Cuando baja la marea

Octubre de 2018

Publicado
2 De Octubre De 2018

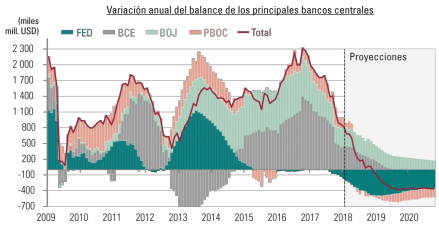
Longitud
10 minuto(s) de lectura

Hoy día, resulta complicado rebatir que el asombroso aumento de la liquidez mundial que orquestaron los bancos centrales desde 2009 vivió en 2017 su última marea alta. Y el primer murmullo del reflujo, que se constató a principios de 2018 (a través del ajuste monetario de la Fed), comenzó a asfixiar a los peces más débiles, principalmente en el universo emergente, de momento (véase la Carmignac's Note de julio, «Confluencia de factores»). La marea alta está pues empezando a bajar, por lo que cabría preguntarse cuáles serán sus efectos en los mercados de renta variable y renta fija en los próximos meses y trimestres.

Cambio de paradigma

El discurso de los bancos centrales ya no deja lugar a dudas: el sistema mundial de liquidez seguirá debilitándose para terminar revirtiéndose por completo a partir del año que viene.

LIQUIDEZ: UN CAMBIO DE PARADIGMA DE GRAN CALADO PARA LOS MERCADOS IMPULSADO POR ESTADOS UNIDOS



Fuentes: Bloomberg, Carmignac, a 07/2018

La Fed ya está reduciendo el importe de la liquidez en dólares que venía inyectando en el sistema financiero. Hemos pasado de la «relajación cuantitativa» al «endurecimiento cuantitativo». Esta retirada mensual, de 40.000 millones de dólares al mes desde principios del año pasado, aumentará hasta los 50.000 millones a partir de este mes de octubre. Este descenso se suma al ajuste monetario —progresivo pero inexorable— que suponen las subidas de los tipos de referencia, confirmadas por el presidente de la Fed, Jerome Powell, a finales del mes de septiembre. En este punto, resulta esencial destacar que, a día de hoy, esta retirada de liquidez no afecta en absoluto a la economía estadounidense. En efecto, la generosa política presupuestaria de la Administración Trump constituye un importante catalizador del crecimiento que, aunada al ajuste monetario, hace las veces de «aspirador» de dólares en el mundo, lo que asfixia a los países que dependen de esta moneda (como Argentina), pero mantiene unas condiciones monetarias en el país norteamericano que siguen siendo muy favorables.

En Europa, no se esperan subidas en los tipos de referencia antes del próximo verano, pero el fin de la relajación cuantitativa es un hecho inamovible para finales de año. Esto significa que el BCE interrumpirá definitivamente —o, al menos, esa es su intención— su programa de compra de deuda pública de la zona del euro. Sin lugar a dudas, este golpe de timón establecerá un contexto radicalmente nuevo, en especial para los países claramente dependientes de la confianza de los inversores para la financiación de su déficit presupuestario. En este sentido, el caso de Italia deberá seguirse con especial atención: sin la red de seguridad que suponían las compras masivas y regulares a manos del BCE, cabría preguntarse en qué nivel tendrán que situarse los tipos de interés de las emisiones del Tesoro italiano para resultar atractivas a ojos de los inversores. Esta cuestión revestirá una especial importancia si el nuevo Gobierno decidiera confirmar un giro drástico en su disciplina presupuestaria, lo que situaría su tasa de endeudamiento en una trayectoria a largo plazo que los inversores y las agencias de calificación considerarían insostenible.

En Japón, el gobernador del banco central del país confirmó en septiembre que la institución proseguiría con la lenta reducción de sus compras mensuales de deuda pública. Cierto es que la inflación se mantiene en cotas débiles, y que el Banco de Japón debe seguir actuando con la máxima prudencia. No obstante, el rendimiento de los títulos de deuda pública nipona, que se sitúa ligeramente por encima del 0,10 % a diez años, sigue estando en niveles muy cercanos a sus mínimos históricos —que alcanzó brevemente en 2016— y conlleva efectos secundarios que han terminado por resultar perniciosos para el conjunto del sector financiero.

America First

El primer choque externo cuyo efecto en los mercados se ha visto magnificado por este cambio de paradigma es la marcada intensificación de la postura proteccionista de la Administración Trump, que se dirige principalmente —aunque no de forma exclusiva— a China. ¿Perdurarán los efectos de esta política?

Intentar prever los resultados de esta postura a corto plazo es, en este momento, una tarea abocada a la incertidumbre, e incluso una empresa totalmente ilusoria. Es probable que no lo sepa ni el propio Trump, artífice de la situación. No obstante, a medio plazo, parece que la aplicación de un nacionalismo económico asumido constituirá una inflexión real. Al rechazar por completo la idea de que el libre comercio es el modelo ideal de regulación del comercio mundial para todos sus participantes, el Gobierno de Trump afirma que este modelo es fundamentalmente un juego de suma cero entre ganadores y perdedores. Así, el objetivo es renegociar todos los acuerdos comerciales con el fin de volver a introducir de forma más explícita el concepto de las relaciones de poder para alzarse con la victoria.

Naturalmente, esta visión neomercantilista de los intercambios mundiales siempre ha sido la opción favorita de los países poderosos, cuya posición dominante les permite imponer condiciones comerciales que les favorezcan. Dicho de otro modo: al igual que la política monetaria de la Fed tiene por objeto aspirar el capital en el extranjero hacia EE. UU., el proteccionismo comercial de la Administración Trump pretende absorber el crecimiento del resto del mundo en beneficio de la economía norteamericana. Por tanto, resulta poco sorprendente que los inversores apuesten a día de hoy por el mercado estadounidense frente a cualquier otro mercado, y tampoco asombra que ello sea fuente de grandes tensiones. Por último, es necesario ser conscientes de que el Gobierno estadounidense ha entendido, y con razón, que China se ha convertido en su principal rival a largo plazo en los planos económico, geopolítico e ideológico. El gigante asiático podría ceder fácilmente ante las numerosas exigencias inmediatas relativas a la apertura de su mercado. Pero ha comprendido que el verdadero desafío no reside ahí.

Para los inversores, estas tensiones generan episodios de pánico puntuales que también constituyen oportunidades de compra a buen precio (véase nuestra Note de septiembre sobre las oportunidades en el sector tecnológico chino). No obstante, las tensiones entre China y EE. UU. podrían durar mucho más allá de la agenda a corto plazo de la política interior estadounidense y constituir un elemento novedoso y de gran duración del telón de fondo de los mercados.

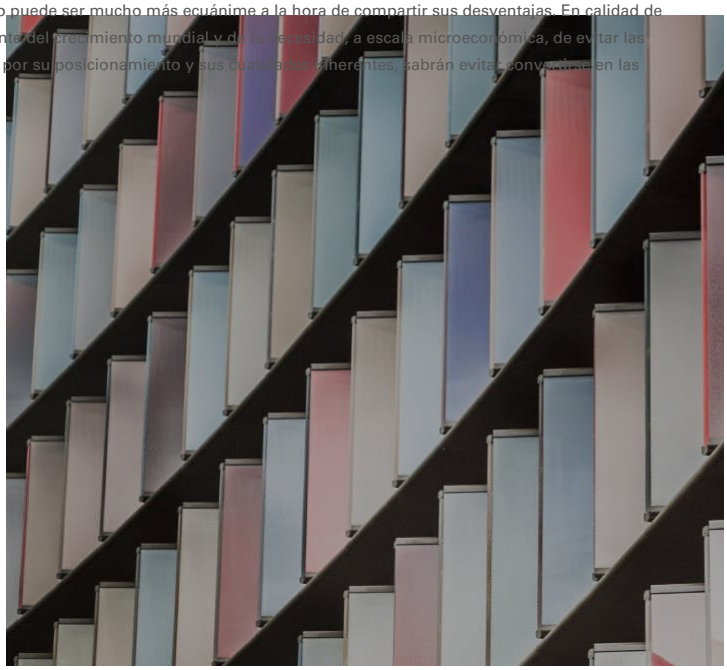
Todos pierden

> La cuestión es saber si el recrudecimiento del proteccionismo resultará favorable para la economía estadounidense. Y nada más lejos de la realidad

Es innegable que la globalización de la economía ha sido una bendición para los márgenes de las grandes empresas gracias a la optimización de sus cadenas de suministro. Pero es igual de cierto que ha sido mucho menos beneficiosa para el poder adquisitivo de los trabajadores. Por este motivo, el nacionalismo económico recaba hoy día un gran apoyo entre la población estadounidense y no desaparecerá con el siguiente cambio de poder político. La cuestión es saber si el recrudecimiento del proteccionismo resultará favorable para la economía estadounidense. Y nada más lejos de la realidad.

De confirmarse, el establecimiento de barreras comerciales haría que las importaciones de muchísimos productos chinos, y pronto puede que incluso japoneses o alemanes, sean menos competitivas. Pero, ante la incapacidad para producir cantidades suficientes y a bajo precio de productos que sustituyan a estas importaciones, la industria estadounidense no podría beneficiarse demasiado de esta situación en la actualidad. En efecto, la industria del país norteamericano funciona viento en popa, e invertir grandes cantidades en nuevas capacidades sería un movimiento precipitado hasta que no se conozca el resultado definitivo de las negociaciones comerciales. En gran medida, el proteccionismo conllevaría, por tanto, que el consumidor estadounidense deba pagar más o consumir menos. Por un lado, esta situación fomentaría la subida de los precios y, por el otro, mermaría el crecimiento. Así, paradójicamente, la actual posición dominante de la economía estadounidense no constituye una ventaja tan convincente. Incluso es posible que el proteccionismo dirigido permita a algunos países (¿Vietnam, México?) sortear las barreras y llegar hasta el consumidor estadounidense, hasta ahora inaccesible, con algunas líneas de productos. Quizás los ganadores no sean aquellos que espera Donald Trump.

En cuanto a China, en vista de la creciente aportación de la demanda interna al PIB (la economía china ya no presenta superávit en su balanza por cuenta corriente), no debemos sobreestimar el efecto de los aranceles en su crecimiento. Y la opción del apoyo monetario, presupuestario y bancario para apuntalar su economía sigue estando disponible, aunque en menor medida. Sin embargo, será difícil evitar una ralentización, aunque sea controlada. Por consiguiente, si bien podemos cuestionar la distribución equitativa de los beneficios de la globalización, podemos afirmar con mayor certeza que el proteccionismo puede ser mucho más ecuánime a la hora de compartir sus desventajas. En calidad de inversores, debemos pues ser conscientes de la acumulación de nubarrones en el horizonte del crecimiento mundial y de la necesidad, a escala microeconómica, de evitar las empresas y los valores vulnerables, así como de identificar los sectores y empresas que, por su posicionamiento y sus cualidades inherentes, sabrán evitar convertirse en las víctimas colaterales de estas tensiones.



El dilema de los mercados de renta fija

En EE. UU., la inflación ha empezado a despertar de su letargo. Los mercados de renta fija todavía parecen cuestionarlo

Los activos refugio tradicionales, como los títulos de deuda pública estadounidense o alemana, se benefician, por ahora, del incremento de las incertidumbres políticas, que abundan desde el universo emergente hasta Italia. Pero, tal y como indicamos anteriormente, la transición mundial hacia la normalización monetaria genera, por el contrario, poderosas fuerzas que impulsan el incremento de los rendimientos, que deberían reflejar en mayor medida un crecimiento económico favorable y los primeros movimientos inflacionistas. En el caso de Estados Unidos, los rendimientos de los bonos del Tesoro ya han aumentado, dado que la inflación ha comenzado a despertar de su letargo y el crecimiento del país se acerca al sobrecalentamiento. Los mercados de renta fija todavía parecen cuestionarlo.

En Alemania, la dinámica económica muestra indicios de agotamiento, que, como es lógico, penalizan a los mercados bursátiles europeos, pero esta sigue manteniendo una tracción suficiente como para determinar que los rendimientos de la deuda pública del país germano siguen estancados en un nivel excesivamente bajo, incompatible con la perspectiva del final definitivo de las compras de bonos por parte del BCE a finales de año. Por tanto, el riesgo a corto plazo parece ser bastante asimétrico: salvo que se produzca un repunte repentino de la aversión al riesgo (especialmente en caso de que se agraven las dificultades en Italia o Turquía, algo que no podemos descartar), el rendimiento de la deuda refugio, tanto estadounidense como alemana, presenta un importante riesgo de desviación.

En cambio, a medio plazo, la ralentización del ciclo económico y la persistencia de las fuerzas deflacionistas estructurales (tendencias demográficas, «amazonificación» del mundo, sobreendeudamiento) bien podrían venir acompañadas de un repunte de la aversión al riesgo y de una recaída de las previsiones de inflación. Esta situación frustraría, a partir de 2019, el objetivo de los bancos centrales de normalizar sus políticas, penalizaría duramente a los mercados bursátiles y volvería a ejercer una presión a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública. Por tanto, es estrictamente necesario adoptar un enfoque sofisticado y táctico a la gestión activa de los riesgos de la renta variable y de la sensibilidad a los tipos de interés de cara a los próximos trimestres.

La principal consecuencia del nuevo paradigma de liquidez tan característico de 2018 es el agravamiento del efecto de los choques exógenos, magnificando así la polarización de las rentabilidades, tanto en el plano geográfico como en el sectorial. Esta polarización constituirá un telón de fondo nuevo y duradero para los mercados que exigirá a los inversores hacer gala de una selectividad extrema. Nos encontramos pues ante el fin de la gestión pasiva.

Fuente: Bloomberg, Federalreserve.gov, 28/09/2018

Estrategia de inversión

Renta variable

Las políticas monetarias y comerciales de EE. UU., orientadas a «aspirar» al mismo tiempo la liquidez y el crecimiento del resto del mundo, siguen provocando una rentabilidad superior de las acciones estadounidenses. Sin embargo, los efectos de la confluencia de los ciclos económico, monetario y político generan una marcada inestabilidad que da lugar a movimientos de rotación sectorial temporales entre los valores cíclicos y los de crecimiento. No obstante, es importante seguir la evolución de las grandes tendencias. Así, la estructuración de la cartera y la generación de alfa constituyen elementos clave.

Los valores que ofrecen una gran visibilidad y presentan su propia dinámica siguen siendo nuestro principal motor de rentabilidad. Entre estos valores, seguimos recogiendo beneficios en los títulos tecnológicos, como la liquidación de posiciones en Amazon después de registrar una rentabilidad del +70 % desde principios de año. Al mismo tiempo, reforzamos nuestra exposición al sector de la salud iniciando posiciones en el grupo farmacéutico francés Sanofi. La reducción del riesgo a través de la liquidación de posiciones en ciertos títulos y la recogida de beneficios durante los últimos meses nos ha permitido aumentar el componente de liquidez, lo que nos deja margen de maniobra para reforzar los segmentos del mercado que constituyen víctimas colaterales de esta colisión. Este es el caso del sector tecnológico chino, que registra unas valoraciones más débiles que su homólogo estadounidense con unas perspectivas de crecimiento intactas gracias a su exposición al mercado interno. La exposición cíclica se limita al sector petrolero, que presenta un equilibrio oferta/demanda muy favorable para el precio del crudo. Nos mantenemos al margen de los sectores y los valores vulnerables a una subida de los tipos.

Renta fija

En septiembre, los tipos de la deuda pública alemana y estadounidense retomaron sus tendencias alcistas en un contexto de presiones inflacionistas y tras una interrupción de algunos meses. La Reserva Federal continúa así con su programa de subida de tipos de interés, mientras que Mario Draghi hizo referencia a una «marcada recuperación» de la inflación, abriendo la puerta a una futura normalización. En este contexto, gestionamos activamente la sensibilidad a los tipos de la deuda pública alemana y estadounidense.

En Italia, el Gobierno de coalición anunció por fin un objetivo de déficit muy por encima de las normas comunitarias y de las expectativas del mercado. La deuda pública italiana cayó con fuerza y sus tipos alcanzaron su máximo anual. Los riesgos de deterioro de la calificación crediticia y de confrontación con las autoridades europeas, así como la incertidumbre política según nos acercamos a las elecciones europeas, nos incitan a adoptar una postura prudente, al tiempo que conservamos la flexibilidad de exponernos tácticamente si el pesimismo del mercado llegara a parecernos exagerado.

En cuanto a la deuda emergente, la retirada de liquidez en dólares y la subida de los tipos estadounidenses hacen que esta clase de activos siga siendo vulnerable. Si bien las valoraciones se sitúan en niveles atractivos, permanecemos a la espera de que se resuelvan algunas incertidumbres antes de volver a exponernos a los bonos emergentes. Mantenemos una exposición prudente a la deuda corporativa en un contexto de valoraciones aún elevadas a pesar del deterioro de las condiciones financieras. No obstante, mantenemos nuestro posicionamiento en situaciones específicas, como Teva y Altice.

Divisas

El mercado de divisas se sitúa en el epicentro de las inestabilidades vinculadas al cambio de paradigma en los planos monetario, económico y político. La divergencia en el crecimiento y las políticas monetarias, las medidas proteccionistas de EE. UU., la crisis italiana y el estatus de «refugio» de algunas divisas son factores que anulan temporalmente el surgimiento de grandes tendencias en las principales divisas: el euro, el dólar y el yen.

En este contexto, mantenemos un posicionamiento que prioriza en gran medida el euro, divisa de referencia de nuestros inversores, al tiempo que conservamos una exposición al dólar más limitada. Las divisas emergentes, por su parte, siguen siendo una clase de activos vulnerable en un contexto de retirada de la liquidez inyectada por la Reserva Federal estadounidense.

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.