

## LA MALDICIÓN DE CASANDRA

Diciembre de 2017

por **Didier SAINT-GEORGES**  
Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee  
01.12.2017

Hace un año presentábamos nuestro diagnóstico de una recuperación económica a escala mundial (Carmignac's Note de diciembre de 2016, [«El viento comienza a soplar»](#)). Esta previsión nos alegraba por las perspectivas que entrañaba para los mercados de renta variable, si bien nos hacía temer que, acompañada de una primera vuelta de rosca monetaria a cargo de la Reserva Federal estadounidense, este repunte penalizaría a los mercados de bonos en 2017. Pero no fue el caso. En efecto, el ciclo económico se ha recuperado, aún más de lo que anticipábamos, e incluso se ha propagado al resto del mundo (los 35 países de la OCDE se encuentran actualmente en fase de expansión). Sin embargo, pese a este indiscutible repunte, los mercados de renta fija se han mantenido impertérritos. A modo de ejemplo, el rendimiento de la deuda pública alemana se sitúa hoy exactamente en el mismo nivel que el 1 de diciembre de 2016, en un mero 0,36 %, mientras que, en paralelo, el ritmo de crecimiento anual de la economía alemana ha pasado del 1,8 % al 2,8 %, las principales citas políticas en la zona del euro se han saldado con un resultado satisfactorio y el BCE ha confirmado que el ritmo de sus compras de bonos pasará de 60.000 a 30.000 millones de euros mensuales a partir del próximo enero.

La presencia siempre propicia de los bancos centrales, en apoyo de un crecimiento económico global y sin atisbo alguno de inflación, también ha impulsado la confianza de los inversores hasta niveles sin precedentes. Desde este prisma, la gestión marcadamente indexada, sobre todo con apalancamiento, ha seguido siendo rentable este año, y la gestión de los riesgos del mercado, superflua. La maldición de Casandra no cesa. Cabe recordar, sin embargo, que en la mitología griega el problema no residía en las previsiones que hacía Casandra, que resultaban lamentablemente acertadas, sino en el tiempo que transcurría hasta su materialización, durante el que se les hacía caso omiso.

El reto para 2018 reside en el juicio de valor que debemos realizar sobre el futuro de la configuración ideal que impera actualmente, cuando esta se vea afectada —porque sin duda lo hará— por el avance del ciclo económico, así como por unas políticas monetarias finalmente en fase de normalización activa.

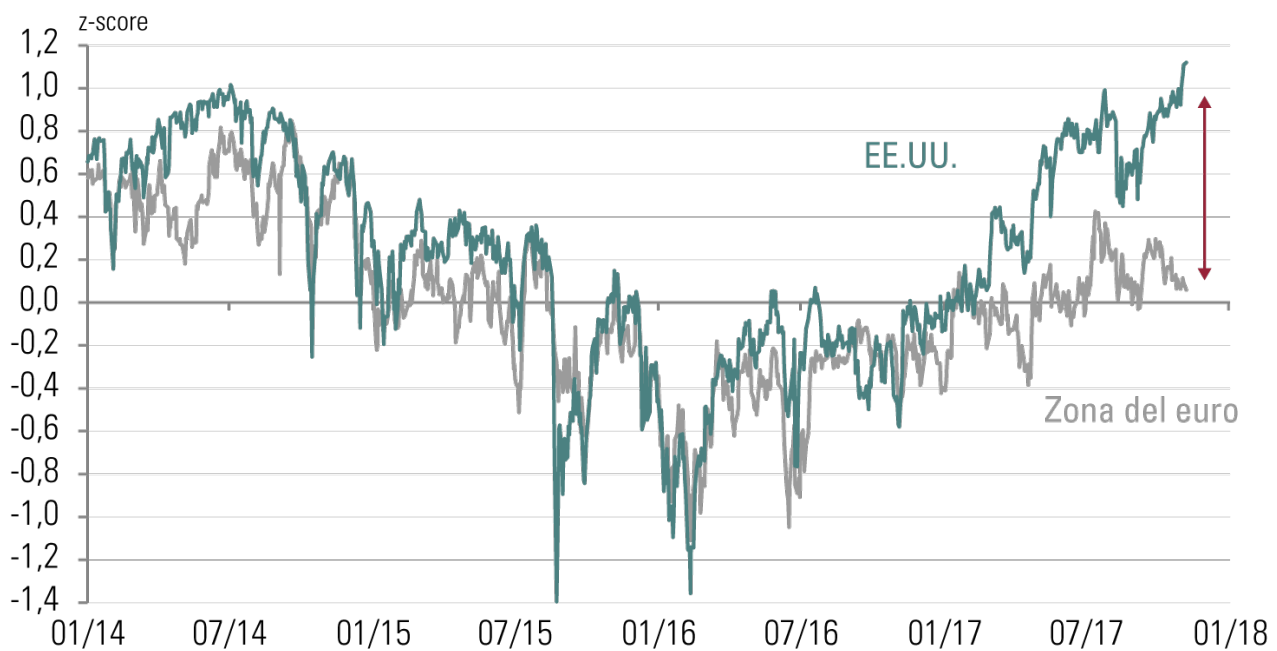
### Europa: del catastrofismo a la euforia

Cuando, poco después de la votación del Reino Unido a favor del brexit en junio de 2016, el mercado alcanzó su nivel máximo de pesimismo acerca del futuro del proyecto europeo, en realidad el ciclo económico en la

zona del euro acababa de empezar a despegar. Con la ayuda del favorable resultado de los comicios franceses y neerlandeses, el índice Euro Stoxx pudo entonces iniciar su recuperación, con una revalorización del 17 % en los últimos doce meses, a lo que hay que sumar la apreciación del 14 % de la moneda única desde el punto de vista de los inversores al otro lado del Atlántico. Hoy en día, los principales riesgos políticos todavía palpables residen en el vigor con que podrían implantarse las reformas en Francia, en la orientación más o menos europeísta que adopte finalmente el Gobierno alemán y en los problemas de política interior que deberán gestionar España e Italia. El riesgo sistémico se ha evaporado: la retórica sobre la salida del euro ha quedado enterrada.

No obstante, aprovechar esta bonanza económica europea en el plano bursátil va a resultar más delicado en 2018: los grandes grupos empresariales europeos registran unos ingresos marcadamente internacionales, por lo que son relativamente poco sensibles al repunte económico europeo y están expuestos a los efectos negativos que podría tener en sus resultados un euro más fuerte (véase más adelante). En cuanto a las empresas de pequeña y mediana capitalización, mucho más expuestas a la recuperación de la actividad en la zona del euro, su cotización bursátil ya se ha duplicado por término medio en los últimos cinco años (dos veces la rentabilidad del Euro Stoxx). Por último, la materialización de la reducción de las compras de bonos por parte del Banco Central Europeo desde comienzos de año finalmente planteará el interrogante de su efecto concreto en los tipos de interés, y por tanto, en el conjunto de las valoraciones de los mercados.

## CONDICIONES FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bloomberg, Kepler Cheuvreux

## Estados Unidos: de la esperanza a la realidad



## Mantenemos nuestra opinión acerca de una tendencia estratégicamente bajista en el dólar estadounidense

Hay que reconocer que Donald Trump ha sabido estimular la confianza de los consumidores y las empresas más allá de nuestras expectativas al mantener la esperanza de una atrevida reforma fiscal. Pero —en aquella orilla del Atlántico más que en esta— será difícil perpetuar este sueño mucho más. La reforma fiscal probablemente se materializará de alguna forma, si bien es algo que los mercados ya descuentan, al menos parcialmente. Así, el ciclo económico debería finalmente recuperar su influencia y comenzar a mostrar sus primeros indicios de ralentización tangible a partir de la primera mitad del año, según nuestras estimaciones. Paradójicamente, este hecho no debería generar una rentabilidad relativa inferior en el mercado estadounidense de renta variable. No en vano, este último es el que abarca el mayor número de grandes empresas de crecimiento con elevada visibilidad (Europa aún no ha conseguido el equivalente a las GAFA estadounidenses), lo que lo dotará una vez más de un carácter defensivo en caso de desaceleración económica. Además, este contexto hará prever una normalización monetaria particularmente prudente.

Así pues, el riesgo reside más bien en la moneda, puesto que la Fed puede verse obligada, en caso de registrarse decepciones en el plano económico, a renunciar a sus objetivos de reducir el tamaño de su balance y de realizar cuatro subidas en sus tipos de referencia. A la lista de escollos para el valor del dólar se suma la perspectiva de un deterioro en la trayectoria de la deuda pública, que provocaría una votación sobre la propuesta actual del proyecto de reforma fiscal. Cabe señalar finalmente en esta temática que 2017 ha sido el tercer año consecutivo de alza del déficit presupuestario estadounidense, a pesar de una economía en expansión. Por tanto, más allá de los movimientos técnicos de tregua, favorecidos por un diferencial de tipos de interés frente a Alemania que beneficia al dólar, mantenemos nuestra opinión sobre una tendencia estratégicamente bajista del dólar estadounidense (un análisis que ya barajábamos a comienzos de 2017. Véase la Carmignac's Note de marzo de 2017, [«La economía y la política van de la mano»](#)). Esta perspectiva de un dólar débil supondrá un leve obstáculo para los mercados europeos de renta variable, si bien propicia un contexto favorable para la inversión en acciones, bonos y divisas del universo emergente.

## La dinámica del universo emergente



### Tras cinco años de rentabilidad inferior en las plazas bursátiles, los mercados emergentes deberían confirmar su dinámica de los dos últimos años

El sólido estímulo fiscal que había reactivado la economía china desde comienzos de 2016 lógicamente comienza a ceder terreno. El Banco Popular de China desea explícitamente reanudar las medidas para reducir los riesgos sistémicos anclados en el balance de las entidades financieras (disminución del apalancamiento, endurecimiento de la normativa, control de la banca paralela). Por tanto, cabe esperar un ligero descenso de la actividad industrial y de la construcción en China a partir de 2018, cuyos efectos globales se dejarán sentir fundamentalmente en la demanda de materias primas. En cambio, la nueva economía sigue incrementando su contribución al crecimiento de la economía china. En paralelo, los fundamentales económicos del universo emergente más allá del gigante asiático continúan saneándose (superávits por cuenta corriente en máximos

desde la crisis de 2008, indicadores adelantados de actividad económica PMI Composite en sus niveles más elevados desde 2013). Por tanto, tras cinco años de rentabilidad inferior en las plazas bursátiles, de 2010 a 2015 —periodo durante el que la intervención de los bancos centrales de los mercados desarrollados había hecho que los inversores priorizaran este universo—, los mercados emergentes deberían confirmar la dinámica que vienen exhibiendo en los dos últimos años.

Todo apunta a que el riesgo para los mercados en 2018 no reside eminentemente en las perspectivas económicas mundiales, que nos parecen favorables. En este momento no prevemos más que una leve ralentización del ciclo económico en Estados Unidos y China, que debería extenderse gradualmente a Japón y Europa. Además, si en efecto la inflación se mantiene muy contenida, tal y como anticipamos, los bancos centrales podrán seguir dando muestras de moderación.

La fragilidad de los mercados es de otra índole. Esta reside, por una parte, en el enorme grado de confianza de los inversores (reflejado, según hemos podido comprobar, en el estrechamiento histórico de los diferenciales de la deuda corporativa, la volatilidad extremadamente baja de los mercados y la elevada valoración de estos últimos), lo que deja muy poco margen para las decepciones. Por otra parte, proviene de la importancia otorgada tras varios años de mercados alcistas a las estrategias de gestión pasiva, así como a los fondos de gestión libre con especial hincapié en estrategias de dinamismo (Momentum), que exhiben un elevado apalancamiento. No en vano, se estima que los ETF representan actualmente hasta el 70 % del promedio de acciones negociadas a diario. En cuanto al volumen de activos de la gestión cuantitativa de los fondos de inversión libre, estos se han duplicado desde 2009 y actualmente superan los 400.000 millones de dólares. El riesgo principal para los mercados es que una mera oscilación en la hipótesis ideal que barajan los inversores puede desencadenar un nivel brutal de recogidas de beneficios «mecánicas».

En conclusión: 2018 se perfila como un periodo en el que la generación de rentabilidad podrá basarse en mayor medida en la realidad de los fundamentales económicos, si bien tendrá que volver a acostumbrarse a esos repuntes de volatilidad que los mercados tienen tan olvidados.



# Estrategia de inversión

## Renta variable

Con unos niveles de exposición que rondan su máximo autorizado y una sobreponderación en los mercados emergentes, nuestra estrategia de renta variable sacó partido de la sólida rentabilidad registrada por las plazas bursátiles en los dos últimos meses. La dinámica más marcada se manifestó en los mercados emergentes y japonés, mientras que los europeos han decepcionado en cierto modo al sufrir una pequeña corrección en noviembre. Si bien los resultados de las empresas europeas publicados en el tercer trimestre fueron generalmente de buena factura, la ausencia de revisiones al alza junto con los temores a un euro demasiado fuerte han enfriado el entusiasmo de los inversores. En este contexto, el mercado ha penalizado de manera brutal a Altice. Pese a haber reducido drásticamente nuestra exposición a partir del mes de marzo, la corrección de la cotización lastró igualmente el resultado de nuestras estrategias de renta variable mundial en noviembre. Aunque probablemente las perspectivas económicas rondan máximos, otorgamos más importancia a las valoraciones. Así, liquidamos nuestra posición en Nvidia, el fabricante estadounidense de semiconductores utilizados en inteligencia artificial y videojuegos, tras una destacable trayectoria bursátil. En cambio, iniciamos una posición en Apple, que tiene una valoración interesante y, además, el éxito del iPhone X representa un sólido catalizador de crecimiento. Por último, aprovechamos la volatilidad de Ryanair para iniciar a buen precio una posición en la aerolínea, que debería seguir ampliando su cuota de mercado frente a los operadores históricos gracias a la ventaja competitiva que le brinda su estructura de costes.

## Renta fija

El estrechamiento de la prima de riesgo en las deudas públicas italiana, española y portuguesa en relación con la alemana durante los dos últimos meses fue el principal motor de rentabilidad en nuestra estrategia de renta fija. Reforzamos nuestra exposición a la deuda periférica a través de bonos del Tesoro griegos en un contexto de recuperación de la coyuntura económica del país, pese a que su prima de riesgo continúa en niveles considerables, alrededor del 5 %. El cumplimiento por parte de Grecia de sus objetivos presupuestarios abre la vía a una salida a mediados de 2018 del programa de ajuste económico y a una normalización de la financiación del país. En nuestra búsqueda de segmentos de renta fija con valoraciones interesantes, mantenemos nuestras posiciones vendedoras en deuda pública alemana y compradoras en deuda pública emergente que aúne rendimientos atractivos y sólidos fundamentales macroeconómicos (Brasil, México, Rusia y Argentina). Por último, continuamos siendo muy selectivos en nuestra exposición a la deuda corporativa. Las tensiones surgidas, sobre todo, en los bonos europeos de alto rendimiento nos recuerdan la necesidad de estar suficientemente preparados ante el próximo cambio de tendencia en términos de liquidez.

## Divisas

El euro experimentó evoluciones dispares frente al dólar durante los dos últimos meses (consolidación en octubre y recuperación en noviembre), que justificaron una gestión táctica de nuestra exposición a la moneda única. Tras haber reajustado en un primer momento la respectiva ponderación del euro y del dólar estadounidense en nuestra exposición a divisas, regresamos con fuerza en noviembre a la moneda europea, cuyos factores estructurales de apreciación (que deberían propiciar además un repunte de la ponderación del euro en las reservas de divisas internacionales) siguen intactos. Por otra parte, iniciamos en paralelo una posición en el yen, cuya condición de moneda refugio debería contribuir a reducir la volatilidad global de nuestras carteras a finales de año.

Fuente: Bloomberg, a 28/11/2017

Artículo promocional. Este artículo no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. No constituye asesoramiento de inversión. Las rentabilidades históricas no garantizan 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. Ésta 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. El acceso a los fondos Carmignac puede ser objeto de restricciones para determinadas personas o en determinados países. Estos Fondos no están registrados en Norteamérica ni en Sudamérica. Los Fondos no han sido registrados de conformidad con la US Securities Act of 1933 y no pueden ofrecerse o venderse ni directa ni indirectamente a beneficio o por cuenta de una «persona estadounidense» (U.S. person) según la definición contenida en la normativa estadounidense «Regulation S» y FATCA.