Ni un paso atrás

Abril de 2020

Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
2 De Abril De 2020

Longitud
9 minuto(s) de lectura

Hace un mes (véase la Carmignac's Note del 2 de marzo «**El precio del miedo** »), nuestro análisis de la coyuntura de mercado podía resumirme en estas cuatro constataciones:

Esta crisis constituye un «cisne negro», en el sentido de un acontecimiento imprevisible cuyas repercusiones son extremas, tal y como teorizó el ensayista Nassim Taleb.
Los países occidentales entran a su vez en la fase de propagación exponencial de la epidemia, cuya velocidad corren el riesgo de subestimar.
Los Gobiernos no tendrán más remedio que adoptar medidas de protección extraordinarias y que causarán estragos en la actividad económica.
Los mercados se han visto debilitados por una década de supresión de la volatilidad y de subvención del coste de capital por parte de los bancos centrales.

Sin duda, visto en retrospectiva, cabría desear haber mostrado una contundencia aún mayor a la hora de ejecutar nuestro análisis, pero este diagnóstico nos ayudó claramente a abordar el mes de marzo con una gran prudencia.

También considerábamos que «la perturbación exigirá remedios no solo monetarios, sino también presupuestarios» y resaltábamos que «es probable que sea en Estados Unidos donde debamos prever la toma de medidas más rápida». En ese sentido, vimos cumplidas nuestras esperanzas: primero, la Fed retomó rápidamente un programa de flexibilización monetaria sin límites, después, el BCE hizo exactamente lo mismo —tras algunas vacilaciones— y, por último, el Congreso estadounidense alcanzó un acuerdo de apoyo presupuestario sin precedentes.

A corto plazo, estos acontecimientos nos permitieron eliminar en condiciones favorables una parte de las coberturas que establecimos inicialmente. Estas decisiones extraordinarias eran indispensables y muestran la magnitud de las tensiones que imperan no solo en los mercados de renta variable, sino también —y tal vez incluso en mayor medida— en los de renta fija. No podemos afirmar a día de hoy que la tormenta haya cesado, lo que justifica que sigamos mostrándonos vigilantes.

El objetivo de esta Nota es seguir realizando una puesta en perspectiva estratégica de este periodo excepcional, desde el punto de vista tanto sanitario como económico y financiero, para tratar de prever sus repercusiones y sus ramificaciones.

La primera fase de la crisis llega a su fin

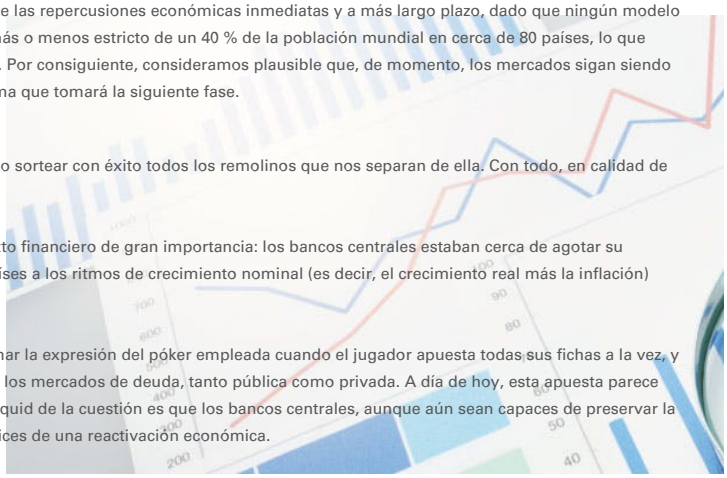
Tal y como mencionábamos el mes pasado, el personal médico, los políticos y los mercados tardaron un tiempo considerable en darse cuenta de la magnitud real de la situación. Ello responde a varios sesgos psicológicos muy conocidos.

En primer lugar, a un sesgo de modelo mental que nos incita a vincular sistemáticamente un fenómeno totalmente nuevo con uno anterior, como la gripe estacional o el SARS (dicho de otro modo: la dificultad para reconocer que estamos ante un cisne negro), o que nos lleva a ser incapaces de asimilar lo que es una trayectoria exponencial (y comprender, por tanto, que una tasa de crecimiento del 27 % implica una duplicación cada tres días o que un conato de incendio forestal puede apagarse con un vaso de agua en los primeros minutos, pero que, tan solo unas horas después, ni siquiera el recurso a hidroaviones para tratar de apagarlo bastaría). El retraso a la hora de reaccionar que provoca este sesgo mental fue devastador para la economía y los mercados en 2008, y ha vuelto a serlo en esta ocasión.

En segundo lugar, se ha manifestado un sesgo endogrupal (ingroup bias) que, al subestimar la interconectividad del mundo, ha llevado a que la situación en China se percibiera en un primer momento como un acontecimiento distante y que no planteaba grandes retos para Europa; posteriormente, a que la situación en Italia se viera como un fenómeno que solo afectaba a la península transalpina y, a su vez, a que Estados Unidos diera la espalda a la situación en Europa.

Por último, una suerte de mentalidad gregaria llevó a un gran número de inversores a dormirse en los cómodos laureles de las tendencias, aunque estas fueran artificiales. De este modo, en lo que respecta a los mercados, los diez años de recortes de los tipos de interés y de reducción del nivel de volatilidad pudieron presentarse como una nueva normalidad que permitía asunciones de riesgos excesivos y un marcado apalancamiento. Por supuesto, los afamados análisis del economista Hyman Minsky, que demuestran que una estabilidad excesiva genera inestabilidad, quedaron convenientemente olvidados. Esta dolorosa fase de quitarse la venda de los ojos parece ahora tocar a su fin.

La rapidez de la corrección de los mercados bursátiles desde principios de año, con una caída media de entre el 20 % y el 30 %, refleja sin lugar a dudas una importante toma de conciencia. Sin embargo, sigue siendo sumamente peliagudo cuantificar de manera fiable las repercusiones económicas inmediatas y a más largo plazo, dado que ningún modelo tradicional es realmente capaz de medir las consecuencias efectivas del confinamiento más o menos estricto de un 40 % de la población mundial en cerca de 80 países, lo que incluye al 70 % de la población de EE. UU., durante un periodo de tiempo indeterminado. Por consiguiente, consideramos plausible que, de momento, los mercados sigan siendo objeto de una marcada inestabilidad antes de poder prever con algo de visibilidad la forma que tomará la siguiente fase.



¿Cómo será el día después?

Siempre hay que evitar centrarse en exceso en la otra orilla del río hasta no haber logrado sortear con éxito todos los remolinos que nos separan de ella. Con todo, en calidad de inversores, conviene empezar a reflexionar sobre esta otra ribera.

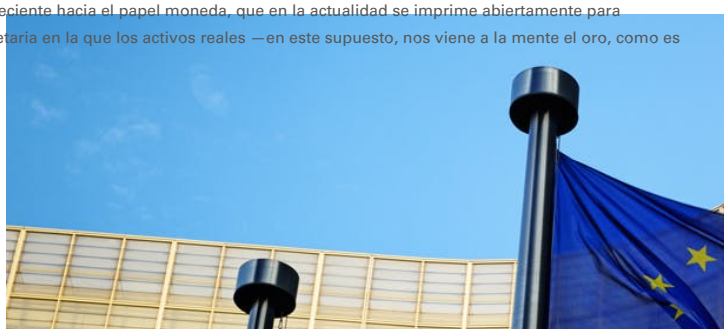
En primer lugar, nunca está de más recordar que esta crisis ha sobrevenido en un contexto financiero de gran importancia: los bancos centrales estaban cerca de agotar su munición sin haber logrado, especialmente en Europa, devolver las economías de los países a los ritmos de crecimiento nominal (es decir, el crecimiento real más la inflación) anteriores a 2008.

Desde hace algunos días, estos mismos bancos centrales decidieron «ir all-in», por retomar la expresión del póker empleada cuando el jugador apuesta todas sus fichas a la vez, y se comprometieron a actuar sin límite alguno para tratar de restablecer la normalidad en los mercados de deuda, tanto pública como privada. A día de hoy, esta apuesta parece haber resultado acertada, si bien no se puede cantar victoria todavía. Sea como fuere, el quid de la cuestión es que los bancos centrales, aunque aún sean capaces de preservar la integridad del sistema financiero, no podrán ya pretender erigirse como las fuerzas motrices de una reactivación económica.

> Se perfila una hipótesis que contempla desequilibrios presupuestarios significativos y duraderos que podrían generar desconfianza respecto al papel moneda

Por tanto, comienza ahora una nueva era en la que el papel de realizar la mayor parte del esfuerzo de reactivación recaerá esta vez sobre los Gobiernos (que ya se encargan de la tarea de proporcionar ingresos de sustitución durante el periodo de interrupción de la actividad económica). Sin embargo, habida cuenta de la precaria situación financiera de la mayoría de ellos —que no se ha subsanado desde 2008—, la cuestión de la financiación de este esfuerzo presupuestario sin precedentes no tardará en plantearse. La aplicación de importantes cargas fiscales al sector privado sería lógicamente contraproducente, y llevar a cabo restricciones presupuestarias en el sector público sería inadmisible desde el punto de vista social y político. Por consiguiente, parece que se perfila una hipótesis principal que contempla unos desequilibrios presupuestarios significativos y de larga duración que llevarán irremediablemente a los bancos centrales a desempeñar el papel de compradores de deuda pública —esta vez, de primera instancia— para mantener los costes de financiación en niveles tolerables.

Cabe destacar que este cambio de régimen hacia unos déficits presupuestarios exacerbados pero financiados directamente por los bancos centrales a unos tipos muy reducidos resultaría especialmente difícil en caso de que se produzca un repunte de las previsiones de inflación. Por el momento, las fuerzas deflacionistas parecen ser lo suficientemente contundentes, tanto desde el prisma estructural como coyuntural, para que esta perspectiva parezca lejana, pero no podemos ignorar el riesgo que plantea. Otra de las ramificaciones de este nuevo régimen podría materializarse en forma de desconfianza creciente hacia el papel moneda, que en la actualidad se imprime abiertamente para financiar los déficits públicos. Ello podría abrir la puerta a una fase de inestabilidad monetaria en la que los activos reales —en este supuesto, nos viene a la mente el oro, como es lógico— se verían beneficiados.



Consideramos que la pérdida de confianza que han acusado todos los actores económicos no propicia una recuperación en forma de V

En nuestra opinión, el día después también podría caracterizarse por una marcada histéresis en la manera de actuar a raíz de la gran pérdida de confianza que han acusado todos los actores económicos. Como indicábamos el pasado mes, «forma parte de la naturaleza humana buscar refugio después de la tormenta». Asimismo, creemos que es probable que las personas físicas quieran incrementar su tasa de ahorro líquido en un futuro (en EE. UU., el 53 % de la población no dispone de ahorros preventivos); los Gobiernos, reubicar la producción de bienes catalogados ahora como «estratégicos»; las empresas, renunciar en parte a las bondades de las cadenas de suministro basadas en el modelo de producción ajustada; y los inversores, redescubrir las ventajas de los márgenes de seguridad en sus asunciones de riesgos.

Consideramos que esta perspectiva no favorece un aumento de los márgenes empresariales ni una recuperación en forma de V de la actividad económica mundial una vez que la crisis sanitaria haya quedado atrás (como parecen confirmar los primeros datos económicos procedentes de China).

Para los inversores, tal vez marque el final del milagro de la gestión pasiva y, en cambio, propicie el redescubrimiento de las virtudes de la gestión activa, que permite gestionar los riesgos de mercado y seleccionar las empresas capaces de diferenciarse a largo plazo.

¿Qué podemos hacer?

La inestabilidad de los mercados, que en nuestra opinión se mantendrá a corto plazo, nos induce a ampliar el alcance de nuestras estrategias de cobertura de riesgos a todas las clases de activos, si bien por medio de una gestión táctica activa. Por el contrario, las carteras de renta variable subyacentes demuestran una gran estabilidad y se estructuran en gran medida en torno a las temáticas de la transformación digital, que a su vez se aplica en sectores tan diversificados como los de la distribución —incluida la alimentaria—, la salud o el ocio, sobre todo los juegos en la nube.

China, país del que cabe resaltar que su balanza por cuenta corriente se beneficia de la caída del coste de la energía y del desplome del turismo chino en el extranjero, constituye un territorio privilegiado desde el punto de la inversión en estas temáticas gracias a su tejido económico nacional. Por último, la reducción del riesgo sistémico orquestada por los bancos centrales estos últimos días ha permitido efectuar algunas compras de deuda corporativa específicas en unas condiciones muy favorables.

Del mismo modo que la abnegación ejemplar de los profesionales médicos y sanitarios y la disciplina de cada persona lograrán acabar con esta epidemia pese a unas condiciones extremadamente difíciles, nosotros, en calidad de gestores de activos, no debemos dar ni un paso atrás en lo que respecta a nuestro énfasis en la gestión de los riesgos y en las convicciones a largo plazo para defender de la mejor manera posible los intereses de nuestros clientes ahorradores.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 31/3/2020

Estrategia de inversión

Renta variable

Esta crisis sanitaria ha evidenciado la endeble coyuntura en la que evolucionaban los mercados desde hace varios años. En efecto, los años de política monetaria excepcional han conllevado la supresión de la volatilidad y han llevado a los inversores a exponerse a los activos de riesgo. Por consiguiente, en cuanto se produjo esta marcada perturbación deflacionista generada por la caída de la demanda y acentuada por las turbulencias en el mercado del crudo, los mercados bursátiles cayeron de manera generalizada. Con el fin de hacer frente a este súbito repunte de los riesgos financieros y económicos, los bancos centrales y los Gobiernos anunciaron finalmente la aplicación de medidas de gran envergadura que dieron lugar a una tregua en los mercados y permitieron así que volviésemos a exponer nuestras carteras a los mercados de renta variable de manera parcial y táctica.

Sin embargo, en vista de que las medidas de apoyo presupuestario constituyen más bien ingresos de sustitución que medidas de reactivación económica, centramos la cartera de renta variable en empresas con perfiles de crecimiento muy poco sensibles al contexto macroeconómico. Al mismo tiempo, seguimos dando la espalda a empresas con un elevado apalancamiento habida cuenta de las presiones que la interrupción de la actividad podría ejercer en la tesorería de algunas de ellas.

Asimismo, mantenemos nuestra exposición a la renta variable china en un contexto en el que el gigante asiático está dejando progresivamente atrás el confinamiento y en el que su balanza de pagos está mejorando. No obstante, nuestra exposición se limita a empresas nacionales de la «nueva economía».

Completamos esta cartera de empresas internacionales con una gestión muy activa de la tasa de exposición a la renta variable en una coyuntura que corre el riesgo de seguir siendo inestable durante un largo periodo.

Renta fija

Los mercados de renta fija sufrieron graves turbulencias durante el periodo en todas las subclases de activos. La escasez de liquidez en los mercados de crédito, seguida por los temores a una crisis de solvencia, se tradujeron en una marcada ampliación de los diferenciales de crédito, incluso en los títulos con mejores calificaciones crediticias. La deuda pública de los países considerados como activos refugio también se vio perjudicada, especialmente el mercado de deuda pública estadounidense —el de mayor liquidez—, que fue objeto de marcadas tensiones. Sin embargo, la acción rápida y contundente de los bancos centrales, sobre todo de la Fed, permitió reducir las tensiones.

En lo que respecta nuestra exposición a la deuda pública, seguimos mostrando una gran prudencia tanto en el segmento core como en el no core. Si bien las medidas anunciadas por el BCE apuntalan la deuda periférica europea, no creemos que esta ofrezca actualmente un perfil de riesgo/remuneración favorable en vista de que el nivel de endeudamiento debería incrementarse y de que el crecimiento debería resultar especialmente anémico. Así, aprovechamos el regreso de la liquidez posibilitado por las medidas de esta institución para seguir reduciendo nuestra exposición.

En el plano de la deuda corporativa, las soluciones de sustitución de ingresos ofrecidas por los distintos Gobiernos para evitar una crisis permitieron reducir el riesgo de solvencia de los emisores de mayor calidad y posibilitaron que volviésemos a exponernos de manera selectiva a esta clase de activos.

Por último, mantenemos un riesgo reducido en la deuda emergente. En efecto, un gran número de bancos centrales de la esfera emergente sigue acusando grandes presiones en su liquidez en dólares, lo que constituye un punto de debilidad preocupante.

Divisas

El dólar despertó un interés considerable durante el periodo, tanto como método de pago como en calidad de moneda de reserva. Las marcadas tensiones en el mercado de renta fija estadounidense llevaron a la Fed a inyectar liquidez en unas proporciones sin precedentes. Ahora que las tensiones en la liquidez en dólares parecen haber quedado contenidas gracias a la medida implementada por la Fed, que se presentó como exenta de limitaciones, la apreciación de la divisa estadounidense debería ser más moderada.

Así, mantenemos una exposición mayoritaria al euro, divisa de referencia de nuestras estrategias, para limitar el riesgo cambiario en una coyuntura que sigue siendo incierta.

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.