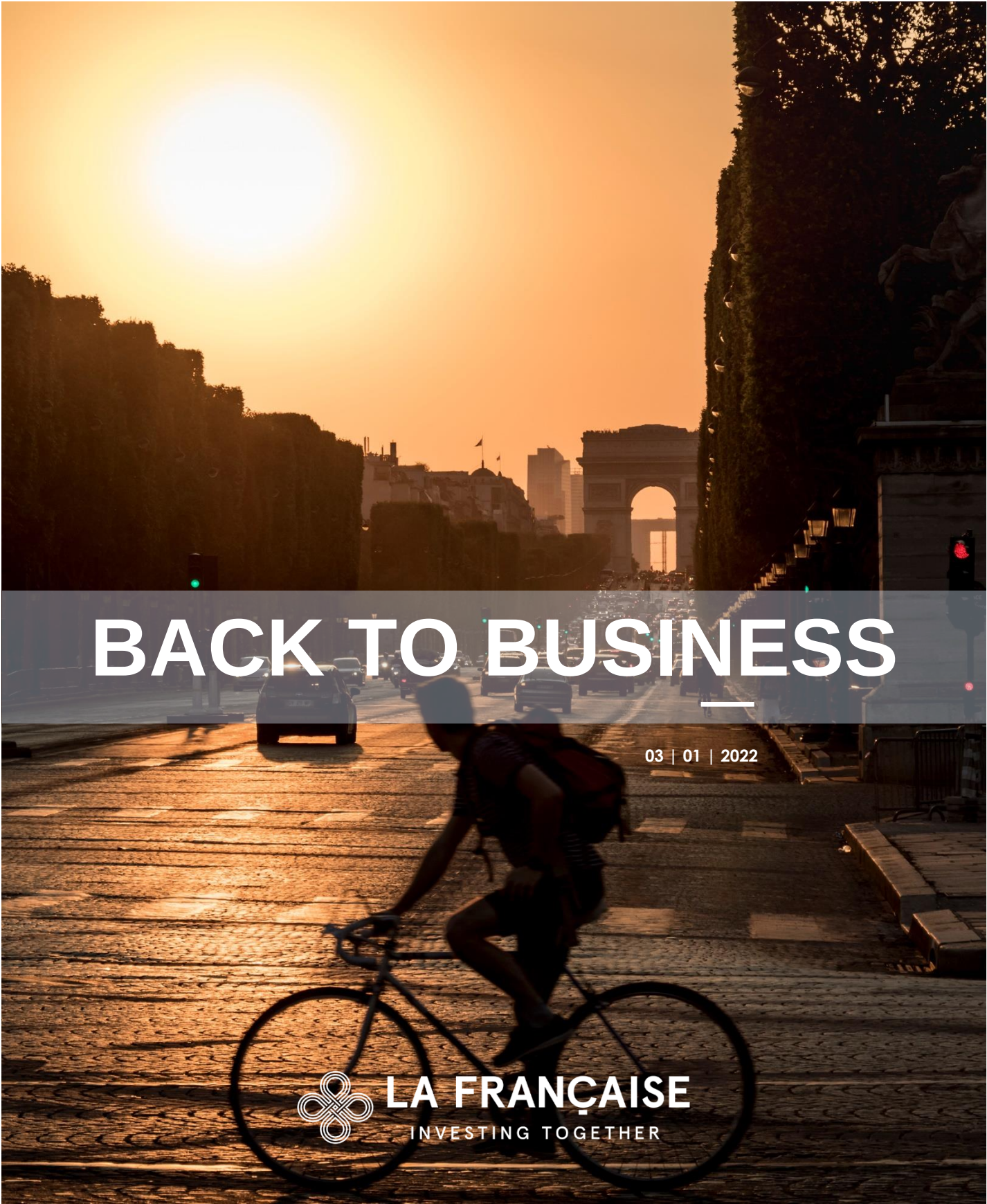




BACK TO BUSINESS

03 | 01 | 2022



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Desde La Française AM compartimos nuestro punto de vista sobre los mercados, así como nuestras perspectivas para empezar el año con buen pie ante el contexto actual de: regreso del crecimiento, reducción de los programas de apoyo monetario, subidas de tipos y variante Omicron.

ENFOQUE DE MERCADO



Jean-Luc HIVERT

*Presidente y
Director de Inversiones de La
Française AM*

El crecimiento global continúa, a pesar de interrupciones en el sistema de producción y la oscilación de las limitaciones relacionadas con los riesgos sanitarios. La tendencia instantánea sigue siendo positiva, pero es difícil de evaluar con precisión. La desaceleración de China, producto de las iniciativas políticas de lucha contra la pandemia, las disparidades sociales y la promoción de una economía más limpia, será una de las principales incógnitas en 2022.

Las tendencias a corto plazo en los Estados Unidos y Europa son ligeramente divergentes. Después de una desaceleración en el tercer trimestre, el crecimiento estadounidense se aceleró en el cuarto trimestre. En Europa, las impresionantes cifras del tercer trimestre podrían suavizarse ligeramente. Sin embargo, múltiples indicadores sugieren una perspectiva interesante para 2022.

De hecho, **2022 se perfila como un año económico sólido, salvo una interrupción significativa en el terreno sanitario**. Por supuesto, hay que observar de cerca la desaceleración de la actividad en China junto con la crisis financiera inmobiliaria. Sin embargo, las interrupciones del suministro deberían remitir gradualmente y los gobiernos continuarán apoyando a los agentes económicos más afectados por la pandemia. Por el lado del sector privado, las tasas de ahorro de los hogares y los beneficios de las compañías siguen siendo elevados. A pesar de las recientes consecuencias desfavorables de la inflación, estas variables fomentarán el consumo final y la inversión en una amplia gama de sectores, compensando el período reciente y respondiendo a los problemas emergentes, sobre todo el cambio climático.

En el plano político, la cuestión central sea probablemente qué versión del plan económico del presidente Biden se adopte finalmente. Por último, la cuestión del riesgo inflacionario seguirá preocupando a los inversores, a pesar de que el entorno monetario haya cambiado. Seguimos creyendo que los cambios inflacionistas disminuirán rápidamente y **permitirán a los bancos centrales mantener unas condiciones financieras favorables para la economía** en lo que respecta a los tipos actuales y al comportamiento de los mercados financieros.

En este contexto, los temas que hemos identificado como susceptibles de beneficiarse de la continuación del ciclo económico mundial son los siguientes:

Renta variable

*Se mantiene la tendencia
positiva*

High Beta

*Estrategias sin correlación con
los movimientos de los tipos de
interés*

ASG

*Perspectivas de
crecimiento sostenible*

RENTA VARIABLE – LARGE CAPS

A medida que comienza el 2022, creemos que la renta variable puede seguir al alza: **a pesar de la fuerte racha, el mercado está más barato en comparación con el comienzo de 2021**, gracias a las continuas revisiones al alza (beneficio por acción de 39,3 para 2021 por ahora, frente a 29,2 a principios de año).

Además, los resultados del tercer semestre han sido sólidos, con un crecimiento saludable de los beneficios y gastos en Europa y EEUU. El crecimiento de los beneficios superó las expectativas iniciales del consenso, lo que dio lugar a un nuevo aumento de las previsiones de crecimiento del BPA mixto. Además, las previsiones actuales para el cuarto semestre son inferiores a las de septiembre, ya que las estimaciones de consenso sobre el BPA han disminuido durante el otoño. Normalmente, el cuarto semestre es mucho más sólido que el tercero, y esto ofrece la posibilidad de otra sorpresa trimestral

Fundamentalmente, prevemos un mayor margen de crecimiento:

- **Empleo**, motor clave del gasto de los consumidores y, por tanto, motor último del crecimiento, sigue siendo favorable.
- Los signos tangibles de que las limitaciones de la oferta están pasando por su momento más difícil y de que los precios de la electricidad están volviendo a niveles más normalizados, nos animan a creer que ya hemos tocado fondo.
- **La desaceleración del crecimiento chino** parece haber quedado atrás y está surgiendo un entorno político más favorable, mientras que la preocupación por el crédito debería permanecer bajo control.
- Los indicadores mixtos de actividad, como el CESI, han pasado a ser significativamente positivos en diciembre. Esto suele ser una señal de apoyo para la rentabilidad de la renta variable, en los próximos 3-6 meses.
- **La recuperación económica** en el sector de los servicios, acompañada de un aumento de la inversión privada y pública, debería seguir impulsando el crecimiento en los próximos años. Este año también será un año de actividad continua de fusiones y adquisiciones, **lo que apoyará los actuales niveles de valoración**. A medio plazo, **la aceleración de la financiación de la investigación y la innovación impulsa el crecimiento** y crea una gran reserva de OPIs altamente innovadoras.
- Por último, dados los mensajes relativamente halagüeños de los bancos centrales en diciembre, **no esperamos que se anuncie un nuevo endurecimiento monetario**. Los precios actuales de los futuros y la inflación acompañada de crecimiento no son perjudiciales para los valores. Los valores de crecimiento parecen especialmente sensibles a las rentabilidades reales, mientras que los valores de yield parecen menos sensibles. Esto se debe en gran medida a la naturaleza a largo plazo de los valores de crecimiento. Sin embargo, dado su perfil de mayor calidad, no los descartaríamos por completo. Este posicionamiento nos permite navegar por el actual entorno de mercado volátil con el deterioro sanitario (variante Omicron).

En conclusión, seguimos siendo optimistas con respecto a la renta variable, dado el potencial de mejora de los beneficios, los niveles de valoración razonables y su ventaja de yield. Seguimos favoreciendo a Europa y Japón frente a EE.UU. debido a una estructura de mercado más cíclica/de valor en el entorno actual. En cuanto a los mercados emergentes, seguimos siendo muy selectivos en general y nos mantenemos al margen de las inversiones en China, que estarían en el ámbito de enfoque regulatorio.

Hugo BONNARD, Gestor de Renta Variable

Indicadores CESI



Fuente: Bloomberg. Datos al 31/12/2021

MSCI ACWI vs P/E



Fuente: Bloomberg. Datos al 31/12/2021

RENTA VARIABLE – SMALL & MID CAPS

En nuestro update de septiembre destacábamos que el segmento de los valores de pequeña y muy pequeña capitalización iba a la zaga con respecto a los valores de gran capitalización, como el Cac Small, que incluye tanto small caps como mid caps, y el potencial para cerrar la brecha. Vemos que este proceso de recuperación ha comenzado. El índice Eternext PEA PME 150 supera al índice CAC Small en un +6,4% a 31 de diciembre de 2021¹. Creemos que este proceso continuará por varias razones:

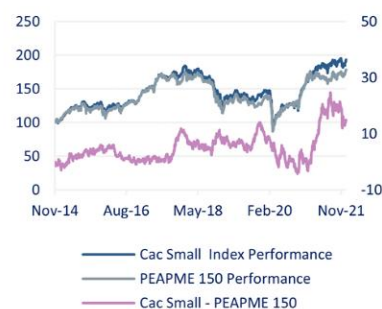
En primer lugar, desde el punto de vista macroeconómico, aunque el pico de crecimiento parece haber quedado atrás, **la actividad se mantiene en un nivel muy satisfactorio**. El año 2022 debería ser un año de mayor equilibrio en la oferta y la demanda, y los mercados seguirán siendo boyantes. A nivel mundial, el FMI prevé un crecimiento del +4,9% en 2022, tras el +5,8% de 2021. En la zona euro se espera un comportamiento similar, con un crecimiento del 4,4% en 2022, frente al 5% de 2021. Para Francia, la OCDE estima un crecimiento del +4% para el próximo año. **Los resultados de las Small Caps son muy buenos, y la actividad sigue mejorando de forma constante** en comparación con 2019.

La tabla indica las empresas que lograron una mayor facturación (TO) en 2021 que en el primer semestre de 2020 o en el primer semestre de 2019. Casi el 60% de las empresas del índice CAC Mid & Small generaron un resultado de explotación corriente en el 1S 2021 superior al del 1S 2019.

Toda nuestra interlocución con el ecosistema de pequeña capitalización nos lleva a creer que la actividad va a ser sólida en 2022. Las previsiones de los analistas refuerzan esta opinión, ya que predicen un aumento medio de los BPA de aproximadamente el +23,3 % para las empresas del CAC Small, frente al +11,4 % de las empresas del CAC 40². El entorno es aún más favorable para las pequeñas compañías debido al **apoyo de las autoridades públicas a través de diversos planes de estímulo y del plan estratégico francés para 2030**.

Además, las **small caps** son, por lo general, compañías que **pueden aprovechar plenamente las tendencias emergentes**. Por ello, en línea con los planes estratégicos y de recuperación, hacemos hincapié en las empresas de hidrógeno, de tecnología de IdC y de biotecnología. Además, **las valoraciones siguen siendo atractivas**. El segmento de valores de pequeña capitalización representado en el CAC Small sigue siendo interesante, con un ratio promedio P/E en 2022 de 14,9x, frente a 14,7x para el CAC 40. Históricamente, el sector de valores de pequeña capitalización cotiza un 20% más alto que el CAC 40 por término medio.

Rentabilidad del índice (100 basis a 17/11/2014)



Fuente: Bloomberg, La Française AM. Datos a 31/12/2021.

Porcentaje de empresas con mejor comportamiento vs el 1S2020 y 1S2019

	CAH1		ROC H1		Net Result H1	
	21 vs. 20	21 vs. 19	21 vs. 20	21 vs. 19	21 vs. 20	21 vs. 19
CAC Mid 60	70%	54%	84%	58%	79%	65%
CAC Small	72%	46%	81%	55%	84%	63%
CAC Mid & Small	71%	49%	82%	57%	83%	64%

Fuente: ID MidCaps, Datos a finales de Noviembre 2021.

Dado que pensamos que estamos en la mitad del ciclo -acercándonos a la madurez-, hemos cambiado nuestro posicionamiento en previsión del próximo año. Hemos salido de algunos de nuestros valores "de valor" para entrar o reforzar los valores GARP (crecimiento a precios razonables). Desde el punto de vista sectorial, nos inclinamos por los valores de automoción, aeroespaciales y tecnológicos para 2022.

Jérôme FAUVEL, Responsable de Renta Variable de Small y Medium Caps

¹ Fuente: Bloomberg, datos del 11/08/2021 al 31/12/2021

² Fuente: Portzamparc, datos a 10/12/2021

HIGH BETA – DEUDA HIGH-YIELD

Para la primera mitad de 2022, no prevemos ningún cambio significativo respecto a la tendencia observada en el mercado a lo largo de 2021. Es probable que la volatilidad sea mayor dada la incertidumbre sobre las políticas monetarias de los bancos centrales y la evolución de la pandemia. En general, los spreads globales de High Yield deberían seguir moviéndose en un rango de 350-400pbs. Se espera que las tasas de default sigan siendo muy bajas en Europa (1-1,5%) y en Estados Unidos (1,5-2,5%). En cambio, en los países emergentes, las tasas de default seguirán aumentando en el primer semestre de 2022 (sobre todo en Asia) antes de reducirse en el segundo semestre.

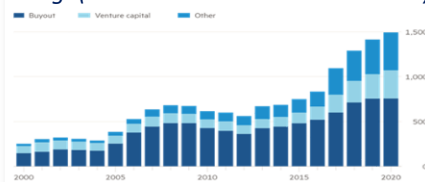
En cuanto al US High Yield, somos ligeramente pesimistas para la primera mitad del año. Las valoraciones son menos atractivas, especialmente para las calificaciones B y CCC. Además, los indicadores técnicos son menos favorables que en 2021, dado el endurecimiento monetario de la FED, que favorecerá al mercado de préstamos apalancados³ en detrimento del High Yield. Además, el aumento del coste de las coberturas debería hacer que el crédito estadounidense sea menos atractivo para los inversores extranjeros. Por último, deberíamos asistir a una reanudación de las operaciones de fusiones y adquisiciones y de compras apalancadas en Estados Unidos, con el riesgo de que aumente la deuda de las empresas estadounidenses. Las cantidades disponibles para ser desplegadas por los fondos de LBO se encuentran actualmente en niveles récord.

En cuanto al Euro HY, somos neutrales. El comienzo del año podría estar marcado por una mayor volatilidad debido a las fechas de vencimiento del BCE y a la agenda política (elecciones en Italia y Francia). En general, los factores técnicos siguen estando bien posicionados en Europa. La valoración es relativamente atractiva para las calificaciones BB y B, especialmente en los sectores cíclicos. La falta de alternativas de yield en Europa debería favorecer a los valores con una prima de riesgo elevada.

En cuanto al HY Chino, somos positivos. De hecho, las valoraciones son muy atractivas en comparación con otros mercados de High Yield. Las valoraciones actuales incorporan en general el riesgo de default de los emisores endeudados de baja calidad. Además, se espera que el gobierno chino anuncie nuevas medidas de flexibilización financiera para impulsar la economía y el sector inmobiliario. Hay que tener en cuenta que el objetivo de estas últimas no es barrer a todos los participantes en el mercado, sino más bien reducir el nivel de endeudamiento y racionalizar el comportamiento especulativo (como en el caso de Evergrande), dado el tamaño del sector como proporción del PIB (40%), del ahorro de los hogares (80%) y de los ingresos fiscales provinciales.

En otros mercados emergentes (LATAM and CEEMEA⁴), somos pesimistas para 2022. Hay muchos riesgos políticos, especialmente con las elecciones brasileñas. La situación económica se está deteriorando significativamente en la región, con un aumento importante de la inflación y una desaceleración del crecimiento económico. Además, los mercados de crédito de LATAM son muy sensibles a las condiciones financieras de Estados Unidos. También cabe destacar la situación política y económica de Turquía y su importante impacto negativo en su sistema bancario y monetario (la lira turca perdió el 75% de su valor en 2021). Evitaremos estas dos áreas durante la primera mitad de 2022.

Volumen de capital comprometido, pero no asignado en fondos de capital riesgo(en miles de millones de USD)



Fuente: Preqin. Datos a Diciembre 2021.

Margen de spread entre el índice chino de HY y el índice global de HY



Fuente: Bloomberg. Datos a 09/12/2021.

En conclusión, esperamos un comportamiento positivo del High Yield en 2022, especialmente en Europa y Asia. Las tasas de default deberían permanecer estables, ya que el crecimiento mundial sigue siendo fuerte. Los factores técnicos también siguen siendo favorables, y las valoraciones del mercado aún no han vuelto a los niveles anteriores a la crisis.

Akram GHARBI, Responsable de Crédito de High Yield

³ Tipo de préstamo concedido a empresas o particulares que ya tienen una deuda significativa o un historial de crédito deficiente

⁴ CEEMA : Europa Central, Medio Oriente & África

HIGH BETA - DEUDA SUBORDINADA

Podemos empezar esta sección destacando lo **excelentes que son los fundamentales de los emisores de deuda subordinada**, en su mayoría bancos y aseguradoras europeas, y **cómo deberían permanecer estables hasta 2022**. Sin embargo, en los primeros meses del nuevo año, es poco probable que esto importe.

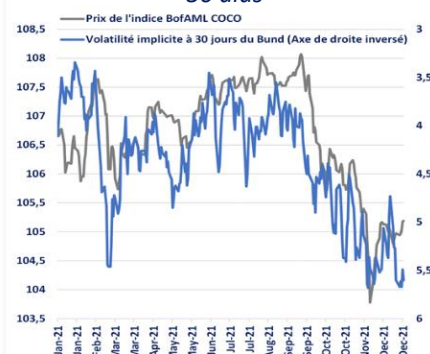
Los precios y los diferenciales de la deuda subordinada, y en particular los de los AT1 CoCos en euros, sufrieron en el cuarto semestre de 2021 **el fuerte resurgimiento de la volatilidad de los tipos soberanos**, que se vieron sacudidos por cuestiones inflacionistas y sanitarias. Por el contrario, a principios de 2021 habían acogido con agrado la subida de los tipos soberanos, como muestra el comportamiento de los AT1 CoCos europeos denominados en dólares.

En nuestra opinión, la volatilidad debería disminuir gradualmente ahora que los bancos centrales han anunciado sus intenciones para 2022 de forma más explícita durante sus reuniones de diciembre de 2021. **Así pues, aunque la trayectoria de los diferenciales no parece sencilla para el primer semestre de 2022, creemos que debería ser favorable a la subida de tipos**, por dos razones principales:

1. **En términos históricos, las valoraciones son más atractivas.** La rápida ampliación de los diferenciales en el cuarto semestre de 2021 eliminó las subidas vistas durante el año. Esto ha proporcionado un cierto respiro a las valoraciones, ya que la yield to worst (YTW) de los AT1 en euros ha pasado del 2,7 % a mediados de septiembre al 3.3 %⁵.
2. El BCE es consciente de que, **para mantener la estabilidad financiera, necesita que los tipos soberanos periféricos se mantengan durante la flexibilización de sus compras de activos (APP/PEPP)**. Esto constituye una fuerte ancla para los diferenciales de crédito.

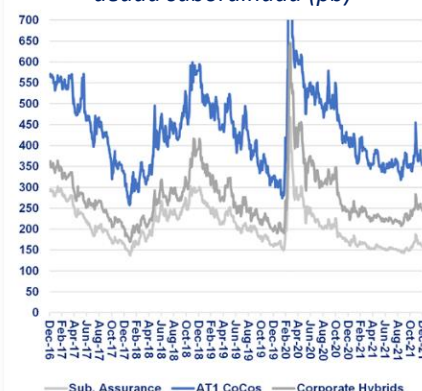
En términos de asignación, preferimos dos tipos de bonos: **los que tienen amplios diferenciales y una reducida sensibilidad a los tipos de interés. Por ejemplo, los AT1 CoCos en euros**, con diferenciales mucho más atractivos que los títulos en dólares y en libras esterlinas, **y los bancos Tier 2 calificados en la categoría High Yield** (sobre todo de los llamados bancos "periféricos").

Cambios comparativos en el precio medio de un índice de deuda CoCos y en la volatilidad implícita del Bund a 30 días



Fuente: BofA Merrill Lynch, Bloomberg. Datos a 31/12/2021.

Evolución del spread medio sobre los bonos soberanos de los índices de deuda subordinada (pb)



Fuentes: Credit Suisse index, Bloomberg. Datos a 31/12/2021.

Es probable que los spreads de la deuda subordinada sigan estando correlacionados con la volatilidad de los tipos soberanos, y no tanto con la direccionalidad. Dado que los principales bancos centrales han comenzado a trazar el camino a seguir, los segmentos de deuda subordinada de alto spread (AT1 CoCos y Bancos Tier 2 de High Yield) deberían tener un comportamiento superior al del mercado.

Paul GURZAL, Responsable de Crédito

Jérémy BOUDINET, Gestor de cartera y analista de crédito

⁵ Fuente: Índice Bloomberg Contingent Capital €, datos a 31/12/2021

ASG – DEUDA SOBERANA

El cambio climático es un tema clave para la próxima década, y las conclusiones de la COP 26 muestran que queda mucho por hacer. Algunos países deben intensificar sus compromisos para combatir el calentamiento global. Se estima que el calentamiento global será de 2,7°C en 2100, muy por encima del objetivo de 1,5°C.

Creemos que el cambio climático no puede seguir siendo ignorado. Como inversores, **debemos prepararnos para la transición a una economía con bajas emisiones de carbono incorporando el análisis de riesgos y oportunidades climáticas a nuestros procesos de gestión.**

Actualmente, distinguimos dos tipos de riesgos climáticos:

- **Riesgo de adaptación:** el coste económico de los daños relacionados con la vulnerabilidad de los países a los fenómenos climáticos extremos y la capacidad de adaptación para hacerles frente.
- **Riesgo de transición:** el impacto financiero de las políticas climáticas de los gobiernos (impuesto sobre el carbono, pérdida de ingresos por combustibles fósiles, inversión en energías renovables)

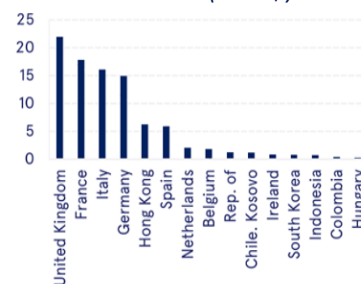
Mientras que el riesgo físico es imprevisible y lo sufren los países, el riesgo de transición depende de la voluntad política de los Estados. Los costes asociados a estos diferentes riesgos serán cada vez más importantes debido a la aceleración de los fenómenos climáticos extremos y al aumento de su gravedad. **Por lo tanto, es necesario poder evaluar estos riesgos.**

Para construir carteras resistentes a los riesgos climáticos y de transición, hemos desarrollado un modelo de análisis propio, que muestra que no todos los países son iguales en lo que respecta a los riesgos climáticos. También realizamos pruebas de estrés climático basadas en los compromisos climáticos de los Estados. Permiten analizar el impacto financiero de los riesgos climáticos en función de diferentes escenarios de transición (Business as Usual, 2 °C compatible, 1,5 °C compatible). Convertimos las implicaciones económicas de los riesgos físicos y de transición sobre el PIB de los países en choques de crecimiento y de tipos de interés para cuantificar el impacto financiero y el riesgo de rebaja de la calificación de un país. Aunque se trata de ejercicios de modelización complejos e inciertos, existen algunas tendencias identificables. **En nuestra opinión, Suecia, Francia, Croacia y Costa Rica se encuentran entre los países mejor posicionados para hacer frente a los costes del cambio climático.**

En cuanto a la reglamentación, **Europa sigue siendo el líder de la financiación verde. La Taxonomía**, que debería entrar plenamente en vigor a principios de 2023, **se convertirá en una referencia para supervisar y normalizar el etiquetado de las futuras emisiones de bonos "sostenibles", permitiendo así una mayor claridad y transparencia para los inversores.**

Desde la perspectiva del mercado, las nuevas emisiones de bonos verdes soberanos y cuasi-soberanos han crecido de forma constante desde los acuerdos de París a finales de 2015, pasando de 12.000 millones de dólares en 2016 a casi 132.000 millones de dólares en noviembre de 2021. El Reino Unido y Francia están a la cabeza, seguidos de Italia, Alemania y España. Para el año 2022, la atención política a la transición energética debería fomentar la emisión continuada de títulos "verdes" en la UE (entre el +20% y el +40%), impulsando a otros países a sumarse a la tendencia, como Austria, Grecia y Portugal.

Emisiones verdes soberanas para el año 2021 (en M\$)



Fuente: Bloomberg, datos a 30/11/2021.

Invertir en bonos verdes gubernamentales permite a los inversores financiar directamente proyectos de cambio climático y ayudar a los países a cumplir sus compromisos en materia de política climática (Contribuciones Determinadas a Nivel Nacional, NDC). No todos los países se encuentran en la misma fase de desarrollo, y sus políticas de descarbonización varían en su nivel de ambición. Algunos países ya han descarbonizado parte de su economía, mientras que otros están empezando a hacerlo. Los retos no son los mismos para los países desarrollados que para los emergentes. Por ello, seguiremos orientando nuestras inversiones hacia los países comprometidos con la transición verde, apoyando a los que están realizando esfuerzos importantes.

Maud MINUIT, Responsable de Renta Fija, Cross Asset y Total Return

ASG – CRÉDITO

El aumento del precio del gas y de las emisiones de GEI de las compañías eléctricas, combinado con la reducción de la oferta de créditos de carbono, han llevado **el precio del carbono** en el mercado regulado europeo a un **nivel insostenible a corto plazo** (el precio del carbono está actualmente desconectado de nuestras capacidades de transición energética). A este respecto, identificamos varios puntos de atención para 2022:

Esperamos que la intervención europea regule el disparado precio del carbono revisando el mecanismo de contención de costes. La crisis energética que hemos vivido no ha puesto en marcha este mecanismo, demostrando su ineficacia en su configuración actual. **Un tope o una moderación de la inflación adicional del precio del CO2 beneficiará directamente a todos los sectores sujetos al mercado regulado del carbono en Europa. En particular, a los productores de electricidad, cuya base de costes está inflada por el impuesto sobre el carbono, con ingresos potencialmente captados por los contratos de tarifa fija. Favorecemos a este sector en nuestras asignaciones.**

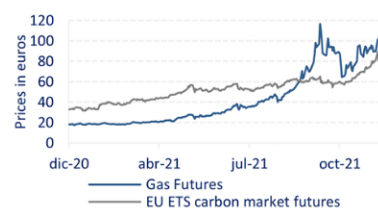
La naturaleza es la protagonista en 2022... La biodiversidad y el cambio climático están íntimamente ligados, afectando al otro y viceversa. La COP15 y la COP26 concluyeron con el compromiso de más de 100 países de situar la biodiversidad y la protección de los ecosistemas en el centro de las políticas. **Se avanza hacia un marco global de biodiversidad, que se espera que esté terminado en abril de 2022.** Podría amplificar fuertemente la tendencia hacia la creación y fijación de precios de los créditos de carbono en el mercado voluntario basados en soluciones de conservación/restauración de la naturaleza. El acuerdo sobre el artículo 6 en la COP26 regulará mejor el comercio y la contabilidad del carbono en todo el mundo.

Esperamos que los precios del carbono converjan entre los mercados regulados y los voluntarios (gráfico de precios medios hasta 2020). Esto penalizará a las empresas que utilicen créditos de carbono (comprados en el mercado voluntario) para compensar sus emisiones en lugar de reducirlas ellas mismas.

Nuestros análisis de cartera y trayectoria favorecen a las empresas cuya reducción de emisiones es estructural y no a las que sólo compensan.

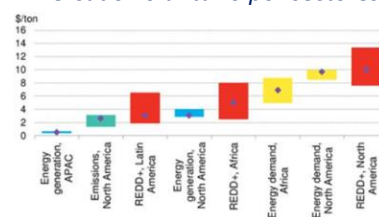
El entorno normativo y los mecanismos de apoyo al mercado de créditos siguen endureciéndose en relación con la transición energética. En 2022 esperamos que los bancos centrales y los reguladores apliquen medidas más punitivas que afecten a los emisores que no se comprometan con la transición. El Banco de Inglaterra ha iniciado este movimiento siendo el primero en reverdecer su CSPP a través de una lista de análisis por emisor.

Cambios en los precios del gas y el mercado del carbono



Fuentes : Bloomberg, La Française AM. Datos a 14/12/2021.

Precio medio del carbono en el mercado voluntario por sectores



Fuentes: Bloomberg NEF, CBL. Datos a Diciembre 2021.

Aunque el BCE dispone de varias opciones para ecologizar su CSPP, estamos convencidos de que el escenario que más se aproxima a la neutralidad del mercado es un enfoque basado en los emisores, como el aplicado por el BoE. Si se lleva a cabo este cambio, favorecerá en gran medida a los emisores de las industrias más contaminantes que han iniciado su transición energética, que son los emisores elegidos en nuestras estrategias de Crédito de Impacto de Carbono. Si el BCE opta por aumentar la proporción de bonos verdes y vinculados a la sostenibilidad, lograr la neutralidad del mercado significaría comprar la mitad de las nuevas emisiones etiquetadas como tales en los próximos años. Esto creará potencialmente aún más dispersión de precios para estos activos, pero traerá consigo la compresión de la prima de riesgo más global de estos emisores, lo que nos beneficiará directamente.

Marie LASSEGNORE, CFA, Gestora de carteras de crédito y responsable de renta fija ASG

PERSPECTIVAS PARA 2022 Y ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

La reciente aparición de la variante Omicron es un recordatorio de que la epidemia seguirá siendo un factor de riesgo importante en 2022, afectando a las perspectivas de crecimiento. Sin embargo, la posible y rápida adaptación de las vacunas de ARN mensajero y los esperados avances en los tratamientos con Covid, deberían valorar positivamente el crecimiento económico en curso. **El ritmo de crecimiento sólo debería ralentizarse temporalmente.**

Los factores de apoyo a los mercados que esperamos:

- Crecimiento prolongado,
- Expectativas de beneficios modestas en las previsiones de consenso actuales y, por lo tanto, susceptibles de ser revisadas al alza sobre la marcha,
- El primer paquete de estímulo fiscal de EE.UU. que se pondrá en marcha en 2022 y, posiblemente, la publicación del plan Build Back Better, incluso muy modificado, ya que el senador Munchen sigue oponiéndose a él,
- La resolución de la crisis inmobiliaria en China

Deberían proporcionar **una base sólida para que los mercados tengan otro año de resultados positivos en 2022.**

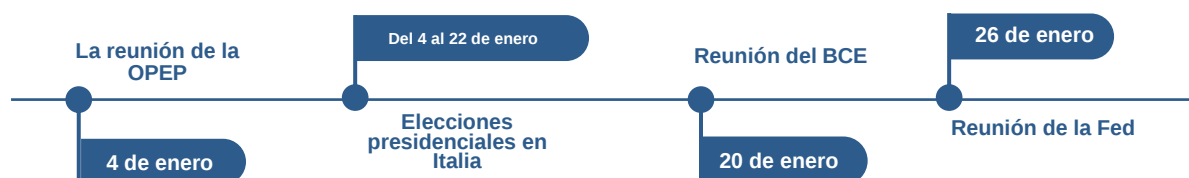
Por supuesto, el alto nivel de incertidumbre sobre las expectativas de inflación, tanto por parte de los inversores como de los banqueros centrales, está contribuyendo a amortiguar nuestro optimismo. Está afectando a nuestras convicciones a principios de año. Sin embargo, los bancos centrales están marcando el camino hacia unos tipos más altos de la forma más clara posible, y si no pueden actuar contra la volatilidad de los mercados de bonos, siguen siendo los garantes de una subida incontrolada de los tipos en 2022.

Al igual que en 2021, **seguimos reduciendo la sensibilidad a los tipos en renta fija y nos inclinamos por los bonos de tipo flotante para el segmento de Investment Grade**, mientras que las primeras subidas de tipos se llevarán a cabo en la primera mitad del año en Estados Unidos. Además, nos resulta difícil imaginar cómo el mercado de bonos de la eurozona podría estar desconectado de las decisiones de política monetaria al otro lado del Atlántico.

Por otra parte, los recientes y bruscos descensos de las primas de riesgo del crédito corporativo de *high yield* han reintroducido esta clase de activos en un nuevo público, aunque el potencial de rendimiento será limitado en el entorno de subida de los tipos de interés que prevemos, sobre todo teniendo en cuenta el ritmo de subida previsto. La clase de activos sigue siendo atractiva desde el punto de vista del *carry*, mientras que los bonos con una prima de riesgo elevada siguen siendo los únicos activos que proporcionan una rentabilidad.

Por último, si aceptamos la volatilidad a corto plazo, **nuestra clase de activos preferida sigue siendo la renta variable**, que sigue teniendo un atractivo potencial alcista. Las asignaciones a principios de año se posicionarán casi en línea con sus índices en el lado de la renta variable y seguirán infra-expuestas a los mercados de renta fija, lo que reforzará automáticamente la beta incorporada.

Como siempre, las exposiciones a las distintas clases de activos estarán sujetas a cambios significativos, ya que la volatilidad aumentará sin duda con el apretado calendario a corto plazo. En enero, se espera que los mercados reaccionen a:



Paralelamente, deberíamos tener más detalles sobre la capacidad de las vacunas para combatir la variante Omicron y la continuación de la vacunación forzosa a la espera de futuras vacunas más específicas contra la variante.

Odile CAMBLAIN LE MOLLE, Responsable de Gestión Patrimonial



LA FRANÇAISE
investing together

La rentabilidad pasada no es necesariamente una guía para el rentabilidad futura.

Publicación de carácter informativo, no promocional, destinada a clientes profesionales en el sentido de la Directiva MiFID.

Publicado por La Française, sociedad anónima con consejo de administración y 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 núm. 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

Documento de carácter informativo, no promocional, destinado a clientes profesionales según MiFID.