Equilibrio de fuerzas

Abril de 2019

Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
2 De Abril De 2019

Longitud
8 minuto(s) de lectura

Desde nuestra Carmignac's Note del pasado marzo, titulada Realidad aumentada, no se ha producido ningún acontecimiento que nos lleve a modificar nuestro mensaje principal sobre los mercados: la confluencia entre la ralentización económica y el endurecimiento de las políticas monetarias que los mercados pasaron por alto durante demasiado tiempo en 2018 ya ha tenido lugar y ha pasado a ser una temática obsoleta. La ralentización económica prosiguió su curso y los bancos centrales, conscientes de la inminencia del peligro, continuaron suavizando su postura durante el mes de marzo. Los mercados de renta variable reaccionaron a este regreso a una senda orientada a lograr un mejor equilibrio de fuerzas cerrando el mes en niveles muy similares a los que registraban a principios de marzo (+1,4 % para el índice Euro Stoxx 600, +1,1 % para el S&P 500 y +0,6 % para el MSCI World). Por su parte, la evolución de los mercados de renta fija evidencia la ausencia continuada de presiones inflacionistas y refleja con gran contundencia las malas noticias en el plano económico que llevó aparejado el final del endurecimiento monetario.

A caballo entre la esperanza que albergan algunos de que se produzca un marcado repunte económico «similar al de 2016» y el temor de otros a que nos adentremos irremediablemente en una recesión, los mercados bursátiles parecen adoptar un enfoque más modesto que contempla una actividad económica en proceso de estabilizarse en unos niveles mediocres, lo que justifica mantener unas políticas monetarias favorables.

La ralentización económica mundial resulta incuestionable

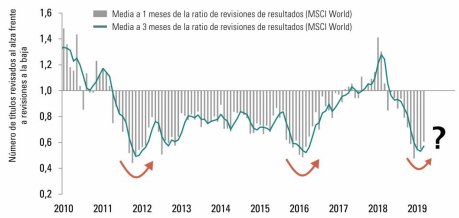
Excluyendo a China, el crecimiento mundial sigue en fase de ralentización, y los indicadores adelantados del ciclo económico, especialmente los índices PMI manufactureros, siguen mostrando una orientación negativa a escala global. La debilidad de la actividad en los sectores industriales cíclicos, como los de semiconductores o automoción, sugiere que los ciclos de sustitución de los bienes de consumo duraderos se han alargado claramente. Con todo, la comprobación sobre el terreno efectuada el pasado mes por nuestros equipos confirma lo que indicábamos en nuestra Carmignac's Note del mes de marzo en relación con China: resulta innegable que seguimos estando lejos de la poderosa dinámica derivada del plan de estímulos de 2016, pero el gigante asiático debería ser capaz de lograr estabilizar su ritmo de actividad, sobre todo en el sector industrial.

La reacción de los mercados de renta fija a esta coyuntura sin relieve ha sido contundente y viene motivada por la postura de gran prudencia adoptada por los bancos centrales. La caída de los tipos de interés de la deuda estadounidense a diez años —desde un 2,7 % a un 2,4 %— y el rebasamiento del umbral simbólico del 0 % (frente al +0,2 % a principios del mes) de la deuda pública alemana con el mismo vencimiento recuerdan a la interpretación del contexto económico que hicieron los mercados de renta fija a principios de 2016.

Si bien en una medida claramente menor, los mercados de renta variable también se han mostrado relativamente prudentes en cuanto a las perspectivas económicas, una prudencia que resulta importante identificar a pesar del repunte que los mercados han experimentado en los últimos tres meses. En efecto, tanto en Europa como en Estados Unidos, resulta llamativo constatar que los sectores que han destacado con creces durante los seis últimos meses (periodo que abarca el breve desplome de 2018 y el repunte de 2019) son aquellos más defensivos: el agroalimentario y el de suministros públicos en Europa (que se han revalorizado más de un 10 % durante el periodo, frente al -2,5 % del Euro Stoxx 600) y el de bienes de consumo básico y el de servicios públicos en Estados Unidos (que registran una progresión respectiva del 4 % y 10 % durante el periodo, frente a un -3 % para el índice S&P 500).

Por tanto, los mercados siguen mostrando una visión muy prudente en términos globales en relación con las perspectivas económicas, en un momento en el que los primeros indicios de cambio de tendencia —todavía muy incipientes— se han materializado durante el mes de marzo. Así, más allá de las primeras señales concretas de estabilización de la actividad manufacturera china, la proporción de revisiones a la baja de las previsiones de resultados empresariales por parte de los analistas —que sigue siendo muy mayoritaria a escala global— se redujo ligeramente.

REVISIÓN DE LAS PREVISIONES DE RESULTADOS DE EMPRESAS A ESCALA MUNDIAL POR PARTE DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS



Fuente: Bank of America Merrill Lynch, a 31/03/2019

> Para los mercados, el quid de la cuestión radica ahora en determinar si las políticas presupuestarias y monetarias lograrán contener la ralentización económica

Perspectivas de mercado

Para los mercados, el quid de la cuestión radica ahora en determinar en qué medida las políticas monetarias y presupuestarias, convertidas en vectores de recuperación favorables, lograrán contener la ralentización económica en curso, o incluso invertirla, como sucedió en 2016.

En el plano presupuestario, el panorama a escala global es heterogéneo. Resulta bastante favorable en Europa, principalmente debido a la presión social en Francia, la voluntad política en Italia y el deterioro económico en Alemania (se espera que el impulso presupuestario represente al menos 0,8 puntos del PIB). Como en anteriores ocasiones, China debería aumentar el gasto militar y la inversión en infraestructuras, elementos sobre los que el Gobierno central mantiene un control absoluto. En este sentido, la recuperación del índice PMI manufacturero chino en marzo hasta situarse por encima de 50 constituye un primer indicio de ello. En cuanto al impulso a la economía estadounidense derivado de la reforma fiscal de 2017, sus efectos se mantienen, pero tan solo representarían 0,6 puntos del PIB este año. Por otro lado, el antagonismo entre la Administración Trump y la mayoría demócrata en el Congreso hace que la aplicación de un nuevo impulso presupuestario a corto plazo resulte poco probable.

La resistencia del dólar lastra la recuperación económica en el universo emergente

En el plano monetario, la valoración también es positiva, aunque cauta. Tras el giro de 180 grados en la política monetaria de la Reserva Federal estadounidense, la gran mayoría del resto de bancos centrales del mundo se muestran ahora dispuestos a flexibilizar de nuevo su postura en caso de ser necesario, apoyándose en las anémicas previsiones de inflación a escala mundial. Obviamente, este es el caso del Banco Central Europeo, pero también de los bancos centrales de Nueva Zelanda, Suiza, Brasil y Corea del Sur, por citar algunos ejemplos. Sin embargo, resulta evidente que los márgenes de maniobra realmente disponibles son ahora muy limitados, al menos a corto plazo. La Fed debe primero poner punto final a la reducción del tamaño de su balance —un proceso que durará varios meses— antes de poder revertir realmente el rumbo de su política monetaria. En consecuencia, el dólar estadounidense muestra una resistencia relativamente elevada que lastra la recuperación económica del universo emergente. En la zona euro, Mario Draghi, que cederá las riendas del Banco Central Europeo en octubre —y no se descarta que su sucesor adopte una postura más ortodoxa que la suya—, apenas podrá aplicar medidas contundentes en los próximos meses. En cuanto al Banco de Japón, cabe destacar que posee ya el 80 % de los activos de los fondos cotizados (ETF) que invierten en renta variable japonesa.

Así, la hipótesis que contempla que el deterioro se prolongue de forma moderada durante algunos meses podría materializarse, acompañado, al menos al principio, de unas políticas monetarias aún favorables, aunque de escaso calado.

Este telón de fondo puede bastar a corto plazo para acentuar la confianza de los índices bursátiles en una recuperación económica progresiva, sobre todo si las tensiones comerciales entre China y EE. UU. se saldan de manera favorable y se evita el peor de los desenlaces en el culebrón del *brexit*. Esta esperanza contribuiría a que los mercados de renta fija se consolidaran en unos niveles menos extremos, pero aún apuntalados por unas perspectivas de inflación anémicas. Tal y como indicábamos el mes pasado, la búsqueda de rentabilidades por parte de los fondos en los próximos meses deberá seguir pasando —con más razón todavía y salvo que se produzca un choque político externo— por una estructuración equilibrada de las carteras que otorgue un peso ligeramente mayor a los valores cíclicos y por una selección de títulos de elevada visibilidad.

A medio plazo

El año 2018 sirvió como recordatorio de hasta qué punto los mercados de renta variable dependen de la confianza en la capacidad de los bancos centrales para ofrecer a los inversores la liquidez que demandan. Esta dependencia de los estímulos monetarios amplifica el debate de fondo en torno a la credibilidad de los bancos centrales. Desde ese punto de vista, resulta especialmente poco reconfortante que el optimismo de los mercados bursátiles se base actualmente, al menos en parte, en el fracaso reiterado de los bancos centrales a la hora de anclar las previsiones de inflación en unos niveles aceptables, una situación que fomenta la teoría de que seguirán aplicando de forma sostenida sus políticas de reactivación económica. El posicionamiento sumamente prudente de los mercados a día de hoy posibilita una cierta asunción de riesgos a corto plazo, sobre todo a la luz de los primeros indicios de estabilización económica identificados durante estas últimas semanas. Sin embargo, el equilibrio de los mercados financieros, especialmente de los mercados de divisas, reposa sobre unos fundamentales subyacentes frágiles, lo que justifica mantener una estrecha vigilancia a medio plazo.

Fuente: Bloomberg, 01/04/2019

Estrategia de inversión

Renta variable

Después de un inicio de año espectacular, los mercados de renta variable se estabilizaron durante el mes de marzo. Los índices estadounidenses cerraron el trimestre con uno de sus mejores comportamientos de prácticamente los últimos diez años. Si bien el contexto sigue caracterizado por la ralentización económica a escala mundial y las incertidumbres políticas —principalmente relacionadas con *el brexit*—, la prudencia de los bancos centrales y los intentos de China por reactivar su economía constituyen factores de apoyo para los mercados de renta variable. En este marco, seguimos situando la selección de valores en el epicentro de nuestra estrategia.

En el seno de nuestras inversiones a largo plazo, estamos posicionados en la temática relacionada con la evolución de los métodos de pago. Si bien actualmente el efectivo sigue siendo el método de pago principal, el crecimiento del comercio electrónico y la evolución de las modalidades de consumo de la generación *millennial* sugieren la posibilidad de que se produzca un cambio de tendencia. Algunas de nuestras inversiones, como Worldpay, PayPal y Visa, se inscriben en esta temática. Los inversores han dado la espalda a algunos segmentos del mercado europeo que se han visto penalizados por el marcado deterioro de los indicadores europeos durante los últimos meses. Es el caso del sector bancario europeo, que presenta un perfil de riesgo más bien asimétrico y en el que hemos iniciado una posición limitada y una estrategia con opciones. Asimismo, hemos iniciado una posición en una selección de valores industriales estadounidenses de calidad con el fin de reequilibrar la ciclicidad de la cartera.

Renta fija

Durante el mes de marzo, la deuda pública registró un marcado movimiento de descenso en un contexto de prudencia por parte de los bancos centrales y de ralentización económica. Durante el periodo, aumentamos la sensibilidad global de nuestra cartera de renta fija de forma equilibrada entre deuda pública de países desarrollados y activos de mayor riesgo. En Estados Unidos, la Reserva Federal sigue mostrando una postura menos restrictiva, lo que se traduce en una pausa en su ciclo de subidas de tipos para afrontar la ralentización del crecimiento estadounidense. Así, priorizamos estrategias que seleccionan rigurosamente los tramos de la curva estadounidense en las que queremos estar posicionados.

En Europa, la entrada en terreno negativo de los tipos de interés de la deuda alemana a diez años evidencia la prudencia de los inversores. En este contexto, el tono acomodaticio del BCE favorece la aplicación de estrategias de *carry*, especialmente en los países *semi-core*, como Francia y Bélgica, y en los países periféricos.

Por último, conforme avanzamos en este ciclo crediticio que ya resulta muy duradero, prevemos un repunte de la aversión al riesgo y una mayor dispersión, lo que nos incita a mantener un perfil de riesgo globalmente prudente en el mercado de deuda corporativa. Sin embargo, este contexto genera oportunidades idiosincrásicas que estamos aprovechando, como Altice.

Divisas

En el mercado de divisas, desde principios del año, el euro se ha visto penalizado por la incertidumbre en torno al *brexit* y por la debilidad de los indicadores económicos europeos, especialmente en Alemania. Si bien el tono más acomodaticio de la Reserva Federal y la mayor fragilidad de los fundamentales de la economía estadounidense deberían constituir factores debilitantes para el dólar, estos últimos se verían contrarrestados por las incertidumbres políticas en Europa y por un diferencial de tipos que sigue siendo favorable.

Así, en ausencia de una visión direccional afianzada en las principales divisas, mantenemos un riesgo cambiario limitado mediante una sobreponderación en el euro y una exposición limitada al dólar y al yen. El comportamiento de las divisas emergentes sigue, en parte, condicionado por la evolución del dólar, pero algunas de ellas ofrecen ciertas oportunidades muy selectivas, especialmente en Asia y Oriente Medio.

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.