

02

SEPTIEMBRE DE 2019

LA FRANÇAISE
ESPECIAL REGRESO DE VACACIONES

 insights

¿QUÉ OCURRIÓ DURANTE LAS VACACIONES DE VERANO?

Un verano marcado por los imprevistos casi diarios. Como era de esperar, los factores de riesgo que pueden provocar estrés, o incluso correcciones, no desaparecieron durante las vacaciones de verano.

Los mercados de renta variable se mostraron resistentes, a pesar del fuerte aumento de la volatilidad. Las expectativas para los anuncios por parte de los bancos centrales en otoño son altas y que, como es lógico, han provocado un mayor alivio en los tipos de interés.

- Donald Trump anunció nuevos impuestos del 10% a partir del 1 de septiembre en las exportaciones chinas por valor de 300.000 millones de dólares
- El dólar superó el umbral de los 7 yuanes el 4 de agosto
- El impuesto GAFA adoptado por el parlamento francés impondrá un impuesto del 3% sobre los ingresos de los gigantes digitales
- El índice PMI industrial de Estados Unidos cayó por debajo de la barrera de 50 en agosto
- Los resultados de las elecciones primarias en Argentina hicieron estallar la deuda pública argentina.
- Toda la curva alemana se volvió negativa



LA FRANÇAISE

300,
7,3

1 - LA GUERRA COMERCIAL CONTINÚA...

A pesar de las negociaciones celebradas en los días anteriores, Donald Trump anunció el 1 de agosto **nuevos aranceles del 10% a partir de 1 de septiembre en exportaciones chinas a EE. UU. por valor de 300.000 millones de dólares.** Asistimos a un nuevo episodio importante de intensificación de la guerra comercial entre China y EE. UU. A pesar de ello, se decidió aplazar varias semanas la aplicación de los nuevos aranceles. Seguramente para suavizar el impacto sobre el consumidor estadounidense mientras EE. UU. entra en periodo de precampaña presidencial. Cabe destacar también la inclusión en la lista negra de varios grupos nucleares chinos, que ya no tendrán acceso a las tecnologías estadounidenses.

La respuesta de China llegó unos días después, con nuevos aranceles en una lista de productos estadounidenses por valor de 75.000 millones de dólares, del 5% a la soja al 25% a los coches americanos. El 4 de agosto, **el dólar superó el umbral de los 7 yuanes**, alimentando la especulación de nuevas medidas del Banco Central chino. La respuesta de las autoridades estadounidenses fue inmediata: el Tesoro de EE. UU. acusó a China de manipular su divisa. Los mercados bursátiles estadounidenses vivieron su peor día del año y el tipo de interés a 10 años de EE. UU. cayó al 1,7%, registrando su mayor caída semanal desde 2011.

Seguimos pensando que a ambas partes les interesa, tanto desde el punto de vista económico como político, encontrar una solución favorable y el escenario principal sigue siendo que habrá avances positivos en las negociaciones en los próximos seis meses.

2 - NUEVOS GIROS EN EL CASO DE EUROPA Y EE. UU.

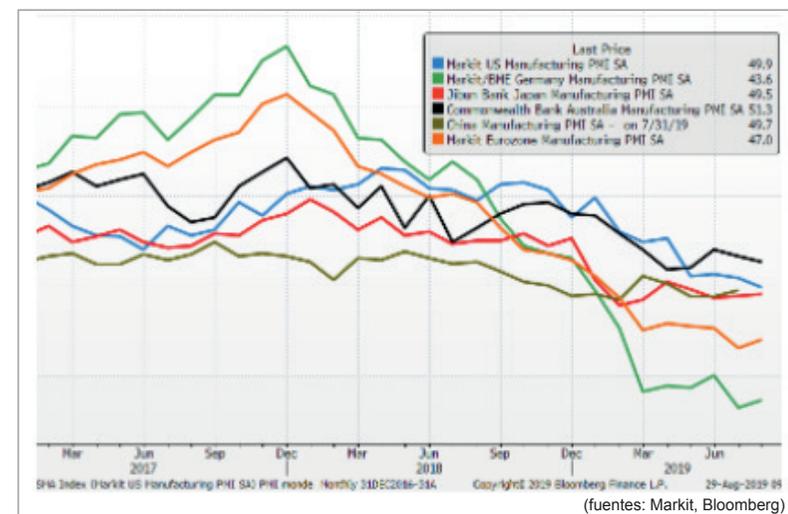
El parlamento francés aprobó definitivamente **el impuesto GAFA que pretende gravar el 3%** sobre los ingresos de los gigantes digitales.

Sin embargo, durante la cumbre del G7 de Biarritz, Francia se comprometió a eliminarla cuando se llegue a un acuerdo multilateral. Por su parte, la administración estadounidense decidirá como muy tarde en noviembre la posible imposición de nuevos aranceles del 25% a los automóviles europeos.

3 - EPISODIOS DIFÍCILES EN ALEMANIA Y ESTADOS UNIDOS

La recesión industrial frena el crecimiento mundial.

Evolución de los índices PMI industriales



El índice del PMI industrial de Estados Unidos cayó por debajo de la barrera de 50 en agosto. Este umbral indica en teoría la entrada en recesión. Afortunadamente, el sector de servicios mantuvo su impulso y el crecimiento continuó respaldado por la demanda interna. ¿Durante cuánto tiempo? Algunos inversores se muestran preocupados por la inversión de la curva de tipos de EE. UU. en los tramos de 2 a 10 años, que históricamente indica una alta probabilidad de recesión en EEUU.



¡Cifras del
verano para
recordar!

50,15,
100

Alemania registró su noveno mes consecutivo de contracción de la producción industrial, mientras que esta volvió a aumentar en la mayoría de los países de la zona euro: ahora en una recesión técnica con un descenso del PIB en dos trimestres consecutivos, el país se ve especialmente afectado en los sectores del automóvil, químico y de productos farmacéuticos. Un estímulo fiscal resultaría muy oportuno para este país y tomaría el relevo del estímulo monetario que se espera que el BCE anuncie en septiembre.

4 - DÉJÀ VU EN LA POLÍTICA ITALIANA

Después de la convocatoria de Matteo Salvini de nuevas elecciones el 8 de agosto, una reorganización está en marcha en Italia. Giuseppe Conte, cuyo mandato fue renovado, debe formar un gobierno con la nueva coalición entre el partido Cinco Estrellas y el Partido Demócrata antes del 4 de septiembre. Al final, la posición de Salvini se ha vuelto más frágil y aislada. Los activos italianos obtuvieron mejores resultados desde que se evitaron las elecciones, y las relaciones con Bruselas serán más fluidas.

5 - BREXIT, ¿DEAL O NO DEAL?

Boris Johnson, el recién nombrado primer ministro, no dudó en solicitar una suspensión del parlamento británico, buscando limitar el margen de maniobra de los legisladores que favorecen un acuerdo con la UE, preparándose así para una salida sin acuerdo. Los mercados apenas reaccionan a este hecho cada vez más probable.

6 - ARGENTINA, LA SORPRESA DEL MERCADO EMERGENTE

Para sorpresa general, **las primarias del 11 de agosto en Argentina cerraron con el candidato peronista liderando por 15 puntos sobre el actual presidente**, lo que provocó una explosión de las yields de la deuda pública y un desplome del peso argentino: el Gobierno de Mauricio Macri solicitó rápidamente al FMI reprogramar su deuda a cambio de una política de austeridad presupuestaria, tratando con ello de calmar a los mercados.

En general, en este entorno de aversión al riesgo, la renta fija tuvo un comportamiento sorprendente durante el verano: **Toda la curva de tipos alemana** registra rendimientos negativos. Europa va ahora por delante de Japón y cada vez son más los defensores de la teoría del estancamiento secular en Europa.

Los mercados bursátiles exhibieron una resistencia sorprendente y cabe preguntarse acerca del mercado radicalmente diferente que ofrecen ahora tanto las acciones como la deuda pública.



LA FRANÇAISE

TIPOS DE INTERÉS E INFLACIÓN

TIPOS DE INTERÉS E INFLACIÓN

La actividad se ve afectada por la desaceleración industrial y la guerra comercial. Sin embargo, nuestras expectativas de crecimiento para 2019 se mantienen en el 2,3% en Estados Unidos y en el 1,1% en la zona euro. La dinámica del consumo impulsa la actividad de los servicios en la mayoría de las economías. Varias amenazas se ciernen también sobre el crecimiento y el equilibrio de riesgos se ha deteriorado especialmente durante el verano con la intensificación de la guerra comercial, la mayor probabilidad de un Hard Brexit, las dificultades de la economía alemana y las previsiones sumamente bajas de la inflación.

Se espera con gran interés el retorno de los bancos centrales, especialmente el del BCE. Estamos convencidos de que Mario Draghi y su equipo anunciarán un estímulo monetario importante en septiembre. Sin embargo, la política monetaria podría no bastar por sí sola: hay que estar atentos a los caprichos del estímulo presupuestario, que el gobierno alemán de momento solo menciona por ahora y que Trump podría anunciar durante el último año de su mandato.

NUESTRAS CONVICCIONES

A corto plazo, los tipos de interés core seguirán bajos, la deuda periférica se mantendrá respaldada por el tono moderado del BCE y las previsiones de inflación podrían aumentar puntualmente. En realidad, no percibimos ningún indicio estructural de tensión inflacionista.

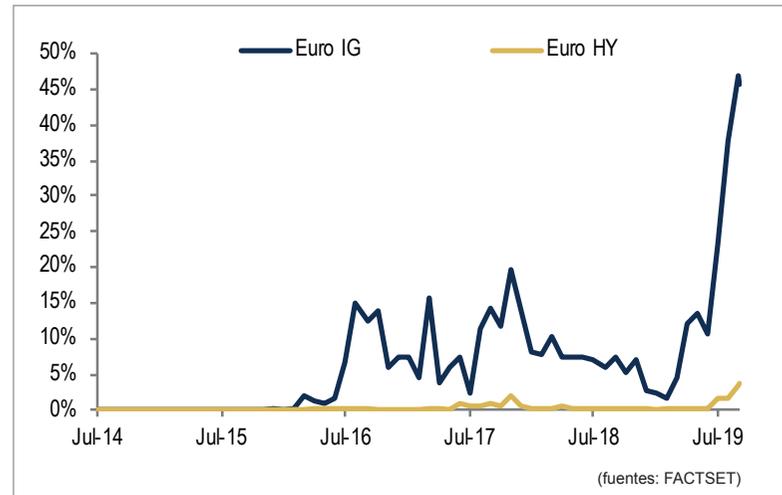
Nuestro escenario presenta tres factores de riesgo: medidas de estímulo presupuestario, una decepción con respecto a las expectativas de los bancos centrales y sorpresas positivas macroeconómicas. A pesar de unos tipos de interés en mínimos históricos, seguimos creyendo oportuno mantener una duración positiva en las carteras.



LA FRANÇAISE

EL MERCADO HIGH YIELD

Porcentaje del universo de crédito con tipos de interés negativos



El mercado high yield tuvo un verano mucho más desigual. Mientras que el segmento con calificación BB generó una rentabilidad notable, las emisiones de menor calidad (B y CCC) fueron bastante decepcionantes. Este segmento se vio fuertemente penalizado por las incertidumbres sobre la guerra comercial que pesan sobre la economía mundial. A ello se suman también los riesgos geopolíticos, relacionados sobre todo con el *Brexit*.

En la misma línea, los sectores más cíclicos, como el de la energía, automóvil, el químico o el de las materias primas se vieron también fuertemente penalizados por las incertidumbres políticas y comerciales.

Esta aversión se refleja en las curvas de tipos de los segmentos de emisiones con calificación B y CCC, que se han invertido en los tramos de vencimientos de 1 a 3 años y de 3 a 5 años.

El índice de default del mercado *high yield* aumentó ligeramente, especialmente en EE. UU., donde se situó en el 5% en los 12 últimos meses, debido principalmente a un aumento de los defaults en el sector energético.

NUESTRAS CONVICCIONES

La evolución del mercado high yield en los próximos meses dependerá básicamente de la trayectoria en la guerra comercial:

- **A corto plazo, es probable que predomine la aversión al riesgo y que los flujos sigan dirigiéndose al segmento más estable del mercado, los emisores con calificación BB.**
- **Dentro de seis meses, si la guerra comercial se calma y teniendo en cuenta el entorno actual de tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad de los inversores, creemos que los flujos en high yield puedan dirigirse más a los emisores más cíclicos y con menor calificación que se han comportado peor recientemente.**



EL MERCADO DE DEUDA SUBORDINADA

El verano fue favorable para la deuda subordinada. En efecto, las rentabilidades aumentaron debido a las previsiones de reanudación de la expansión cuantitativa del BCE y una flexibilización más general de las políticas monetarias de los grandes bancos centrales. Cabe destacar los buenos resultados relativos de la deuda subordinada en comparación con los resultados del *high yield* con calificación B y CCC cíclico, que se debe a la escasa exposición del sector bancario a la desaceleración del crecimiento mundial. Al mismo tiempo, la posible formación de un Gobierno de coalición en Italia evita una nueva crisis política y empuja a la baja los tipos de interés de la deuda pública italiana. Como siempre, la bajada de estos ha tenido un impacto muy positivo para las valoraciones de la deuda subordinada de los emisores italianos.

En concreto, el plan de reestructuración anunciado por Deutsche Bank parece ambicioso, pero no ha sido bien recibido por el mercado. El riesgo de ejecución es sin duda importante, pero la dirección ha tomado finalmente la decisión imprescindible de reducir el apalancamiento del banco a un ritmo sostenido como única salvación para el banco.

En nuestra opinión, la deuda subordinada europea de emisores financieros o no financieros probablemente se beneficiará plenamente de varios factores en los próximos meses.

En primer lugar, ofrece rendimientos muy atractivos, mientras que gran parte del segmento de deuda corporativa con calificación *investment grade* ha registrado rentabilidades negativas. Así, el índice Bloomberg Barclays Contingent Capital, que engloba a los títulos de deuda perpetua Tier 1 denominados CoCo, registró un rendimiento del 4.00% a fecha de 28 de agosto del 2019 (YTC).

Además, aunque el banco central no los compre directamente, deberían beneficiarse del movimiento general de reducción de los márgenes, en caso de que el BCE introduzca un nuevo programa de compra de deuda corporativa.

NUESTRAS CONVICCIONES

Nuestra convicción principal sobre el mercado de crédito sigue siendo los "CoCos". Más allá del argumento de rentabilidades atractivas, el perfil de riesgo del crédito de los bancos europeos sigue mejorando. Aunque la rentabilidad sigue limitada, en parte por la debilidad de los tipos de interés europeos, esto afecta sobre todo a la valoración de las acciones bancarias, en la medida en que los inversores en renta fija se centren sobre todo en los elementos de estabilidad financiera. En este sentido, basamos nuestra convicción en la reducción de los ratios dudosos de créditos (3,1% a finales de marzo de 2019 a escala europea según la EBA, comparado con el 5,6% de hace tres años) y en el aumento periódico de los ratios de solvencia, tanto en el marco de la normativa actual como de la futura, con Basilea 4.

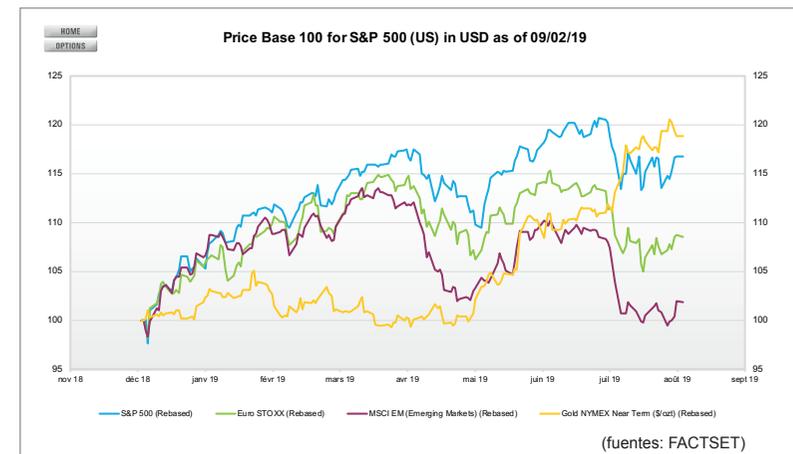


EUROPA Y MUNDO

En el contexto ya descrito, finalmente los índices de renta variable apenas se vieron penalizados durante el verano, con una rentabilidad del 1,80% en el caso del MSCI World entre el 1 de julio y el 30 de agosto, y de un -1,04% para el índice Stoxx Europe 600. Como es habitual, los índices estadounidenses se resisten mucho mejor, con un aumento de la rentabilidad del 3,13% en el caso del S&P 500, al beneficiarse de una situación económica más tranquila. En cambio, los índices de países emergentes se vieron fuertemente afectados por una situación cada vez más difícil en China y por la crisis en Argentina. El MSCI China cayó un 4,90% y el MSCI EM un 2,84%.

Los resultados publicados del segundo trimestre provocaron una sucesión de revisiones a la baja de las previsiones para el ejercicio 2019 en las principales regiones. Cada vez más empresas muestran una mayor prudencia, debido a numerosos factores persistentes de riesgo (proteccionismo y Brexit, principalmente). Las previsiones de crecimiento del BPA en 2019 fueron revisadas a la baja, a solo +5,3% para Europa y +1,70 % para los Estados Unidos. En cambio, las expectativas para 2020 siguen siendo considerablemente demasiado altas y también esperamos una corrección significativa para 2020, si tenemos en cuenta que los problemas actuales tendrán un impacto sobre la actividad y especialmente sobre la inversión en los próximos trimestres.

Aversión al riesgo y resistencia de los índices de EE. UU.



NUESTRAS CONVICCIONES

Mantenemos un posicionamiento defensivo, con una exposición a la renta variable de alrededor del 95%. Apostamos por una selección de valores basada en el crecimiento y la calidad, que ofrecen un gran potencial para generar free cash-flow y dividendos garantizados, así como en compañías con fuertes características defensivas. Mantenemos solo unas pocas posiciones cíclicas, fundamentalmente compañías que han reaccionado bien a los resultados del segundo trimestre y cuyas previsiones nos parecen satisfactorias.

Desde un punto de vista sectorial, seguimos siendo optimistas con respecto a los sectores de los servicios públicos y sectores inmobiliarios, que se benefician de la bajada de los tipos, y en menor medida en el sector agroalimentario. Desde un punto de vista geográfico, estamos infraponderados en los mercados emergentes, debido a las tensiones comerciales, así como a las manifestaciones en Hong Kong, que intensifican la incertidumbre política en Asia. Apostamos por la región de Norteamérica, cuyo crecimiento económico nos parece por ahora el más sólido.



SMALL CAPS

El mercado francés de small caps se vio claramente dominado por la desaceleración del crecimiento global y el contexto de la guerra comercial entre Estados Unidos y China.

Hemos asistido a una dicotomía entre las large caps y las small caps. Así, mientras que el CAC 40 acumuló una subida del 15,8% en 2019 al 30 de agosto, los índices CAC Small y PME 150 registraron aumentos del 5,24% y 7,94%, respectivamente.

Esto se debe sin duda a las grandes salidas en los fondos de valores de las small caps que se han producido en los últimos 18 meses, relacionadas con la habitual aversión al riesgo que caracteriza a este tipo de activos.

En nuestra opinión, esta rentabilidad rezagada hizo que las small caps fueran más atractivas. Por lo tanto, para el 2020, el PER del índice CAC Small es similar al de los large caps, 13,9 frente a 13,4 del CAC 40. En cambio, las previsiones de beneficios para 2020 favorecieron en gran medida a las small caps, 30,7% vs 11,25% del índice CAC 40.

Sin embargo, es importante permanecer atento a los factores macroeconómicos y geopolíticos en los próximos meses, ya que estos guiarán nuestras inversiones, ya sea hacia sectores más defensivos como el agroalimentario o el farmacéutico, o hacia valores más cíclicos.



LA FRANÇAISE

128, bd Raspail 75006 París - Francia
Tél.: +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax: +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARÍS

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 (RCS): 480 871 490
XX3392 - SEPTIEMBRE DE 2019

Director de la publicación: Jean-Luc Hivert
Responsable de la redacción: Caroline Babouillard
Editora jefa: Marion Lévêque
Maquetación: Wanda Le Sauze

La información incluida en este documento no constituye asesoramiento en materia de inversiones, una propuesta de inversión ni una incitación de ninguna clase 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. Queda prohibida la reproducción, total o parcial, la difusión o la distribución a terceros de esta publicación sin previa autorización por escrito del Grupo La Française.