



## Equilibrio inestable



Autor(es)  
Didier Saint-Georges

Publicado  
9 De Abril De 2021

Longitud  
8 minuto(s) de lectura

Una vez establecida la relación entre los mercados de renta variable y los tipos de interés (véase nuestra [Nota de marzo](#) «Comprender el reto que plantea la subida de los tipos de interés para los mercados bursátiles»), ahora debemos anticipar su evolución. La observación de los nuevos datos que marzo ha traído consigo confirma, por el momento, el riesgo de una hipótesis de nueva subida de los tipos de renta fija y, por tanto, de un nuevo período de correspondiente volatilidad en las plazas bursátiles. No obstante, este riesgo se ve matizado por el camino ya recorrido y por varias fuerzas de contención que se oponen a una mayor expansión económica desenfundada más allá del corto plazo. Por tanto, de momento, sigue existiendo la posibilidad de un período de inestabilidad en los mercados que consideramos prioritario gestionar para poder conservar el notable potencial de nuestras inversiones a largo plazo en cartera. Los datos de los próximos meses, tanto económicos como políticos, podrían ser decisivos para la materialización de una nueva tendencia en los mercados.

### Los retrasos acumulados por Europa en su dinámica de vacunación están costando muy caros actualmente

La hipótesis de una economía estadounidense sobrecalentada continúa siendo relevante

Estados Unidos no se ha librado de un repunte de los contagios en las últimas semanas, debido a la propagación de variantes del coronavirus mucho más virulentas. No obstante, gracias a los avances realizados en su programa de vacunación, que continúa a un ritmo del 0,8 % de la población al día, este deterioro de la situación sanitaria es mucho más limitado que en Europa y en el universo emergente (excl. China). Además, el número de hospitalizaciones no avanza. Como resultado, la economía estadounidense ya se encuentra inmersa en la reapertura, puesto que se han comenzado a distribuir los cheques de ayudas a los hogares previstos en el paquete de rescate al Gobierno Biden. Estimamos que la tasa de recuperación se situará en torno al 50 % en los sectores anteriormente congelados, como restauración, hoteles, transporte aéreo y ocio. Los datos de alta frecuencia también apuntan a un continuo fortalecimiento del mercado laboral en la mayoría de los estados del país. Por tanto, la dinámica debería seguir su curso y ahora es factible que el crecimiento del PIB estadounidense supere el 7 % en 2021. Desde esta perspectiva, los retrasos de Europa en la puesta en marcha de la dinámica de vacunación están saliendo muy caros, debido a la imposición de nuevas restricciones de la actividad económica, inevitables durante varios meses más. Será difícil que el crecimiento europeo supere el 4 % este año, a pesar de un efecto de base especialmente favorable. **Sin duda alguna, esta diferencia de dinamismo económico explica en gran medida que el dólar se haya apreciado desde principios de año, a pesar del empeoramiento de los déficits estadounidenses.**

En Estados Unidos, esta conjunción de una demanda de consumo contenida desde hace mucho y que por fin puede satisfacerse y un programa de apoyo presupuestario aparentemente ilimitado alimenta la hipótesis de un posible sobrecalentamiento; es decir, un crecimiento acompañado de tensiones inflacionistas.

## Los bancos centrales se enfrentan a un dilema

Como explicamos en nuestra Note de marzo, la Fed se enfrenta a una suerte de decisión binaria: tener que decidir entre el riesgo de sobrecalentamiento y el de un retroceso de los mercados, o por decirlo más enfáticamente, entre el principio de respetar las prioridades de un Gobierno elegido democráticamente y el deber de garantizar la estabilidad del sistema financiero. No nos equivoquemos, el Gobierno Biden está extremadamente decidido a aprobar su plan de reactivación (American Jobs Plan) por valor de 2 billones de dólares, al que se sumará en breve un billón de dólares más en gasto social. Las cantidades en juego vuelven a no tener precedentes, y el imperativo político de mantener el crecimiento económico al menos hasta las elecciones de mitad de mandato a finales de 2022 hace presagiar que el próximo año se mantendrá este voluntarismo presupuestario.

Al retrasar el endurecimiento de su política monetaria en esta situación, la Fed alimenta el temor a un sobrecalentamiento inflacionista a medio plazo y contribuye así a la subida de los tipos largos. Los inversores temen, y con razón, que la inflación transitoria provocada este año por los efectos de base, la recuperación de la demanda y los cuellos de botella en las cadenas de suministro se prolongue por el aumento de los ingresos de los consumidores y la caída del desempleo, que son explícitamente los objetivos del paquete de estímulos. **La hipótesis de una subida prolongada de los tipos de interés a largo plazo constituye un riesgo no solo para la valoración de los activos financieros, sino también para varios sectores de actividad, empezando por el inmobiliario.**

Por tanto, existe una notable presión para que la Fed adelante su calendario de ajuste monetario (reducción de las compras mensuales de activos y subida de los tipos de interés de referencia). Pero dicho ajuste con total seguridad haría subir los tipos de interés del mercado a más corto plazo, generando al mismo tiempo un riesgo similar para los parques e incluso para la propia actividad económica. **Esta situación corneliana justifica para nosotros una gestión marcadamente activa del riesgo de subida de los tipos de interés en nuestras carteras de renta fija.**

### Ciclos económicos y rotación sectorial



Desde este punto de vista, el retraso de Europa en el ciclo económico —debido no solo a la maldita política de vacunación, sino también a los modestos planes de estímulo en comparación con los de EE. UU.— al menos ha presentado la ventaja hasta ahora de generar menos presión sobre los tipos de interés. **Paradójicamente, esta posición rezagada también explica la reciente rentabilidad superior de las plazas bursátiles europeas y de los sectores cíclicos en particular.**

No obstante, los mercados y la economía son fenómenos globales, y la probabilidad de que Europa recorte distancias a pesar de los obstáculos estructurales no puede subestimarse actualmente, sobre todo ante la tan esperada aceleración del ritmo de vacunación. **Por tanto, últimamente nos mostramos más cautelosos en lo referente a los mercados de renta fija europeos.**

## Al igual que a finales de la década de 1960, Estados Unidos está llevando a cabo un zambido radical en su política económica

### Mercados en equilibrio inestable

Por ahora, el entusiasmo generado por el repunte económico está superando, en la psicología de los inversores, a los riesgos de sobrecalentamiento, de aumento sostenido de la inflación y de subida excesiva de los tipos de interés, que pueden parecer algo fantasiosos —y con razón—, sobre todo desde el sistema europeo. Además, ya hemos recorrido un largo camino: los valores cíclicos han destacado con un amplio margen en los últimos tiempos, y este primer trimestre ha sido el peor para la deuda pública estadounidense a treinta años desde 1919. Por otro lado, las fuerzas deflacionistas estructurales que constituyen las tendencias demográficas, el sobreendeudamiento y las disrupciones tecnológicas continúan siendo poderosas. Sin duda, estas últimas incluso se han visto reforzadas por la crisis de la COVID-19. El mes pasado, explicábamos que esos factores de moderación justifican el mantenimiento, junto con un posicionamiento táctico en determinados sectores favorecidos por la recuperación económica, de una destacada asignación a valores tecnológicos de alta calidad, cuyo crecimiento de sus beneficios a medio plazo ofrece una excelente rentabilidad, con unas valoraciones que hoy vuelven a ser muy razonables. Pero, como gestores de riesgos, nos parece importante no descartar la posibilidad de que a corto o medio plazo se haya dado en la economía estadounidense un viraje que modifique el paradigma de los últimos diez años, ya que, al igual que a finales de los años sesenta, Estados Unidos está llevando a cabo un zambido verdaderamente radical en su política económica. **Además, como en aquellos días, cuando el «excepcionalismo estadounidense» ya no basta para ocultar los gigantes déficits acumulados, el dólar podría acabar soportando las consecuencias en beneficio del universo emergente.** Por tanto, nuestra gestión de los próximos meses seguirá caracterizándose por una estructuración de carteras centrada en convicciones a largo plazo —algunas de las cuales, como la transición energética, incluso se ven reforzadas por la orientación presupuestaria estadounidense— y un seguimiento muy de cerca de la acumulación de desequilibrios del mercado.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 31/03/2021



## Estrategia de inversión

### Renta variable

En Estados Unidos, la recuperación del ciclo se acelera en un contexto de planes de estímulo, política monetaria acomodaticia y reapertura de la economía. No es de extrañar que este contexto haya respaldado a los sectores más cíclicos, como las materias primas y la banca. En cambio, la subida de los tipos de interés siguió penalizando a los títulos con los múltiplos más elevados.

Dado que el mercado parece descontar en gran medida los efectos positivos de esta bonanza económica en EE. UU., hemos mantenido un perfil de riesgo prudente en la cartera de renta variable, liquidando algunos títulos en los que nuestras convicciones eran menos sólidas. Este entorno también nos anima a mantener una asignación de activos en torno a empresas cuyo crecimiento de los beneficios a medio plazo ofrece visibilidad, sobre todo gracias a una marcada capacidad para controlar sus márgenes, especialmente en caso de alza de la inflación. Estas firmas suelen beneficiarse de las tendencias estructurales, como la transformación digital de las empresas. Se espera que el gasto en tecnología como porcentaje del PIB estadounidense se duplique en la próxima década, lo que supone un interesante crecimiento a medio plazo para algunas empresas de software y de la nube.

Estas temáticas a largo plazo no nos impiden mantener una exposición táctica a las empresas que se benefician de la reapertura económica, especialmente en Europa. Su retraso con respecto al ciclo estadounidense debería ofrecer perspectivas interesantes para determinados valores, sobre todo en el sector del turismo. Además, unos tipos más bajos sugieren que estos mercados europeos de renta variable tienen más capacidad para absorber la siguiente fase de subidas de tipos/inflación, en caso de que se produzcan.

El mercado chino, por su parte, ha retrocedido en las últimas semanas, penalizado por las recogidas de beneficios y el aumento de algunas incertidumbres, especialmente en lo que respecta a las relaciones entre dicho país y Estados Unidos. El hecho de que la economía china esté más avanzada en el ciclo que el resto del mundo podría anunciar una desaceleración económica en los próximos meses, lo que beneficiaría a los valores de alta visibilidad en los que estamos posicionados.

### Renta fija

El periodo reciente se ha caracterizado por un aumento constante de las perspectivas de crecimiento e inflación en Estados Unidos. A muy corto plazo, estas continúan viéndose impulsadas por una recuperación de la inflación, que se está materializando sobre todo gracias a los potentes efectos de base vinculados a la caída de los precios del petróleo y de los sectores más afectados por la crisis. Además, las perspectivas de reapertura de la economía estadounidense han sido posibles gracias a una campaña de vacunación extremadamente ambiciosa y eficaz, junto con, a más largo plazo, el estímulo presupuestario de la Administración Biden, de proporciones sin precedentes, y una Reserva Federal que, pese a todo, ha confirmado una vez más que mantendrá su política hiperacomodaticia en el futuro inmediato. Todos estos factores llevaron a los inversores a prever una subida de los tipos nominales y reales, y respaldaron nuestras posiciones cortas en bonos estadounidenses.

La situación europea, tanto en lo que respecta a las vacunas como a la economía, continúa siendo mucho más decepcionante, lo que hace que los tipos batan a sus homólogos estadounidenses. No obstante, creemos que Europa no estará exenta de presiones reflacionistas a corto plazo, y la llegada masiva de vacunas en el segundo trimestre debería ser un elemento clave en la reapertura del continente en los próximos meses.

Así, hemos seguido reduciendo el riesgo de renta fija en la cartera y lo hemos centrado en los segmentos que se están retrasando en la normalización de los tipos. Por tanto, liquidamos la mayoría de nuestras posiciones en deuda pública de la periferia europea. También aprovechamos la relativa estabilidad del mercado de crédito para reducir nuestra exposición. En efecto, los diferenciales crediticios en su conjunto solo brindan muy poca protección frente a una marcada subida de los tipos. Redujimos principalmente nuestras posiciones en bonos bancarios subordinados y en el sector turístico, que mostraron muy buen tono. Mantenemos una cartera de deuda corporativa extremadamente selectiva con emisiones específicamente vinculadas a la reapertura de las economías, y al sector energético, cuyos niveles de diferenciales deberían permitir absorber una subida de tipos, o incluso beneficiarse de un aumento de los precios.

En lo referente a la deuda core, mantenemos una gestión muy activa. Para gestionar el riesgo de subida de los tipos de interés, utilizamos una amplia gama de instrumentos, como las posiciones cortas en los tipos nominales y reales o las posiciones largas en las previsiones de inflación, con un enfoque diferenciado por curva de rendimientos para aprovechar el hecho de que las «grandes» economías se encuentran en diferentes fases del ciclo. Estas posiciones se concentran en Estados Unidos, el Reino Unido y, en menor medida, Alemania.

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.