El enigma de la última década, a punto de resolverse

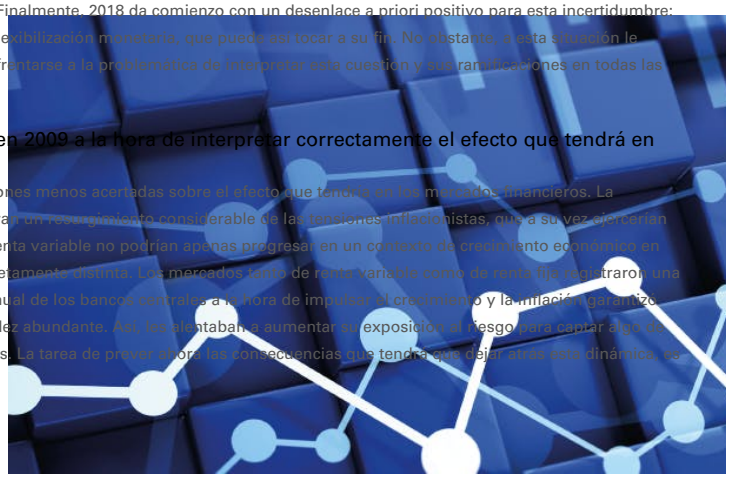
Marzo de 2018

Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
5 De Marzo De 2018

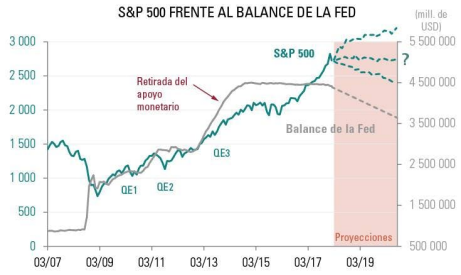
Longitud
7 minuto(s) de lectur

Las políticas monetarias ultraacomodaticias empezaron a cuestionarse desde principios de 2009, cuando los bancos centrales de los países desarrollados empezaron a aplicarlas a tumba abierta. Pero, si finalmente el crecimiento y la inflación volvían a caer, ello significaría el fracaso manifiesto de estas políticas y, por tanto, una verdadera crisis de confianza que se revelaría devastadora para los mercados. Hoy día, este escenario ya está descartado. Los niveles de crecimiento e inflación —que se situaban fuera de la zona de peligro pero aún en cotas demasiado reducidas y justificaban el mantenimiento de políticas monetarias muy acomodaticias ad infinitum— han cimentado el escenario principal para los mercados durante estos últimos años: uno favorable para todos los activos financieros. Finalmente, 2018 da comienzo con un desenlace a priori positivo para esta incertidumbre: una marcada recuperación del crecimiento y la inflación que señala el éxito de años de flexibilización monetaria, que pueden estar tocar a su fin. No obstante, a esta situación le seguirá inevitablemente un periodo de inestabilidad para los mercados, que deberán enfrentarse a la problemática de interpretar esta cuestión y sus ramificaciones en todas las clases de activos.



Los inversores se enfrentan ahora a una dificultad tan compleja como en 2009 a la hora de interpretar correctamente el efecto que tendrá en los mercados la entrada en un nuevo paradigma de liquidez.

En 2009, la entrada en terreno desconocido en el plano monetario dio lugar a las previsiones menos acertadas sobre el efecto que tendría en los mercados financieros. La perspectiva de una inyección monetaria extraordinaria hizo que muchos analistas temieran un resurgimiento considerable de las tensiones inflacionistas, que a su vez ejercerían presión sobre los mercados de renta fija. Al mismo tiempo, en teoría, los mercados de renta variable no podrían apenas progresar en un contexto de crecimiento económico en niveles constantemente deprimidos. Pero, como ya sabemos, la situación ha sido completamente distinta. Los mercados tanto de renta variable como de renta fija registraron una fase alcista sin precedentes. En una paradoja de envergadura histórica, el fracaso plurianual de los bancos centrales a la hora de impulsar el crecimiento y la inflación garantizó durante todo este periodo la continuidad de su apoyo a los inversores en forma de liquidez abundante. Así les alentaban a aumentar su exposición al riesgo para capitar algo de rendimiento, en un universo de tipos en niveles deliberadamente cada vez más reducidos. La tarea de prever ahora las consecuencias que tendría que dejar atrás esta dinámica, es tan complicada como en 2009, dado que tampoco cuenta con ningún precedente.



Fuente: Bloomberg, Carmignac, 28/2/2018

Hasta ahora, la opinión de consenso coincide en que los mercados de renta variable saldrán «bien parados» de esta situación.

> Para 2018, se espera que los beneficios por acción aumenten un 18,4% en Estados Unidos y un 7,5% en la zona del euro

En Estados Unidos, la reforma fiscal aprobada a finales del año pasado hace esperar un aumento de la actividad. De media, las previsiones de crecimiento económico para 2018 se aproximan al 3 %, con una inflación superior al 2 %. En la zona del euro, se espera que el crecimiento económico sea de alrededor del 2,5 %, incluso si el ritmo de inflación previsiblemente no superará el 1,5 % durante el año. Gracias a este contexto que sigue siendo favorable, las previsiones de crecimiento de los resultados de las empresas para 2018 siguen revisándose al alza en este inicio de año (ahora se espera que en Estados Unidos se sitúen en +18,4 % y, en la zona del euro, en +7,5%). Este dinamismo relativo explica que los mercados de renta variable estadounidense, en concreto el sector tecnológico, hayan mantenido su progresión a pesar de las tensiones en los tipos y, en el proceso, hayan seguido distanciándose de los mercados europeos. Pero esta opinión de consenso deberá hacer frente a dos desafíos distintos a corto y a medio plazo.

A corto plazo, los mercados de renta fija seguirán constituyendo una fuente de inestabilidad.

Los rendimientos de la deuda pública estadounidense, japonesa y alemana, comprimidos durante años debido a la intervención de los bancos centrales, han entrado ahora en la delicada fase de convergencia hacia la realidad de los precios de mercado. Este ajuste no será un camino de rosas, dado que los mercados avanzan a ciegas en su lectura de la dinámica económica, de los repuntes de la inflación y de la capacidad de reacción de los bancos centrales. Del análisis de la reforma fiscal estadounidense se desprende, sobre todo, que agravará las necesidades de financiación del Tesoro estadounidense, en un momento en el que la Fed ha empezado a retirar su intervención sobre la liquidez disponible mediante la reducción del volumen de deuda pública de su balance.

Cuantificar el efecto neto de esta perturbación del equilibrio entre la oferta y la demanda sobre los rendimientos de la deuda pública constituirá uno de los principales desafíos de los próximos meses. Será, además, una fuente de inestabilidad aún más notoria para los mercados de renta variable, dado que su interpretación se verá contaminada por los nuevos temores de inflación en Estados Unidos, impulsados por los efectos de base negativos y los datos positivos sobre los salarios, por el resurgimiento de las tentaciones proteccionistas por parte de la Administración Trump y por los remanentes de la incertidumbre política en Italia y Alemania. Por último, la envergadura de los volúmenes alcanzados por los productos de gestión pasiva y basados en algoritmos agravará el alcance de estos movimientos erráticos de los mercados.

Al término de este periodo de inestabilidad, se planteará, una vez más, la cuestión de cuál será el próximo paradigma de los mercados.

> Los desequilibrios acumulados desde hace diez años plantean importantes cuestiones de ajuste

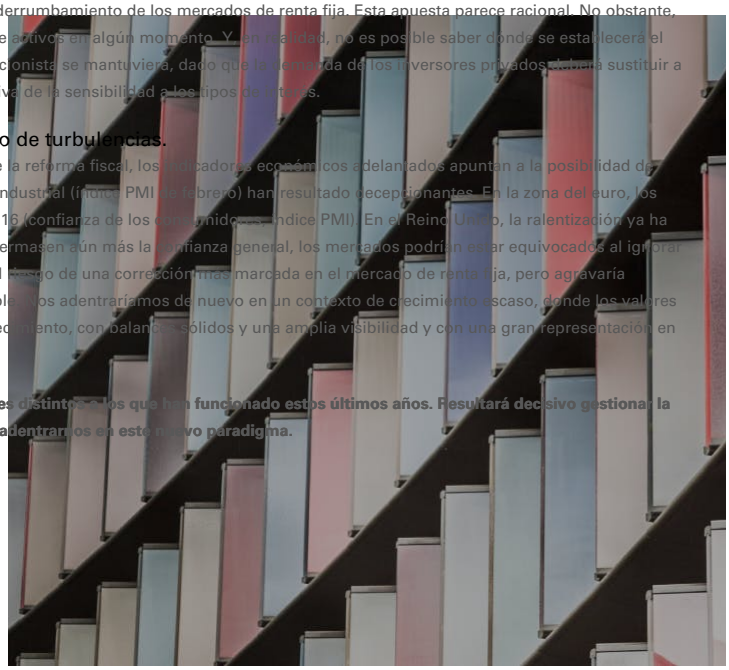
Los desequilibrios acumulados desde hace diez años plantean importantes cuestiones de ajuste. El nivel de endeudamiento de los Estados, pero también del sector privado —que, a escala mundial, ha aprovechado los tipos bajos para aumentar el recurso al apalancamiento financiero—, es más elevado hoy día que en el periodo posterior a la gran crisis financiera de 2008: alrededor del 250 % del PIB, por ejemplo, para el conjunto de la economía estadounidense, y del 200 % en el caso de Japón. En la zona del euro, el endeudamiento público se situaba en el 72,8 % en 2009 y, hoy en día, alcanza el 83,2 %. De momento, la previsión de un repunte de la inflación derivado de la mejora del plano económico presenta la ventaja de reducir el coste real de la deuda y refuerza el atractivo de los mercados de renta variable como protección frente a la erosión monetaria.

Desde este prisma, el principal riesgo reside en la reacción de los bancos centrales, especialmente de la Fed, si estos se vieran obligados a endurecer en exceso sus políticas monetarias. Por el momento, los mercados apuestan por que los bancos centrales harán gala de sabiduría y mantendrán los tipos reales en niveles reducidos o incluso negativos, a riesgo de ir a la zaga respecto de la subida de la inflación, con el fin de no provocar el derrumbamiento de los mercados de renta fija. Esta apuesta parece racional. No obstante, está previsto que los bancos centrales finalicen o reviertan sus programas de compras de activos en algún momento. Y, en realidad, no es posible saber dónde se establecerá el precio de equilibrio de los bonos del Tesoro a largo plazo, sobre todo si la amenaza inflacionista se mantuviera, dado que la demanda de los inversores privados debería sustituir a la de los bancos centrales. Este riesgo justifica adoptar una gestión extremadamente activa de la sensibilidad a los tipos de interés.

No obstante, creemos que se perfila otro escenario más allá del periodo de turbulencias.

El ciclo económico estadounidense se encuentra en una fase ya muy madura. A pesar de la reforma fiscal, los indicadores económicos adelantados apuntan a la posibilidad de una ralentización cíclica de aquí a finales de año. En China, los indicadores de actividad industrial (índice PMI de febrero) han resultado decepcionantes. En la zona del euro, los últimos indicadores de actividad se han debilitado ligeramente por primera vez desde 2016 (confianza de los consumidores, índice PMI). En el Reino Unido, la ralentización ya ha hecho acto de presencia. Por consiguiente, sobre todo si las turbulencias del mercado mermasen aún más la confianza general, los mercados podrían estar equivocados al ignorar el escenario de una ralentización económica de carácter cíclico. Esta situación limitaría el riesgo de una corrección más marcada en el mercado de renta fija, pero agravaría considerablemente las diferencias sectoriales en el seno de los mercados de renta variable. Nos adentraríamos de nuevo en un contexto de crecimiento escaso, donde los valores cíclicos y apalancados se verían perjudicados una vez más. En cambio, los valores de crecimiento, con balances sólidos y una amplia visibilidad y con una gran representación en el mercado estadounidense, saldrían mucho mejor parados.

Para que las estrategias de inversión den resultados, deberán apoyarse en otros enfoques distintos a los que han funcionado estos últimos años. Resultará decisivo gestionar la incipiente inestabilidad de los mercados y estructurar adecuadamente las carteras para adentrarnos en este nuevo paradigma.



Fuente: Bloomberg, a 03/03/2018

Estrategia de inversión

Renta variable

Después de un inicio de año espectacular, los mercados de renta variable protagonizaron una caída en febrero. Esta corrección responde a la subida de los tipos, más que a los temores sobre las perspectivas económicas, así como al repunte de volatilidad registrado el mes pasado. Todas las zonas entraron en terreno negativo, desde Estados Unidos a Europa o Japón, pasando por los mercados emergentes. Las divergencias sectoriales, en cambio, fueron muy marcadas. Los sectores vulnerables a una subida de los tipos de interés, como el de los servicios públicos, el inmobiliario o el de telecomunicaciones, se vieron afectados de forma considerable, mientras que los sectores con una correlación positiva con los tipos de interés, como el financiero, salieron victoriosos.

Nuestra asignación sectorial, que prioriza los valores tecnológicos, registró un comportamiento francamente positivo en este contexto. Teniendo en cuenta sus balances y su perfil de crecimiento de los beneficios, los valores tecnológicos presentan, en efecto, una sensibilidad reducida a las variaciones de los rendimientos de la renta fija. La tasa de exposición a la renta variable de nuestros Fondos globales se ha gestionado de forma marcadamente activa, y así seguiremos haciéndolo en el periodo de inestabilidad que acaba de dar comienzo.

Renta fija

Los tipos de la deuda estadounidense siguieron aumentando en febrero tras su marcada alza de enero. Los tipos a diez años registraron un avance ligeramente más marcado que los de la deuda a cinco años, lo que permitió una inclinación razonable de la curva de tipos y la reducción de los temores de recesión. Los tipos de la deuda alemana, por su parte, protagonizaron una pausa en su progresión, mientras que algunos tipos de la deuda periférica europea registraron un repunte de volatilidad. Por último, las primas de rendimiento en la deuda corporativa siguieron aumentando de forma moderada.

Nuestra estructuración de cartera prudente y equilibrada, con una sensibilidad global escasa y una exposición reducida y selectiva a la deuda corporativa, nos permitió compensar los vaivenes de los mercados de renta fija. Mantenemos nuestra estrategia de arbitraje, orientada a captar las primas de riesgo de la renta fija al tiempo que nos protegemos de la subida de tipos: así, mantenemos nuestras posiciones compradoras en deuda periférica europea (Italia, España, Portugal y Grecia) y emergente (principalmente Latinoamérica), y vendedoras en la deuda pública núcleo de Estados Unidos y Alemania. A finales de mes, redujimos nuestra exposición al riesgo disminuyendo el conjunto de nuestras posiciones.

Divisas

Si bien el euro protagonizó una pausa en su apreciación frente al dólar en febrero (tras un repunte de más del 3 % el pasado enero), el yen prosiguió su tendencia alcista. Así, la divisa japonesa avanzó más de un 5 % frente al dólar desde principios de año y roza ahora el umbral técnico de los 106 yenes por dólar estadounidense, un nivel clave para las coberturas cambiarias de las grandes empresas exportadoras niponas.

Así, nuestra estrategia de divisas, calibrada con una exposición débil al dólar y priorizando el yen frente al euro, ha contribuido positivamente a nuestra rentabilidad global desde principios de año.

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.