

INFORME DE GESTIÓN – PRIMER TRIMESTRE DE 2019

T1 2019

17.04.2019

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Los primeros indicios de ralentización en Estados Unidos, la debilidad de Europa y la evidente dificultad para mantener cierto grado de inflación en la economía han reavivado el temor de los bancos centrales, lo que les ha llevado a volver a adoptar una postura ultra acomodaticia. Así pues, la liquidez –cuya contracción había penalizado a los mercados en 2018– se ha tornado radicalmente más favorable. Los inversores no han desaprovechado esta promesa de protección de los bancos centrales frente a la ralentización económica. Sin embargo, ¿es sostenible este cambio de rumbo? Los estímulos presupuestarios en China, la estabilización de las economías europeas y una desaceleración moderada en Estados Unidos deberían contribuir a un repunte coyuntural de la economía mundial, lo que brinda un factor de apoyo a los mercados bursátiles, sobre todo si va acompañado de una depreciación del dólar.

Visión global

En nuestro último informe, por lo general teñido de escepticismo en cuanto a la coyuntura mundial y a la capacidad de los mercados de renta variable para confirmar el repunte iniciado a comienzos de año, afirmábamos lo siguiente: «Las tensiones derivadas de una ralentización marcada de la economía estadounidense podrían experimentar nuevos repuntes, incluso a pesar de que la Fed quisiera seguir evitando que se produzcan fluctuaciones excesivas en los activos de riesgo y en el dólar, mediante la aplicación de una política guiada por los mercados más que por los datos macroeconómicos, como ya ha comenzado a hacer». Sin embargo, añadíamos: «La situación de pleno empleo y su consiguiente subida de salarios impiden la capitulación inmediata de la Fed: esta deberá esperar un cierto tiempo antes de proceder a revertir su política monetaria como esperan los mercados».

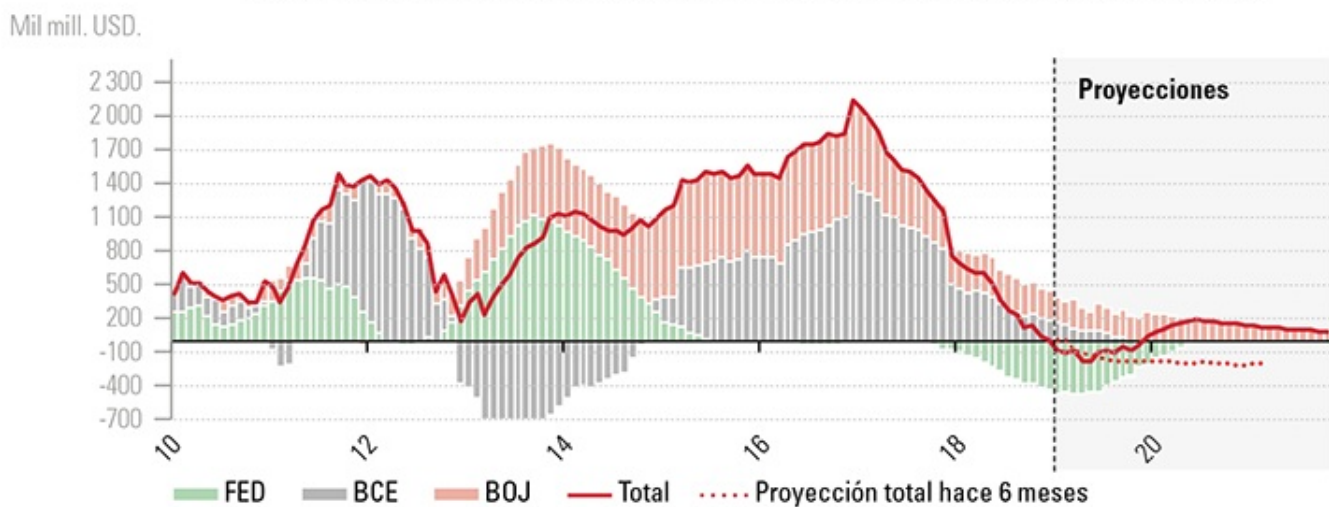
Pecamos de prudentes: el presidente de la Reserva Federal ha confirmado durante todo este trimestre su manifiesto cambio de postura de principios de 2019. Algunas cifras negativas en el plano de la inversión y menos positivas en el mercado laboral estadounidense, junto con una percepción negativa de las coyunturas china y europea, en un contexto de intercambios comerciales internacionales cada vez más incierto a causa de las negociaciones en curso, bastaron para que la Fed adoptara una postura mucho más conciliadora. La política monetaria ha pasado a ser dependiente de los datos económicos y el ritmo de reducción del balance

del regulador se ralentizará a partir de mayo. Y lo que es aún más importante, la Fed tira por lo alto su objetivo de inflación (medido por el PCE - Personal Consumption Expenditure Index o índice de gasto en consumo personal) en un 2,5 %, nivel que no se ha superado en 25 años. El cambio de tono es tal que los mercados prevén ahora un recorte de los tipos de referencia en el transcurso de 2019, mientras que nada más comenzar el año todavía se pronosticaban dos subidas. La curva de tipos ha llegado incluso a revertirse temporalmente en marzo: los tipos a 10 años cayeron por debajo de sus homólogos a 3 meses.

En paralelo, ante la persistente atonía de la actividad europea y la inquietante debilidad de Alemania e Italia, el Banco Central Europeo anunció que haría lo necesario para mantener lo más bajos posible sus tipos de interés en el conjunto de la curva, lo que contribuyó a que los rendimientos del Bund a 10 años se adentraran en terreno negativo por primera vez desde octubre de 2016. El debilitamiento de la inflación a ambos lados del Atlántico también fomentó que los bancos centrales retomaran una postura ultra acomodaticia. La liquidez —cuya contracción complicó sobremanera el panorama para los activos de riesgo en el segundo semestre de 2018— se ha tornado radicalmente más favorable. Al mismo tiempo, la puesta en marcha de los estímulos chinos parece estar dando sus primeros frutos, lo que permite unas previsiones menos negativas a corto y medio plazo respecto a la contribución del gigante asiático al crecimiento mundial.

Los malos datos de crecimiento e inflación han estremecido a los bancos centrales

Variación anual del balance de los principales bancos centrales (miles mill. USD)



Fuente: Carmignac, Bloomberg, 04/2019

Así pues, en cuestión de tres meses, el entorno ha cambiado en gran medida. Con todo, ¿justifican los primeros indicios de ralentización en Estados Unidos, la debilidad de Europa y la evidente dificultad para mantener cierto grado de inflación en la economía el temor manifiesto de los bancos centrales o los comentarios de preocupación del Fondo Monetario Internacional y, a la vez, el ascenso meteórico de los mercados bursátiles en todo el mundo?

Estados Unidos

En Estados Unidos, la tan anunciada ralentización —contrarrestada por la política procíclica del presidente Trump— parece estar materializándose, aunque el durísimo invierno en el norte y en el este del país, junto con el cierre parcial de la Administración estadounidense durante algunas semanas, hacen que la lectura de los datos económicos sea cuestionable. No obstante, la inversión parece haber quedado relegada a un segundo plano frente al crecimiento en los últimos meses. El mercado laboral también ha mostrado los primeros indicios de estancamiento, con una caída en la creación de empleos y una evolución del salario por hora que ha pasado del 3,4 % al 3,2 %. Aun así, esta tasa continúa siendo lo suficientemente elevada como para pellizcar los márgenes empresariales y, posiblemente, contribuir a la debilidad de la inversión.

Tal situación se agravaría si el dólar siguiera impulsado por un diferencial de tipos de interés demasiado alto o por la percepción de una marcada debilidad estructural en el resto de principales monedas, que convertiría al dólar en la divisa fuerte por defecto. Sin embargo, creemos que la continuidad de la ralentización, la ampliación de la balanza por cuenta corriente y la rotundidad de la Fed finalmente desembocarán en un dólar más débil, lo que beneficiará tanto a Estados Unidos como al resto del mundo. El desplome de los tipos nominales de los bonos durante el trimestre pasado en relación con la tasa de inflación derivó en un colapso de los tipos reales, que pasaron en cuestión de cinco meses del 1,15 % al 0,50 %, mejorando así la liquidez y reduciendo proporcionalmente el coste real de la financiación para las inversiones.

La contundente reacción de la Fed a los primeros patinazos del crecimiento en Estados Unidos, junto con la determinación del presidente Trump de no decepcionar económicamente a su electorado ante las pugnas políticas que ya se perfilan en el horizonte, brindan garantías frente a un frenazo en seco de la actividad de cara a finales de 2020, aunque consideramos probable que la actual ralentización se perpetúe.

Estados Unidos: los indicadores adelantados de empleo e inversión se han revertido

La Fed vuelve a estar dispuesta a brindar su apoyo

Estados Unidos: pedidos de bienes de inversión y despidos



Fuente : Carmignac, Datastream, 04/2019

Europa

En Europa, el hecho más relevante para la actividad económica en estos últimos meses ha sido la atonía alemana. Esta ha acusado más de lo previsto una compleja meteorología invernal, la ralentización del comercio mundial, la pérdida de adaptación de su sector automovilístico a la nueva dinámica de la demanda, además de verse perjudicada por una imagen negativa ligada a los escándalos sobre las mediciones trucadas de las emisiones de carbono. Algunos economistas consideran, en términos más estructurales, que la gran reforma del mercado laboral iniciada a comienzos de la década de los 2000 bajo el mandato de Gerhard Shroeder habría terminado de ejercer sus efectos en la productividad del aparato productivo alemán, que precisaría reformas nuevamente. Sin embargo, las últimas noticias económicas son más heterogéneas y nos

llevan a pensar que la recesión del sector manufacturero no es tan profunda como parecen reflejar algunos indicadores adelantados, como el PMI manufacturero, que ha vuelto a caer hasta mínimos de 2012. La debilidad de la fabricación proviene principalmente de la demanda externa, sobre todo del universo emergente. Los pedidos nacionales, las ventas minoristas y el mercado inmobiliario muestran mejor orientación. Creemos que la actividad debería tocar fondo entre finales del segundo trimestre y el tercero.

Francia y España, por su parte, han exhibido un mayor dinamismo económico, materializado en los repuntes de sus indicadores adelantados más fiables, mientras que Italia no deja de preocupar al cuestionarse la sostenibilidad de su deuda pública, ya que presenta una capacidad muy limitada para hacer crecer su economía sin reformas.

La perspectiva de las elecciones europeas de mayo podría intensificar aún más la desconfianza de los inversores extranjeros. Si los partidos tradicionales no resultan demasiado debilitados en relación con los nacionalistas, se facilitarían las condiciones para una recuperación económica y de los mercados. El comportamiento bursátil de los sectores cíclicos frente al conjunto del mercado pone ya de manifiesto la previsión de una mejora coyuntural. La política monetaria será, además, un aliado seguro para la economía y los mercados del Viejo Continente, pese a que sus márgenes de maniobra son más limitados que en Estados Unidos.

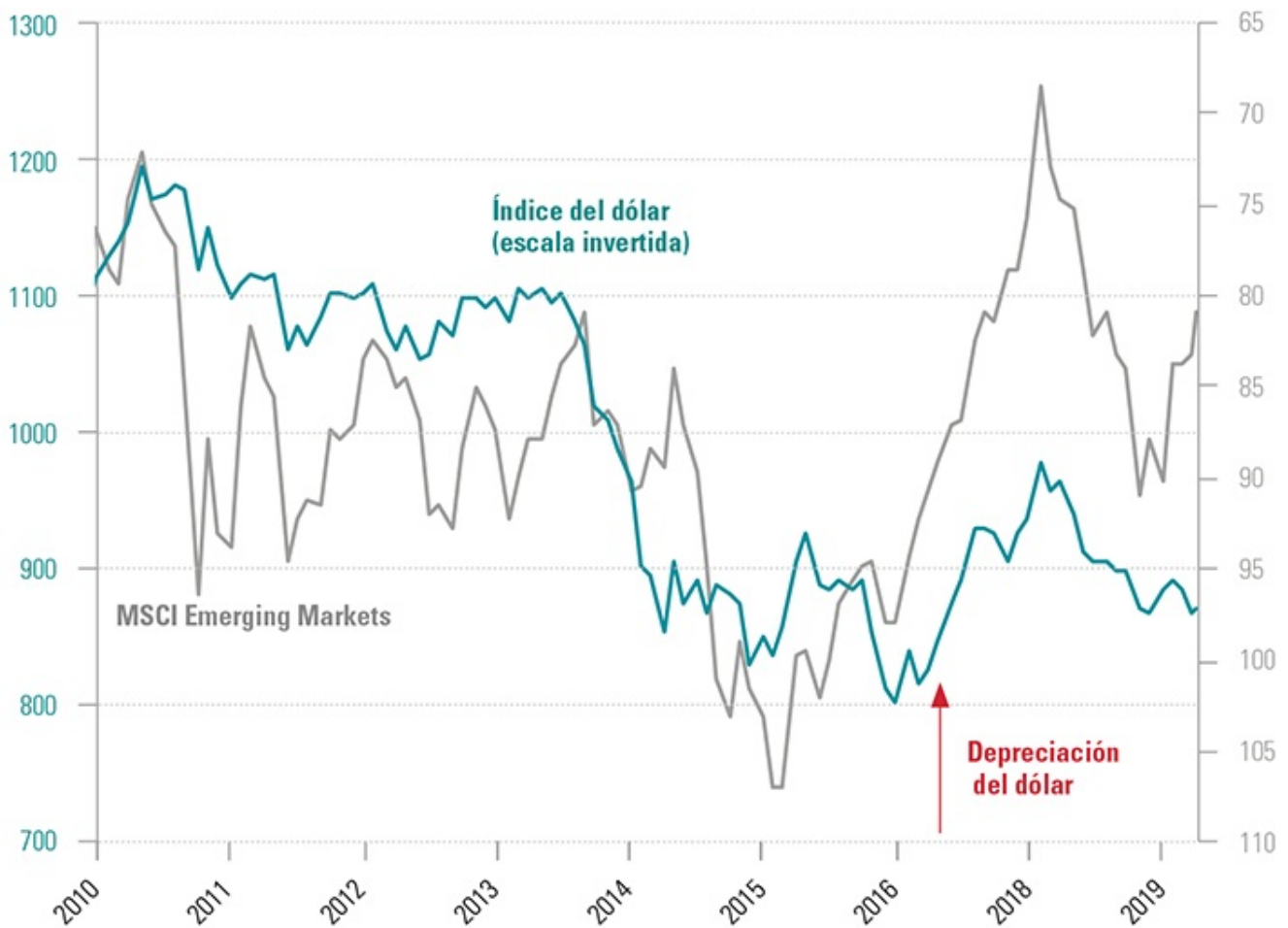
Mercados emergentes

Los países emergentes se enfrentan a obstáculos evidentes, como las intensas negociaciones entre Estados Unidos y China. La actitud a la expectativa hasta que se logre un acuerdo, previsto por lo general para mayo o junio, se cobra entre sus primeras víctimas a los beneficiarios tradicionales de una recuperación del comercio mundial, entre los que abundan las potencias emergentes. Es probable que este acuerdo contribuya a una mejora de la dinámica económica que podría derivar en una depreciación progresiva del dólar, lo que favorecería la difusión del crecimiento estadounidense al resto del mundo. Un dólar fuerte es el segundo obstáculo para el universo emergente, al limitar notablemente sus políticas monetarias. De hecho, este ha contribuido al considerable debilitamiento del componente cíclico de las economías emergentes al impedir una bajada de tipos que las monedas depreciadas frente al dólar tienen prohibida. La debilidad de las divisas intensifica los condicionantes externos, limitando asimismo el margen de acción presupuestario. Argentina es un ejemplo casi caricaturesco de los inconvenientes de un dólar fuerte para los países emergentes insuficientemente «virtuosos»: la debilidad del dólar se torna una necesidad absoluta para que el universo emergente gane dinamismo.

China, gracias a una acumulación decidida de estímulos presupuestarios, registra los primeros indicios de estabilización, aunque el decaimiento de algunos sectores pone aún de manifiesto el bajo tono de la demanda interna, que se hace sentir hasta en los exportadores de los países desarrollados. Los estímulos chinos pretenden fundamentalmente reactivar el crecimiento interno; los efectos en el resto del mundo serán únicamente secundarios, aunque podrán acumularse con los del esperado acuerdo comercial y la caída —tan probable como necesaria— del dólar.

El universo emergente continúa dependiendo en gran medida de un dólar débil y un repunte de China

Índice del dólar (DXY) y mercados emergentes de renta variable



Fuente : Carmignac, Bloomberg, 11/04/2019

El acontecimiento más destacado de los tres últimos meses ha sido el cambio de rumbo de los bancos centrales tanto en Estados Unidos como en Europa, que se decantaron por adoptar una comunicación especialmente influenciada por un debilitamiento coyuntural que, aunque generalizado, en nuestra opinión resulta moderado. La promesa de protección realizada por los reguladores frente a los efectos de la ralentización económica reduce el nivel de riesgo de activos de esta naturaleza, algo que los inversores no han desaprovechado en el primer trimestre. Esta promesa de los bancos centrales respecto a unos tipos constantemente bajos también rebajó notablemente el conjunto de la curva de tipos. Por otra parte, nuestro análisis nos lleva a anticipar un dólar más débil que acompañaría al repunte coyuntural que esperamos, encabezado por China y Europa. La reducción del diferencial de los tipos de interés entre Estados Unidos y el resto del mundo aseguraría este retroceso del dólar, beneficioso para todos. Así pues, creemos que los mercados de renta variable siguen teniendo recorrido.

Estrategia de inversión

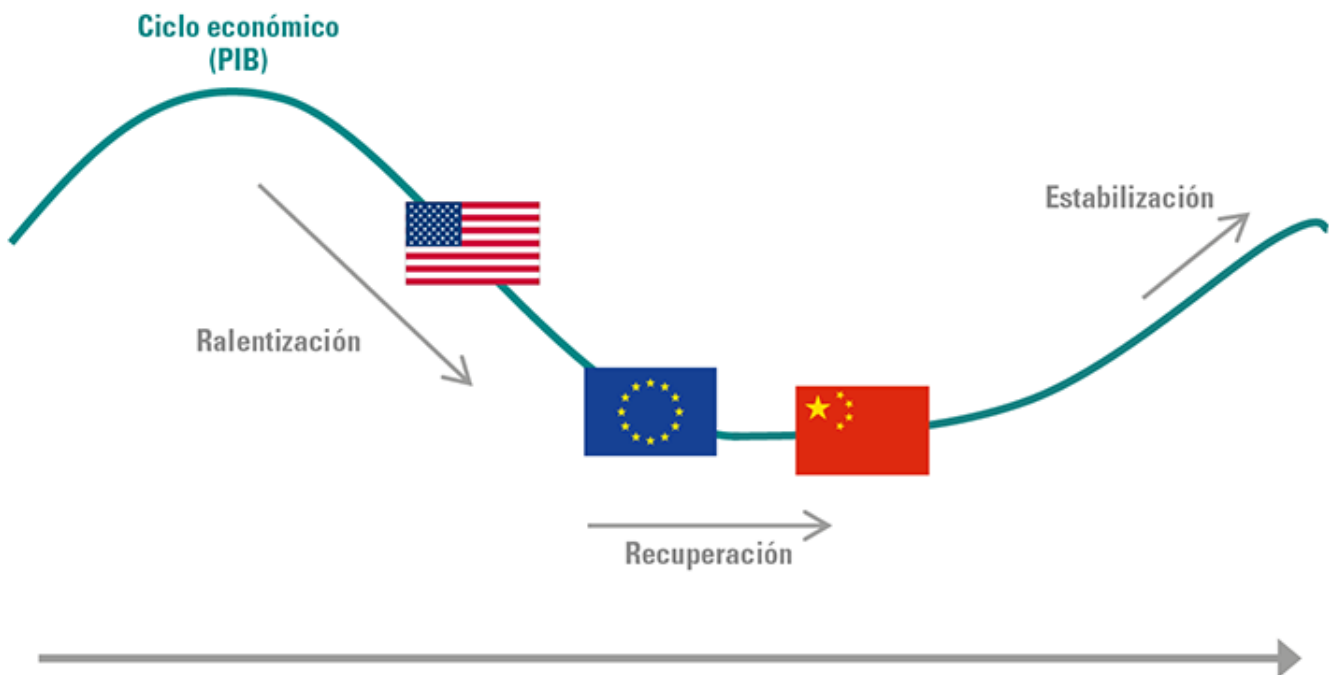
Las plazas bursátiles, han experimentado un primer trimestre récord tras un dramático cuarto trimestre de 2018, y podrían perpetuar esta tendencia de revalorización. Los valores de elevada visibilidad, capaces de incrementar sus beneficios de forma recurrente y dinámica, deberían seguir evolucionando favorablemente en el entorno de crecimiento moderado que seguimos experimentando. Desde un prisma más táctico, también creemos que determinados valores, más dependientes de la actividad económica, podrían recuperarse si, como pronosticamos, la ralentización estadounidense continúa siendo moderada, China confirma su repunte y Europa sorprende con el suyo. La depreciación del dólar alimentaría esta dinámica invertida en la que el resto del mundo lograría suplir a Estados Unidos en su papel de locomotora del crecimiento. Si el dólar cayera, el bloque emergente —con todas sus clases de activos— pasaría a ser el destino predilecto del capital internacional.

Seguimos priorizando los mercados de renta fija ante la postura acomodaticia de los bancos centrales. La perspectiva de una recuperación económica queda aún demasiado lejos en Estados Unidos como para justificar la implantación de una estrategia defensiva en el plano de los tipos de interés. Nos parece más bien que el conjunto de la curva estadounidense puede experimentar aún una verdadera caída, iniciada por los vencimientos cortos y que derivaría en un movimiento de inclinación. En Europa, por el contrario, la impresión de distanciamiento de las previsiones inflacionistas nos lleva a anticipar un aplanamiento de la curva. La política del BCE favorece asimismo las estrategias de *carry*.

En el mercado de divisas, esperamos los catalizadores de la depreciación del dólar que deberían acompañar la sorpresa de una economía mundial más resistente de lo previsto generalmente en la actualidad. La caída del billete verde generará excelentes oportunidades en el universo emergente.

¿En qué fase del ciclo de crecimiento estamos?

Ciclo económico



Fuente : Carmignac

Nuestra lectura macroeconómica y nuestro análisis de las interacciones entre los distintos mercados nos llevan a instaurar en nuestras carteras globales un nivel de exposición al riesgo de renta variable relativamente elevado, aunque contrarrestado por una infrponderación en las temáticas dependientes del ciclo económico. En los mercados de deuda pública, la sorprendente benevolencia de los bancos centrales nos lleva a mantener la exposición al riesgo de tipos, sobre todo en Estados Unidos. Hemos disminuido notablemente el riesgo de cambio mediante una exposición limitada a las monedas extranjeras, especialmente en nuestras carteras de carácter patrimonial.

Fuentes: Carmignac, Bloomberg, Datastream, a 29/03/2019.

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.

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.