

BACK TO BUSINESS

30 | 08 | 2022

¿Pueden los mercados sobrellevar la constante revisión a la baja del crecimiento, la inflación cercana al 10% y el endurecimiento de las políticas monetarias orquestadas por los bancos centrales de todo el mundo?

A pesar de un consenso muy negativo y del fuerte apoyo de los gobiernos, la situación parece demasiado inestable para responder positivamente a esta pregunta.



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

ACTUALIZACIÓN DEL MERCADO

El periodo estival ha sido finalmente positivo en general para los mercados financieros, a pesar de una situación macroeconómica todavía compleja, por varias razones. En primer lugar, la percepción por parte de los agentes financieros de un menor riesgo de inflación vinculado a la caída de los precios de las materias primas, en particular del precio del barril de petróleo. Esto, lógicamente, se tradujo en una bajada general de los tipos soberanos, tanto en los tipos nominales como, sobre todo, en los reales. En nuestra opinión, esto desempeñó, hasta hace poco, un papel clave en el buen comportamiento de los activos de riesgo. Además, el posicionamiento del mercado, bastante pesimista en junio, y una buena temporada de resultados que se consideró satisfactoria, también contribuyeron sin duda a renovar el apetito de los inversores por el riesgo.

Sin embargo, la situación macroeconómica sigue siendo compleja, especialmente en Europa. La confianza de los consumidores está cerca de tocar fondo en casi todos los países de la eurozona, en relación con la fuerte subida de los precios de la energía desde principios de año. En Europa, si bien el precio del barril de petróleo bajó durante el verano, no ocurrió lo mismo con los precios del gas, que se han disparado más de un 200% desde principios de junio. Como resultado, los precios de la electricidad siguen subiendo, con consecuencias para los particulares y las empresas difíciles de evaluar por el momento debido a los diversos planes de apoyo de los gobiernos. Pero ¿es sostenible este apoyo fiscal? Los últimos anuncios apuntan a que, si bien este apoyo no desaparecerá, al menos se reducirá, lo que supondrá un aumento potencialmente significativo de los costes de la energía. Una reforma del mercado de la electricidad en Europa también podría limitar el impacto.

Gracias a la independencia energética de EE. UU., los mismos riesgos no afectan a los consumidores estadounidenses. Aunque estos últimos se ven aquejados por la elevada inflación, también se ven respaldados por un crecimiento salarial mayor que en Europa y un mercado laboral todavía boyante, aunque empiezan a aparecer algunos signos de debilidad.

China no tiene problemas relacionados con la inflación, pero esto no hace que su situación sea más tranquilizadora. Las políticas aplicadas en 2021, para reajustar ciertos segmentos de su economía, siguen teniendo un profundo impacto en la economía en líneas generales, y en particular en la inmobiliaria. Al mismo tiempo, la economía también se ve afectada por la política de cero-Covid del Gobierno.

En este contexto de continuas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento global para 2022 (2,90% al 19 de agosto frente al 4,40% a principios de año), los bancos centrales no tienen, sin embargo, ninguna posibilidad de flexibilizar las condiciones financieras. Si bien el último dato de inflación en Estados Unidos fue tranquilizador a corto plazo, creemos que es demasiado pronto para que los bancos centrales estén satisfechos con la situación actual. EE. UU. reafirmó en Jackson Hole su voluntad de luchar contra la inflación siendo menos acomodaticios y subiendo los tipos reales. Más allá de los riesgos geopolíticos, cuyo futuro es incierto por naturaleza, es sin duda este último punto el que nos hace ser más prudentes para los próximos meses. Será difícil que el próximo endurecimiento de las condiciones financieras se produzca sin problemas en un contexto de deterioro del crecimiento. Creemos que es importante seguir siendo prudentes en nuestras asignaciones a activos de riesgo, especialmente en Europa.

Sin embargo, para terminar con una nota de esperanza, es posible que el final del año traiga algunas buenas noticias con una inflación gradualmente menor en Estados Unidos, y un impacto positivo de los diversos planes de estímulo en China.



François RIMEU
Responsable de estrategia, La Française AM

RENTA VARIABLE – LARGE CAPS

La renta variable global cayó más de un 20% en el primer semestre del año, ya que la inflación europea se aceleró debido al conflicto de Ucrania. Los bancos centrales (Fed, BCE, BoE) endurecieron sus políticas monetarias para limitar la subida de los precios a pesar de la desaceleración de la actividad económica. A mediados de junio, la renta variable global parecía haberse adaptado a este nuevo entorno que incluye una fuerte desaceleración del crecimiento en los países desarrollados. Los valores tecnológicos y los cíclicos de consumo registraron pérdidas cercanas al 30%, mientras que el sector petrolero, apoyado por los altos precios del petróleo, fue el único sector positivo, con una subida de casi el 25%.

Sin embargo, tras los alentadores datos sobre la inflación en EE.UU. (cuyo máximo se alcanzó probablemente en julio), el descenso de las materias primas alimentarias y los combustibles fósiles y el inicio de una normalización de las cadenas de producción globales, algunos inversores esperaban un aterrizaje suave de la economía estadounidense y una actuación más moderada por parte de la Fed. Por ello, los índices de renta variable repuntaron con fuerza en los dos últimos meses (S&P: +18%, Nasdaq: +24%, Stoxx 600: +14%) con un comportamiento superior de los valores de crecimiento y cíclicos. Este repunte también se vio respaldado por la temporada de resultados. Estos informes pusieron de manifiesto la solidez de la demanda a pesar de las importantes subidas de precios.

Al llegar el otoño, las fuentes de preocupación (inflación/demanda) mencionadas no se han disipado, por lo que **la cautela y la selección** son fundamentales. En nuestra opinión, las expectativas de beneficios parecen ahora optimistas, y no reflejan el riesgo de una desaceleración económica. Las valoraciones han regresado a las medias históricas y no son un apoyo significativo, mientras que las revisiones de las previsiones de beneficios podrían pesar en los mercados.

Por lo tanto, en el contexto de la crisis geopolítica y energética europea, **preferimos** la renta variable estadounidense a la europea. Favorecemos temáticas vinculadas a la transición climática que promueven la reducción de las emisiones de carbono:

- **Eficiencia energética:** productos de bajo consumo, servicios de optimización energética,
- **Construcción sostenible:** Materiales "verdes", edificios de bajo consumo energético,
- **Digitalización:** cloud computing, IA, comunicación a distancia,
- **Energías renovables:** hidrógeno verde, hidroeléctrica, eólica, solar,
- **Economía circular:** recuperación de residuos, mercados secundarios,
- **Movilidad verde:** baterías, vehículos eléctricos, ferrocarril

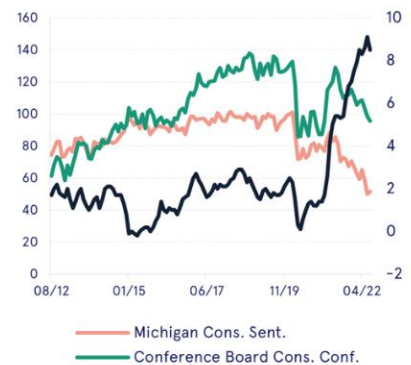
Por el contrario, nos mantenemos cautelosos en cuanto al sector de consumo, ya que podría sufrir a causa del descenso del poder adquisitivo de los hogares.

En conclusión, abordamos el mes de septiembre con cautela y no excluimos una mayor consolidación. No creemos que la desaceleración económica haya sido suficientemente valorada por los mercados. Será necesaria una mejora de las cifras de inflación junto con un mensaje más acomodaticio de los bancos centrales antes de adoptar una postura más agresiva.

Thomas DHAINAU, Responsable de Renta Variable

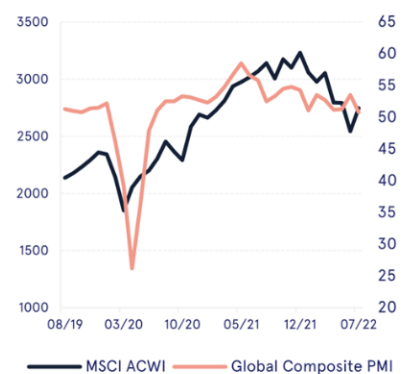


Sentimiento e inflación EE.UU.



Fuente: Univ of Mich., Conf Board, BLS, 31 Julio 2022

MSCI ACWI y PMI Global Composite



Fuente: S&P Global, 31 Julio 2022

RENTA VARIABLE – SMALL & MID CAPS

Mientras que 2021 había sido un año excelente para el CAC 40, que superó los 7,000-puntos¹; el primer semestre de 2022 fue el peor primer semestre desde el 2008.

Es cierto que el conflicto entre Rusia y Ucrania no incitó al optimismo. Por el contrario, la presión sobre los precios del gas y del petróleo, la escasez de ciertas materias primas y el bloqueo de las exportaciones de cereales reavivaron la presión inflacionista, ya exacerbada por la fuerte demanda de bienes y la reposición de existencias vinculada al final de la crisis de Covid. La inflación se ha convertido en la principal preocupación de los mercados, así como de los bancos centrales, que en su gran mayoría han endurecido su política monetaria.

En la Bolsa de París, la caída de los índices fue relativamente similar para las distintas capitalizaciones. El CAC 40 registró una caída del -17%, mientras que el CAC Mid 60 un -16% y el CAC Small 90 un -20%².

No obstante, existe una dicotomía entre la percepción negativa de las tendencias de los índices y la realidad de las publicaciones en el universo de pequeña y mediana capitalización. En efecto, hay que señalar que los ingresos comunicados durante el primer semestre de este año para 2021 crecieron, de media, un +11%, y los ingresos de operativos, un +26%. La caída de los precios de las acciones, por un lado, y el aumento de los beneficios, por otro, se traduce en una disminución de la valoración del universo de pequeña y mediana capitalización. El PER medio del CAC Mid&Small registró una caída de alrededor del 50%. A modo de recordatorio, a principios de 2014 el tipo de interés del OAT a 10 años se situaba en torno al 2%, es decir, equivalente al actual; y el PER medio era de 16,3x. Del mismo modo, en 1,6x, la relación entre el precio medio y el valor neto de los activos está en línea con su media histórica.

Después de un nivel histórico en 2021, las OPIs han mantenido una buena tendencia con 10 transacciones, pero que, desafortunadamente, a menudo se han traducido en una evolución decepcionante del precio de las acciones. Por otro lado, el descenso de las valoraciones pareció beneficiar a las OPAs, ya que se lanzaron 11 ofertas con una prima media de más del 50% por encima de la media registrada desde principios de los años 2000.

Las perspectivas para los próximos meses siguen siendo problemáticas debido a la geopolítica: con el conflicto ruso-ucraniano y las tensiones entre China y Taiwán, que podrían deteriorarse. La inflación es el otro motivo de preocupación que podría desembocar en una espiral negativa de precios y salarios, que suele ser un indicio del fin de un ciclo que anuncia una recesión. Por el momento, nos mantenemos tranquilos en cuanto a este último aspecto, ya que el periodo actual no es comparable. En efecto, la economía entró en un periodo de pausa durante los meses de Covid, con una producción muy baja. Como se observa en los informes, los ingresos de las empresas siguen siendo sólidos debido a la demanda de los consumidores, con un mercado laboral boyante y una tendencia a la reposición de existencias. En los próximos meses, esta tendencia se mantendrá y se espera que continúe el crecimiento de los ingresos, en particular debido a los precios y al efecto del dólar. En cuanto a la rentabilidad, los aumentos salariales se verán compensados por el descenso de los precios de las materias primas y el transporte.

En el contexto que acabamos de describir, favorecemos a las empresas que son líderes en su segmento, lo que les confiere un elevado poder de fijación de precios, así como a las empresas que creemos que podrían ser objeto de una oferta de adquisición o de una exclusión de la cotización.

Jérôme FAUVEL, Responsable de Small & Mid Caps

¹ Fuente: Bloomberg, noviembre 2021

² Fuente: Bloomberg, 30 Junio 2022

HIGH BETA – DEUDA HIGH YIELD

El apetito de los inversores por el mercado de crédito, en particular el de HY, sigue siendo débil por el momento, debido al shock a causa de los tipos de interés experimentado a principios de año y a los temores de una desaceleración drástica de la economía global. Aunque cabe destacar una ligera mejora desde la segunda quincena de julio (con una reducción de los spreads de high yield de más de 100pbs en Europa y Estados Unidos), el repunte del mercado de HY sigue siendo menos significativo que el observado en los mercados de renta variable y no refleja las correlaciones históricas entre estas dos clases de activos. La volatilidad de los tipos de interés y el menor apoyo de los bancos centrales explican sin duda esta alteración. La situación en los mercados emergentes también sigue siendo complicada y los resultados están muy por debajo de los de los países desarrollados, con la retirada masiva de los inversores, la apreciación del dólar y los casos específicos de ciertas regiones y países (la política de Cero Covid y la situación del mercado inmobiliario en China, con sus desastrosas consecuencias para la economía; el empuje de la extrema izquierda en los países latinoamericanos; y, por último, el conflicto Rusia-Ucrania).

Nuestro escenario central incluye una continuación de las políticas monetarias restrictivas de los bancos centrales para frenar la presión inflacionista y un riesgo de deterioro del entorno económico, cuya magnitud variará según la región/país.

Somos neutrales en cuanto al HY estadounidense. La economía estadounidense es mejor que la europea y las primas de riesgo crediticio en el mercado de HY estadounidense sobreestiman el riesgo de recesión, en nuestra opinión. Además, varios indicadores principales sugieren que la inflación ha tocado techo en Estados Unidos (desaceleración del mercado inmobiliario; caída de los precios de las materias primas y de los inputs industriales), lo que puede reducir las tensiones sobre los tipos de interés estadounidenses a medio plazo.

Somos cautelosos con respecto al HY en euros. La situación en Europa sigue siendo más complicada y las primas de riesgo crediticio en el mercado europeo de HY seguirán siendo elevadas hasta que se visibilice el conflicto actual y no se materialice una mejora de la situación energética. La situación política en Italia y las elecciones anticipadas previstas para finales de septiembre de 2022 no ayudarán a los activos europeos en comparación con sus homólogos estadounidenses.

Somos prudentes en cuanto al HY emergente. La visibilidad sigue siendo escasa e incita a mantener un cierto grado de cautela, aunque es importante reconocer que la caída de la inflación en EE.UU., con una depreciación del dólar como consecuencia, ayudará a los activos emergentes, en particular a la deuda soberana y cuasi-soberana Investment Grade.



Valoración del mercado de crédito de HY EUR frente a la volatilidad implícita del Euro Stoxx 50



Fuente: Bloomberg, 10 Agosto 2022

En conclusión, y en consonancia con nuestras opiniones sobre el mercado, he aquí el posicionamiento que adoptamos para el final del año:

- *Regiones geográficas: en Europa, nos inclinamos por los países centrales y seguimos siendo muy prudentes con los periféricos, especialmente con Italia. Creemos que el mercado estadounidense es más inmune que el europeo. El arbitraje hacia el HY estadounidense se hace caso por caso para considerar el fuerte aumento del coste de la cobertura EUR/USD. La exposición a los mercados emergentes no ha cambiado y se refiere principalmente a los países asiáticos y a LATAM (Brasil). No tenemos exposición a Europa del Este ni a Asia Central. En general, no tenemos previsto aumentar nuestra exposición en países emergentes en los próximos 3-6 meses.*
- *Sectores: preferimos los sectores menos cíclicos, como la tecnología, los medios de comunicación y las telecomunicaciones, los servicios y el healthcare. Seguimos siendo cautelosos con los sectores más cíclicos, como la automoción, el comercio minorista y la industria. En los sectores cíclicos, favorecemos a los emisores más sólidos (los mejores de su clase) que tienen buena liquidez para hacer frente a un cambio del ciclo.*

Akram GHARBI, Responsable de crédito High Yield

HIGH BETA – DEUDA SUBORDINADA

Al igual que otros mercados de activos de riesgo, **la deuda subordinada experimentó un fuerte repunte** durante el verano debido a (i) una muy buena temporada de beneficios corporativos, que animó a los mercados de renta variable, (ii) un significativo rally de los tipos soberanos, (iii) una estabilización de los flujos de salida en los mercados de crédito, (iv) un posicionamiento de mercado muy débil y pesimista en junio, que reforzó el rally de julio con la cobertura de posiciones cortas a pesar de unos flujos de compra muy moderados y (v) unas valoraciones que habían llegado a ser extremas en el crédito y totalmente dislocadas según el segmento y desvinculadas de los mercados de renta variable.

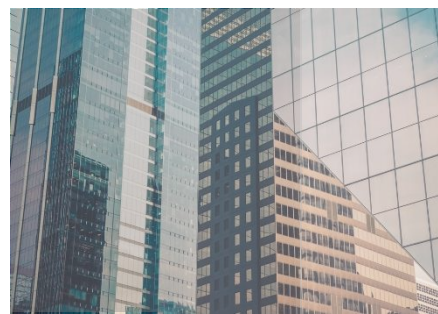
El aspecto "técnico" de este repunte en cuanto a los factores que lo favorecieron puede poner en duda su sostenibilidad. En efecto, la volatilidad de los tipos soberanos sigue siendo elevada -lo que nunca es positivo para el crédito- y los mercados se debaten entre las cifras de inflación y el descenso del crecimiento. **Las valoraciones y los fundamentales resistentes suelen citarse como argumentos suficientes para activar una señal de compra, pero esto es menos aplicable en un entorno en el que incluso los bancos centrales actúan a la vista de todos.**

Para el mes de septiembre, trasladamos nuestra atención de las curvas de yields a las calls en los segmentos de deuda subordinada, que siguen dispersas (véase el mapa de al lado), con **valores bancarios que probablemente no se amortizarán, debido a la falta de sustitución por nuevos valores** (Banco Sabadell, Raiffeisen Bank International, Shawbrook y Bank of Nova Scotia en CoCos AT1; BCP y potencialmente varios bancos italianos en Tier 2). Si bien los inversores ya tienen relativamente en cuenta las no calls (en los últimos tres meses no se han ejercido dos calls en el Tier 2 europeo por parte del Deutsche Pfandbriefbank y el Volksbank Wien, es decir, pequeños emisores), **su número creciente podría pesar sobre la capacidad de recuperación de esta clase de activos en los próximos dos meses.** Por último, las emisiones primarias con cupones más altos y los reset spreads pueden tender a ampliar los spreads de los valores existentes con cupones más bajos.

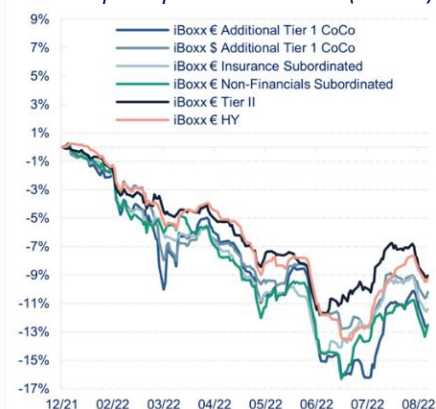
A pesar de que las valoraciones son menos atractivas en términos relativos, sobre todo teniendo en cuenta los costes de cobertura de divisas, **nos gustan los CoCos AT1 europeos denominados en USD de bancos de países core**, que ofrecen mayor liquidez y movimientos de spread históricamente más contenidos, así como los AT1 de países desarrollados fuera de la Unión Europea.

A pesar de los excelentes resultados financieros y de que las valoraciones siguen siendo atractivas, el entorno es demasiado incierto para que reforcemos nuestro posicionamiento en deuda subordinada. En términos relativos, preferimos los AT1 en USD de los grandes bancos europeos.

Jérémie BOUDINET, Responsable de crédito Investment Grade

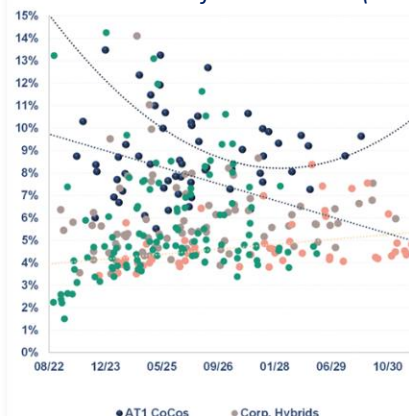


Evolución de la rentabilidad total de los índices de deuda subordinada iBoxx desde principios de año (en %)



Fuente: Markit, Bloomberg, 25 Agosto 2022.

Mapping yield to call de una selección de deuda subordinada en euros en relación con su fecha de call (en %)



Fuente: Bloomberg, 26 Agosto 2022.

ASG – DEUDA CORPORATIVA/SOBERANA

La ola de sequía de 2022, un acontecimiento histórico para muchos países pone en peligro el rendimiento agrícola de los cultivos de cereales y hace temer la escasez de ganado. Esta consecuencia directa del cambio climático pone de manifiesto nuestra actual dependencia y la lentitud de los procesos de adaptación.

La crisis climática no es un factor aislado y se entrelaza con la guerra, la escasez de energía y alimentos y la crisis inflacionaria, lo que nos lleva a **prever un periodo de desaceleración económica para finales de año**. El alcance de esta desaceleración variará según los países, sectores y empresas (más o menos ágiles ante la desaceleración del crecimiento y la presión de los márgenes).

La COP27 de noviembre tiene, sin embargo, un potencial de sorpresa positiva. Un programa de gasto histórico, votado en Estados Unidos, con

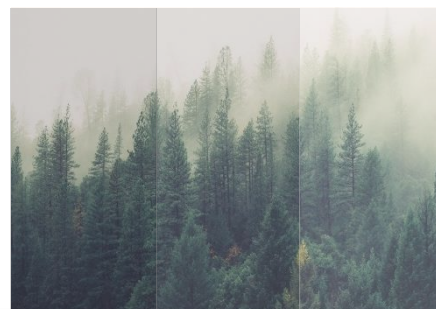
la Ley de Reducción de la Inflación, dedica **370.000 millones de dólares a la transición energética** y pretende reducir las emisiones de GEI de Estados Unidos en un -40% en 2030 vs 2005. Esto vuelve a poner al país en acción y lo posiciona como un importante rival de China **al reducir su dependencia de esta última integrando a lo largo de la década la cadena de suministro necesaria** para el desarrollo de los coches eléctricos y los paneles solares.

En el caso de la deuda corporativa, nuestro objetivo es **identificar las entidades que se benefician de estas tendencias a largo plazo y que cuentan con suficientes reservas financieras para resistir la recesión económica a corto plazo**. Al igual que en las demás estrategias, favorecemos los sectores menos cíclicos, como las telecomunicaciones, el healthcare y los productos básicos de consumo. En el **sector de los servicios públicos, distinguimos entre los actores** en función de su mercado (regulado o no) y de su vulnerabilidad a la subida de los precios de la energía. Dentro de la **industria y el sector del automóvil**, redujimos nuestra exposición para quedarnos con **los actores más resilientes desde el punto de vista financiero, que podrán contar con su ventaja de agilidad en las cadenas de valor vinculadas a la transición energética**.

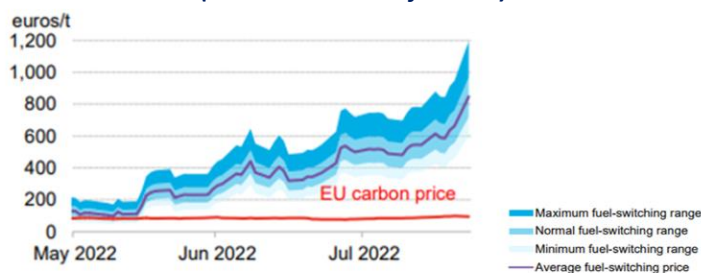
La crisis energética que estamos viviendo podría ser un **riesgo para la Transición** de algunos gobiernos o un **catalizador positivo** para acelerar el desarrollo de las energías renovables. Europa, líder de la Transición, **parece ser la zona más expuesta** por su dependencia energética de Rusia. Las opciones económicas a corto plazo apoyan el consumo de combustibles fósiles y superan la emergencia climática. Esto podría poner en peligro la Transición Energética y la capacidad de los gobiernos para cumplir sus compromisos con los Acuerdos de París. Por otro lado, EE.UU., mucho menos afectados por esta crisis, **han votado un plan climático muy ambicioso** a favor de la transición energética (IRA). Así pues, desde el punto de vista de la asignación, **infraponderamos los países de la eurozona**. El Reino Unido, a pesar de ser líder en la transición energética, parece especialmente vulnerable y expuesto a un aumento incontrolado de la inflación. **Preferimos EE.UU.**, donde la inflación parece haber tocado techo y la política monetaria se está normalizando.

Es probable que la subida de los precios del carbono y la necesidad de garantizar la seguridad energética aceleren la agenda climática y energética de aquí a finales de año. El mercado será muy sensible a cualquier avance político en temas relacionados con el objetivo de alcanzar el 80% de almacenamiento de energía en noviembre. Se esperan avances que podrían traducirse en un endurecimiento del mecanismo de contención de costes del EU ETS (régimen de comercio de derechos de emisión), el avance de las reformas relacionadas con el plan "Fit for 55", un retraso en las salidas nucleares y/o un aumento de los pedidos de importación de gas natural licuado (GNL). Todos estos factores podrían reducir la demanda de créditos de carbono en el último trimestre y hacer bajar los precios o, al menos, ralentizar la actual subida.

Marie LASSNORE, CFA Gestora de Crédito y Responsable de Inversiones Sostenibles



Cambio en el rango de precios relativos del gas/carbón en Europa (Alemania como referencia)



Fuente: Bloomberg. 23 Agosto 2022

PERSPECTIVAS Y ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

A pesar de un repunte en todas las clases de activos durante el verano, apoyado por un cambio en las expectativas monetarias y la esperanza de una posible flexibilización de las presiones inflacionistas, optamos por mantener un enfoque defensivo en nuestras asignaciones diversificadas, infraexpuestas a la renta variable y todavía poco sensibles a la renta fija, la deuda soberana y corporativa.

El viernes 26 de agosto, las expectativas del mercado se vieron frustradas por el enfoque aún ortodoxo de los bancos centrales, que se reiteró e incluso se reforzó en la conferencia anual en Jackson Hole. Finalmente, ni la Fed, ni el BCE ni el Banco de Inglaterra tienen previsto suavizar su postura, y han confirmado que la lucha contra la inflación es una prioridad, incluso a costa del crecimiento a corto plazo. Los aumentos salariales y del salario mínimo iniciados desde mediados de junio deberían continuar. Las ayudas fiscales de los gobiernos europeos para compensar el impacto de la inflación sobre el consumidor y apoyar así el ciclo, refuerzan la convicción de actuación por parte de los bancos centrales.

Los bancos centrales han recordado así con firmeza, a los mercados, la realidad tras 6 semanas de sólida recuperación y el calendario sigue siendo muy denso para las próximas semanas:



En cuanto a la asignación de activos, nos ha penalizado nuestra cautela durante el verano, ya que no nos ha permitido aprovechar plenamente el rally del mercado, antes del cambio de tendencia de finales de agosto. En la actualidad, incluso más que a finales de junio, seguimos siendo cautelosos con los activos de riesgo. Nos sorprendió la resiliencia de los resultados corporativos del segundo trimestre y la ausencia de una revisión a la baja de las perspectivas para finales de 2022. Creemos que este optimismo microeconómico se corregirá a finales de año y que es probable que las valoraciones actuales de la renta variable se ajusten. Por lo tanto, no nos parece prudente aumentar la ponderación de la renta variable en nuestras carteras, aunque seguimos manteniendo una preferencia por la renta variable estadounidense y global, frente a la eurozona.

En cuanto a la asignación a la renta fija, la volatilidad seguirá siendo elevada, y la mayor amenaza de recesión, combinada con unas condiciones crediticias mucho más elevadas, están debilitando los balances de las empresas con menor calificación. En estas condiciones, seguimos infraponderados en el mercado de High Yield, mientras que, por el contrario, el crédito Investment Grade con vencimientos a medio plazo parece ofrecer un buen compromiso, en nuestra opinión.

En cuanto a los fondos de rentabilidad absoluta, no dudamos en favorecer el efectivo y los bonos de tipo variable.

Odile CAMBLAIN LE MOLLE, Responsable de Cross Asset



LA FRANÇAISE
investing together

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.

Publicación con fines informativos y no promocionales, destinada a clientes profesionales según la MiFID.

Publicada por La Française, sociedad anónima francesa con consejos de administración y supervisión y un capital social de 78.836.320 euros - inscrita en el Registro Mercantil de París (RCS París) con el número 480 871 490.

La Française Asset Management - Sociedad anónima simplificada con un capital de 17.696.676 euros - inscrita en el Registro Mercantil de París con el número B 314 024 019 - Sociedad de gestión de cartera inscrita en la AMF con el n° GP 97-076 (www.amf-france.org).

La información contenida en este documento no constituye un consejo de inversión, una propuesta de inversión o cualquier tipo de recomendación para invertir en los mercados financieros. Las valoraciones contenidas en este documento reflejan las opiniones de sus autores en el momento de su publicación y no constituyen un compromiso contractual de Groupe La Française. Estas valoraciones pueden cambiar sin previo aviso dentro de los límites del folleto, que es el único vinculante. En ningún caso Groupe La Française podrá ser considerado responsable de las pérdidas directas o indirectas derivadas de la utilización de este documento o de la información contenida en él. Este documento no puede ser reproducido, transmitido o distribuido a terceros, en su totalidad o en parte, sin el consentimiento previo por escrito de Groupe La Française. www.la-francaise.com

Publicación de carácter informativo, no promocional, destinada a clientes profesionales según la Directiva MiFID 2