Tras la furia, el ciclo

Abril de 2018

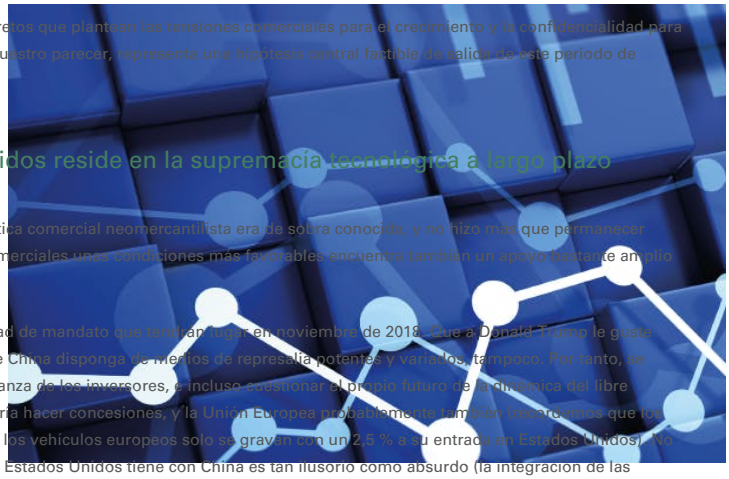
Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
4 De Abril De 2018

Longitud
7 minuto(s) de lectura

Al término de este primer trimestre de 2018, muchos inversores todavía parecen plantearse interrogantes respecto del régimen de inestabilidad que ha vuelto a instaurarse en los mercados. Aludir a la inminencia de una «guerra comercial» entre China y EE. UU. o encender la chispa de la rebelión contra el segmento tecnológico permite que se materialice vivamente una ansiedad difusa contra los culpables oportunos. Pero lo fundamental va más allá (véase nuestra nota de marzo «El enigma de la última década, a punto de resolverse»). El periodo de inestabilidad que acaba de comenzar presenta una idiosincrasia nueva. Este ya no refleja una amenaza de deflación o de recaída económica, sino una enorme confusión acerca del efecto que, en última instancia, ejercerá la combinación de unas políticas monetarias actualmente más restrictivas y unas políticas fiscales más liberales en unas economías y activos financieros catapultados desde hace años por el heroico respaldo de los bancos centrales.

En primer lugar, nos parece conveniente contextualizar la verdadera importancia de los retos que plantean las tensiones comerciales para el crecimiento y la confidencialidad para los grupos tecnológicos agregadores de datos. A continuación, cabe recordar lo que, a nuestro parecer, representa una hipótesis central factible de salida de este periodo de inestabilidad.



Esa extraña guerra comercial

> El verdadero reto económico entre China y Estados Unidos reside en la supremacía tecnológica a largo plazo

La ambición del candidato, y más tarde presidente, Donald Trump de implantar una política comercial neomercantilista era de sobra conocida, y no hizo más que permanecer latente en 2017. Querer explotar su posición dominante para negociar con sus socios comerciales unas condiciones más favorables encuentra también un apoyo bastante amplio entre la opinión pública estadounidense.

Lógicamente, este deseo resurge hoy en día ante la perspectiva de las elecciones de mitad de mandato que tendrán lugar en noviembre de 2018. Que a Donald Trump le guste negociar con una pistola en la sien de su interlocutor no es ninguna novedad, ya no. Que China disponga de medios de represalia potentes y variados, tampoco. Por tanto, se inicia un periodo de posturas, amenazas y contraamenazas que podrían mermar la confianza de los inversores, e incluso cuestionar el propio futuro de la dinámica del libre comercio en el marco de la Organización Mundial del Comercio. Es cierto que China podría hacer concesiones, y la Unión Europea probablemente también (recuerde usted que los impuestos a la importación de automóviles estadounidenses son del 10 %, mientras que los vehículos europeos solo se gravan con un 2,5 % a su entrada en Estados Unidos). No obstante, pretender reducir 100.000 millones de dólares este año el déficit comercial que Estados Unidos tiene con China es tan ilusorio como absurdo (la integración de las cadenas de suministro mundiales complica mucho más este aspecto).

Sin embargo, en el modus operandi del presidente estadounidense, las demostraciones de fuerza son, ante todo, una herramienta de política interna. Sin duda, no haber entendido o aceptado este extremo ha llevado recientemente a varios especialistas en relaciones exteriores a abandonar el Estado Mayor de Donald Trump, poniendo así fin a una disonancia cognitiva que se había tornado insoportable. El riesgo a corto plazo es, principalmente, que el dinamismo del consumo y de las exportaciones estadounidenses sea la víctima de esta batalla. Con todo, cabe señalar que el verdadero desafío es otro: la supremacía tecnológica a largo plazo. Y, en esta guerra, la Administración Trump haría bien en preocuparse más de la atonía de la inversión pública y privada en investigación y desarrollo, y de la incapacidad duradera que generará la implantación de múltiples trabas a la entrada de talento en suelo estadounidense, científicos entre ellos.

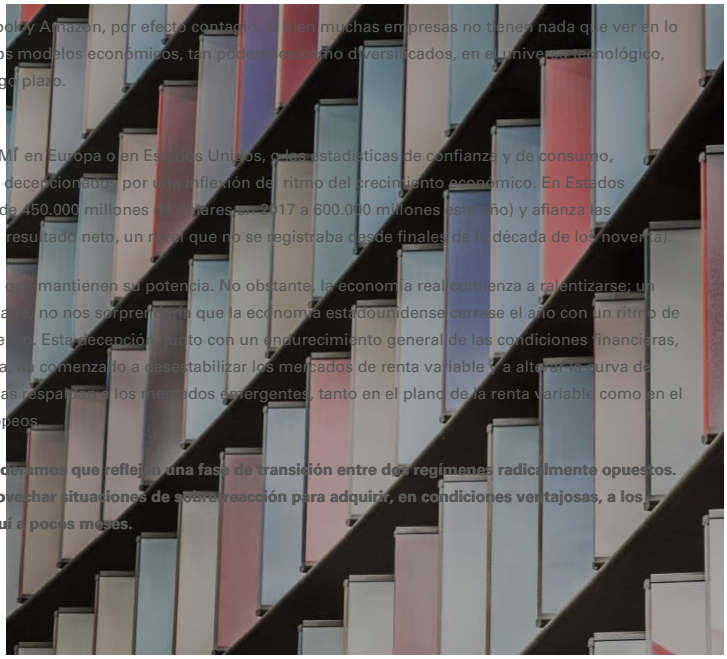
Facebook, Amazon, Google y las demás

No deberíamos sorprendernos ante movimientos del tipo Occupy Silicon Valley

El ataque que Donald Trump realizó recientemente contra Amazon a través de un iracundo tuit está también de rabiosa actualidad, avivado a su vez por el problema recurrente —aunque más grave en esta ocasión— de la confidencialidad de los datos de los usuarios al que se enfrenta Facebook. Este gigante tecnológico está, sin duda, menos preocupado por los riesgos jurídicos (cubiertos en gran medida por unas condiciones de uso que la mayor parte de las veces se aceptan sin leer) que por las amenazas para su imagen. ¿Cabe la posibilidad de que el nivel de fidelización de los usuarios de Facebook, tanto profesionales como particulares, descienda a raíz de esta gran metedura de pata? Nos parece poco probable, tal y como se desprende de múltiples encuestas de opinión que apuntan a que los usuarios de redes sociales albergan ya pocas ilusiones sobre la problemática de la confidencialidad inherente al sistema que utilizan. Son conscientes de que el conjunto de los servicios a los que acceden a través de las redes sociales no son «gratuitos», en el sentido de que su pago se efectuará con el suministro —este sí, gratuito— de sus datos personales al propietario de la red.

Parece inevitable que la normativa al respecto se endurezca, como en el caso del nuevo reglamento europeo de protección de datos (RGPD), que entrará en vigor a partir del próximo mes de mayo. Ciertamente, el uso de los datos, la transparencia y los controles deberán ser objeto de un marco mucho más restrictivo. Por tanto, no deberían sorprendernos movimientos del tipo Occupy Silicon Valley como el que hemos observado. Son muchos los competidores del segmento de los medios de comunicación tradicionales —incluso extranjeros— que sufren lo indecible ante estas empresas tecnológicas y que, sin duda, no dejarán pasar la oportunidad de avivar el fuego tras cualquier brote de indignación. A menudo se esgrimirán argumentos de índole ética, en ocasiones con razón, que propiciarán un cambio en el marco regulador. Pero cuesta creer que estos ajustes pongan en tela de juicio el valor de uso de estas tecnologías para sus usuarios o el valor de la información cualificada para los anunciantes que obtienen en las plataformas digitales un nivel de ROI desproporcionado en relación con lo que los medios tradicionales pueden ofrecerles.

Por otra parte, todo el sector de la tecnología ha corrido una suerte similar a la de Facebook y Amazon, por efecto contagio, si bien muchas empresas no tienen nada que ver en lo que a modelo económico respecta. Siempre que se analice en profundidad la fuerza de los modelos económicos, tan poderosos como diversificados, en el universo tecnológico, cada corrección de mercado en este sector puede ofrecer oportunidades de compra a largo plazo.



Entretanto, el ciclo se abre camino

Ninguno de los indicadores económicos publicados recientemente, ya sean los índices PMI* en Europa o en Estados Unidos, o las estadísticas de confianza y de consumo, contradice por el momento nuestra previsión de que los inversores pronto podrían verse decepcionados por una inflexión del ritmo del crecimiento económico. En Estados Unidos, la reforma fiscal acelera los planes de recompra de acciones (que podrían pasar de 450.000 millones de dólares en 2017 a 600.000 millones este año) y afianza las distribuciones de dividendos (la ratio de distribución se sitúa actualmente en un 40 % del resultado neto, un nivel que no se registraba desde finales de la década de los noventa).

Así pues, el mercado bursátil estadounidense se beneficia de unas fuerzas de contención que mantienen su potencia. No obstante, la economía real comienza a ralentizarse; un movimiento que las tensiones comerciales con China no harán sino aumentar. Por otra parte, no nos sorprendería que la economía estadounidense cerrase el año con un ritmo de crecimiento únicamente próximo al 2 %, muy por debajo del 2,8 % al que apunta el consenso. Esta decepción, junto con un endurecimiento general de las condiciones financieras, debido al deterioro del mercado crediticio y a una política monetaria menos acomodaticia, ha comenzado a desestabilizar los mercados de renta variable y a alterar la curva de tipos de interés. La persistente debilidad del dólar y la dinámica inherente a sus economías respaldan a los mercados emergentes, tanto en el plano de la renta variable como en el de la renta fija, aunque solo ofrecen un escaso margen de maniobra a los mercados europeos.

Mantenemos así nuestra interpretación de la inestabilidad actual en los mercados: consideramos que reflejan una fase de transición entre dos regímenes radicalmente opuestos. Este periodo de fragilidad aboga por una gestión activa de los riesgos, así como por aprovechar situaciones de sobrereacción para adquirir, en condiciones ventajosas, a los beneficiarios estratégicos del próximo régimen que se instaurará en los mercados de aquí a pocos meses.

*El PMI (Purchasing Managers Index) es un indicador compuesto de la actividad manufacturera.

Fuente: Bloomberg, Carmignac, a 30/03/2018

Estrategia de inversión

Renta variable

Otro mes a la baja ha teñido de rojo la trayectoria de la mayoría de los índices desde principios de año. El retroceso ha sido relativamente generalizado desde el punto de vista geográfico, lo que pone de manifiesto un repunte de la aversión al riesgo por parte de los inversores. Disminuimos considerablemente nuestra exposición a la renta variable en esta tesitura implantando estrategias de cobertura y liquidando determinadas posiciones, como en el caso concreto de las empresas expuestas al segmento del crédito al consumo y vulnerables a una subida de los tipos de referencia sin pasar por una aceleración del crecimiento económico.

En nuestra cartera de títulos tecnológicos, si bien algunas posiciones en compañías estadounidenses de gran capitalización se vieron perjudicadas durante el mes, nuestra estrategia de diversificación hacia empresas de menor tamaño como GrubHub o hacia valores emergentes como Hikvision nos permitió atenuar la corrección registrada por las firmas tecnológicas. Su perfil de crecimiento favorable nos sigue pareciendo de los más interesantes, aunque continúa siendo necesario aplicar un filtro más selectivo si cabe, sobre todo a la vista de los cambios fiscales y normativos.

Renta fija

Los tipos de la deuda pública registraron un descenso generalizado, con poquísimas excepciones, como en el caso de los bonos turcos. Así, los tipos estadounidenses a 10 años volvieron a caer por debajo del 2,80 % en marzo pese a una nueva subida de sus tipos de referencia a cargo de la Reserva Federal durante el mes.

Dado que anteriormente habíamos liquidado nuestras posiciones vendedoras en bonos del Tesoro estadounidenses y reducido aquellas que manteníamos en deuda pública alemana, pudimos aprovechar este movimiento favorable gracias a nuestras posiciones largas tanto en la deuda periférica europea (Italia, España, Portugal y Grecia) como en la deuda pública emergente (principalmente en Latinoamérica).

La selectividad de nuestra asignación a los bonos corporativos también nos permitió absorber el aumento continuado de la tensión en los diferenciales de crédito.

Divisas

A diferencia de otras clases de activos, las divisas no experimentaron un aumento pronunciado de la volatilidad durante el mes pasado: así, las principales divisas de los países desarrollados cerraron el mes con fluctuaciones moderadas. Con todo, el euro avanzó ligeramente frente al dólar, lo que favoreció a nuestra estrategia de divisas gracias a la ausencia de exposición al billete verde. Las divisas emergentes experimentaron evoluciones más dispares: por ejemplo, el peso mexicano avanzó considerablemente, mientras que el real brasileño se depreció.

Nuestra asignación diversificada a las divisas emergentes permitió atenuar esta volatilidad. En el transcurso del mes recogimos beneficios parciales en nuestra exposición al yen dado que un contexto político más incierto en el país podría mermar en cierto modo el atractivo de la moneda nipona en calidad de activo refugio.

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.