

PERSPECTIVAS DE MERCADO

15/11/2022



**Sensibilidad de lo Govies / Investment Grade* Credit
=> Momento de volver gradualmente con un horizonte
de MT de 6-9 meses.**

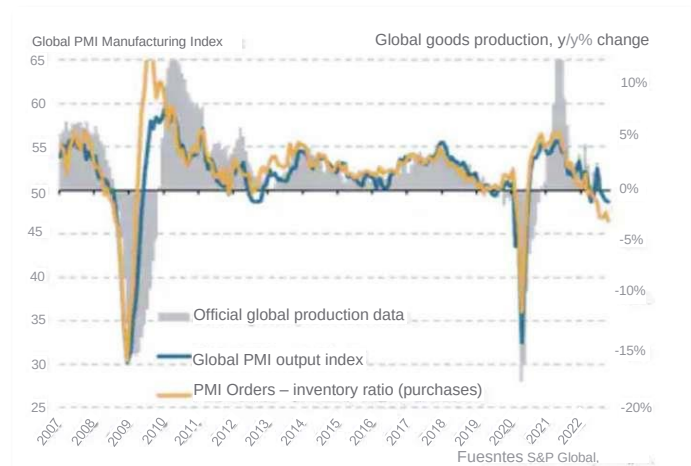
La incertidumbre persiste en los mercados financieros a medida que se acerca el final del año, pero algunos acontecimientos nos han llevado a cambiar nuestra posición sobre los activos de renta fija sin riesgo o sobre los activos de bajo riesgo crediticio.

**Los títulos de grado de inversión son bonos emitidos por emisores calificados entre AAA y BBB- por las agencias de calificación.*

El ciclo macroeconómico

Se puede afirmar con seguridad que el crecimiento es lo que menos ha cambiado. Las previsiones de crecimiento llevaban muchos meses a la baja, y eso es precisamente lo que estamos observando. Las últimas cifras del PMI¹ muestran que la gran mayoría de las principales economías se encuentran ahora por debajo de la marca de 50, lo que significa que la actividad se está reduciendo. Es el caso de Estados Unidos, de la zona euro (especialmente de Alemania) y también de China. Analizando en detalle, vemos que los últimos informes de S&P Global muestran que los indicadores de empleo se están corrigiendo, se han reducido los nuevos suministros y la presión sobre los precios también ha disminuido.

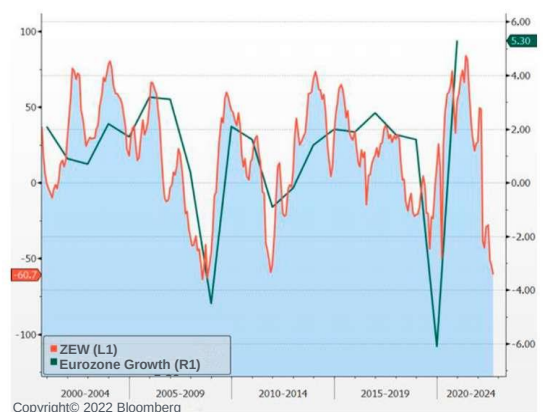
Según los distintos indicadores líderes que seguimos, los PMI y otros indicadores paralelos (ISM², ZEW³, IFO⁴, etc.) la actividad seguirá disminuyendo en los próximos meses, lo que debería traducirse en nuevas reducciones de las previsiones de crecimiento tanto en Europa como en Estados Unidos.



Eurozone M1 Growth vs. PMI



Eurozone Growth vs ZEW



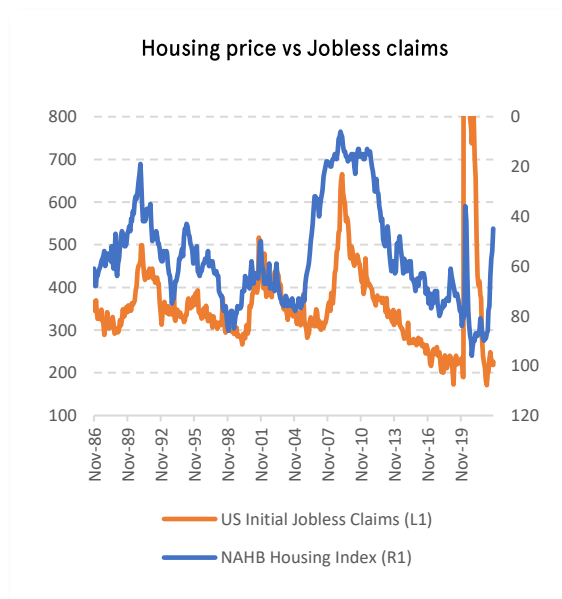
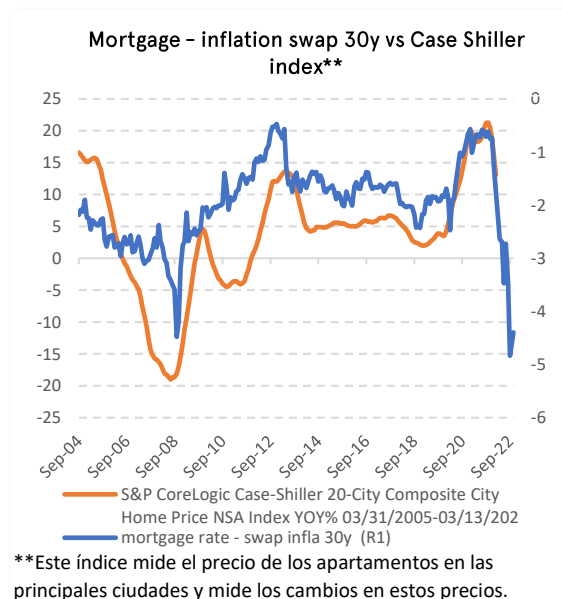
¹ Purchasing Manager Index: indicador del estado económico de un sector.

² Índice compuesto que muestra la evolución de las condiciones de la industria manufacturera en Estados Unidos.

³ Este indicador mide las expectativas de los analistas e inversores institucionales sobre la evolución de la economía alemana.

⁴ El índice evalúa el clima empresarial en Alemania.

Aunque la situación en Estados Unidos es más favorable, todavía no se sabe con certeza cuáles serán las consecuencias del próximo descenso de la actividad en el mercado inmobiliario. Históricamente, una subida tan brusca de los tipos de interés hipotecarios ha provocado una fuerte caída de los precios y una paralización casi inmediata de la actividad, lo que a su vez suele provocar un repunte de la tasa de desempleo.

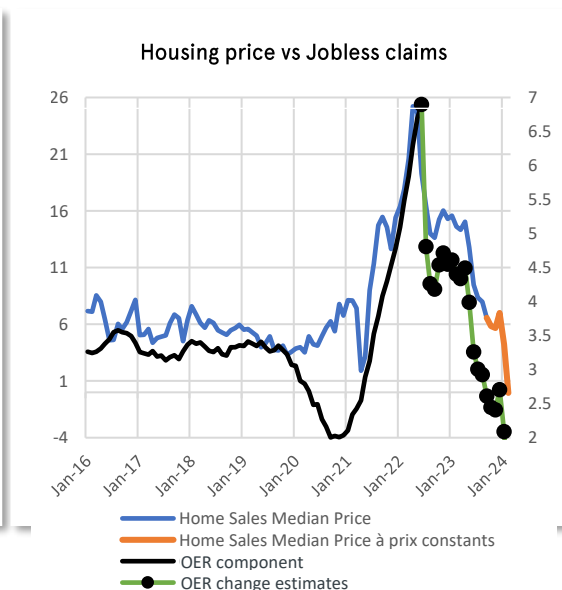
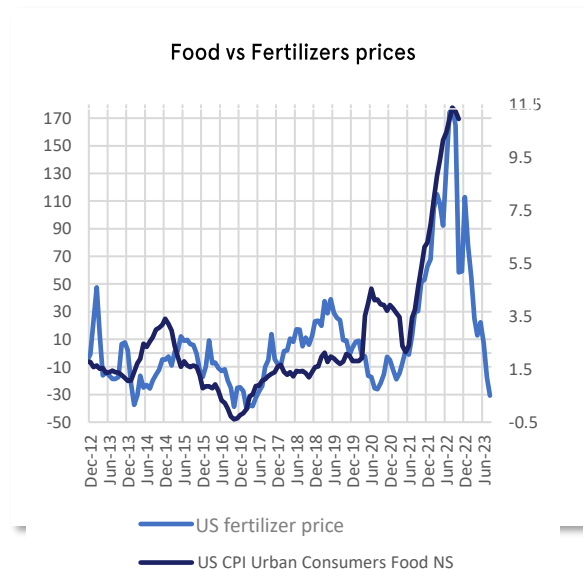


Aunque no se trata de una nueva y extraordinaria tendencia, podemos ver que los datos reales de las empresas están disminuyendo gradualmente, el mercado laboral se está desacelerando y el riesgo de recesión es cada vez más importante en toda Europa. Esta situación es importante para los bancos centrales, puesto que muestra que el endurecimiento monetario está funcionando.

Inflación

Las últimas cifras de inflación en Estados Unidos que se sitúan por debajo de las expectativas y han provocado una importante subida en el mercado de bonos.

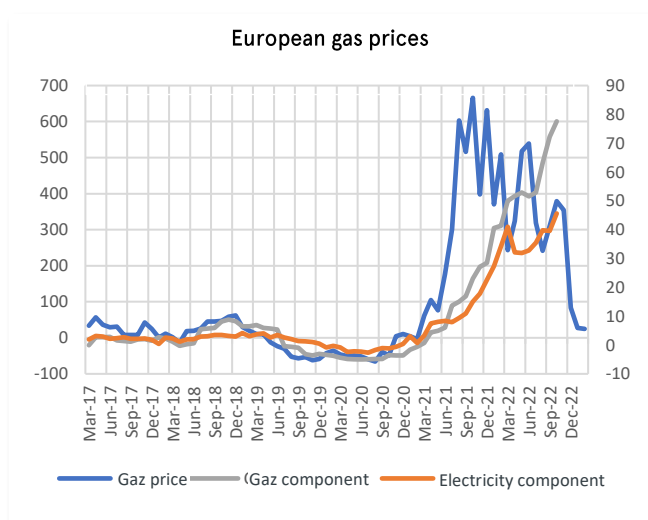
A pesar de esta sorpresa negativa, derivada principalmente de la fuerte caída de los precios de los coches usados, varios indicadores apuntan a una desaceleración gradual de la inflación estadounidense en los próximos 3-6 meses. Este descenso ya está afectando a determinados bienes y se extenderá gradualmente a los servicios.



Esto no significa que la inflación vuelva a alcanzar necesariamente el objetivo del 2% de la Fed, ni que la inflación no vuelva a subir a finales de 2023 o 2024. Las últimas encuestas de consumo (Michigan y Fed de Nueva York) muestran que los agentes económicos siguen esperando un aumento sustancial de los precios en los próximos 12 meses. Sin embargo, esto podría calmar la situación de los mercados en cuanto al riesgo inflacionista en los próximos meses.

La situación es diferente y más difícil de predecir en Europa, ya que está vinculada principalmente a factores que están fuera de nuestro control: la guerra en Ucrania y su impacto en el precio del petróleo, el clima y su impacto en los precios del gas y, por último, el grado de apoyo fiscal de los gobiernos europeos en los próximos meses y trimestres. Las diferencias entre los países europeos en cuanto a las medidas de apoyo y la combinación energética de cada país complican aún más la lectura de la inflación europea.

El gráfico de la derecha muestra, por ejemplo, que las medidas de ayuda estatal habían mantenido la inflación energética "bajo control" incluso cuando el precio del gas se disparaba, aunque la retirada de algunas de ellas tampoco ha provocado un rápido descenso de la inflación, mientras que el precio del gas ha bajado considerablemente.



Bancos Centrales

En general, el mensaje de los bancos centrales en las últimas semanas puede resumirse de la siguiente manera:

- Endurecimiento de las condiciones monetarias
- Lapso significativo entre las subidas de tipos y su impacto en la economía,
- Continuación del ajuste monetario debido a la alta inflación, pero a un ritmo más lento.

En comparación con los últimos 6 meses, esto representa un cambio de postura y un tono menos agresivo que antes. Algunas instituciones están adoptando claramente una postura menos restrictiva, como el Banco de Inglaterra o el banco central canadiense. Otros, como la Reserva Federal de Estados Unidos, sólo sugieren este cambio.

En cualquier caso, los bancos centrales están adoptando ahora una postura menos agresiva que hace unos meses, y dada la probable evolución de los datos macroeconómicos, creemos que el ritmo de subidas de tipos y las expectativas monetarias seguirán disminuyendo en los próximos meses. Sin embargo, no hay motivos para esperar que la Fed o el BCE recorten los tipos, ya que ello requeriría un deterioro muy acusado de los contratos de trabajo y que la inflación se acercara a los objetivos, lo que no es probable que ocurra a corto plazo.

Conclusión:

Los mercados de renta fija están experimentando el peor año de su historia, con rentabilidades casi idénticas entre los distintos segmentos del mercado, como se muestra en la tabla siguiente. Algunas partes del mercado han sufrido debido a los amplios spreads, y otras por su alta sensibilidad a los movimientos de los tipos de interés. Sin embargo, el hecho es que no ha habido ningún activo refugio para una cartera de bonos hasta ahora en 2022.

		YTD performance at 14/11
US Gov	BarCap US Treasury 7-10 Y TR Unhedged USD	-15.5%
US Inflation	US 7-10 year real rate	-16.2%
US IG	US Corporate IG	-17.4%
US HY	Bbg Usd Hy Corp	-11.7%
Euro Gov	EuroMTS Gbl	-16.5%
Euro Inflation	German 10-year real rate	-10.8%
Euro IG	BarCap Euro Aggregate Corporate Index TR	-13.5%
Euro HY	Bbg Eur Hy Corp	-11.5%
Australian rate	Australia 10 yr	-14.0%
UK rate	UK 10 yr	-15.0%
Sub Fin	Bloomberg Barclays Global CoCo High Yield	-19.2%
Sub Corp	iBoxx € Non-Financials Subordinated	-13.3%
Emerging HC	Bloomberg Barclays Emerging Markets Hard Currency Aggregate	-19.7%
Emerging LC	JPM GBI - EM Global Diversified (Unhedged \$)	-11.1%

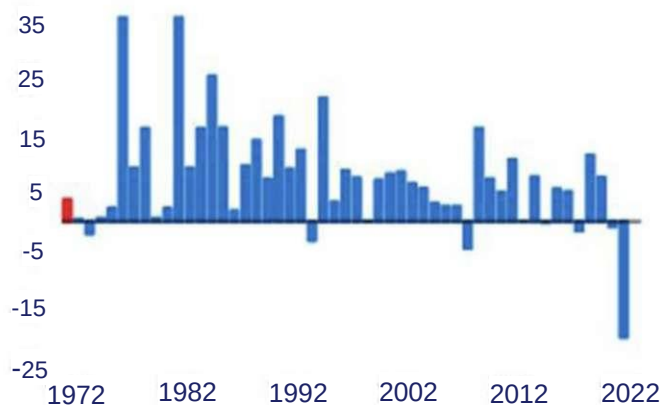
El probable deterioro de las cifras macroeconómicas nos parece ahora un freno a una recuperación significativa del riesgo para los activos de mayor riesgo. Por otra parte, este deterioro debería hacer menos probable una subida brusca de los tipos, sobre todo si se prevé que la inflación continúe su tendencia a la baja. La situación parece más clara en Estados Unidos, donde la inflación es más "fácil" de entender y anticipar y donde la situación macroeconómica también es más clara.

Por lo tanto, algunos mercados resultan actualmente interesantes con un horizonte de inversión a medio plazo:

- La deuda pública a corto plazo, especialmente en Estados Unidos, con curvas de rendimiento históricamente planas
- Los tipos reales estadounidenses, ahora en territorio restrictivo y en su nivel más alto desde 2008, a pesar del menor crecimiento potencial
- La deuda con Investment Grade, que ha tenido el peor año de las últimas cinco décadas (véase más abajo)

Chart 2: 2023 shaping up to be a lot better for IG returns (%)

Global.IG total return history: 3 consecutive years of losses unheard of



Fuente: ICE Data Indices, LLC Using IG index pre 1998, global IG index from 1998-today.

2022 returns annualised

Bofa GLOBAL RESEARCH



LA FRANÇAISE
investing together

128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00

La situación sigue siendo inestable y condicionada por factores externos (¿recuperación en China? ¿Negociaciones en Ucrania? ¿Apoyo presupuestario?), pero, en nuestra opinión, los niveles de valoración de estos activos compensan estas incertidumbres.

Esta comunicación está destinada a clientes profesionales y no profesionales de acuerdo con la Directiva MiFID II

Publicado por La Française, sociedad anónima con un consejo de administración y un consejo de vigilancia con un capital de 78.836.320 euros - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée (Sociedad Anónima Simplificada) con un capital de 17.696.676 euros - RCS PARIS B 314 024 019 - Sociedad de gestión de carteras autorizada por 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 ni un incentivo para operar en los mercados financieros. Las valoraciones realizadas reflejan la opinión de sus autores en la fecha de publicación y no constituyen un compromiso contractual por parte del Grupo La Française. Estas valoraciones están sujetas a cambios sin previo aviso dentro de los límites del folleto, que es el único vinculante. El Grupo La Française no se hace responsable en modo alguno de cualquier daño directo o indirecto derivado de la utilización de esta publicación o de la información que contiene. Esta publicación no puede ser reproducida, total o parcialmente, difundida o distribuida a terceros sin la autorización previa por escrito del Grupo La Française. www.la-francaise.com