



## El virus y el Rubicón



Autor(es)  
Didier Saint-Georges

Publicado  
11 De Enero De 2021

Longitud  
8 minuto(s) de lectu



La mayoría de los inversores ha entendido perfectamente que la política monetaria extraordinariamente acomodaticia aplicada por los principales bancos centrales ha resultado en 2020 más favorable que nunca para el precio de los activos financieros. Por consiguiente, en un momento en el que la campaña de vacunación a escala mundial contra la COVID-19 permite ahora prever que se producirá una recuperación económica dentro de unos meses, el mantenimiento prácticamente garantizado de esta política monetaria en 2021 e incluso más allá resulta muy favorable para los mercados bursátiles.

Para los mercados, la política monetaria amplifica el efecto esperado de las vacunas. Esta constatación explica y justifica el optimismo generalizado que impera desde hace ya algunos meses. Sin embargo, también nos recuerda el apunte con el que concluíamos la Carmignac's Note de enero de 2020: «unos mercados extasiados por la dinámica de finales de año y, por tanto, expuestos a una creciente debilidad». Nadie podía prever entonces que una perturbación exógena de naturaleza sanitaria iba a desvelar la magnitud de esa debilidad unas semanas más tarde. Con todo, era necesario mostrarse alerta, y ello nos benefició cuando estalló la crisis de los mercados a principios de año, como nos favoreció, a la hora de aprovechar el posterior repunte, nuestro análisis de que la interrupción deliberada de la actividad económica por parte de los Gobiernos garantizaba a su vez la aplicación de planes de apoyo presupuestarios y monetarios sin precedentes (véase la Carmignac's Note de abril de 2020: [«Ni un paso atrás»](#)).

### Mantenemos nuestro optimismo a corto plazo, pero nos preocupa el posicionamiento sumamente concentrado de los inversores en este principio de año

Por tanto, nos preocupa el posicionamiento extremadamente concentrado de los inversores en el inicio del año. No obstante, seguimos siendo relativamente optimistas a corto plazo respecto de los mercados de renta variable, teniendo en cuenta de que los Gobiernos siguen estando dispuestos a reforzar su apoyo mientras el efecto de las vacunas no baste para tomar su relevo. A medio plazo, lo que fundamenta nuestra reflexión estratégica es la tensión que ahora se perfila entre, por un lado, la influencia favorable desde el punto de vista económico que conlleva el control absoluto del Congreso estadounidense por parte de una mayoría del Partido Demócrata escogida sobre la base de un programa que contempla estímulos presupuestarios de gran envergadura y, por el otro, los desequilibrios que una situación de esta índole podría conllevar. Tal como indicamos en nuestra Carmignac's Note del pasado diciembre, el año 2021 podría resultar más complejo para los mercados de lo que en general parece creerse.



## La realidad consiste en darse de bruces (Jacques Lacan)

El anuncio de las primeras vacunas el pasado noviembre y el inicio de su distribución han dado pie, con razón, a una nueva fase en los mercados: la de la previsión de una salida de la crisis. Los economistas han fijado rápidamente el segundo y tercer trimestre del año como el horizonte temporal en el que se produciría el tan esperado repunte de la actividad. Ello tendría lugar porque, al alcanzar las campañas de vacunación su punto álgido, permitirían a los consumidores recuperar la confianza (y el permiso) para satisfacer su deseo de consumir, coartado desde hace tiempo, recurriendo al fin a su excedente de ahorros acumulados a modo de prevención. Este repunte se vería probablemente acompañado de una aceleración del proceso de reabastecimiento que ya han emprendido las empresas. Así, la senda hacia un regreso a la movilidad de los consumidores y a la normalización de las actividades del sector servicios ha quedado ya trazada.

No obstante, la materialización de estos avances sigue siendo por ahora especialmente laboriosa. Entre las dificultades logísticas, la reticencia de la población a vacunarse, la delicada gestión de las prioridades y los diferentes grados de éxito de los países, el horizonte temporal de regreso a la normalidad no hace sino alejarse. Este contexto incrementa el riesgo de que la contención de la nueva ola de contagios deba volver a traer consigo un nuevo endurecimiento de las medidas de confinamiento antes de que la situación se resuelva al fin mediante la vacunación de la población. La posible propagación en Europa de una nueva cepa de coronavirus identificada recientemente y considerablemente más contagiosa aumenta, lógicamente, las probabilidades de que dicho riesgo se materialice y de que aumente la duración de esta fase aún sumamente difícil. Esta posibilidad no constituye necesariamente un riesgo para el rumbo de los mercados, siempre y cuando los Gobiernos y los bancos centrales mantengan su apoyo en la medida necesaria, pero corrobora nuestro enfoque a la hora de estructurar las carteras, que siguen priorizando los títulos con una gran visibilidad.

## La perspectiva de un cambio de paradigma en los mercados a medio plazo

Tal vez debido a que el año 2021 marcará el 50.º aniversario del final de la convertibilidad del dólar en oro —lo que en aquel entonces abrió la vía a una rápida depreciación de la moneda estadounidense y facilitó una marcada subida de la inflación (posteriormente fomentada por la primera crisis del petróleo)—, el hecho de que el Senado de EE. UU. haya pasado a manos del Partido Demócrata alimenta un debate cada vez más acalorado sobre el riesgo de inflación, que una depreciación del billete verde agravaría. No obstante, cabe recordar que en este momento, en la esfera inversora, casi todo depende del rumbo que tome la inflación en adelante: desde luego, los tipos de interés, pero también las valoraciones de los mercados bursátiles y el destino de los aproximadamente 18 billones de deuda pública con tipos negativos. Por tanto, se trata de una cuestión sobre la que merece la pena detenerse.

Indudablemente, un Congreso donde el Partido Demócrata ostente la mayoría animará al ala izquierdista del partido a exigir la aplicación de todas las medidas del programa electoral que llevó a la elección de Joe Biden, incluidas las de corte más «progresista». Con todo, no olvidemos que esta mayoría obtenida en extremis resultará sumamente exigua y exigirá, en el marco de cualquier votación que se decida por mayoría, el apoyo de los representantes moderados. Por consiguiente, las medidas más radicales del programa económico difícilmente se aplicarán, incluso a pesar de que esperamos un nuevo paquete de estímulos presupuestarios de gran envergadura en 2021. Por otro lado, el nivel de subempleo y el excedente de capacidad de producción siguen siendo aún considerables, y las fuerzas deflacionistas estructurales que encarnan las tendencias demográficas y las disrupciones tecnológicas continúan siendo poderosas. Por ende, creemos que el riesgo de que se produzca una aceleración de la inflación en 2021 ha disminuido, más allá de un efecto de base importante pero, por definición, pasajero. Por otro lado, si bien un cierto número de inversiones públicas —sobre todo en infraestructuras— logran generar consenso, las principales medidas de aumento de la presión fiscal probablemente serán objeto de una vehemente oposición, máxime en un contexto de crecimiento endeble. El aumento de los tipos impositivos, sobre todo los de las plusvalías y sociedades, debería ser moderado y no constituir un gran motivo de preocupación en 2021. De acuerdo con nuestras estimaciones, el crecimiento de la economía reduciría el déficit presupuestario estadounidense del 16 % a entre un 10 % y un 11 % en 2021: un nivel que los mercados y la Fed deberían poder financiar sin excesivas dificultades. Por tanto, sería lógico que el dólar continuase depreciándose en 2021, pero sin llegar a desplomarse.

## A medio plazo, la implicación cada vez mayor de los Gobiernos en la esfera económica anuncia un cambio de paradigma en los mercados



Sin embargo, esta perspectiva más bien benigna a corto plazo no constituye la antesala de tendencias a largo plazo. No obstante, los Gobiernos y los bancos centrales, principalmente en Estados Unidos, cruzaron el Rubicón en 2020. Por ende, resultará extremadamente complicado, tanto desde el prisma político como social, revertir la tendencia de creciente implicación de los Gobiernos en la esfera económica, que ya se encuentra en una fase muy avanzada. El aumento astronómico tanto de los déficits públicos como de la creación monetaria constituye la primera muestra de ello. En este contexto, un Congreso con mayoría del Partido Demócrata incrementa indudablemente la probabilidad de que se ponga en entredicho de forma duradera el modelo económico que vio la luz hace ahora cuarenta años con la era «Reagan-Thatcher» y que se caracteriza por la desregulación, la disminución de la presión fiscal y, en definitiva, un menor intervencionismo del Estado. La próxima secretaria del Tesoro estadounidense, Janet Yellen, nunca ha escondido su visión keynesiana a este respecto. Lógicamente, esta nueva filosofía de crecimiento podría conllevar una política asumida de redistribución de la producción de riqueza a favor de los salarios. Este reequilibrio resultaría entonces propicio a una reversión de la tendencia en los planos de la productividad y la inflación. Tenemos que estar preparados para ello, y este razonamiento explica nuestras posiciones en algunos sectores cíclicos en Estados Unidos, nuestra exposición a minas de oro y nuestras coberturas parciales en los tipos de interés y en el índice Nasdaq.

Una tendencia de cuarenta años bien merece el beneficio de la duda y, por ahora, prevalece la incertidumbre económica a corto plazo, sobre todo en Europa. Por último, destacamos que, en 2020, un país habrá sido una excepción a la tendencia general hacia la precipitación: China, que no solo ha gestionado adecuadamente la pandemia y ha evitado una creación monetaria desenfrenada, sino que también se ha visto obligada a aprender a «desvincularse» de Estados Unidos. Este mercado es el que alberga actualmente gran parte de nuestras inversiones basadas en convicciones. El equilibrio general de nuestras carteras y una gestión claramente activa deberían, una vez más, constituir herramientas sumamente apreciadas para nuestros fondos en un 2021 que se anuncia complejo y, por ende, repleto de oportunidades.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 31/12/2020

## Estrategia de inversión

### Renta variable

El año 2020 fue el escenario de grandes disparidades entre regiones: los índices chinos y estadounidenses alcanzaron sus niveles anteriores a la crisis, mientras que Europa sigue a la zaga. Por otro lado, el reajuste de precios sumamente rápido de los títulos de valor a finales de año no bastó para reequilibrar el liderazgo de mercado de los títulos de crecimiento.

En este contexto, nuestra gama de renta variable se benefició de su gama de fondos internacionales centrada en valores de crecimiento a largo plazo con precios razonables, así como de su flexibilidad y capacidad de reacción, sobre todo para volver a exponerse a la reapertura de las economías en segmentos muy específicos a partir de primavera. La euforia de finales de año ha dado lugar ahora a unos riesgos de mercado más asimétricos, en vista de que muchas noticias positivas han quedado ya descontadas en las cotizaciones.

Por tanto, abordamos 2021 mostrando una cierta prudencia en la selección de valores y la estructuración de nuestra cartera. Mantenemos una preferencia estratégica por las empresas de crecimiento con una buena visibilidad que deberían seguir beneficiándose de la incertidumbre económica, sin perder de vista las valoraciones. Así, iniciamos una posición corta en el Nasdaq para reducir la beta de nuestra exposición de manera selectiva. Además, recogimos beneficios en determinados títulos que, en nuestra opinión, resultaban más vulnerables a un cambio de rumbo en el mercado, como algunas plataformas de Internet chinas cuyo riesgo normativo ha aumentado. También recogimos beneficios en las firmas chinas de vehículos eléctricos para reforzar nuestra exposición a fabricantes históricos en Europa y Corea que se encuentran en plena transición hacia los modelos eléctricos. A fin de mantener el equilibrio en nuestra cartera, mantenemos la exposición a los títulos que se benefician de la reapertura de las economías, con nuevas posiciones principalmente centradas en el repunte del consumo estadounidense. El aumento de los déficits también podría apuntalar los valores auríferos, lo que justifica el mantenimiento de nuestras posiciones.

### Renta fija

Las buenas noticias en el frente de las vacunas a finales de año y la confirmación, por parte de la Fed, de que mantendría el ritmo de sus compras inalterado permitieron que los activos de riesgo firmaran un buen desempeño. Así, el mercado de crédito volvió a sus niveles anteriores a la crisis y la deuda pública portuguesa y española a 10 años se adentró temporalmente en terreno negativo. Si bien este movimiento está justificado por la acción actual y prevista de los bancos centrales, los niveles de las valoraciones abogan por una mayor selectividad. Por tanto, asignamos el capital a activos donde consideramos que el potencial de compresión de los diferenciales resulta más elevado. Así, en el segmento del crédito, seguimos priorizando los sectores de energía, finanzas y turismo.

En el plano de la deuda pública, mantenemos una exposición a Italia, que sigue resultando atractiva en una coyuntura de represión financiera y ofrece un rendimiento positivo y una curva inclinada, mientras que las emisiones netas del Tesoro transalpino deberían ser negativas en 2021, al ser íntegramente absorbidas por el BCE.

En Estados Unidos, la Fed centra su acción en los tipos cortos y, por consiguiente, los efectos de la recuperación deberían repercutir en el tramo más largo de la curva. Si bien buena parte de la recuperación económica ya ha quedado descontada en los precios, la perspectiva de un estímulo fiscal adicional por parte del Gobierno de Joe Biden justifica que adoptemos una posición vendedora en los bonos del Tesoro estadounidense a 10 y 30 años en nuestras carteras.

Por último, en la esfera emergente, la exposición de nuestros fondos se distribuye entre algunas divisas a la zaga (de Corea del Sur, China y la India) y una selección de deuda que aún ofrece potencial de rentabilidad, como la de China o Rumanía.

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.