

EL CAMPO MINADO DEL FINAL DE LOS CICLOS

Septiembre de 2018

por **Didier SAINT-GEORGES**
Managing Director and Member of the Investment Committee
03.09.2018

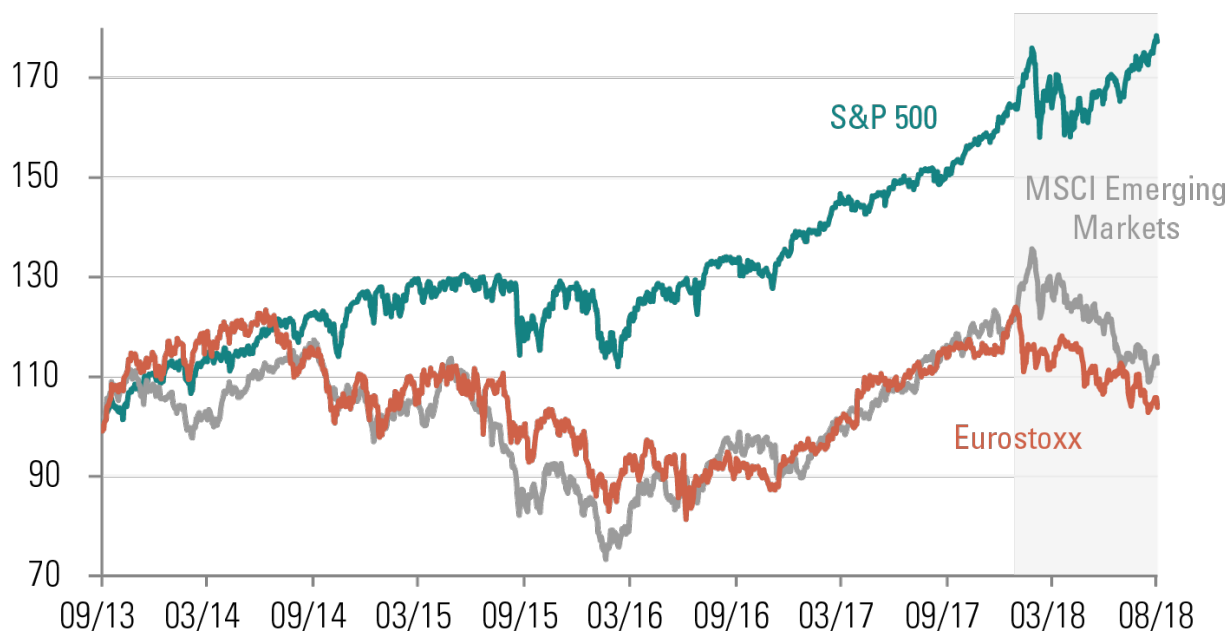
A principios del verano (véase la Carmignac's Note de julio, [«Confluencia de factores»](#)), hacíamos hincapié en el peligro que representaba para los mercados la llegada a su fin de tres ciclos concurrentes: el monetario (la retirada de las inyecciones de liquidez), el económico (ralentización del ciclo mundial) y, por último, el político (auge de los nacionalismos económicos). Por desgracia, el periodo estival ha confirmado las primeras detonaciones que empezaron a escucharse durante la primavera. El componente monetario ha lastrado principalmente a los países emergentes, debido a la reducción de la liquidez en dólares. El componente económico ha afectado al precio de las materias primas y a Europa, a diferencia de Estados Unidos, que sigue beneficiándose de la política expansionista de la Administración Trump. Por último, el componente político ha perjudicado, sobre todo, al Viejo Continente y, una vez más, al universo emergente.

Capear estos periodos de final de ciclo con eficacia sigue constituyendo una ardua tarea, dado que cuando las primeras víctimas empiezan a verse afectadas, generalmente las más débiles, otros actores siguen luchando hasta su último aliento por ganar una batalla que saben perdida, lo que se traduce en unas disparidades de rentabilidad extremadamente marcadas entre las diferentes regiones, sectores y clases de activos.



Cuando tres ciclos llegan a su fin de forma simultánea, empiezan a producirse acontecimientos insólitos

Rentabilidad a 5 años de los mercados bursátiles de EE. UU., Europa y el universo emergente (en \$)



Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 30/08/2018

Estados Unidos, viento en popa (por ahora)

El mercado de renta variable estadounidense siguió progresando durante los últimos tres meses, mientras que la mayoría del resto de mercados cedió terreno. Su evolución ha sido tal que el índice S&P 500 se anota un alza del 9 % desde principios de año, frente al -2 % del índice europeo Euro Stoxx y al -8 % del índice de renta variable emergente. De momento, esta marcada disonancia indica que el desafío político de las elecciones de mitad de mandato en EE. UU. no desvía la atención de los inversores de los beneficios inmediatos que la política del «America First» ha tenido para sus carteras.

Los datos del crecimiento económico siguen siendo espectaculares y superan nuestras previsiones (crecimiento del 4,2 % en el segundo trimestre), los resultados empresariales también exhiben una gran solidez y el índice de confianza de los hogares alcanzó en julio su nivel más elevado prácticamente de los últimos veinte años. Así, la rentabilidad superior del mercado estadounidense, que se remonta ya a tiempo atrás, se acentuó. La suma de diversos factores, como el apoyo presupuestario —que toma por ahora el relevo del apoyo monetario— y la apreciación del dólar desde primavera, que refleja y fomenta a partes iguales el regreso del capital a EE. UU., se traduce en que el país norteamericano se sitúa en una posición ventajosa en esta última etapa del ciclo económico, ya que es el único en beneficiarse de una dosis de estímulos en la recta final. Por tanto, todo marcha viento en popa, al menos por ahora.

No obstante, no olvidemos que, al llegar a la meta, la maquinaria económica estadounidense no podrá evitar verse afectada por los efectos de la ralentización mundial. Las barreras arancelarias y las sanciones contra

Irán empezarán a pasar factura a los consumidores estadounidenses, el ajuste monetario provocará un endurecimiento de las condiciones financieras que, por ahora, siguen siendo muy favorables, y la magnitud del desequilibrio presupuestario se dejará notar. El mercado bursátil estadounidense bajará entonces de su pedestal, lo que probablemente se traducirá en una depreciación simultánea del billete verde.

Mientras tanto, los problemas del resto del mundo apuntalan la posición privilegiada del mercado estadounidense. En consecuencia, es necesario mantener la exposición a este mercado, pero vigilando muy de cerca los indicios que señalarán el principio del final del ciclo.

Las debilidades estructurales de Europa, a prueba

Los estigmas de la ralentización económica son ya claramente visibles en el Viejo Continente. Observamos una inversión de la tendencia en la mayoría de los indicadores económicos adelantados, y lo mismo sucede con la confianza de los consumidores y los indicadores de actividad manufacturera. En el pasado (véase la Carmignac's Note de junio, [«Empieza la cuenta atrás»](#)), destacamos los problemas que esta inflexión no tardaría en plantear al Banco Central Europeo, en el marco de su intención de finalizar su programa de compra de activos a finales de año. Sin embargo, parece que se ha tomado conciencia de este obstáculo y, tal y como hemos indicado anteriormente, puede que pronto sea el turno de EE. UU. para empezar a arrojar resultados decepcionantes.

En cambio, la coyuntura política en Italia plantea la posibilidad de que la Unión Europea se vea ante un nuevo dilema existencial. El proyecto presupuestario de la coalición gubernamental entre el Movimiento 5 Estrellas y La Liga, que se presentará el 15 de octubre en Bruselas, podría marcar el inicio de un periodo de duras negociaciones que no estarían exentas de diferentes posturas, exageraciones y amenazas. Ciertamente es que no puede descartarse que, debido a una cruel ironía de las circunstancias, el trágico derrumbe del puente de Génova permita al país transalpino lograr la aprobación de un amplio paquete de gastos en infraestructuras que no se vería sujeto al techo de déficit del 3 %. No obstante, sería muy imprudente dar por sentado que ese supuesto se materializará. La introducción de una renta universal, en concomitancia con la importante rebaja del tipo impositivo y el desmantelamiento de la reforma de las pensiones constituyen los ingredientes ideales para que el déficit presupuestario italiano protagonice un descarrilamiento estructural. Esta perspectiva no deja indiferente a la Comisión Europea, al Banco Central Europeo y a las agencias de calificación y, por añadidura, repercute en el valor de la deuda pública italiana y en el del sector bancario. Por tanto, la prudencia en el segmento de los activos europeos sigue estando a la orden del día.

El universo emergente, principal víctima colateral de la confluencia de factores

Tal y como hemos indicado en párrafos anteriores, los mercados emergentes han acaparado —más aún de lo que esperábamos— la mayor parte del estrés en los mercados desde principios de año. La reducción de la liquidez en dólares por parte de la Fed ha debilitado al conjunto de la clase de activos emergente y ha impactado a los países que más dependían de ella (Argentina y Turquía). El pulso comercial iniciado por la Administración Trump ha sido la segunda estocada, y el efecto contagio generalizado se ha encargado del resto.

Por el contrario, la excelente evolución del mercado bursátil indio (+10 % desde principios de año) es, sin lugar a dudas, fruto de un crecimiento interno que sigue siendo sólido y de una política monetaria creíble. El comportamiento del mercado chino también resulta esclarecedor: Pekín ha manifestado sin ambages su intención de proteger el crecimiento económico chino frente a las amenazas de ralentización, acentuadas por la actitud de la Administración Trump.

En consecuencia, los sectores cíclicos han evolucionado favorablemente, mientras que, irónicamente, la pérdida de confianza ha afectado principalmente a los atractivos valores de crecimiento, que habían destacado durante los dos últimos años. Los títulos tecnológicos han salido especialmente perjudicados, mientras que, en paralelo, el índice Nasdaq de los valores tecnológicos estadounidenses batía nuevos récords.

¿Cómo interpretar estos análisis de cara al futuro? Qué duda cabe:

- En primer lugar, previendo que, dado que la normalización de la política monetaria estadounidense no ha hecho más que empezar, la presión general sobre la esfera emergente se mantendrá.
- En segundo lugar, descartando cualquier tipo de repunte, de cualquiera de las partes, en la «guerra comercial» iniciada por Estados Unidos. Toda certeza en ese sentido no es sino mera ilusión.
- Por último —y este aspecto reviste especial importancia—, no perdiendo de vista los fundamentales económicos, que constituyen la única base real de las rentabilidades a largo plazo.

A este respecto, el segmento de los valores de crecimiento chinos —que, en la mayoría de los casos, operan fundamentalmente a escala nacional, a menudo en el universo tecnológico— alberga un formidable potencial de rentabilidad a largo plazo.



El segmento de los valores de crecimiento chinos alberga un potencial formidable

Así, cuando tres ciclos llegan a su fin de forma simultánea, empiezan a producirse acontecimientos insólitos. Las bombas de relojería empiezan a estallar en distintas regiones, mientras los únicos refugios disponibles se quedan rápidamente pequeños. En términos más técnicos, se producen correcciones de mercado que, en primera instancia, no se traducen en un efecto contagio significativo, mientras el liderazgo de mercado queda en manos de un número muy reducido de actores. Así, a mediados de año, no solo el mercado de renta variable estadounidense supera holgadamente al resto de mercados del mundo, sino que un solo valor (Amazon) genera más de un tercio de su rentabilidad. Si sumamos a la ecuación Microsoft, Apple y Netflix, estos cuatro títulos han generado más del 80 % de las ganancias del índice S&P en lo que va de año.

La gestión se convierte en un ejercicio arriesgado, donde resulta primordial mantenerse lúcido ante el incremento de las debilidades y la concentración de posiciones.

Estrategia de inversión

Renta variable

La confluencia de los ciclos económico, monetario y político ha seguido contribuyendo a la inestabilidad de los mercados financieros. La renta variable estadounidense, con los valores tecnológicos como punta de lanza, se alzó como la más rentable del mes, ofreciendo una mayor visibilidad sobre sus perspectivas de crecimiento en un contexto de aversión al riesgo. Por el contrario, el universo emergente siguió cediendo terreno, al verse afectado por la reducción de la liquidez en dólares y las tensiones comerciales. Por su parte, las valoraciones de la renta variable europea siguen viéndose lastradas por la ralentización económica y la incertidumbre política.

En nuestra opinión, este periodo de final de ciclos constituye el principal riesgo para los mercados y exige una marcada asignación sectorial y geográfica, así como una rigurosa selección de valores. Por tanto, este marco nos invita a mantener una exposición considerable a los valores de calidad, especialmente en Estados Unidos. Así, más allá de nuestras inversiones en los segmentos del comercio electrónico y de los videojuegos, reforzamos nuestra exposición a determinadas firmas del sector de la salud, como Philips Electronics, que ha pasado de ser un conglomerado complejo a convertirse en un actor innovador especializado en las tecnologías ligadas al sector salud. Asimismo, aprovechamos la debilidad de los valores tecnológicos chinos para reforzar algunas de nuestras posiciones, como Tencent, que se beneficia de su exposición al mercado interno y de unos motores de crecimiento diversificados gracias a los numerosos servicios ofrecidos en su plataforma.

Renta fija

En el mes de agosto, la reducción de la liquidez en dólares y las tensiones políticas siguieron lastrando los activos de renta fija de riesgo, como fue el caso de la deuda emergente e italiana. A su vez, los títulos de deuda pública estadounidense y alemana se beneficiaron de su estatus de valor refugio.

La complejidad del panorama de renta fija nos lleva a mantener un nivel de riesgo limitado en nuestras carteras. Así, redujimos considerablemente nuestra asignación a la deuda emergente. Si bien las valoraciones parecen sin duda más atractivas, los factores de riesgo de los países emergentes siguen siendo numerosos. Por tanto, nos parece precipitado volver a entrar en este universo en este momento. En el mercado de deuda corporativa, la combinación de una mayor debilidad en las perspectivas de crecimiento económico, el endurecimiento de las condiciones financieras y la menor predisposición al riesgo justifica que sigamos reduciendo nuestra exposición. En Italia, se espera que el nuevo gobierno presente la hoja de ruta para los presupuestos de 2019 a finales del mes de septiembre, lo que nos lleva a mantenernos al margen de la deuda italiana. Por último, conservamos una posición compradora en deuda pública estadounidense en el marco de una estructuración de cartera sólida en una coyuntura inestable.



Divisas

La retirada de las inyecciones de liquidez iniciada por la Reserva Federal estadounidense pone de relieve los eslabones más débiles de la esfera emergente. En consecuencia, las monedas argentina y turca sufrieron las iras de los inversores. Los esfuerzos de Argentina por apuntalar su moneda (subida del tipo de referencia hasta el 60 %, apoyo del FMI) no han dado sus frutos, al menos por ahora. El par euro/dólar sigue viéndose afectado por las declaraciones contradictorias relacionadas con la guerra comercial, las políticas monetarias y las previsiones de crecimiento económico.

Nuestra asignación estratégica a las divisas permanece invariable: mantenemos una posición compradora en el yen para poder beneficiarnos de su condición de activo refugio y conservamos nuestra asignación al dólar con el fin de compensar nuestra exposición a los activos emergentes y a las materias primas.

Fuente: Bloomberg, a 31/08/2018

Artículo promocional. 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. Ésta 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.