¿EL FIN DEL MERCADO ALCISTA? NO, EN ABSOLUTO

La acumulación de varios factores de tensión acabó por provocar un giro del mercado bastante brusco en términos históricos. Los mercados estadounidenses resultaron especialmente afectados en octubre: el S&P 500 registró su peor mes desde septiembre de 2011, con una caída de en torno al -7 %.

En efecto, hay numerosos motivos de preocupación (reales o potenciales) en la actualidad: la guerra comercial entre los Estados Unidos y China, el Brexit, Italia, las elecciones de mediados de legislatura en EE. UU., la temporada de anuncios de resultados, la desaceleración económica en China y Europa, etc. Y el catalizador ha sido una comunicación, en nuestra opinión torpe, por parte de la Reserva Federal estadounidense. Efectivamente, como en febrero, la rápida subida de los tipos en EE. UU. parece haber desencadenado esta corrección.

Algunos de estos riesgos parecen reales hoy en día: el crecimiento europeo y chino, así como la evolución futura de los problemas políticos actuales. Entonces, ¿tiene razón el mercado de inquietarse? Sí, pero solamente en parte.

En primer lugar, porque, en nuestra opinión, algunas de estas inquietudes son excesivas.

Efectivamente, una parte de la ralentización observada en Europa está relacionada con el sector automovilístico alemán, lo que no debería ser más que transitorio. La zona europea crecerá sin duda un 1,8 % en 2018, cifra que, si bien es inferior a lo previsto a principios de año, sigue por encima de su crecimiento potencial (que se estima en torno al 1,5 - 1,6 %).

La economía china se desacelera, pero las autoridades son muy conscientes de ello y hace varios meses que adoptan unas políticas más laxas para respaldar el crecimiento, siguiendo un esquema similar al de 2015-16. Hace una década que los mercados hablan del temor a un «aterrizaje brusco» de China, y hasta ahora no se ha materializado. ¿Va a hacerlo esta vez? No estamos seguros de ello.

En segundo lugar, porque en el mes de octubre también ha habido algunas buenas noticias:

- ▲ Las agencias de calificación no han rebajado la de Italia a *high yield*, lo que debería de contribuir a estabilizar los tipos italianos.
- ▲ Si bien es cierto que los resultados empresariales son parcialmente decepcionantes en Europa, siguen siendo muy buenos en los Estados Unidos, sin preocupaciones aparentes relativas a los resultados futuros.
- ▲ Por último, creemos que el tono de las discusiones políticas actuales (Brexit, Italia, incluso Donald Trump) es algo más suave.

Las fuertes caídas registradas en octubre también se deben en parte a una fuerte reducción del endeudamiento del sector, en particular del de los fondos de gestión sistemática. Ya escribimos acerca de este tema en febrero de este año, y el fenómeno presenta ciertas similitudes actualmente.

Por consiguiente, la fuerte caída de algunos mercados nos parece excesiva en consideración de sus fundamentos. Es el caso de la renta variable estadounidense, cuya valoración es actualmente bastante atractiva, así como de las tasas de inflación de equilibrio, que han resultado afectadas por el fuerte descenso del precio del petróleo durante el mes.



LA FRANÇAISE  
investing together



# REPASO A LA RENTA FIJA

## ¿PUEDE LA RENTA FIJA SEGUIR DESEMPEÑANDO SU PAPEL DE VALOR REFUGIO?

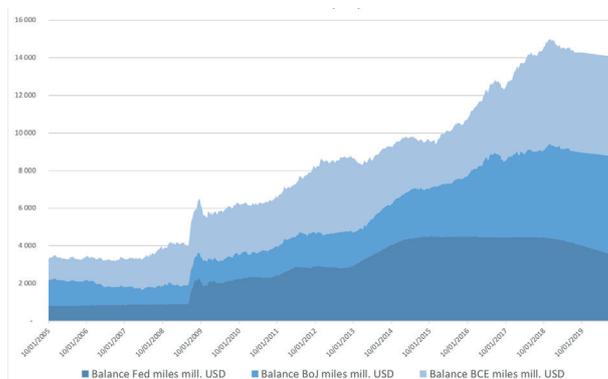
Desde hace décadas, los inversores se han acostumbrado a gestionar sus asignaciones a renta variable y fija como dos activos en gran parte no correlacionados en periodos de tensiones del mercado. ¿Puede continuar este fenómeno de huida hacia la calidad en el contexto actual de mercado, en que los bancos centrales deberían de empezar a reducir sus balances agregados en los próximos meses?

El mes de octubre fue particularmente difícil para los mercados de activos de riesgo y, en particular, las acciones. Al mismo tiempo, los rendimientos de los bonos denominados sin riesgo prácticamente no variaron, al reaccionar muy poco a la aversión al riesgo actual. En efecto, del 3 al 31 de octubre, el S&P 500 cayó un -7,31 % mientras que el tipo a 10 años estadounidense disminuyó del 3,18 % al 3,14 %. Lo mismo se observó en la zona Euro entre el 2 de octubre y el 1 de noviembre, donde el Eurostoxx 50 descendió un -5,45 % mientras que el tipo alemán a 10 años pasó del 0,42 % al 0,40 %.

Este comportamiento marca una ruptura con las fases de corrección de los últimos años, como ya fue el caso en febrero de este año. (A principios de 2016 los tipos sí aflojaron considerablemente, como había sucedido en agosto de 2015, por no decir en el periodo 2011-12). Creemos que es probable que se mantenga este comportamiento mientras la coyuntura macroeconómica no muestre indicios de un giro importante, que de momento no prevemos, por los siguientes motivos:

- Tras una fase de expansión sin precedentes de los balances de los principales bancos centrales (Fed, BCE, BOJ, BOE), estos inician ahora una fase de consolidación. La Fed ya ha empezado a reducir su balance (50.000 millones \$/mes), el BCE debería de poner fin a su programa de expansión cuantitativa a finales de año y el BOJ también está en la fase de reducción de las compras desde principios de año.
- La inflación, a unos niveles decepcionantes desde hace años, muestra signos de reactivación. En particular, empiezan a percibirse tensiones salariales en algunos países (Estados Unidos, Alemania, Reino Unido), lo cual es lógico en vista de la dinámica de empleo actual, por lo que es de prever que esta tendencia continúe en los próximos meses.
- La orientación futura de la política monetaria de los bancos centrales es cada vez más precisa desde hace algunos trimestres con el fin de reducir la incertidumbre para los distintos actores financieros. La otra cara de la moneda es que les resulta igualmente difícil a los bancos centrales echarse atrás sobre lo anunciado. El banco central europeo, por ejemplo, ha comunicado que pondrá fin al programa de compras de activos a finales de año y que prevé subir por primera vez los tipos en septiembre/octubre de 2019, y haría falta que las trayectorias de crecimiento e inflación se vieran seriamente en entredicho para que se modifique esta comunicación. Esta consolidación de los tipos de los bonos a corto plazo se refleja lógicamente sobre los de largo plazo, impidiéndoles desempeñar su papel de valor refugio.

Balance de los bancos centrales con proyección hasta finales de 2019



Por consiguiente, los tipos de base deberían de seguir progresando, siguiendo con su proceso de normalización, incluso en caso de tensiones en los mercados de renta variable; salvo que la coyuntura dé un brusco giro, lo cual no es nuestra previsión principal.

# REPASO A LA RENTA VARIABLE

## BUY THE DIP<sup>(1)</sup>

Todos los mercados de renta variable sufrieron una corrección en octubre de entre el -5 y el -10 %, de modo que mientras que los mercados europeos ampliaron sus pérdidas, el estadounidense perdió casi todas sus ganancias de los primeros 9 meses de 2018, así como la fuerte resiliencia que lo caracterizaba hasta entonces.

Principales correcciones mundiales recientes	Máximo del mercado	Pérdida máxima (drawdown)	Mínimo
Septiembre de 2011	Abril-11	-22 %	Septiembre-11
Enero de 2012	Abril-11	-15 %	Enero-12
Junio de 2013	Mayo-13	-7 %	Junio-13
Octubre de 2014	Julio-14	-9 %	Octubre-14
Septiembre de 2015	Mayo-15	-13 %	Septiembre-15
Febrero de 2016	Mayo-15	-19 %	Febrero-16
Febrero de 2018	Enero-18	-9 %	Febrero-18
Actualidad	Septiembre-18	-10 %	?

A finales de octubre y a la espera de las elecciones de mediados de legislatura de EE. UU., creemos que vale la pena mantener una exposición significativa a la renta variable, por los siguientes motivos:

- unos niveles de valoración atractivos en relación con las medias históricas, de modo que los mercados de renta variable han entrado en situación de sobreventa (índice RSI<30);
- unos resultados de las empresas estadounidenses que confirman su crecimiento sostenido en 2018 (>+20 %) y 2019 (>+10 %), lo que asegura una rentabilidad de los recursos propios claramente superior al coste del capital, pese a las subidas de tipos de la Reserva Federal;
- unos mercados emergentes que parecen sobrevendidos desde los dos choques de abril y mayo. Este es particularmente el caso de China, pues la caída del yuan ha compensado en gran parte las subidas de los aranceles;
- unos flujos de capitales potencialmente positivos en la medida en que los niveles de efectivo disponible son elevados y las empresas van a poder poner en marcha de nuevo sus programas de recompra de acciones tras la temporada de publicación de resultados.

Asimismo, creemos que la mayoría de los riesgos políticos que amenazan a los mercados desde el verano —en particular, la guerra comercial entre Estados Unidos y China, la cotización del petróleo cerca de los 80 USD/barril, el elevado riesgo político en Europa (Brexit, déficit de Italia...)—ya se han identificado y están en gran parte integrados en una prima de riesgo de la renta variable que ha vuelto a sus máximos históricos, mientras que el mercado de deuda pública sigue relativamente inmune. Mientras que la corrección de febrero había seguido una fuerte alza de los tipos estadounidenses, este no ha sido el caso en octubre. Habida cuenta del crecimiento registrado de los resultados, la subida actual de los tipos no tendría que ser un motivo para abandonar el barco de la renta variable a los niveles de valoración actuales.

Más que una recuperación de los indicios macroeconómicos positivos, una relajación de la presión política es lo que podría contribuir al rebote de los mercados de renta variable, en particular después de las elecciones de mediados de legislatura. Una distensión del dólar sería favorable tanto para la recuperación del mercado estadounidense como para la rentabilidad de los emergentes.

En una fase de recuperación de los mercados, los sectores de tecnología, industriales, de materias primas y de bienes de consumo deberían de obtener las mejores rentabilidades.

(1) «Comprar en las caídas (del mercado)»

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.



**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](http://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