

ORIENTACIONES Y ESTRATEGIA

BOLETÍN MENSUAL

N.º 196
DICIEMBRE DE 2018

Fecha de redacción:
10/12/2018



¿RALLY DE FIN DE AÑO?

El precio del barril de petróleo se derrumbó un 22 % durante el mes de noviembre, convirtiéndolo en el peor mes desde octubre de 2008.

Esta vez no se debió a temores de recesión o de crisis sistémica bancaria, sino a una conjunción de factores negativos: reducción de las previsiones de crecimiento y la consiguiente revisión a la baja de la demanda de petróleo, levantamiento parcial de las sanciones contra Irán, aumento inesperado de la producción en Estados Unidos, producción récord de Arabia Saudita mientras que afirmaba querer bajarla... sin contar las importantes posiciones especulativas en petróleo. El contexto de mercado, aún frágil debido a la incertidumbre política, también explica la magnitud de la caída.

Este movimiento hizo lógicamente bajar los tipos de base y las tasas de inflación de equilibrio. Estas últimas resultaron particularmente afectadas en la zona euro: las de Alemania a 10 años, por ejemplo, cayeron 18 p.b. durante el mes, el mayor movimiento desde principios de 2016.

Las discusiones sobre el Brexit continúan: el 25 de noviembre se concluyó el acuerdo entre la Comisión Europea y el gobierno británico, que debe ser objeto de voto en la Cámara de los Comunes, previsto inicialmente para el 11 de diciembre. Actualmente, es difícil ver cómo este acuerdo saldrá adelante. ¿Dimitirá Theresa May? ¿Habrán nuevas elecciones? ¿Un referéndum? Seguimos pensando que no habrá un «Brexit duro», pero el desarrollo de los acontecimientos podría ser caótico.

Todos los inversores estaban también pendientes de la cumbre del G20 que se celebraba en Argentina a finales de mes, con dos temas principales: la tensión comercial entre los EE. UU. y China, y las discusiones sobre la posible reducción de la producción de petróleo por parte de la OPEP y Rusia. Y, por una vez este año, estas esperanzas se cumplieron:

- ▲ Donald Trump y Xi Jinping acordaron una «tregua» de 90 días en el conflicto comercial que les enfrenta;
- ▲ La OPEP y sus aliados alcanzaron un acuerdo para reducir la producción en 1,3 millones de barriles diarios.

El último tema destacado fue el giro de Jerome Powell: tras haber afirmado el 3 de octubre que la política monetaria aún estaba lejos de los tipos de equilibrio (tono duro), declaró que ahora estaba finalmente bastante cerca de estos. Este cambio de tono contribuyó en gran medida a calmar los mercados financieros.

Por consiguiente, finalmente es posible que se produzca un *rally* de fin de año, sobre todo en los mercados emergentes (divisas, renta fija y renta variable), los más beneficiados de los acontecimientos recientes y los que han tenido más dificultades durante el año. En Europa también es posible que se produzca, pero dependerá de si se resuelven o no los problemas políticos.



LA FRANÇAISE
investing together



REPASO A LA RENTA FIJA

GENERAL ELECTRIC, ¿EL PRÓXIMO «ÁNGEL CAÍDO»?

Desde hace más de un mes, General Electric (BBB+) llama la atención de los mercados de deuda con grado de inversión y *high yield*, tanto en Estados Unidos como en Europa.

General Electric es un conglomerado histórico estadounidense que había llegado a ser el de mayor valoración del mundo en 2001, con una capitalización de más de 500.000 millones de dólares y que ahora parece llegar al final de su ciclo. El grupo también es uno de los más complejos, con operaciones a escala internacional en una docena de segmentos distintos y con una filial de tamaño considerable de servicios financieros, GE Capital, con una estructura acumulada intrincada y un volumen de deuda muy importante.

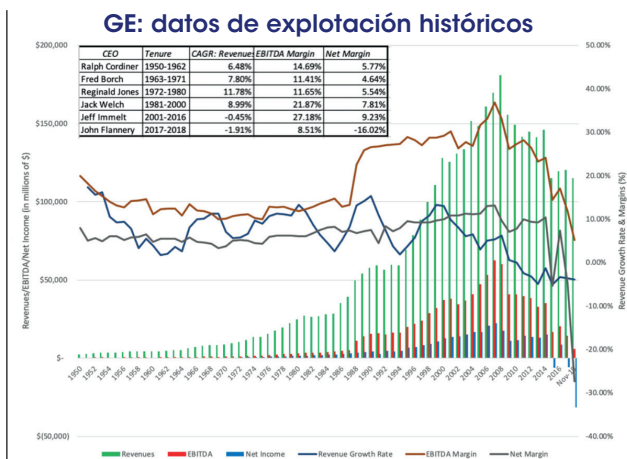
Con un endeudamiento de 115.000 millones de dólares, General Electric es el 10.º emisor del segmento de grado de inversión de Estados Unidos (índice BoA). Además de la carga de la deuda, el grupo ha dotado provisiones por 22.000 millones de dólares para una investigación en curso de la SEC y tiene 12.000 millones de dólares de deuda que vence en 2019. Todas estas circunstancias han suscitado una fuerte incertidumbre sobre la situación del grupo, que ha provocado una caída de sus bonos de 10 a 20 puntos, según las entidades emisoras, en dos meses y una pérdida de la mitad del valor de sus acciones (-56 % desde enero). Actualmente, la deuda del grupo se negocia al precio de un bono de calificación B (inversión altamente especulativa).

La situación del grupo preocupa a todo el mercado de deuda *high yield* debido al peso sistémico que representa el grupo. Dado el volumen de la deuda de GE, si se reclasificara a la categoría especulativa, es decir, una rebaja de tres escalones, sería el mayor emisor con un peso del 3,7 % en el índice. Los participantes del mercado están de acuerdo en que al mercado *high yield* le costaría mucho absorber un tal volumen de deuda.

No obstante, no prevemos que General Electric pase a la categoría de bono basura a corto y medio plazo, por varios motivos:

- General Electric sigue siendo rentable en la mayoría de sus actividades, y puede —y debe— reestructurarse.
- Su capacidad para desendeudarse evitará una reclasificación a la categoría *high yield*. El grupo puede reducir fácilmente su endeudamiento obteniendo como mínimo 20.000 millones de dólares a corto plazo: una posible salida a bolsa de la división Healthcare (hasta el 40 %), venta de la participación en Baker Hugues, recorte del dividendo, etc.
- El peso de la deuda de General Electric en las carteras de préstamos de grado de inversión de los cinco mayores bancos de Wall Street puede asegurar que estos apoyen al grupo para evitar problemas de liquidez: tan solo de la línea de crédito de 19.800 millones de dólares con vencimiento en 2020 concedida por seis bancos a GE (de un total de 41.000 millones de dólares de líneas), la parte de Morgan Stanley representa un 6 % de su cartera de préstamos de grado de inversión, y la de Goldman Sachs, un 4 %.

Por los motivos citados, confiamos en la capacidad del grupo para reducir su deuda a corto y medio plazo y, en consecuencia, consideramos que la reacción del mercado es exagerada y que más bien refleja el clima más tenso de la renta fija de los últimos meses.



(fuente: Damodaran)

REPASO A LA RENTA VARIABLE

EL MERCADO SE RECUPERA TRAS UNA CUMBRE DEL G20 CONSTRUCTIVA

Los inversores tenían grandes expectativas ante la reunión del G20 en Argentina del primer fin de semana de diciembre. El punto culminante de esta gran reunión fue la cena entre Xi Jinping y Donald Trump.

Esta concluyó en una tregua comercial de tres meses. Efectivamente, Trump aplazó la entrada en vigor de una subida de los aranceles a la importación hasta un nivel del 25 %, inicialmente prevista para el 1 de enero. China, por su parte, reduce masivamente sus aranceles a la importación de automóviles vendidos en su territorio y fabricados en Estados Unidos.

De cara a un acuerdo a más largo plazo, los estadounidenses desean iniciar negociaciones sobre tres temas clave: el robo de propiedad intelectual, las barreras no arancelarias y la transferencia «forzada» de tecnología.

Las concesiones de China al respecto podrían permitir concluir un acuerdo a largo plazo.

En este inicio de diciembre, mantenemos nuestra exposición a renta variable principalmente por los motivos siguientes:

- ▲ unos niveles de valoración atractivos en varias zonas geográficas (principalmente Europa, China y Japón);
- ▲ la ralentización del repunte de los tipos estadounidenses, lo que debería de conllevar una depreciación del dólar y beneficiar a la economía de Estados Unidos así como a los mercados emergentes;
- ▲ la continuación de las entradas de capitales hacia Estados Unidos y una recuperación de los flujos hacia los mercados emergentes;
- ▲ la mejora (o por lo menos, el mantenimiento) de los márgenes de las empresas, que debería de continuar en 2019.

No obstante, persisten numerosos riesgos políticos. En Europa, la situación parece relajarse un poco en Italia, después de que el gobierno de Salvini se mostrara dispuesto a hacer algunas concesiones para que la Comisión Europea apruebe sus presupuestos. El principal riesgo sigue siendo el Brexit, con un voto decisivo que estaba previsto para el 11 de diciembre en el parlamento británico para validar el acuerdo negociado con Bruselas. Si no se acepta, el Reino Unido podría entrar en territorio desconocido, con el riesgo de precipitarse hacia un «Brexit duro».

Por último, si bien el plazo adicional concedido por el gobierno estadounidense para negociar con China es crucial, no es suficiente en sí: hace falta un acuerdo a largo plazo para evitar el desplome de las inversiones en Estados Unidos. Un regreso de la guerra comercial lastraría considerablemente la economía mundial y los mercados financieros. Los riesgos políticos que tanto han marcado 2018 siguen ensombreciendo las perspectivas para 2019 y podrían causar una elevada volatilidad en los mercados de renta variable.



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

Director de la publicación:
Laurent Jacquier Laforge y Jean-Luc Hivert
Responsable de redacción:
Caroline Babouillard
Editora jefa: Marion Lévêque
Diseño: Wanda Le Sauze