

VARIACIONES EN LA TEMÁTICA DEL EQUILIBRIO

Julio de 2019

por **Didier SAINT-GEORGES**
Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee
05.07.2019

Tras haber superado el ecuador de este 2019 y a pesar de una actualidad repleta de turbulencias en los planos político y geopolítico, sigue sin ser procedente modificar la lectura del conjunto de los mercados que propusimos al término del primer trimestre. El título de la Carmignac's Note del mes de marzo, "[Realidad aumentada](#)", hacía referencia a que la realidad de la debilidad del ciclo económico mundial se veía impulsada por unas políticas monetarias que, al contrario que en 2018, volvían a prestar un apoyo a la economía y a los mercados. Desde entonces, la saga de las negociaciones comerciales (véase nuestra Nota de junio, "[Trump o el mercantilismo 3.0](#)") no ha hecho sino aportar una dosis considerable de emoción a un panorama general relativamente clemente para los mercados de renta variable (véase la Note de abril, "[Equilibrio de fuerzas](#)").

Así, la rentabilidad de los índices durante el segundo trimestre ha sido moderadamente positiva: ninguno de los grandes mercados bursátiles, ni siquiera el estadounidense, se ha alejado más de un 4 % de los niveles que presentaba a finales de marzo. En efecto, la nueva aceleración de la caída de los rendimientos de la renta fija apuntaló las valoraciones de la renta variable, que solían verse penalizadas por el repunte de la incertidumbre. En esta fase de fin del ciclo económico, conviene seguir llevando a cabo un análisis disciplinado de los mercados a fin de continuar discerniendo el ruido de lo que realmente importa.

EVOLUCIÓN A UN AÑO DEL ÍNDICE GLOBAL DE RENTA VARIABLE (ÍNDICE MXWO EN DÓLARES)



Fuente: Carmignac, Bloomberg, 29/06/2019

Los vaivenes del culebrón del año, la nueva normalidad



El debilitamiento económico generalizado hace que Estados Unidos y China adopten una postura más prudente en su confrontación

Las negociaciones entre China y EE. UU. durante la reunión del G20 a finales del mes de junio concluyeron, tal y como cabía esperar, con la idea de que ni el gigante asiático ni el país norteamericano tienen especial intención de empujar el mundo a una profunda recesión. Así pues, la sucesión de posturas que varían alternativamente del acaloro al enfriamiento —y, durante esta reunión en Osaka, los ánimos estaban más bien templados— podrá continuar en los próximos meses en un contexto de rivalidades estratégicas, pero también de campaña electoral en EE. UU. y de debilitamiento económico generalizado, lo que hace que ambos protagonistas se muestren prudentes a corto plazo en su confrontación.

Entretanto, el crecimiento se estanca

En efecto, el contexto sigue siendo mediocre en términos generales: en concreto, la actividad industrial sigue

mostrando niveles anémicos, aunque la actividad del sector servicios, tradicionalmente menos cíclico, parece resistir todavía. Este es el caso de China: inmediatamente después de la reunión del G20, el dato de los indicadores PMI manufactureros para el mes de junio, de 49,4, confirmó la tendencia bajista. Y, de momento, Pekín no parece haber decidido intervenir de nuevo para reactivar el dinamismo. En Estados Unidos, el ritmo de crecimiento de la inversión no residencial sigue cayendo, claramente penalizado por la incertidumbre en el plano comercial. En Europa, los indicadores del sector servicios parecen mostrar una leve tendencia de recuperación (como el índice Markit Services PMI para Francia, que subió de 51,6 a 53 en junio), pero la recesión de la actividad manufacturera solo muestra algunos tímidos indicios de estabilización, especialmente en Alemania (el índice Markit manufacturero se situó en 45 en junio, frente al 44,3 en mayo). Paradójicamente, esta coyuntura a priori poco atractiva resulta favorable para los mercados a corto plazo dado que, aun con el riesgo inmediato de recrudecimiento de las hostilidades comerciales entre China y EE. UU., el contexto de un crecimiento débil pero más o menos estable hace que los bancos centrales mantengan un discurso acomodaticio sin adoptar aún un tono alarmista.

¿Nos dirigimos hacia un punto de inflexión en el poder de los bancos centrales?



A medio plazo, la necesidad de recurrir a la artillería presupuestaria a gran escala se abre camino

Actualmente, resultaría peligroso intentar determinar, en relación con las causas de la ralentización mundial, la proporción que corresponde a cada una de las siguientes: 1) la ralentización deliberada orquestada por China en 2018; 2) los efectos de la guerra comercial entre China y EE. UU. en la dinámica de la inversión industrial; y 3) el endurecimiento intempestivo de las políticas monetarias aplicadas el año pasado. La combinación de estos factores, cuyas proporciones desconocemos, nos lleva a plantearnos una pregunta: ¿será suficiente el regreso a la flexibilización monetaria que se disponen a llevar a cabo los bancos centrales para revertir todas las causas de la ralentización, máxime en un momento en el que la economía china se sigue viendo presionada?

A corto plazo, esta pregunta resulta poco relevante: es probable que los mercados vuelvan a conformarse con el voluntarismo renovado de los bancos centrales, en un contexto económico y político momentáneamente apaciguado.

A medio plazo, el desafío reviste una importancia fundamental: la política monetaria «no convencional» se encuentra, a todas luces, en sus últimos compases. Especialmente en la zona euro, cabe preguntarse qué podríamos esperar de un nuevo programa de compra de activos o de un recorte de los tipos de referencia cuando sabemos que Francia ya se financia con tipos negativos en sus emisiones con vencimientos de hasta diez años y España al 0,2 % en el mismo tramo. Así pues, a pesar de que los niveles de endeudamiento son

ya muy elevados, la necesidad de recurrir en mayor medida al arsenal presupuestario se abre camino, tanto en Europa como en EE. UU., en coordinación con el apoyo de los bancos centrales. La perspectiva de esta ineludible connivencia política tal vez aclara, o más bien justifica, el nombramiento para la presidencia de los bancos centrales de personas con más formación jurídica e inteligencia política contrastada que experiencia en los tecnicismos de la política monetaria. Asimismo, existe una cuestión no menos importante: las consecuencias que este punto de inflexión de gran calado podría conllevar para los mercados de renta fija y renta variable llegado el momento, habida cuenta de que en los últimos diez años estos solo han sido objeto de represión financiera y disciplina presupuestaria.

De momento, la estrategia de inversión que sigue estando justificada en esta fase del ciclo se cimienta sobre tres pilares: en primer lugar, un núcleo de cartera compuesto principalmente por valores de crecimiento para los que resulta imperativo ejecutar un proceso de selección de títulos, ya que se trata de un segmento que muestra ahora niveles caros. En segundo lugar, la suficiente agilidad para poder sacar partido de los movimientos intermedios de los mercados inherentes a estas fases de transición y acentuados por las posturas públicas adoptadas en un contexto de agendas de política interna. El uso marginal y sumamente disciplinado de productos derivados con opciones permite evitar las turbulencias que conllevan estos repuntes sucesivos de esperanzas y decepciones. Por último, el tercer pilar es el de la partida de renta fija: un posicionamiento en la curva de tipos de interés que saca partido de la visibilidad encontrada en la flexibilización monetaria adoptada de nuevo por los bancos centrales. En este sentido, el comportamiento disciplinado clave que debe asumirse consiste en desafiar de los rendimientos negativos irracionales y concentrarse en los bonos de países desarrollados y emergentes, de la esfera tanto pública como privada, que ofrezcan una remuneración del riesgo adecuada.

Estrategia de inversión

Renta variable

El mes de junio registró su progresión más marcada desde hace varios años, gracias especialmente a las previsiones de flexibilización de la política monetaria de la Fed: el S&P 500 se anotó una revalorización de casi un 7 % en dólares, dejando así atrás la corrección sufrida en el mes de mayo. Los mercados de renta variable muestran un equilibrio aún frágil, pero favorable: el crecimiento mundial tiende a estabilizarse en torno a niveles débiles, los bancos centrales aplican medidas en apoyo de los mercados y la inquietud sobre la guerra comercial muestra una tendencia a la baja.

En este contexto, mantenemos unas tasas de exposición positivas y buscamos nichos de valor claramente identificados: un núcleo de cartera compuesto por empresas que se benefician de grandes tendencias de disrupción que apuntalan su crecimiento y una exposición más táctica a los «actores rezagados», como aquellos en ciertos segmentos cíclicos (bancos europeos, valores industriales estadounidenses) y los mercados emergentes. En efecto, estos últimos deberían beneficiarse del final de la tendencia de apreciación del dólar y de la mejora de la situación en el frente de las tensiones comerciales.

En cuanto a las grandes tendencias de disrupción, mientras que el crecimiento del número de nuevos usuarios de Internet empieza a ralentizarse y se sitúa en 3.800 millones en todo el mundo, buscamos, en calidad de inversores, los modelos más innovadores que propongan nuevos usos y oportunidades de monetización. En este sentido, Facebook constituye un buen ejemplo: las iniciativas de expansión en el ámbito del comercio electrónico de su aplicación Instagram deberían permitir acelerar su monetización.

Renta fija

El mayor apoyo monetario por parte de la Fed y del BCE volvió a provocar una caída de la rentabilidad de la deuda pública. No obstante, las valoraciones actuales de los mercados de renta fija nos llevan a ser selectivos y concentrarnos en segmentos de mercado que siguen resultando interesantes o en estrategias relativas.

En la deuda core y semi-core, nos concentramos en mayor medida en los vencimientos más largos. Así, contamos con posiciones compradoras en los países europeos semi-core, como Bélgica y Francia, asociadas a swaps en euros y posiciones vendedoras en deuda pública alemana para sacar partido de una reducción de los diferenciales. En Estados Unidos, mantenemos nuestra estrategia orientada a beneficiarnos de una inclinación de la curva de rendimientos estadounidense, que empieza a dar sus frutos.

Mantenemos igualmente nuestros títulos de deuda pública con vencimientos largos en los países periféricos, principalmente en Italia (gestión táctica), en Grecia y en Chipre. En la deuda emergente, aumentamos ligeramente nuestra exposición en un contexto global más favorable, con una preferencia por la deuda denominada en divisas fuertes. En nuestro componente de deuda corporativa, priorizamos ciertas oportunidades idiosincrásicas —como Altice, Eurofins o Netflix— y nuestra exposición a la deuda subordinada bancaria europea.

Divisas

En el mercado de divisas, la apreciación del dólar que dio comienzo hace más de un año debería mostrar una tendencia de frenado. En efecto, el billete verde debería verse afectado por el debilitamiento de sus fundamentales ante el tono más voluntarista de la Reserva Federal estadounidense, la reducción de las tensiones en el frente de la guerra comercial y la acentuación del doble déficit (comercial y presupuestario) estadounidense.

Este razonamiento nos lleva a mantener un riesgo cambiario limitado a través de una sobreponderación en el euro y una exposición limitada al dólar y al yen. No obstante, la evolución de las divisas emergentes podría mejorar en un contexto político y monetario más favorable y en el que el dólar registra una menor apreciación.

Fuente: Bloomberg, 03/07/2019

Artículo promocional. Este artículo no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. No constituye asesoramiento de inversión. La información contenida en el artículo puede ser parcial y puede modificarse sin previo aviso. 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.