# ¿Qué cambiará 2020?

Autor(es)
Didier Saint-Georges

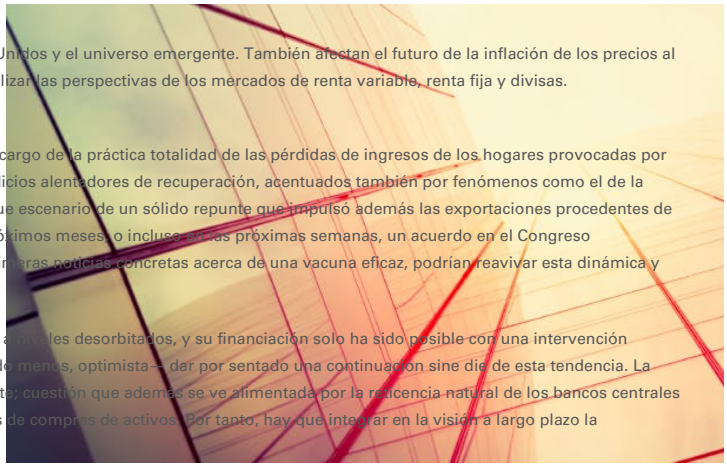
Publicado
7 De Octubre De 2020

Longitud
8 minuto(s) de lectu

Siempre cuesta proyectarse hacia el futuro cuando la onda expansiva de una deflagración no ha terminado de propagarse y son muchos a nuestro alrededor los que siguen luchando por salir de los escombros. La crisis sanitaria de 2020 es, claramente, una de esas circunstancias. Las estadísticas diarias sobre la todavía acelerada propagación del virus, los detalles de los sucesivos planes de apoyo presupuestario de emergencia y la evolución mes a mes de los datos de la actividad económica tienden a monopolizar la atención de los analistas. Ello por no mencionar los giros de una campaña electoral estadounidense que encara ya sus últimas semanas y que, en ocasiones, se parece más a una pelea callejera entre dos ancianos que a una contraposición de proyectos.

Sin embargo, creemos que la propia virulencia de la conmoción de 2020 podría tener efectos potencialmente decisivos a largo plazo para los inversores.

> La propia virulencia de la conmoción de 2020 podría tener efectos decisivos a largo plazo



Estas ramificaciones afectan al potencial de crecimiento económico en Europa, Estados Unidos y el universo emergente. También afectan el futuro de la inflación de los precios al consumidor y en la estabilidad de las divisas; cuestiones que no pueden ignorarse al analizar las perspectivas de los mercados de renta variable, renta fija y divisas.

## El futuro del crecimiento

En lo inmediato, los Gobiernos, tanto en Europa como en Estados Unidos, se han hecho cargo de la práctica totalidad de las pérdidas de ingresos de los hogares provocadas por la crisis. Esta movilización política sin precedentes nos permite observar actualmente indicios alentadores de recuperación, acentuados también por fenómenos como el de la reposición de existencias, tras su desplome en los meses anteriores. El tercer trimestre fue escenario de un sólido repunte que impulsó además las exportaciones procedentes de China, donde la actividad económica ha logrado retomar un ritmo casi normal. En los próximos meses, o incluso en las próximas semanas, un acuerdo en el Congreso estadounidense sobre un nuevo plan de estímulo presupuestario, acompañado de las primeras noticias concretas acerca de una vacuna eficaz, podrían reavivar esta dinámica y despertar los «instintos básicos» de los mercados.

Sin embargo, este voluntarismo de los Gobiernos ha llevado los déficits presupuestarios a niveles desorbitados, y su financiación solo ha sido posible con una intervención igualmente extraordinaria de los bancos centrales. Creemos que sería ilusorio —o, cuando menos, optimista— dar por sentado una continuación sine die de esta tendencia. La cuestión de la sostenibilidad de los déficits públicos no podrá dejarse de lado eternamente; cuestión que además se ve alimentada por la reticencia natural de los bancos centrales —garantes de la estabilidad financiera general— a ampliar sin contención sus programas de compras de activos. Por tanto, hay que integrar en la visión a largo plazo la perspectiva de un «escenario límite» de estímulo presupuestario.

Ciertamente, el probable descubrimiento de una vacuna pronto ayudará a retomar una cierta normalidad. No obstante, creemos que no hay que subestimar el plazo necesario para que una vacuna ideal —que solo precise una dosis, almacenable a temperatura ambiente, con una eficacia de al menos el 70 % y una cobertura duradera— pueda producirse y administrarse a una escala suficientemente amplia como para que el impacto de la pandemia en los comportamientos sea cosa del pasado.

Al mismo tiempo, la producción y la inversión —y, por ende, el empleo— seguirán acusando las consecuencias de la conmoción económica de 2020, en particular en los sectores del transporte aéreo, la extracción de petróleo, el turismo, la restauración, los inmuebles terciarios y el comercio minorista. La reasignación del empleo de estos sectores a áreas con un elevado potencial, entre las que destacan los servicios tecnológicos y la transición energética, se enfrentará a retos considerables en el plano de la reorientación profesional. Estas repercusiones en sí mismas forman parte del refuerzo de la marcada tendencia del sobreendeudamiento, que lleva más de una década impidiendo una recuperación económica sólida y sostenible.

Por tanto, nos parece que la hipótesis macroeconómica central que debemos mantener en esta fase es la de un crecimiento potencial más debilitado a medio plazo. Las consecuencias para los mercados bursátiles son bastante directas: dado que los bancos centrales siguen siendo claramente incapaces de ajustar sus políticas monetarias, es probable que los tipos de interés se mantengan en niveles muy bajos y, por tanto, continúen siendo un factor de apoyo para las valoraciones de los mercados. Sin embargo, los sectores perfectamente adaptados a este entorno económico debilitado (véase nuestra Nota de septiembre, «**La imparable ley de la evolución**» para acceder a un análisis de las consecuencias darwinianas de la crisis de 2020) estarán en condiciones de impulsar aún más su ventaja competitiva y, por tanto, su rentabilidad superior en términos relativos.

> El crecimiento potencial se debilita aún más y hace que los bancos centrales sean incapaces de ajustar sus políticas monetarias

## El futuro de la inflación

Como cabe esperar, esta hipótesis de renacimiento económico tremendamente laborioso plantea cuestiones sobre una «nueva teoría monetaria» que eliminaría cualquier límite a la monetización de los déficits (es decir, su financiación mediante la creación de dinero) porque, a los primeros, los mercados —cuanto más nos endeudamos, menos nos cuesta. Esta percepción por sí sola plantea, de entrada, la cuestión del valor intrínseco de la masa monetaria que las operaciones de crédito sin una generación de riqueza proporcional. Justifica el mantenimiento de un riesgo de tipos de cambio limitado en las carteras, e incluso la conservación de una asignación considerable a activos reales como el oro.

La otra cuestión que plantea la hipótesis de unos déficits casi totalmente monetizados es la de la inflación. Es cierto que, a corto plazo, no faltan argumentos a favor de una subida de los precios, ya sea por la demanda (mediante una movilización de la enorme masa de ahorro disponible hoy en día) o por la oferta (a través de un retroceso en la globalización de los suministros). Y tanto los Gobiernos como los bancos centrales desean decididamente este arranque inflacionista, que aliviaría el coste real de la deuda pública. Por tanto, es posible que los mercados expresen, al menos a corto plazo, un ligero aumento de sus perspectivas de inflación.

Sin embargo, al margen del hecho de que, como se ha sugerido anteriormente, los bancos centrales todavía no están preparados para renunciar por completo a su objetivo de independencia sometiéndose por completo a los deseos de los Gobiernos, las fuerzas deflacionistas a largo plazo continúan siendo muy poderosas. Además de los efectos del sobreendeudamiento, la extraordinaria envergadura de las inversiones en la esfera tecnológica en las dos últimas décadas ha generado unas economías de escala sin precedentes que han hecho que el coste de los servicios que presta se desplome. Así pues, la oferta tecnológica no solo está revolucionando la actividad económica, sino que está demostrando ser ciertamente deflacionista. Y como la crisis sanitaria de 2020 nos ha recordado, existen múltiples soluciones tecnológicas capaces de responder sin límites de capacidad a aceleraciones —incluso fulgurantes— en la demanda de comunicaciones virtuales, de acceso a la información o de almacenamiento de datos.

Por tanto, el hecho de que tanto Christine Lagarde como Jerome Powell, presidentes del BCE y de la Reserva Federal estadounidense, respectivamente, afirmen estar dispuestos a dejar que la tasa de inflación rebase ligeramente su objetivo del 2 % no implica que ello vaya a suceder, sobre todo a corto plazo. En cambio, confirma su determinación de mantener los tipos de interés reales lo más bajos posible, lo que perfila una perspectiva bastante clara para los mercados de renta fija, y constituye otro elemento de fondo favorable para el precio del oro.

Así pues, aunque la perspectiva de que, a corto plazo, se aclaren las dinámicas tanto económica como sanitaria justifica un cierto grado de exposición en nuestras carteras a la temática de la «reapertura de las economías», la conmoción de 2020 ha reforzado nuestras convicciones sobre las tendencias macroeconómicas a medio plazo; convicciones que sustentan la estructuración estratégica de nuestras carteras. Por tanto, la columna vertebral de nuestros fondos sigue estando compuesta por valores de crecimiento de elevada calidad (respecto de los que el trabajo de nuestros analistas nos permite tener una visión diferenciada), minas de oro, bonos corporativos minuciosamente seleccionados por su capacidad para capear este convulso periodo sin mayores dificultades y, por último, un riesgo de divisas reducido.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 06/10/2020

## Estrategia de inversión

### Renta variable

Los mercados de renta variable cedieron algo de terreno en septiembre, en un contexto de incertidumbres relacionadas con la política estadounidense y una segunda oleada de COVID-19 en Europa. Las recogidas de beneficios se concentraron en los títulos más rentables desde principios de año, es decir, en los valores de crecimiento. No obstante, la estructuración de la cartera y la selección de títulos demostraron ser herramientas eficaces para superar esos periodos de rotaciones sectoriales temporales.

En los próximos meses, dado que la visibilidad sobre el ciclo económico continúa siendo limitada, la columna vertebral de nuestra gama de renta variable sigue centrada en los títulos de crecimiento a largo plazo, gran parte de los cuales provienen de China. Con todo, esta hipótesis central de una tímida recuperación no excluye la posibilidad de que los mercados anticipen una reapertura gradual de las economías, sobre todo con la esperanza de que pronto haya una vacuna eficaz en el mercado. Tenemos en cuenta esta perspectiva en nuestra cartera de renta variable a través de las empresas expuestas a la reapertura de las economías y al oro. Las primeras son principalmente compañías europeas del sector turístico con reducidas necesidades de capital, como el proveedor español de soluciones tecnológicas, en particular para la venta de billetes de avión. En cambio, nos mantenemos al margen de las empresas cuyas grandes dificultades, tras el parón de actividad, repercutirán de forma duradera en su modelo económico, especialmente en los sectores de la automoción y la aviación.

Además, recientemente participamos en varias salidas a bolsa, que protagonizaron el trimestre más dinámico en cuanto a volumen de operaciones desde el año 2000. Al igual que en nuestra selección de títulos, aplicamos un enfoque extremadamente disciplinado a estas operaciones. Antes de realizar cualquier inversión, nuestros equipos llevan a cabo análisis exhaustivos para evaluar el potencial de crecimiento de los beneficios del modelo de negocio de la empresa. Además, en calidad de profesionales de la gestión activa a largo plazo, vemos las OPV como una forma de acceder a puntos de entrada interesantes para las inversiones a largo plazo, no como apuestas especulativas a corto plazo.

### Renta fija

Tras una ambiciosa respuesta política a la crisis de la COVID-19, en términos de estímulos tanto presupuestarios como monetarios, los bancos centrales y los Gobiernos parecen haber recuperado el aliento en septiembre, a pesar de los indicios de una recuperación mundial con forma de una V truncada, así como la llegada de una segunda oleada del virus, por el momento principalmente en Europa.

Este relativo vacío político, antes de las elecciones estadounidenses y en un contexto de reaceleración de los nuevos casos de COVID-19, ha provocado una disminución de la predisposición al riesgo. Este fue el caso en concreto de los mercados de crédito, que experimentaron una leve corrección, mientras que la deuda pública core se mantuvo estable. No obstante, creemos que pronto asistiremos a nuevas medidas de relajación por parte de los Gobiernos y los bancos centrales, una vez que se hayan disipado las incertidumbres en el plano político al otro lado del Atlántico.

En este contexto, seguimos considerando que los bonos corporativos ofrecen un perfil de riesgo/remuneración interesante, habida cuenta de la red de seguridad que proporcionan los bancos centrales y del excesivo pesimismo que comparten los inversores sobre las empresas fuertes de los sectores afectados por el virus. Así, mantenemos nuestra elevada exposición al crédito, con un enfoque selectivo centrado en firmas sobre las que tenemos sólidas convicciones. La deuda pública core, en niveles muy bajos y menos respaldada por los bancos centrales, no parece ofrecer mucho valor en este momento. En Europa, aprovechamos el repunte de los bonos italianos tras el buen resultado del Partido Demócrata en las principales elecciones regionales para recoger beneficios parciales. Por último, mantenemos nuestra exposición selectiva a los bonos emergentes, con una remuneración del riesgo particularmente atractiva en el caso de la deuda pública china, que ofrece unos tipos reales mucho más altos que sus homólogas del G7.

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 podrian sufrir modificaciones en todo momento.