Las salidas en falso no eliminan la línea de meta

Octubre de 2017

Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
2 De Octubre De 2017

Longitud
7 minuto(s) de lectu

> El regreso del capital a la zona del euro debería proteger, en parte, a los mercados de renta variable de la región del riesgo de renta fija, así como reforzar la moneda única

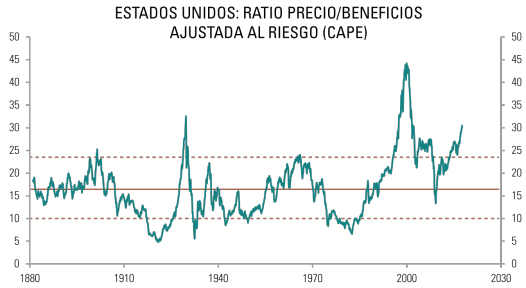
En este inicio del último trimestre de 2017, resulta absolutamente sobrecogedor constatar que ni el BCE ni la Fed han puesto aún en marcha las siguientes etapas de «normalización» de sus respectivas políticas monetarias en un momento en que el contexto lo justificaría con creces. La Fed corre con ventaja, pero sigue contando con una política extremadamente acomodaticia. El BCE ni siquiera ha dado el primer paso, aunque en la zona del euro el crecimiento económico se encuentra muy por encima de su potencial a largo plazo y las perspectivas de inflación se han estabilizado, e incluso recuperado. En Estados Unidos, el crecimiento sigue siendo sólido y la situación del mercado laboral avanza día a día.

En ambas regiones, el aumento del precio de los activos financieros apela a la responsabilidad de los presidentes de los bancos centrales de no enconar más la situación. Sin embargo, por miedo a los riesgos políticos que vienen repitiéndose desde el verano de 2016, por la frustración ante un objetivo de inflación huidizo incorporado a sus mandatos o tal vez por temor a los mercados, hasta la fecha los bancos centrales han dado la razón a los inversores que han apostado por que la difícil decisión se retrasará constantemente. Esta sucesión de salidas en falso ha prolongado el prodigio artificial de la correlación positiva entre renta variable y renta fija. La recuperación del ciclo económico, junto con el apoyo monetario, ha seguido proporcionando a los mercados la pócima mágica capaz de impulsar sin descanso el precio de todas las clases de activos. Los más temerarios han seguido viéndose recompensados, y la gestión de los riesgos continúa pareciendo superflua.

No obstante, la línea de meta de esta carrera de obstáculos no ha desaparecido en absoluto, y los bancos centrales reconocen que incluso se han acercado de forma considerable. Los mercados de renta fija no están preparados para este punto de inflexión y, por otro lado, los de renta variable esperan poder librarse, mientras el ciclo económico les sustente, de la fuerza de gravedad que ejercerán entonces los bonos.

La línea ya está trazada

La presidenta de la Reserva Federal estadounidense lo ha confirmado: tras ocho años de drástica ampliación, la fase de reducción del tamaño del balance de la institución empezará antes de final de año. La relajación de las condiciones financieras derivada de la debilidad del dólar y del plan de recorte de impuestos recientemente anunciado por Donald Trump no hará sino reforzar esta perspectiva. El presidente del Banco Central Europeo también ha mostrado su compromiso: en octubre, detallará las modalidades del cese progresivo de la ampliación de su balance. Por primera vez desde 2008, el volumen acumulado de los balances de los cuatro bancos centrales más importantes del mundo empezará a reducirse el próximo año. Y, aun así, los mercados financieros siguen mirando para otro lado, como si la «relajación cuantitativa ilimitada» fuera aún una hipótesis plausible.



Fuente: Bloomberg, a 29/09/2017

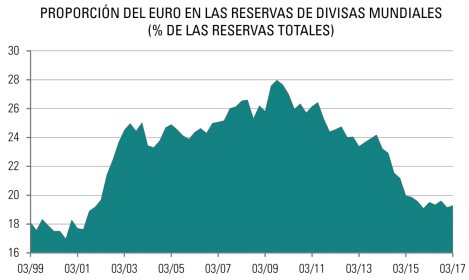
En Estados Unidos, esta complacencia es más fácil de explicar. Nosotros mismos pensamos que el ciclo económico está viviendo sus últimos trimestres. La actividad industrial ya muestra algunos indicios de agotamiento (véase nuestra nota de septiembre «La estrategia del pararrayos»). El crecimiento del consumo, por su parte, responde a una histórica ampliación del crédito al consumo y un marcado descenso de la tasa de ahorro, parámetros que ya no brindan ningún margen de progresión, un hecho que se hará aún más patente cuando los tipos de interés suban. Por consiguiente, resulta legítimo prever que la subida de los tipos de interés en Estados Unidos no tendrá el efecto deseado.

Cuando el ritmo de actividad remita, la Fed no podrá ignorar el hecho de que la continuación del ajuste monetario no hará sino precipitar esa inflexión. Esta perspectiva ya se ve reflejada en la curva de tipos de interés estadounidense, persistentemente plana. Asimismo, este hecho explica que los valores de crecimiento estadounidense estén superando de nuevo a los cíclicos y que el dólar no se haya apreciado más este verano tras ocho meses de caída ininterrumpida. A este respecto, el retrasado proyecto de recorte de impuestos de la Administración Trump, incluso si lograra sobrevivir a un procedimiento presupuestario que se perfila complicado, no podrá tener el efecto necesario para detener esta dinámica.

«Europa, Europa, Europa»

Los mercados europeos de renta fija no podrán esquivar el efecto de la reducción de las inyecciones de liquidez que les infligirá el BCE

Tal y como decía el presidente francés Charles de Gaulle hace más de cincuenta años, no sirve de nada reiterar con fogosidad la fe en Europa, «hay que tomarse las cosas como son». La gran crisis financiera de 2008 constituyó un importante envite al sueño de convergencia de la zona del euro. Los resultados económicos empezaron a divergir profundamente entre Alemania y el resto de países, a lo que siguió una marcada polarización de la opinión pública. Las empresas, los inversores y los profesionales de la asignación de activos a escala mundial replicaron esta crisis existencial huyendo en masa de la moneda única durante casi diez años (véase gráfico).



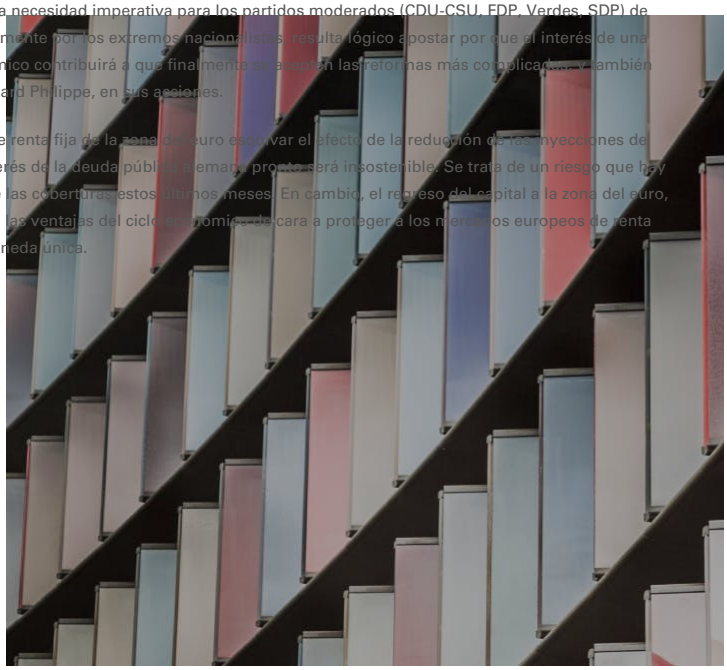
Fuente: Bloomberg, a 29/09/2017

Cierto es que después de que el año 2016 introdujera el riesgo de una propagación mortal del pensamiento de fragmentación política y económica en la zona del euro, las elecciones francesas detuvieron esta contaminación en 2017. No obstante, las democracias europeas siguen viéndose presionadas por una población frustrada ante la escasez de riqueza económica generada por sus economías en los últimos diez años y, al mismo tiempo, por la distribución que se ha realizado de la misma. Las reformas de la economía francesa y de la gestión de la zona del euro que el presidente Emmanuel Macron propone deberán implantarse imperativamente si queremos que la tentación populista no resurja con aires de venganza en las próximas citas electorales. Si bien Macron deberá superar la resistencia al cambio en Francia, controla en gran medida la aplicación de su programa. Sin embargo, tendrá que convencer a la próxima coalición alemana sobre la necesidad de reformar la zona del euro, y esta coalición ni siquiera se ha formado aún.

Pero, ante la tradición alemana del compromiso político inteligente (Konsens denken) y la necesidad imperativa para los partidos moderados (CDU-CSU, FDP, Verdes, SDP) de ponerse de acuerdo sobre un proyecto de futuro creíble so pena de ser desplazados finalmente por los extremos nacionalistas, resulta lógico apostar por que el interés de una voluntad política común prevalecerá. A corto plazo, el apoyo que confiere el ciclo económico contribuirá a que finalmente se adopten las reformas más complicadas, y también debemos entender en esta línea el ímpetu adoptado por el primer ministro francés, Edouard Philippe, en sus acciones.

Este ciclo de crecimiento y esta nueva dinámica europea no permitirán a los mercados de renta fija de la zona del euro esquivar el efecto de la reducción de las inyecciones de liquidez que les infligirá el BCE. El nivel extraordinariamente reducido de los tipos de interés de la deuda pública alemana pronto será insostenible. Se trata de un riesgo que hay que seguir gestionando, incluso si las sucesivas salidas en falso han anulado el efecto de las coberturas estos últimos meses. En cambio, el regreso del capital a la zona del euro, así como la recuperación de la curva de tipos, podrían en un primer momento sumarse a las ventajas del ciclo económico de cara a proteger a los mercados europeos de renta variable del riesgo de renta fija, así como reforzar la confianza de los inversores en la moneda única.

Fuente: Bloomberg, a 29/09/2017



Estrategia de inversión

Renta variable

Durante el mes de septiembre, los mercados de renta variable mostraron una evolución positiva. Los mercados europeos registraron uno de los mejores comportamientos —por encima de +3 %—, gracias especialmente a la pausa que protagonizó la moneda única en su apreciación ininterrumpida desde principios del año. Además, el marcado repunte del precio del petróleo —de casi el 10 %— que se produjo durante el mes permitió al sector petrolero protagonizar una vigorosa recuperación especialmente visible en nuestro Fondo de materias primas. Así, nuestra convicción de cara a la estabilización del precio del crudo y la revalorización de nuestros valores estadounidenses de exploración y producción petrolera se ve ratificada.

Dado que el ciclo económico está a punto de alcanzar su punto álgido, seguimos reforzando gradualmente nuestras posiciones en valores con gran visibilidad. Al mismo tiempo, intentamos identificar las empresas cuyo potencial de crecimiento sigue estando infravalorado por el mercado, a menudo empresas de mediana capitalización. Así, durante el mes, iniciamos dos posiciones en una empresa china de páginas web del sector automovilístico y en una firma farmacéutica suiza del segmento de los tratamientos para la carencia de hierro.

Renta fija

Los rendimientos de la deuda pública de los países desarrollados protagonizaron un moderado repunte que compensó la caída registrada en el mes de agosto. La confirmación por parte de la Fed de su intención de mantener la normalización de su política monetaria sin esperar a que los datos de inflación se acerquen a su objetivo contribuyó a este movimiento. En los mercados de deuda pública europea, únicamente la portuguesa —nuestra segunda ponderación en deuda periférica después de Italia — protagonizó una marcada caída en sus rendimientos gracias al aumento de su calificación hasta Investment Grade por parte de la agencia Standard and Poor's. Los rendimientos de la deuda pública emergente se mantuvieron estables en líneas generales y nuestro posicionamiento en este segmento contribuyó positivamente a la rentabilidad de nuestros Fondos.

Por último, destacamos la tensión observada en las primas de rendimiento de algunos bonos corporativos europeos con categoría de riesgo, lo que justifica nuestra estrategia de refuerzo de la calidad de las emisiones en este segmento. Por tanto, mantenemos nuestra estrategia prudente en renta fija, con posiciones selectivas para aprovechar el rendimiento en la deuda corporativa de calidad, la deuda emergente (Brasil, Rusia) y la periférica (Italia, Portugal), equilibradas con posiciones vendedoras en deuda pública alemana con el fin de establecer una sensibilidad general en un nivel cercano a cero.

Divisas

El euro protagonizó su primer mes de caída —si bien muy leve— frente al dólar estadounidense desde el pasado mes de febrero. Esta pausa se produce en un momento en el que la moneda única está corrigiendo, desde principios de año, su infravaloración frente al billete verde para alcanzar un nivel cercano a su valor teórico y su media histórica desde su creación.

Ahora, la continuidad de la apreciación del euro se verá menos condicionada por su valoración intrínseca y más por la evolución de su estatus como moneda de reserva internacional. De hecho, el peso del euro en las reservas de divisas mundiales se redujo notablemente desde la crisis de la deuda pública periférica y, en nuestra opinión, existe un potencial de repunte estructuralmente favorable para la moneda única. En este contexto, mantuvimos la primacía del euro en nuestra asignación a divisas.

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.