La economía y la política van de la mano

Marzo de 2017

Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
1 De Marzo De 2017

Longitud
8 minuto(s) de lectur

© www.dessinateur.biz/blog

Los mercados, que han constatado que todos y cada uno de los riesgos políticos de 2016 se saldaron con un movimiento gradual hacia un mayor apoyo presupuestario y una reafirmación del respaldo monetario de los bancos centrales, continúan saboreando las mieles de la recuperación cíclica más evidente desde que finalizara la gran crisis financiera. El ciclo estadounidense está ya muy avanzado, si bien el «trumpismo» hace pensar que sigue teniendo recorrido.

En cuanto a Europa y Japón, su retraso respecto al ciclo mundial les brinda un margen de avance aún considerable. Los inversores anglosajones conservan una postura claramente prudente y se mantienen al margen de Europa, por si acaso... Y es que la percepción del riesgo político en Francia supera sorprendentemente los niveles de principios de 1981, antes de la victoria por sorpresa de François Mitterrand en las elecciones presidenciales. Este temor prolonga la punzante rentabilidad inferior de los mercados del Viejo Continente y ha comenzado a tensar la prima de riesgo de la deuda pública gala. Además, los indicadores técnicos de mercado empiezan a arrojar los primeros síntomas de fatiga.

Sin embargo, impulsados por la realidad económica, los mercados bursátiles continúan escalando airosos —con algo más de esfuerzo en Europa— el muro de las preocupaciones. Quizás escudándose en este consuelo y en su fascinación por la agenda política, los mercados siguen ignorando uno de los riesgos más palpables en 2017: la confirmación del aumento de las tensiones inflacionistas (véase nuestra Nota de enero «2017: cuidado con lo que desea»).

Cuando la economía funciona...

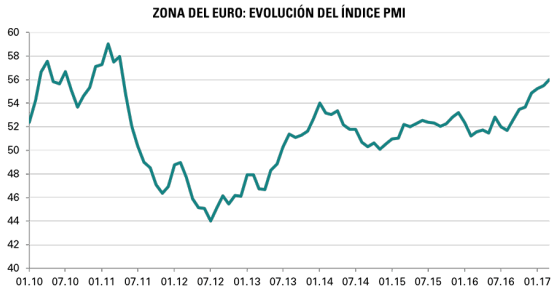
> Trump provoca en Estados Unidos una fractura social, aunque también un gran entusiasmo en el plano económico

El «personaje» de Trump sigue suscitando gran perplejidad entre los observadores. No obstante, su «imprevisibilidad» representa, en realidad, un riesgo moderado, en primer lugar por el modus operandi escogido, mucho menos ineficaz de lo que parece: la intensidad diaria de mensajes breves y superficiales permite una comunicación tremendamente dúctil, que se interpreta de forma cada vez menos literal. Por otra parte, la falta de experiencia de Donald Trump en ámbitos fundamentales le ha obligado a recurrir, como ya hiciera Ronald Reagan en su momento, a profesionales curtidos en mil batallas. Además, su visión económica es de lo más previsible: Donald Trump profesa una forma bastante primitiva, aunque coherente, de mercantilismo, que erige al Estado como actor decisivo al servicio de los intereses de la economía estadounidense y del restablecimiento de su balanza comercial.

Por tanto, la dirección de las iniciativas económicas resulta bastante legible, tanto para Estados Unidos como para sus socios comerciales. En cuanto a su alcance, se verá inevitablemente limitada por el control ejercido por un Congreso de claro signo conservador en sus posturas respecto de la política presupuestaria y fiscal. Sin duda, de todo ello se desprende para los estadounidenses una profunda fractura en el plano social, pero también un entusiasmo bastante unánime en el ámbito económico: el indicador de confianza de los consumidores ha protagonizado un notable repunte desde el pasado 9 de noviembre. Por su parte, el índice de confianza de las medianas empresas, más decisivo aún para la inversión, se ha disparado desde la cita con las urnas al otro lado del Atlántico y ha alcanzado su máximo desde 2004.

Como para validar este auge de los «instintos primarios», los resultados de las empresas estadounidenses aumentaron de media un 5 % en el último trimestre de 2016, batiendo así en un 66 % de los casos las previsiones de los analistas.

En Europa, también sorprende que las importantes citas políticas programadas para 2017 no afecten a la reactivación del ciclo económico: incluso el índice PMI de los gestores de compras de la zona del euro acaba de dar al traste con unas previsiones mayoritariamente pesimistas al avanzar 1,6 puntos en febrero hasta situarse en 56, una cota que no se registraba en el Viejo Continente desde abril de 2011. Por tanto, los analistas continúan incrementando sus previsiones de resultados empresariales para 2017, que actualmente reflejan un alza del 15 % por término medio.



Fuente: Carmignac, CEIC, febrero de 2017

Si bien el riesgo político impide por el momento a los mercados europeos beneficiarse en su justa medida de este retorno a un mejor contexto económico, una disipación fluida de dicho riesgo en pocos meses podría dar paso a una vigorosa recuperación de las plazas bursátiles y de la moneda única (especialmente si las victorias electorales se basan en programas económicos pertinentes).

La amenaza fantasma

El riesgo electoral en Europa no puede descartarse de un plumazo. No en vano, nos cuesta creer que la marea de populismo que baña el panorama político mundial desde hace más de un año vaya a quedar contenida, como por arte de magia, en las fronteras de la zona del euro. El reparto marcadamente desigual de los beneficios de la globalización entre las economías desarrolladas ha dado vía libre a un discurso soberanista que las presiones migratorias no han hecho sino acentuar. Si bien el debate preelectoral giraba principalmente en torno a temáticas de identidad e instintivamente proteccionistas, el análisis de las consecuencias económicas de cada programa quedaba relegado a un segundo plano, allanando así el camino a propuestas demagógicas en detrimento de la riqueza generalizada.

El fenómeno Trump no puede transponerse a los países europeos

La victoria de Donald Trump fue transgresiva y, sin embargo, favorable para la economía estadounidense (de momento). No obstante, este fenómeno no puede transponerse a los países europeos. En efecto, es posible imponer por la fuerza, al menos durante algún tiempo, la aplicación de un programa de nacionalismo económico a tus socios comerciales cuando diriges la primera economía del mundo (aunque esta postura puede ser realmente problemática a largo plazo). Sin embargo, actualmente ningún país europeo, ni siquiera Alemania, puede permitirse el lujo de aislarse económicamente en el seno de una Europa dividida. Estamos seguros de que la opción del suicidio económico en aras de una recuperación de la pseudosoberanía no es aún mayoritaria ni en Francia ni en el resto de Europa. Deberemos abordar con precaución los días previos a las primeras citas con las urnas. Las probabilidades de colisión son escasas hasta la fecha, pero los desafíos económicos son considerables.

Sigue subestimándose el riesgo inflacionista

La aceleración de los indicios inflacionistas sigue ignorándose en gran medida

Probablemente porque los ánimos no están todavía preparados, se sigue ignorando en gran medida la aceleración de los indicios inflacionistas, tanto en el caso de los bancos centrales como en el de los mercados de renta fija (véase nuestra Nota de enero). En enero, sin embargo, el ritmo anual de subida de los precios al consumo en Estados Unidos volvió a acelerarse, pasando del 2,07 % al 2,5 %, sobre todo a causa del encarecimiento de los transportes. En la zona del euro, la tasa de inflación pasó del 1,1 % al 1,8 % en el primer mes del año.

El argumento que defiende que la reciente subida de la inflación se debe únicamente a un efecto de base, transitorio por definición, y que está avocada a una rápida reversión no nos convence. Por el contrario, el aumento del coste de la energía y de los alimentos se extiende, lógicamente con retraso, al conjunto de los precios. En Estados Unidos, el ritmo de inflación (excluidas alimentación y energía) alcanzaba ya el 2,27 % en enero. Y el efecto de una tendencia alcista en los salarios apenas se ha hecho notar de momento. Si no fuera por la percepción del riesgo político en Europa, que contiene los rendimientos de la deuda pública refugio y mantiene alerta a los bancos centrales, creemos que los tipos a diez años de los bonos del Tesoro estadounidenses (actualmente en un 2,46 %) y alemanes (0,30 %) se encontrarían en niveles muy superiores. Mirar más allá del riesgo político actual en Europa exige dotar a las carteras de una sensibilidad muy prudente a los tipos de interés de los principales países desarrollados. Las nuestras ya están posicionadas en este sentido.

En conclusión, el ciclo está claramente muy avanzado en Estados Unidos, y el riesgo político en Europa no es ningún espejismo. Sin embargo, el escepticismo económico reinante, junto con el fantasma populista en Francia y en los Países Bajos, ha hecho que muchos inversores muestren más indecisión desde principios de año en las plazas bursátiles, sobre todo en las europeas. Esta postura temerosa es bastante alentadora desde un punto de vista técnico en esta clase de activos, dado que descarta la posibilidad de que una disipación de la niebla política dé pronto mayor amplitud a una recuperación cíclica en Europa todavía en ciernes. En cambio, subestima el riesgo que supone para los mercados de renta fija la persistencia probable, a nuestro parecer, de las tensiones inflacionistas.

Fuente: Bloomberg, 01/03/2017

Estrategia de inversión

Renta variable

Los mercados de renta variable inauguraron el año con una tendencia claramente positiva. Todas las zonas geográficas avanzaron, si bien cabe destacar que Europa, a pesar de la solidez de sus cifras macro y microeconómicas, se mantendrá a la zaga a causa de las incertidumbres políticas. Aunque nuestra tasa de exposición sigue rondando el máximo autorizado, la estructuración de nuestras carteras continúa siendo selectiva y equilibrada.

Selectiva al posicionarnos en empresas capaces de aprovechar la aceleración del ciclo económico, pero con unos fundamentales igualmente sólidos, como es el caso del fabricante de equipamiento para la producción de semiconductores ASML Holdings, en el que invertimos recientemente: una compañía expuesta al ciclo económico, pero con una posición de liderazgo y un balance sólido que ofrecen una buena visibilidad.

Y equilibrada al iniciar posiciones más allá de nuestra temática de reactivación económica. Este es el caso de dos títulos que hemos introducido hace poco en nuestra estrategia de renta variable mundial: la firma estadounidense de videojuegos Activision Blizzard, que ha realizado un cambio de modelo de negocio que el mercado aún no logra comprender (con ingresos más regulares y menos vinculados al lanzamiento de «éxitos de ventas»).

Por último, la gestión de riesgos sigue muy presente en nuestra estrategia de renta variable mundial, junto con nuestra visión positiva sobre los mercados. Así, nuestras posiciones en minas de oro han registrado notables evoluciones desde principios de año y continúan equilibrando el riesgo general de la cartera.

Renta fija

Si bien la inflación continuó acelerándose en el conjunto de los países desarrollados, los tipos largos nominales se mantuvieron relativamente estables. Seguimos pensando que los inversores son demasiado conservadores en sus previsiones de inflación: no en vano, la subida de precios nos parece más amplia y duradera que un mero efecto transitorio vinculado al repunte de los precios del petróleo. Por tanto, nos posicionamos en los bonos estadounidenses indexados a la inflación con vistas a reducir el riesgo de nuestra estrategia de renta fija, al tiempo que nos protegemos frente a la subida de esta variable.

Por último, realizamos arbitrajes en nuestra asignación a la deuda emergente liquidando nuestra exposición a bonos del Tesoro polacos e introduciendo una posición vendedora en deuda pública húngara. En efecto, vemos perfilarse una marcada dicotomía en el universo de la deuda emergente entre, por una parte, los países importadores de materias primas como Hungría —cuya inflación se acelera considerablemente y donde los rendimientos de la deuda pública son aún muy bajos— y, por otra parte, los países exportadores de materias primas, cuya deuda arroja rendimientos elevados y donde la inflación registra una notable ralentización. Éste suele ser el caso del Brasil, nuestra posición más destacada en deuda emergente, cuya inflación acaba de caer por debajo del 5,5 % y cuyo banco central puede ahora poner en marcha un ciclo agresivo de reducción de tipos con dos bajadas de 75 puntos básicos de su tipo de referencia desde principios de año.

Divisas

El dólar ha alternado fases de depreciación y apreciación desde comienzos de año sin dejar entrever una tendencia clara. Esto ratifica nuestra hipótesis de que el consenso marcadamente positivo acerca del dólar limita el potencial de apreciación adicional del billete verde. Así pues, nuestra estrategia en lo que a divisas respecta ha reforzado gradualmente su exposición al euro en detrimento de la moneda estadounidense.

Y ahora que Europa se adentra en un periodo repleto de citas electorales, hemos priorizado la constitución de posiciones diversificadas en monedas refugio, como el franco suizo o el yen, para controlar el riesgo general de nuestras carteras. Finalmente, destacamos el repunte continuado de las divisas emergentes, que aprovechamos en nuestras asignaciones en moneda local no cubiertas frente al riesgo cambiario, como por ejemplo en Brasil.

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.