

INFORME DE GESTIÓN – CUARTO TRIMESTRE DE 2017

T4 2017

por Frédéric LEROUX
Fund Manager
23.01.2018**Análisis económico**

La continuidad de la recuperación en Europa, la confirmación del buen tono de los países emergentes, los niveles aún boyantes de la liquidez y la aprobación de la reforma fiscal en Estados Unidos han impulsado los mercados bursátiles hasta niveles nunca vistos. ¿Es realmente la economía «de ensueño» una fábula sin fin? Creemos que Estados Unidos no logrará alcanzar el crecimiento previsto y que el punto de inflexión que esperamos, aunado al control de la ralentización china, deberían dar lugar a la materialización de un crecimiento mundial más débil de lo esperado, acompañado de un ligero repunte de la inflación. Aunque esta ralentización constituya únicamente una ligera inflexión y el repunte de la inflación termine siendo temporal, su esperada concomitancia durante el próximo trimestre debería generar volatilidad.

Visión global

Hace tres meses escribíamos: *«La normalización monetaria acecha en Estados Unidos y Europa —a pesar de la persistencia de una inflación anémica—, lo que conllevará una reducción controlada de la liquidez por parte de los bancos centrales. El desconcierto creciente de la Fed respecto a la falta de inflación afianza nuestra opinión, sin que por ello bajemos la guardia ante una posible aceleración de la subida de precios que el ciclo sigue siendo capaz de estimular ».* Y añadimos: *«(...) la pujanza de las fuerzas deflacionistas a ambos lados del Atlántico hace que los objetivos de inflación de los bancos centrales resulten inalcanzables y, por tanto, resulta poco probable que estos últimos lleven a cabo una subida marcada de sus tipos de referencia».*

Después de la redacción de aquel análisis, la Fed subió su tipo de referencia una sola vez sin ocasionar grandes sobresaltos en los mercados de renta fija, de renta variable o de divisas, al menos hasta final de año. En efecto, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense solo registraron un leve repunte, mientras que los de la deuda europea se mantuvieron estables y la renta variable siguió apreciándose, con vigor en Estados Unidos, Japón y el universo emergente, pero con menos empuje en Europa, que acusaba la apreciación del euro. En este contexto favorable para la economía y los mercados, la Fed continuó reduciendo la reinversión de los cupones de su cartera de renta fija, el Banco de Japón disminuyó su programa de

compra de bonos a diez años y, en breve, el BCE debería preparar a los mercados para el inicio de su normalización monetaria. El equilibrio del plano macroeconómico y financiero se derrumba ante nuestros ojos.

Divisas: ¿confirmación de un nuevo ciclo bajista del dólar?

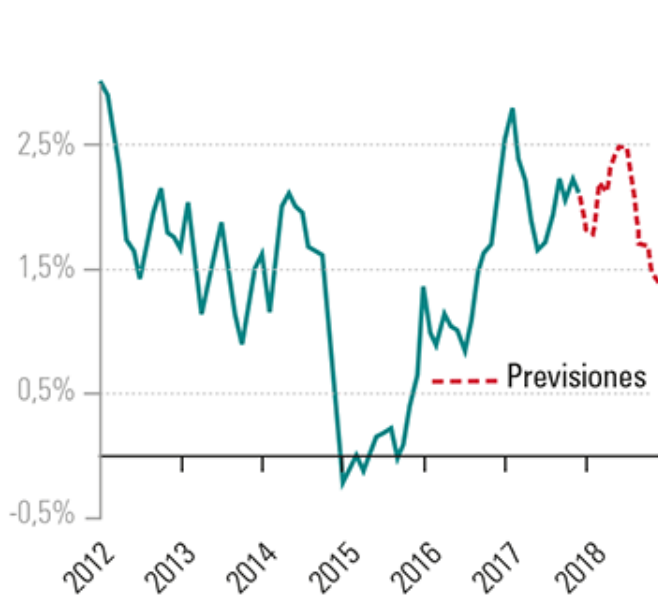


Fuente: Bloomberg, 15/01/2018

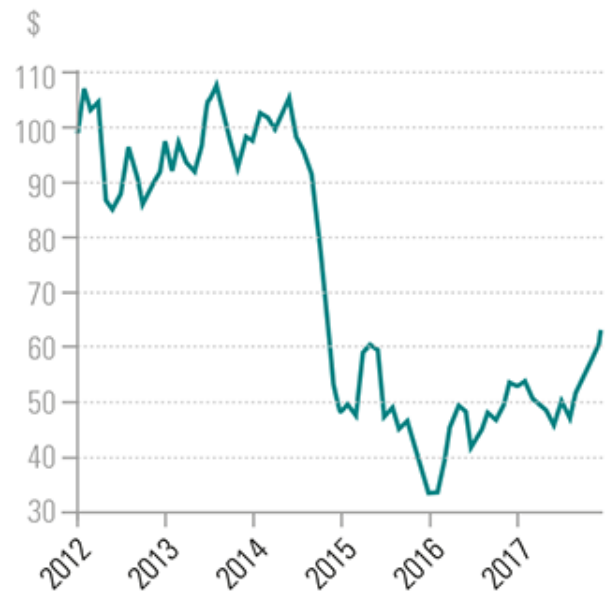
Las perspectivas de crecimiento mundial, actualmente en el 4 % para 2018, siguieron progresando, mientras que la inflación prosiguió su descenso gradual, ratificando así nuestras previsiones anteriores. La continuidad de la recuperación en Europa, la confirmación del buen tono de los países emergentes —favorecida por la depreciación del dólar—, los niveles aún boyantes de la liquidez y la aprobación de la reforma fiscal propuesta por el presidente Donald Trump hacen creer a muchos analistas que la coyuntura favorable de la que se beneficia la economía mundial de manera sincronizada desde 2016 puede prolongarse de forma fluida y sin complicaciones, o incluso fortalecerse aún más. Al mismo tiempo, las previsiones de los economistas y operadores del mercado en cuanto a la inflación a un año se mantuvieron muy contenidas: en un 1,4 % en Europa y en un 2,1 % en Estados Unidos. ¿Es realmente la economía «de ensueño» una fábula sin fin?

Estados Unidos: la tendencia desinflacionista no impide las fluctuaciones

Estados Unidos: inflación (IPC)



Precio del petróleo (WTI)



Fuente:
Carmignac, CEIC, diciembre de 2017
Bloomberg, 12/01/2018

Estas esperanzas nos parecen autocomplacientes, especialmente en lo que respecta a la inflación. Muchos otros factores perfectamente creíbles podrían tener repercusiones sobre la inflación a escala mundial: la subida del precio del petróleo, favorecida por la continuidad de la depreciación del dólar frente al resto de divisas; el aún esperado y temido regreso del crecimiento salarial en los países cercanos al pleno empleo; o un riesgo de recalientamiento de la economía estadounidense engendrado por esta reforma fiscal, cuyos posibles efectos en el crecimiento aún no se han analizado adecuadamente, tal es la envergadura de su ámbito de aplicación.

Claro está que estas potenciales fuerzas inflacionistas pueden verse contrarrestadas en gran medida por factores estructurales bien identificados, como las presiones deflacionistas que sigue ejerciendo la economía digital, los efectos recesivos del necesario desendeudamiento a escala mundial o las desfavorables tendencias demográficas. No es menos cierto que cualquier indicio de resurgimiento de la inflación en el contexto actual de normalización monetaria podría tener unos efectos desproporcionados en los mercados y provocar respuestas negativas por parte de los bancos centrales o de los operadores del mercado. En cuanto a las perspectivas de crecimiento mundial, tanto la normalización en curso de la política de las tres principales instituciones monetarias del mundo como nuestro análisis de la coyuntura estadounidense nos incitan a adoptar un enfoque algo más prudente que la del consenso. Un cambio de era en el plano monetario no puede ser completamente anodino. En este contexto macroeconómico en el que, una vez más, el ciclo condiciona la actividad de los bancos centrales, ¿cuál es nuestra hipótesis central, qué riesgos entraña y a

qué tendencia apuntan los mercados?

Estados Unidos

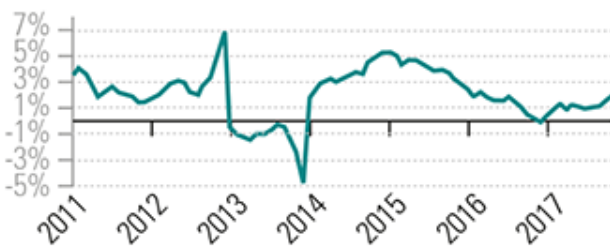
La economía estadounidense parece estar viviendo una nueva juventud. La reforma fiscal ha vuelto a propulsar las previsiones de crecimiento, que el consenso sitúa ya en el 2,6 % para el conjunto del año. Nuestra lectura es más prudente, a pesar de la reforma. La inversión, que se ha beneficiado de un notable repunte en el sector energético y minero, ya no puede contar con que este catalizador genere el mismo dinamismo. En cuanto al descenso de la carga fiscal para las empresas, nuestra estimación es que este será del 3 % como mucho, en vez del 15 % esperado, lo que no constituye un incentivo suficiente para la inversión en un ciclo económico muy maduro. Por tanto, estimamos que en 2018 la reforma impulsará la actividad de fusiones y adquisiciones, así como la recompra de acciones por parte de las empresas en vez de estimular la inversión real. No obstante, la reforma fiscal no es marginal; es capaz de producir efectos a largo plazo sobre el crecimiento potencial gracias, principalmente, al tratamiento fiscal de las inversiones y a la disuasión del recurso al endeudamiento.

El consumo estadounidense, estancado

Consumo real, variación anual



Rentas disponibles, variación anual



Ahorro, % de las rentas personales disponibles



Fuente: Carmignac, CEIC, noviembre de 2017

En el frente del consumo, parece que la economía estadounidense puede contar con aumentos salariales por parte de grandes grupos que, de este modo, responden así a la reforma fiscal. Sin embargo, la debilidad de la

tasa de ahorro, cercana al 3 %, debería absorber buena parte de estos aumentos, si nos referimos a la reciente materialización del aumento de las rentas disponibles en ahorro adicional. Las exportaciones, por su parte, podrán sin duda apoyarse en la debilidad del dólar para contribuir al crecimiento de EE. UU., pero el ritmo de las importaciones de los grandes actores del comercio mundial no incita en exceso al optimismo en este sentido. En efecto, China, Corea del Sur y Alemania presentaron recientemente unos datos anémicos sobre su actividad de importación.

Por otro lado, la inflación podría terminar siendo otro factor desestabilizador en Estados Unidos. Los efectos de base sobre los precios de la energía deberían dar lugar a un aumento de la inflación del 1,7 % al 2,5 % de marzo a julio, sin que persista la subida de los precios energéticos. Asimismo, la aproximación de la tasa de desempleo al umbral del 4 % podría sumarse a los temores inflacionistas. Una decepción sobre la tasa de crecimiento, junto con el resurgimiento de los temores inflacionistas, constituyen una frágil combinación en el contexto de normalización monetaria en curso. Así, aunque esta ralentización constituya únicamente una ligera inflexión y el repunte de la inflación termine siendo temporal, su esperada concomitancia durante el próximo trimestre debería generar volatilidad y, además, provocar una pequeña pausa favorable para el plano macroeconómico estadounidense. No cabe duda de que el poder de persuasión de Donald Trump podría, una vez más, retrasar el punto de inflexión coyuntural esperado si lograra aprobar su programa de inversión en infraestructuras dentro de poco. Pero, en este caso, prevalecerá el recalentamiento y sus consecuencias más lacerantes.

Europa

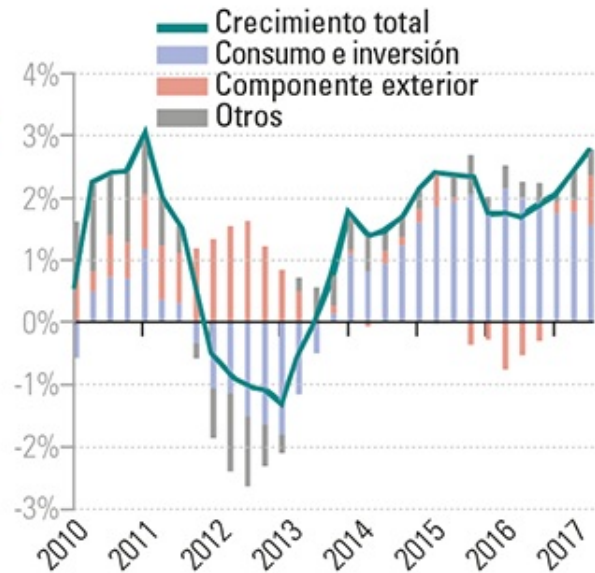
Europa no deja de sorprender gratamente gracias a la notable mejora de su economía y a la confianza en Francia, a la resistencia alemana —que el largo proceso para formar gobierno no parece haber debilitado—, o a Italia, que, como Francia, pero con pocas reformas, está captando una pequeña parte de este crecimiento perdido a lo largo de los años de la crisis europea. La situación política española y las elecciones italianas del mes de marzo podrían afectar a esta dinámica europea, que se beneficia plenamente de una política monetaria especialmente favorable. La normalización aún no ha comenzado, lo que permite a los tipos de la deuda pública alemana evolucionar en torno al umbral del 0,5 %, a pesar de una inflación del 1,7 % y un crecimiento anualizado en Europa del 2,7 % en el tercer trimestre de 2017.

Zona del euro: una coyuntura favorable, pero muy dependiente del crecimiento mundial

Comisión Europea: indicador de la confianza económica



Zona del euro: PIB real, variación anual (%) y contribución al crecimiento



Fuente: Carmignac, CEIC, diciembre de 2017

La fortaleza de la que hace gala el euro desde principios de 2017 podría terminar afectando al crecimiento europeo a causa del deterioro de sus exportaciones netas fuera de la zona del euro, dado que las exportaciones de esta región contribuyen en casi un tercio al crecimiento europeo y han constituido el componente de este parámetro más dinámico durante los últimos trimestres. Ahora más que nunca, la actividad europea se erige como consecuencia del crecimiento del resto del mundo, incluso si no podemos ignorar ni su potencial de recuperación después de tantos años de rentabilidad inferior ni los efectos de unos tipos extraordinariamente bajos que generan auténticas oportunidades favorables al crecimiento antes del inicio de la esperada normalización monetaria.

Países emergentes y Japón

El conjunto del universo emergente se beneficia de unas políticas monetarias aún laxas en las economías desarrolladas y de la debilidad del dólar, combinación que da lugar a unas condiciones de liquidez favorables al permitir poner en marcha políticas monetarias acomodaticias allí donde las evoluciones de los precios lo permitan.

China ha registrado una ligera ralentización, a tenor de los datos más objetivos de los volúmenes

transportados o de producción de electricidad. El índice de Li Keqiang, que cuantifica con estos datos reales la actividad industrial prevista, ha revertido a la baja su tendencia desde hace un año. En el mismo sentido, el crecimiento del crédito se ha vuelto a ubicar por debajo del 15 % durante los últimos meses. Las autoridades están manos a la obra y deberían ser capaces de evitar la pérdida del control sobre esta ralentización deseada. En el resto de Asia, las exportaciones se ven ligeramente afectadas por esta ralentización, sin que esto evite un fortalecimiento generalizado de las divisas auspiciado por la tendencia continuada de mejora en las balanzas por cuenta corriente. Por lo demás, los países exportadores de materias primas se benefician de su marcado repunte. Rusia y Brasil son buenos ejemplos de ello, pero su positiva salud económica no constituye en absoluto un indicador avanzado para el conjunto del universo emergente: en efecto, estos países se sitúan al final de la cadena de producción y, por tanto, suelen estar a la zaga del ciclo económico regional y mundial.

Japón, por su parte, prosigue su lenta pero persistente recuperación. El banco central nipón dejará de apuntalar la economía —si bien se había comprometido a hacerlo—, dado que la necesidad apremia ahora menos. La normalización monetaria que comienza gradualmente se suma a la de Estados Unidos y, muy pronto, a la de Europa. Debemos pues juzgar si el ritmo de esta normalización concertada concuerda con el del crecimiento mundial.

Estrategia de inversión

La vuelta a un funcionamiento económico normal ya ha comenzado. Esto implica que, una vez más, es el ciclo el catalizador de las decisiones en materia de política monetaria. ¡Buenas noticias para la gestión activa! La sincronización y la relativa solidez del ciclo justifican la normalización de las políticas y auguran una subida de los tipos. Nuestro optimismo respecto del contexto mundial es más prudente que la posición de consenso. Creemos que Estados Unidos no logrará alcanzar el crecimiento previsto del 2,6 % y que el punto de inflexión que esperamos, junto con el control de la ralentización china, darán lugar a la materialización de un crecimiento mundial más débil de lo esperado, acompañado de un ligero repunte de la inflación. Este diagnóstico tiene implicaciones para las tres principales clases de activos:

En los mercados de divisas, conlleva la continuación de la apreciación del euro y, más en general, de la debilidad del dólar. La difusión del crecimiento estadounidense al resto del mundo es un factor de depreciación del billete verde, sobre todo si la reversión a la baja del ritmo de crecimiento al otro lado del Atlántico es comedida, tal y como esperamos. En efecto, la reforma fiscal debería compensar parcialmente el envejecimiento del ciclo, que lastra el potencial de consumo y de inversión. Esta lectura nos conduce a una cobertura integral del riesgo del dólar en este inicio de año.

Los tipos de interés de la renta fija podrían proseguir su movimiento de convergencia entre Estados Unidos y Europa iniciada el trimestre pasado. El deterioro del contexto estadounidense debería reducir la cantidad esperada de subidas de tipos y contribuir a que el tramo largo de la curva descienda. No obstante, los temores inflacionistas volverán a surgir periódicamente e impedirán una caída de gran calado de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años. En Europa, la endeble solidez de la coyuntura, junto con el inminente anuncio de la normalización de la política del BCE, deberían confirmar el aumento de los rendimientos de la deuda pública y reducir así el diferencial de rendimiento a un lado y otro del Atlántico. Nuestra gestión aprovechará cualquier caída de los tipos alemanes para iniciar posiciones a favor de su recuperación. La normalización a manos del BCE terminará por poner de manifiesto la anomalía

que supone la debilidad de los rendimientos de la deuda pública al otro lado del Rin. Por su parte, la deuda emergente en divisa local sigue ofreciendo buenas oportunidades, si bien de forma selectiva.

Los mercados de renta variable han tomado buena cuenta de la positiva coyuntura macroeconómica y ya descuentan los efectos a corto plazo de la reforma fiscal estadounidense. El punto de inflexión contextual que anticipamos para Estados Unidos podrá, en un primer momento, afectar negativamente a las empresas sensibles al ciclo económico. No obstante, las empresas no apalancadas con una buena rentabilidad de los fondos propios y presentes en los sectores de crecimiento, como el de tecnología de la información, deberían beneficiarse de la situación. En el otro extremo, el sector energético debería seguir beneficiándose de la reducción de las reservas a escala mundial, mientras que la depreciación continuada del dólar que prevemos debería sumarse al atractivo del sector. La temática emergente también seguirá viéndose favorecida, dado que se beneficiará de la continuación de la caída del billete verde y del descenso de las tensiones en los tipos estadounidenses. La renta variable europea debería seguir acusando la apreciación del euro en términos relativos, por lo que resulta adecuado priorizar los valores orientados al mercado interno. Así, el punto de inflexión económico que esperamos ofrece, en nuestra opinión, numerosas oportunidades de inversión interesantes.

Fuente de las cifras: Carmignac, CEIC, a 29/12/2017

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.

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.