

VIVE LA LIBERTÉ !

Diciembre 2015

por **Didier SAINT-GEORGES**
Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee
02.12.2015

**Siete años después de 2008, el crecimiento sigue siendo débil...**

Después de que el pasado enero la libertad de expresión fuera devastada de nuevo en París, los ataques terroristas del 13 de noviembre tuvieron como objetivo otra forma de libertad.

La libertad de tomar una cerveza en una terraza o asistir a un concierto tranquilamente y desde el respeto hacia los demás. Dicho de otra forma, la libertad de vivir. Ahora les toca a los políticos forjar una respuesta conjunta al terrorismo.

Y, a todos y cada uno de nosotros, en la medida en que podamos, negar la victoria a los asesinos siendo más libres que nunca.

Si bien una mera forma de ser constituye un acto de resistencia ínfimo frente a la barbarie, en ella se encarna a diario, muy veladamente, uno de nuestros valores más preciados.

En el plano profesional —el caso de muchos de nosotros, espero— la libertad reside en afirmar, frente a todo tipo de presiones, nuestra autonomía de pensamiento, que a menudo coincide con la de la mayoría.

Sentirse libre para defender las propias convicciones, a veces con tesón, e incluso cambiar de opinión si lo consideramos justificado o reconocer los errores y atreverse a corregirlos.

En ocasiones, esto requiere cierta obstinación, pero, ¿quién dijo que cultivar un espíritu libre fuera fácil? En su ámbito, hoy los inversores deberían plantearse si son prisioneros de sus costumbres.

A menudo, a muchos de ellos les suele costar renunciar a estrategias que les han funcionado bien durante mucho tiempo.

Recordamos, por si hiciera falta, los estragos que provocan todos los cambios de tendencia, como el fin del liderazgo de los valores tecnológicos a principios de la presente década, el de los valores financieros en 2008 o el de las materias primas hace cuatro años.

En este momento, estamos convencidos de que hay motivos para poner en entredicho la tendencia de mercado de los últimos siete años.

En Estados Unidos, el mercado no ha comprendido la envergadura del riesgo de ralentización económica que se vislumbra

Los resultados de las empresas empezaron a empeorar durante el tercer trimestre, ya que, si bien el ciclo de los tipos de interés está a punto de comenzar, el ciclo económico cuenta ya su séptimo año de recorrido. Los márgenes de las empresas se habían ampliado considerablemente hasta hace poco y alcanzaron niveles históricos, impulsados especialmente por la reducción de los costes salariales y la caída de los tipos de interés.

Ahora, la reducción de la tasa de desempleo empieza a fomentar una subida de los costes salariales, mientras que la evolución de los tipos de interés se convertirá en un factor negativo. Así, los márgenes de las empresas inevitablemente caerán, sobre todo si el dólar se aprecia. De ello se desprende que el motor de crecimiento que supone la inversión de las empresas se debilitará. ¿Podrá el consumo tomar el relevo?

La reducción de los costes salariales no impidió, hasta hace poco, un nivel de consumo muy resistente, aupado por una tendencia bajista de la tasa de ahorro y de los gastos financieros. Desde hace ya tres años, la tasa de ahorro se mantiene (el famoso «efecto riqueza» ya no funciona) y la confianza de los hogares (medida todos los meses por el Consumer Confidence Index del Conference Board) ha empezado a decaer desde principios de año.

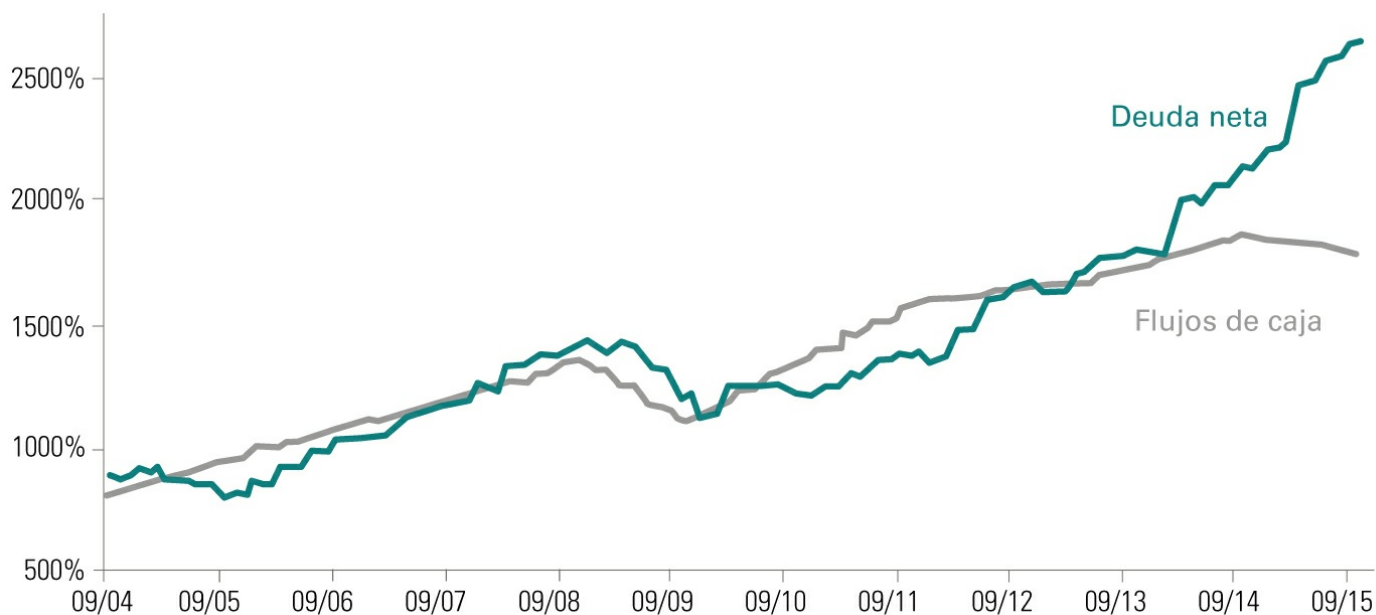
Así, incluso con un ligero incremento de los ingresos medios, es muy poco probable que se produzca una aceleración del consumo en Estados Unidos. Por último el motor de las exportaciones es, en sí mismo, muy vulnerable en este momento. Dado que la ralentización de la actividad industrial china sigue su curso, las empresas se ven obligadas a liquidar el excedente de capacidad en forma de exportaciones baratas, lo que refuerza la presión sobre los volúmenes de negocio de los exportadores estadounidenses.

Esta perspectiva mundial no se refleja actualmente en el índice S&P 500 (que se mantiene en el 2%, uno de sus niveles más altos). Una de las principales razones es que la ingeniería financiera, y especialmente los importantes programas de recompra de acciones, han seguido inflando los beneficios por acción.

La anunciada subida de los tipos de interés —que tendrá como telón de fondo un endeudamiento neto de las empresas estadounidenses que ha aumentado un 80 % en tres años, de los 1,5 billones de dólares de 2012 a los casi 2,8 billones actuales—, pesará inevitablemente sobre el estímulo que suponen los beneficios por acción.

El endeudamiento de las empresas estadounidenses en comparación con sus flujos de caja se ha disparado

(en miles de millones de USD, S&P 1500 excl. valores fin.)



Fuente: Bloomberg, 08/31/2015

El repunte cíclico que está experimentando Europa desde principios de año ha impulsado la esencia de su potencial

Según las últimas estadísticas disponibles, el cuarto trimestre debería confirmar la continuidad de esta mejora. No obstante, existen cada vez más motivos para prever una desaceleración de la zona del euro en los próximos trimestres.

Efectivamente, la drástica depreciación del euro, el desplome de los precios energéticos, la leve reducción de las políticas de austeridad presupuestaria y la mejora de la confianza empiezan a ver truncados sus efectos, mientras que el contexto mundial se torna menos favorable.

Al mismo tiempo, el aumento de la concesión de préstamos bancarios, que empezó a mejorar a partir de febrero de 2014, apenas logra hoy superar el ritmo anual del 1% e incluso ha vuelto a caer al 0,4% en octubre.

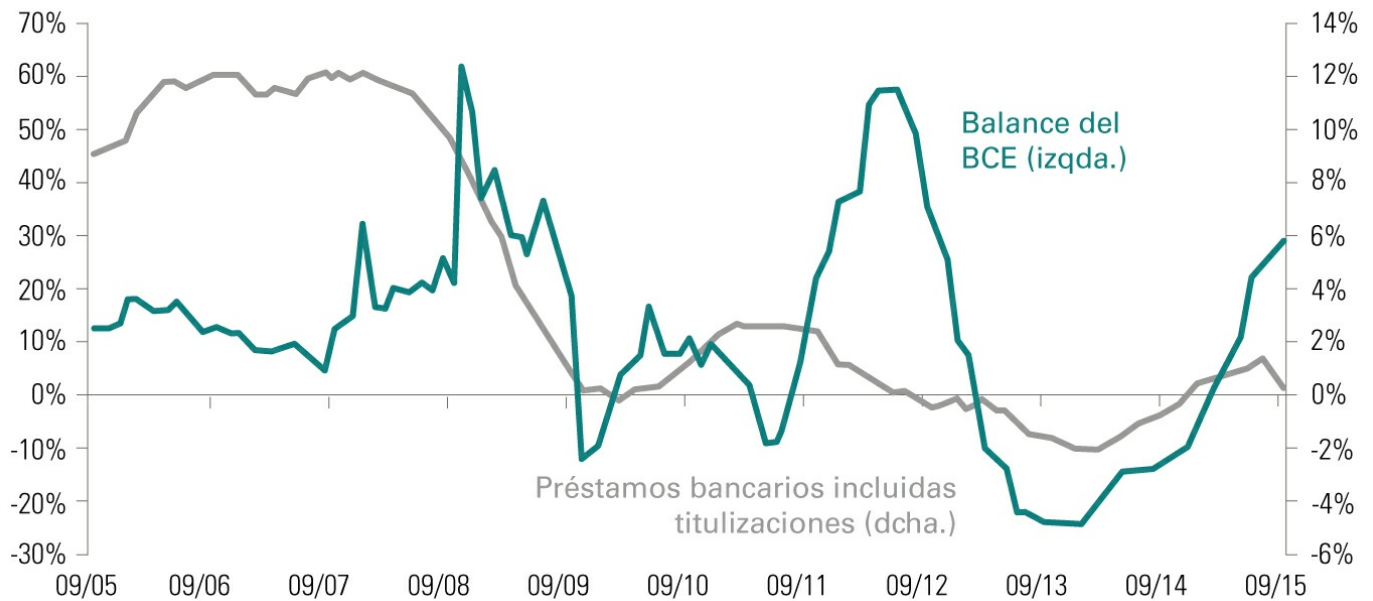
El billón de euros en concepto de préstamos con intereses de demora que aún siguen presentes en los balances de los bancos europeos obviamente está ahí por algo.

Francia e Italia son los dos últimos países que han mostrado esperanzadores indicios de reformismo pero, por ahora, sin ningún efecto notable sobre el ritmo de inversión, que sigue en niveles muy débiles.

Ahora le toca a Mario Draghi utilizar de nuevo el arma de la depreciación del euro para tratar de impulsar las exportaciones y estimular un poco la inflación. Ante el ciclo económico mundial y las presiones deflacionistas que intensifican la ralentización del universo emergente, no deberíamos hacernos demasiadas ilusiones sobre el efecto de estas medidas.

Zona del euro: la expansión del balance tiene un efecto mínimo sobre los préstamos bancarios (% anual)

Fuente : SG Cross Asset Research/Forex, Noviembre 2015



Fuente: Bloomberg, 08/31/2015

Este análisis puede parecer alarmista o prematuro

Sin embargo, cabe destacar que siete años después de la gran crisis de 2008, la forma en la que los bancos centrales han tratado la situación no ha logrado más que un crecimiento económico muy mediocre, mientras que los riesgos vinculados al sistema financiero han aumentado.

La reacción de los inversores ante esta divergencia podría mantenerse, durante un tiempo, anestesiada por la fe en los mágicos remedios de los bancos centrales.

Pero, hoy en día, creemos que la ralentización del universo emergente, así como el intento de normalización de la política monetaria estadounidense, aumentan considerablemente el nivel de fragilidad de los mercados.

Consideramos que ha llegado el momento de que todas las estrategias de gestión activa orientadas a la preservación del capital defiendan su libertad con respecto a los índices.

Esto pasa por reducir su «beta», es decir, su exposición al riesgo de mercado y, por el contrario, recurrir ampliamente a la generación de alfa como motor de rentabilidad y, en última instancia, como herramienta adicional de gestión de riesgos.

Estrategia de inversión

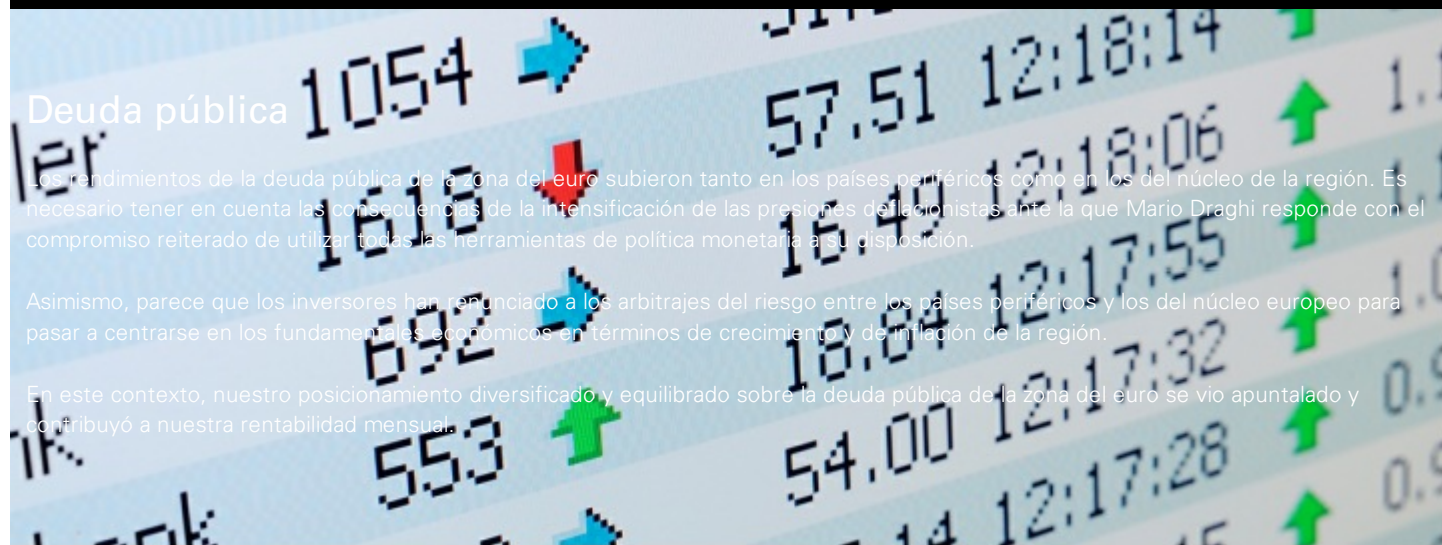


Divisas

El mes de noviembre ha sido testigo de la reanudación de la tendencia bajista del euro. El principal motivo de este movimiento ha sido la lucha continua del Banco Central Europeo contra las presiones deflacionistas presentes en la región.

Estas últimas se vieron reforzadas por un nuevo episodio de debilidad en el precio del petróleo. Este movimiento de caída provocó evoluciones dispares en las divisas emergentes, con un debilitamiento notable de las monedas más expuestas a las materias primas, como el rublo ruso, la rupia indonesia o el peso colombiano.

Así, nuestra estrategia de divisas sigue manteniéndose al margen de las monedas emergentes. En cuanto a las divisas de los países desarrollados, priorizamos ligeramente el dólar estadounidense ante la creciente divergencia en las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico.



Deuda pública

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro subieron tanto en los países periféricos como en los del núcleo de la región. Es necesario tener en cuenta las consecuencias de la intensificación de las presiones deflacionistas ante la que Mario Draghi responde con el compromiso reiterado de utilizar todas las herramientas de política monetaria a su disposición.

Asimismo, parece que los inversores han renunciado a los arbitrajes del riesgo entre los países periféricos y los del núcleo europeo para pasar a centrarse en los fundamentales económicos en términos de crecimiento y de inflación de la región.

En este contexto, nuestro posicionamiento diversificado y equilibrado sobre la deuda pública de la zona del euro se vio apuntalado y contribuyó a nuestra rentabilidad mensual.



Renta variable

Tras el marcado repunte del mes de octubre, los mercados de renta variable perdieron fuelle en noviembre. No obstante, este hecho empaña las drásticas divergencias sectoriales, especialmente entre valores tecnológicos, muy bien orientados, y los títulos mineros, que siguen acusando la caída de los precios de las materias primas.

La estructuración de nuestra cartera está equilibrada en términos geográficos y se centra en valores cuyas previsiones de resultados son poco vulnerables a las condiciones macroeconómicas, por lo que consideramos que sigue adaptada a las condiciones actuales del mercado.

Reforzamos nuestra selección de valores tecnológicos iniciando una posición en el distribuidor chino del sector de Internet JD.com, que contaba con una valoración atractiva tras la corrección de su cotización en bolsa el pasado agosto.

Además, conservamos nuestras coberturas sobre los grandes índices mundiales para mantener unas tasas de exposición muy reducidas en nuestros fondos mundiales. Así, la rentabilidad de la partida de renta variable sigue apoyándose en estrategias de arbitraje.

Materias primas

Carmignac Portfolio Commodities ha registrado una evolución ligeramente negativa durante el mes.

En un contexto que sigue marcado por la volatilidad y la escasa visibilidad en los mercados de materias primas, el Fondo mantiene un nivel de exposición reducido para un fondo de renta variable especializado.

Por otro lado, hemos liquidado diferentes posiciones (como Syngenta, Potash, CF Industries) con el fin de concentrar la cartera en valores cuyos fundamentales nos parecen más sólidos y que cuentan con las valoraciones más interesantes.

Fondos de fondos

La rentabilidad de nuestros Fondos de Fondos cayó en picado en noviembre, debido sobre todo al mantenimiento de una tasa de exposición prudente durante el mes.

Si bien la volatilidad de los mercados de renta variable repuntó en noviembre, la estructuración de nuestra cartera sigue basándose en una asignación multiactivo equilibrada y en estrategias de arbitraje para contar con un perfil riesgo/rentabilidad satisfactorio en el actual contexto de mercado.

Información legal

Las informaciones expuestas anteriormente no constituyen una oferta de suscripción ni un consejo de inversión. Esta información puede ser parcial y puede modificarse sin previo aviso. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor). El acceso a los fondos puede ser objeto de restricciones para determinadas personas o en determinados países. 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/o FATCA. Los fondos no garantizan la preservación del capital. Los riesgos y los gastos se describen en los documentos de datos fundamentales para el inversor (DFI). Los folletos, los DFI, los estatutos de la sociedad o el reglamento de gestión y los informes anuales de los fondos se pueden conseguir a través de esta página web, mediante solicitud a la sociedad gestora o a través de las oficinas de los distribuidores. Antes de la suscripción, se debe hacer entrega al suscriptor de los DFI y una copia del último informe anual.