



Confluencia de factores

Julio de 2018



Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
4 De Julio De 2018

Longitud
7 minuto(s) de lectura

Tras interferir durante años en los destinos económicos de los países desarrollados, y más aún en los mercados financieros, los bancos centrales parecen haber llegado prácticamente al final de esta intervención. Es, en particular, el caso del banco central estadounidense, que, en lugar de seguir proporcionando liquidez al sistema, ha empezado ahora a retirarla. Al fragilizar toda la estructura de los mercados, construida sobre diez años de sobrada liquidez, esta reversión de tendencia reviste gran importancia para los inversores. No obstante, esta retirada del respaldo monetario pone también de manifiesto otros dos factores, hasta hace poco contenidos por el peso aplastante de las políticas monetarias excepcionales: el ciclo económico y las políticas de los gobiernos.

En lo referente al ciclo económico, los mercados, por el momento, hacen gala de confianza y celebran una bonanza económica generalizada desde hace dos años, prolongada en EE. UU. por la política presupuestaria expansionista del presidente Trump. Este ciclo comienza a mostrar sus primeros indicios de agotamiento (véase la Carmignac's Note de junio de 2018, [«Empieza la cuenta atrás»](#)). En cuanto al aspecto político, la economía liberal y globalizada de los últimos años, que ha alimentado el encarecimiento de los activos financieros sin beneficiar a la par a los salarios de los trabajadores, ha provocado la aparición de una forma de rebelión en EE. UU., Latinoamérica y Europa en oposición al orden económico establecido. Cabe recordar el desafío a medio plazo que esta nueva fase política, por respetable que fuera, planteaba a los inversores el pasado año (véase la Carmignac's Note de abril de 2017, [«Los inversores a largo plazo deberían recelar del populismo»](#)).

Esta nueva confluencia de los ciclos monetario, económico y político constituye el principal riesgo para los mercados en la actualidad, más allá de su enfoque a corto plazo únicamente sobre el componente político.



Fuente: Carmignac

¿Se materializará la guerra comercial?

Debe verse a Donald Trump como un héroe homérico, conducido por el sino hacia una guerra inexorable que solo tocará a su fin con la aniquilación de uno de los protagonistas

El asedio emprendido por Estados Unidos contra la fortaleza comercial china, unido al agotamiento de la fuente mundial de dólares, ya se ha cobrado sus primeras víctimas. La bolsa china ha cedido un 15 % de su valor desde principios de año y, por contagio, los activos financieros del universo emergente, en particular sus divisas, se han debilitado. Las economías más dependientes de la financiación externa en dólares, como es obvio, se han visto más afectadas, y Argentina —cuyos progresos constantes pero aún frágiles en el marco de su programa de reformas han quedado borrados de un plumazo por la violenta tormenta de desconfianza de los inversores— ha acusado particularmente el golpe. En el Gobierno estadounidense existen en la actualidad voces influyentes, impulsoras de una corriente ideológica que presenta sin ambages a China como el enemigo estratégico, cuya dinámica debería frenarse.

Si, en efecto, la aspiración de EE. UU. consiste, bajo el pretexto de una disputa sobre los derechos de aduana, en impedir que China lleve a cabo su plan estratégico «Made in China 2025», la confrontación será entonces larga y destructiva. El presidente chino Xi Jinping no está en absoluto dispuesto a renunciar a su ambición de proseguir el ascenso de China en la cadena de valor industrial a escala mundial. La ofensiva anunciada contra las importaciones de vehículos alemanes obedece a la misma lógica, dado que la Unión Europea ha cerrado filas frente a la postura estadounidense. ¿Debe entonces verse a Donald Trump como un héroe homérico, conducido por el sino hacia una guerra inexorable que solo tocará a su fin con la aniquilación de uno de los protagonistas?

Es perfectamente verosímil que, al contrario, la aspiración de EE. UU. sea pragmática, política y a mucho más corto plazo. Las elecciones de mitad de mandato del Congreso estadounidense, que se celebrarán el próximo 6 de noviembre, constituyen un objetivo de vital importancia para Donald Trump, en vista de que los sondeos no anticipan momento la victoria del Partido Republicano. Lograr antes de esta votación decisiva presumir de haber concluido acuerdos con China, y si es posible también con la Unión Europea, que se presentarán sin lugar a duda como heroicas victorias, tendrá un efecto contundente en la opinión pública estadounidense. Por tanto, las estrategias de inversión no deben excluir la posibilidad de una salida racional en el momento oportuno.

En este sentido, el dólar, que en la actualidad se beneficia de una economía estadounidense todavía dinámica, de una aversión general al riesgo y de un banco central aún determinado, podría al mismo tiempo caer del pedestal —empujado además por la ralentización del ciclo económico—, y la disipación de la hipótesis del peor de los casos podría dar pie a unos niveles de entrada convincentes en activos emergentes de calidad.

A corto plazo, el deseo de preservar el capital en cualquiera de las situaciones nos lleva a adoptar gran prudencia, sin renunciar a toda la flexibilidad y la capacidad de respuesta necesarias, puesto que el peor de los casos nunca es seguro.

¿Está condenada la zona del Euro?

El verdadero riesgo para los mercados financieros sigue siendo aquel ligado al ciclo económico, como consecuencia del agotamiento de los factores de estabilización monetarios y de unos factores de estabilización presupuestarios muy insuficientes en ausencia de reformas

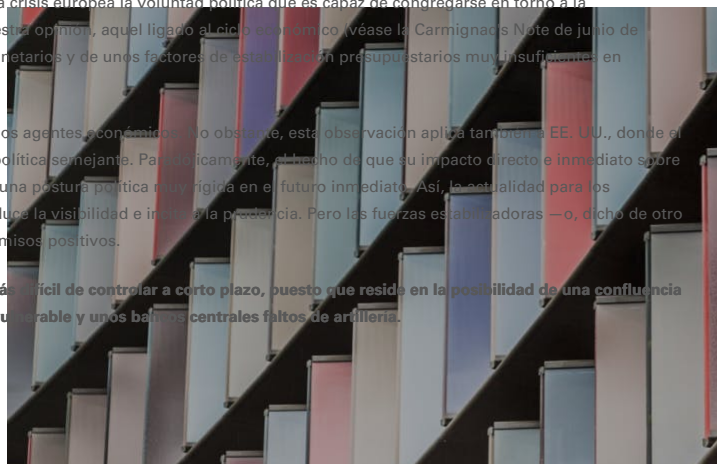
La oposición en el seno de la zona del Euro por lo que se percibe como una construcción ineficaz, rígida, burocrática, injusta, e incluso antidemocrática va en aumento. No obstante, son precisamente sus insuficiencias las que son objeto de un rechazo creciente, y no su existencia. Los movimientos de pánico que acompañan ocasionalmente las veleidades expresadas aquí o allá respecto de la salida de la zona del Euro no se atienen a lo esencial: la opinión pública ha entendido por doquier que el coste de un retorno a la moneda de origen de cualquier país sería prohibitivo.

Con o sin razón, el Euro es a día de hoy irreversible, como recordaba recientemente Mario Draghi. En cambio, el funcionamiento del conjunto de la Unión Europea acusa una necesidad urgente de reformas so pena de sacudidas recurrentes que podrían acabar de una vez por todas con su estructura. El presidente francés Emmanuel Macron lo ha entendido bien, al igual que la canciller Angela Merkel. Esta podría aprovechar su última legislatura al frente de Alemania para apoyar este movimiento. En el plano económico, una iniciativa de esta última podría consistir, por ejemplo, en reunir a su coalición en torno a un proyecto de reforma fiscal que explotaría algunos de los amplísimos márgenes de maniobra de los que dispone la economía alemana.

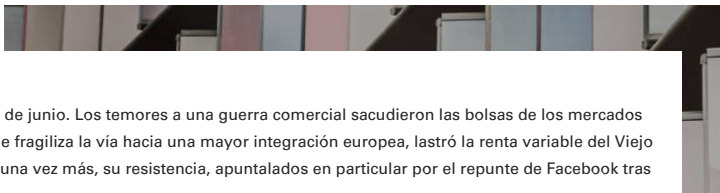
Este gesto de liderazgo político sería una respuesta creíble a un riesgo de ralentización económica ya perceptible y posicionaría aún más al país como locomotora del crecimiento europeo, en lugar de seguir asumiendo principalmente el papel de vigilante puntilloso del cumplimiento de las limitaciones de equilibrio de Maastricht. Una vez apaciguadas sus preocupaciones migratorias, el CSU, socio conservador de la CDU, podría sin duda respaldar un programa de reducción de la presión fiscal. Probablemente uno de los errores más recurrentes de los observadores anglosajones haya sido haber subestimado en cada crisis europea la voluntad política que es capaz de congregarse en torno a la supervivencia de la zona del Euro. El verdadero riesgo a corto plazo sigue siendo, en nuestra opinión, aquel ligado al ciclo económico (véase la Carmignac Note de junio de 2018, «[Empieza la cuenta atrás](#)»), por el agotamiento de los factores de estabilización monetarios y de unos factores de estabilización presupuestarios muy insuficientes— en ausencia de reformas.

Las amenazas proteccionistas son naturalmente motivo de ansiedad para la mayoría de los agentes económicos. No obstante, esta observación aplica también a EE. UU., donde el mundo empresarial comienza a señalar al Gobierno estadounidense los riesgos de una política semejante. Paradójicamente, el hecho de que su impacto directo e inmediato sobre el crecimiento económico estadounidense sea muy débil refuerza el riesgo de mantener una postura política tan rígida en el futuro inmediato. Así, la actualidad para los mercados ha pasado a ser de índole principalmente política en este momento, lo que reduce la visibilidad e impacta la prudencia. Pero las fuerzas estabilizadoras —o, dicho de otro modo, el sentido común— deberían seguir multiplicándose con el fin de llegar a compromisos positivos.

Recordemos que el verdadero riesgo para los mercados es más complejo y, por ende, más difícil de controlar a corto plazo, puesto que reside en la posibilidad de una confluencia de estas políticas económicas desestabilizadoras, un ciclo económico que se ha vuelto volátil y unos bancos centrales faltos de artillería.



Estrategia de inversión



Renta variable

La retórica política fue el principal factor de influencia en los mercados durante el mes de junio. Los temores a una guerra comercial sacudieron las bolsas de los mercados emergentes, en particular de China. La aceleración de los riesgos políticos en Italia, que fragiliza la vía hacia una mayor integración europea, lastró la renta variable del Viejo Continente. En este contexto, los valores tecnológicos estadounidenses demostraron, una vez más, su resistencia, apuntalados en particular por el repunte de Facebook tras la debilidad manifestada en el mes de marzo.

La inestabilidad generada por el cambio de regímenes político, monetario y económico nos lleva a mantener el refuerzo de nuestra exposición a los valores de calidad en detrimento de los sectores más vulnerables a estos cambios. Más allá de nuestras inversiones en el sector tecnológico, nos esforzamos por encontrar oportunidades en el sector de consumo capaces de ofrecer perspectivas de crecimiento estructural satisfactorias en un sector enormemente amenazado por los modelos innovadores de las empresas de Internet. Al mismo tiempo, recogimos beneficios en ciertas firmas tecnológicas que registraron valoraciones elevadas. Con el fin de seguir reduciendo el riesgo en nuestras carteras, establecimos posiciones vendedoras orientadas, en concreto, al sector bancario estadounidense, que se vio penalizado por el aplanamiento de la curva de tipos y por unos indicadores macroeconómicos vulnerables.

Renta fija

Las divergencias en materia de política monetaria entre los bancos centrales de Europa y EE. UU. se confirmaron durante el mes de junio. La resistencia del crecimiento en Estados Unidos incita a la Fed a continuar la subida de los tipos cortos, mientras que el BCE se ha comprometido a no subir sus tipos hasta el final del verano de 2019. Este fin de mes, cargado de novedades políticas, volvió a alimentar los temores sobre los mercados de bonos, provocando tensiones en los rendimientos de la deuda pública de la periferia europea, así como una relajación de los rendimientos de la deuda pública alemana y estadounidense. En el frente de la deuda emergente, se mantuvieron las tensiones.

En este contexto, proseguimos la reducción del riesgo iniciada a principios de año reduciendo nuestra exposición a la deuda pública de la periferia europea y a la deuda emergente. Al mismo tiempo, recurrimos a instrumentos derivados específicos orientados a reducir el riesgo crediticio. Por último, mantuvimos una posición compradora en la deuda pública estadounidense, que constituye una póliza de seguro en caso de deterioro de la coyuntura, al tiempo que ofrece un rendimiento más atractivo que la europea.

Divisas

El elemento destacado del mes se refiere a la moneda china, que se depreció más del 3 % frente al dólar y en la que iniciamos una posición vendedora. El buen comportamiento del yuan frente al resto de divisas emergentes desde principios de año y la relajación de la política monetaria nos llevan a creer que este movimiento podría continuar. Por su parte, el dólar se apreció frente al euro en este contexto de volatilidad.

Así, nuestra asignación a las divisas se mantiene concentrada en la reducción de los riesgos: mantenemos una posición compradora en el yen para poder beneficiarnos de su condición de activo refugio y conservamos nuestra sobreponderación en el dólar para contrarrestar nuestra exposición a los activos emergentes y a las materias primas.

Documento publicitario. Este documento no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. No constituye ni una oferta de suscripción ni un asesoramiento en materia de inversión. La información aquí contenida puede ser parcial y es susceptible de modificación sin previo aviso. Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de las rentabilidades futuras. La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Esta no busca promover la inversión directa en dichos instrumentos ni constituye un asesoramiento de inversión. La Gestora no está sujeta a la prohibición de efectuar transacciones con estos instrumentos antes de la difusión de la información. Las carteras de los Fondos Carmignac podrían sufrir modificaciones en todo momento.