

INFORME DE GESTIÓN - SEGUNDO TRIMESTRE DE 2018

T2 2018

por Frédéric LEROUX
Fund Manager
12.07.2018**Análisis económico**

El «America First» ha resultado ser no solo un eslogan, sino también la denominación de una política económica sin ambages que genera efectos positivos en el ambiente económico al otro lado del Atlántico. La capacidad de reacción de Estados Unidos —frente al inmovilismo europeo— conduce a la economía mundial a un antagonismo que la normalización de la política monetaria estadounidense no hace sino exacerbar. Bajo el efecto de las medidas de la Fed, han surgido las primeras tensiones en la liquidez mundial, intensificadas por el ascenso continuado del precio del petróleo. Si a estos dos importantes factores negativos les sumamos las amenazas de Donald Trump sobre el comercio mundial, nos damos de bruces con un auténtico cambio de paradigma. La concomitancia de estos factores debe llevarnos a verlos como los primeros indicios del debilitamiento de un sistema en sus últimos compases, más que como fenómenos independientes y específicos.

Visión global

En nuestro último informe, escribíamos: *«La moderada ralentización económica que prevíamos parece comenzar a materializarse, si bien con algo de retraso debido a los primeros efectos de la reforma fiscal estadounidense. Por otro lado, las regiones más cíclicas son las que demuestran las debilidades más evidentes, lo que valida el efecto retardador del descenso de la presión fiscal en EE. UU.»*. La ralentización en las regiones cíclicas —como Japón, Europa o algunas economías emergentes— es palpable, mientras que en Estados Unidos tarda aún en materializarse.

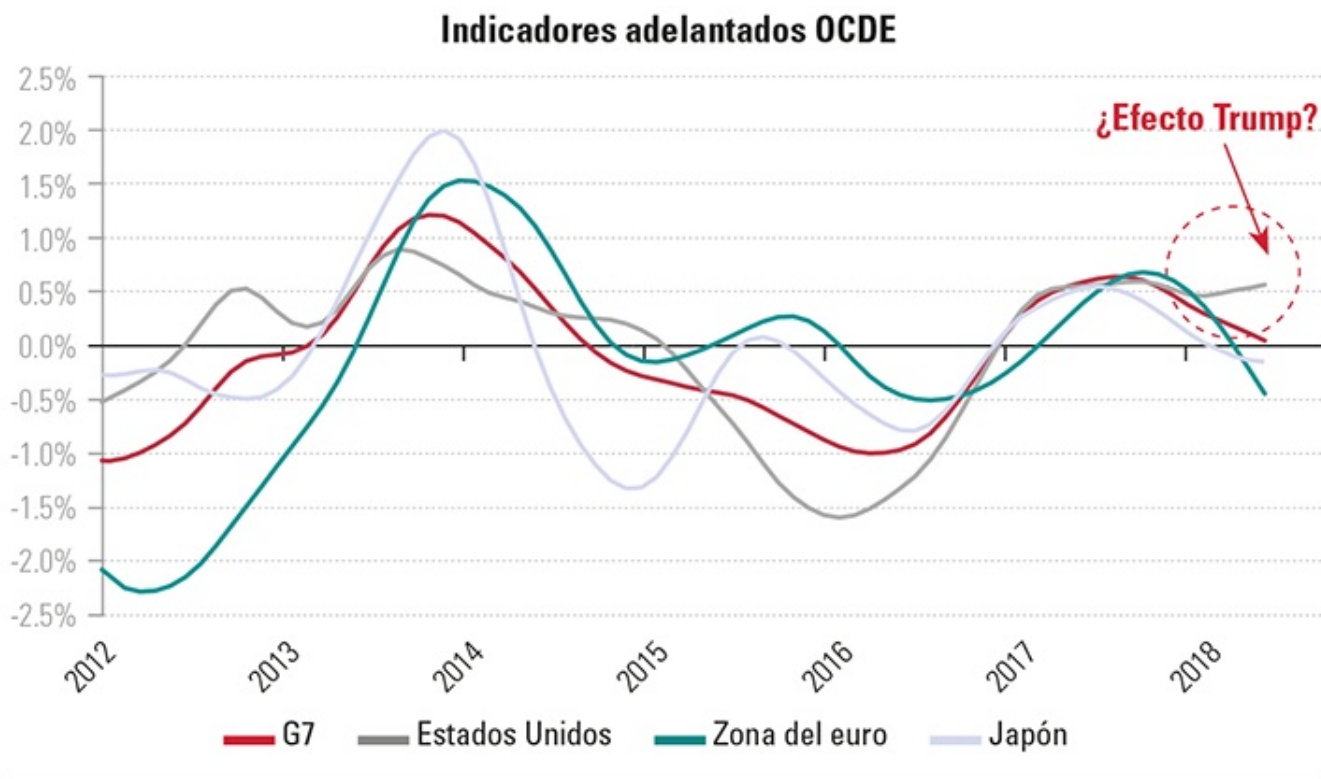
«America First», la versión operativa y radical del «Make America Great Again» que triunfó durante la campaña para las elecciones presidenciales, ha resultado ser no solo un eslogan, sino también la denominación de una política económica sin ambages que genera efectos positivos en el ambiente económico al otro lado del Atlántico.

La reforma fiscal a favor de la inversión empresarial y el consumo de los hogares, las medidas encaminadas al reequilibrio del comercio mundial en beneficio de Estados Unidos y la intensificación de la lucha contra la inmigración ilegal son los rasgos más visibles de una política que gira exclusivamente en torno al país y

explican, en gran medida, la resistencia del crecimiento de EE. UU. en detrimento del resto del mundo, a muy corto plazo.

La ralentización ya ha comenzado en Europa y Japón de forma clara

Pero la resistencia estadounidense es evidente



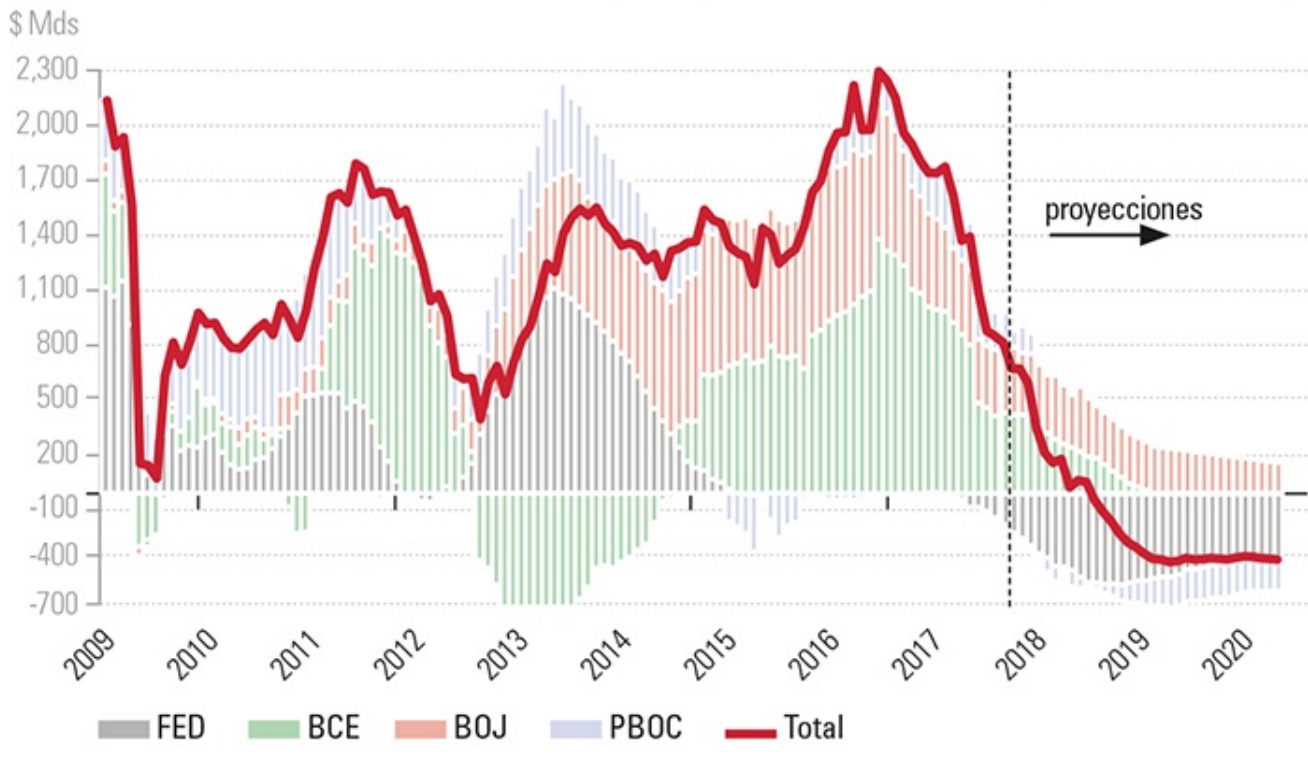
Fuente: OCDE, Carmignac, 05/2018

Este voluntarismo político, cuyos efectos económicos subestimamos, así como las nuevas muestras de debilidad del concepto europeo justifican a posteriori el cambio de rumbo que no supimos ver en el par euro/dólar. En efecto, la explosión prevista del déficit público estadounidense ha tenido poco efecto en la acentuación del diferencial de crecimiento a favor del país norteamericano en cuanto al par euro/dólar. Por esta razón, la valoración de los activos emergentes también se vio afectada y lastró la rentabilidad de nuestros fondos globales y emergentes durante el segundo trimestre.

La capacidad de reacción de Estados Unidos —frente al inmovilismo europeo— conduce a la economía mundial a un antagonismo que la normalización de la política monetaria estadounidense no hace sino exacerbar: bajo el efecto de las medidas de la Fed, han surgido las primeras tensiones en la liquidez mundial, intensificadas por el ascenso continuado del precio del petróleo, que también consume su porcentaje de liquidez. Después de un ritmo de inyecciones de efectivo de más de 200.000 millones de dólares al mes gracias a la acción combinada de los principales bancos centrales del mundo, la economía y los mercados han de adaptarse a unas inyecciones que ahora se limitan a 50.000 millones y que, a partir de octubre, caerán por debajo de 23.000 millones, para luego pasar a una retirada neta mensual de 5.000 millones en enero de 2019, si los bancos centrales se atienen a lo anunciado.

Liquidez: un cambio de paradigma de gran calado para los mercados impulsado por Estados Unidos

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



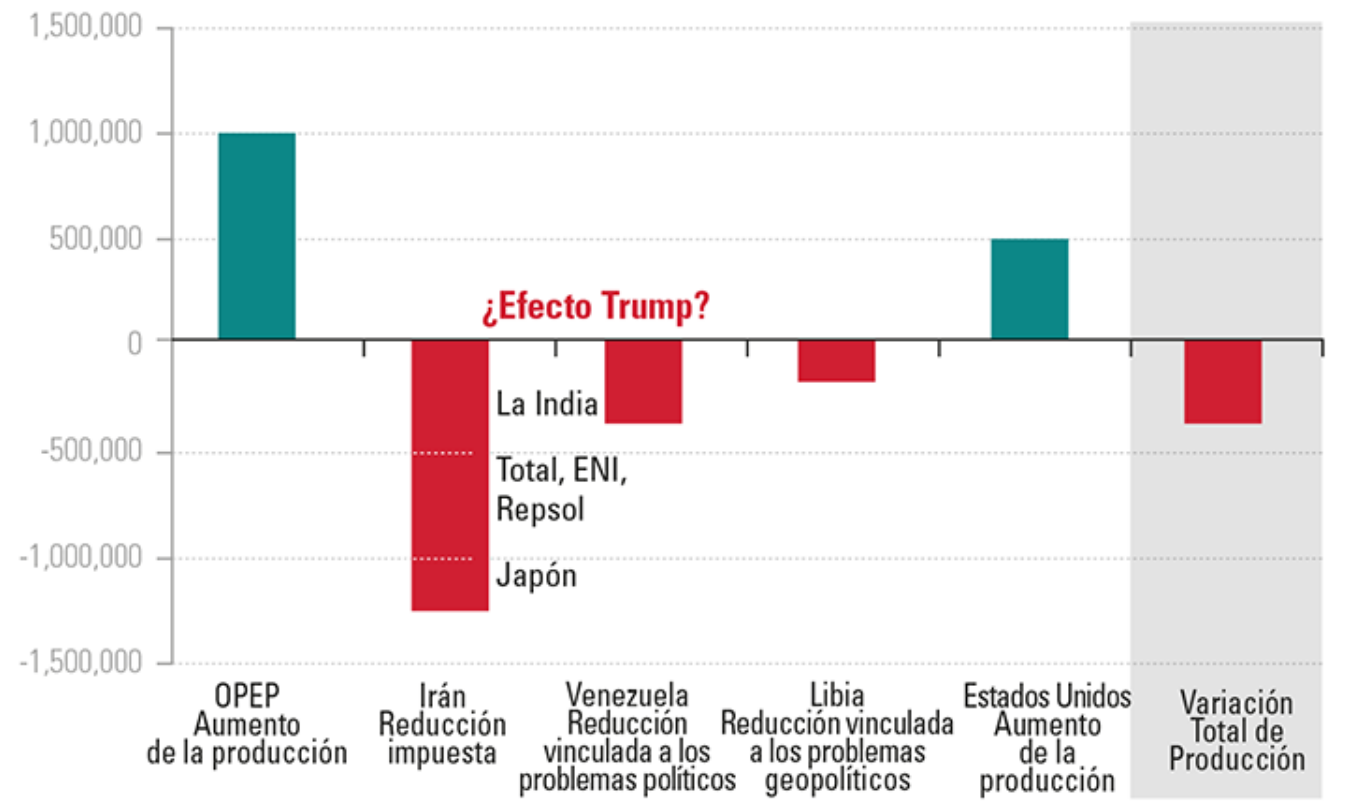
Fuente: Bloomberg, Carmignac, 07/2018

En paralelo, la subida de 10 dólares en el precio del petróleo en un plazo de seis meses ya ha mermado en 100.000 millones de dólares la capacidad de gastos discrecionales de las empresas y los hogares, al tiempo que los precios mantienen su tendencia alcista. Si a estos dos importantes factores negativos les sumamos las amenazas de Donald Trump sobre el comercio mundial, cuyo decrecimiento también contribuye a la reducción de la liquidez, nos damos de bruces con un auténtico cambio de paradigma. El repunte del dólar se nutre de todo ello al tiempo que lo retroalimenta. Las tensiones en las deudas de los países más dependientes de la financiación externa (Italia, Turquía, etc.), la caída de las divisas y los mercados bursátiles emergentes, así como las ampliaciones de los diferenciales de crédito de la deuda corporativa subordinada o las valoraciones bancarias en Europa son las primeras víctimas de este contexto. La concomitancia de estas crisis o tensiones locales debe llevarnos a verlas como los primeros indicios del debilitamiento de un sistema en sus últimos compases, más que como fenómenos independientes y específicos.

En cada una de las tres causas de la reducción de la liquidez, el factor político desempeña un destacado papel junto a los elementos económicos. En efecto, si la Fed sigue adelante con la normalización de su política monetaria es porque la política económica de Trump lo permite, e incluso lo justifica. Si los precios del petróleo continúan aumentando pese a la intención de la OPEP y de Rusia de incrementar su producción, esto se debe, al menos en parte, al deseo de Trump de prohibir las exportaciones iraníes.

La intransigencia de Trump provoca el aumento del precio del petróleo

barriles/día **Variación de la producción petrolera esperada de junio a diciembre de 2018**



Fuente: Carmignac, 29/06/2018

Y, por último, si el comercio mundial sigue debilitándose, también será, en parte, por la aplicación de las medidas proteccionistas del presidente Trump. El cambio de paradigma al que nos enfrentamos puede ser determinante para la economía y los mercados, aunque no hay nada inamovible: la versatilidad inherente al método Trump podría generar importantes cambios de rumbo que convendrá prever cuando el péndulo haya ido demasiado lejos o cuando la agenda política permita una postura estadounidense más matizada sobre los actuales factores de tensión o incluso —y sobre todo— cuando los mercados hayan mostrado claramente su desaprobación a dicho método si el consenso lo juzga económicamente contraproducente. La «economía de cuento de hadas» (Goldilocks) —caracterizada por un crecimiento débil, una inflación reducida y una sobreabundancia de liquidez; elementos que crean un contexto definitivamente muy favorable para los mercados financieros— está en suspenso en todo el mundo, sin efectos notables para Estados Unidos, donde cabría preguntarse si la prosperidad en solitario es sostenible a largo plazo.

Estados Unidos

De momento, la Reserva Federal y el presidente del país mantienen la coherencia entre sus actos y sus

palabras. La Fed —bajo la batuta de su nuevo presidente, Jerome Powell— devuelve al mercado los bonos adquiridos entre 2008 y 2014 a un ritmo de 20.000 millones al mes y sube regularmente sus tipos, que hoy en día se sitúan en el 2,0 %. El vigor de la economía estadounidense, cuyo ciclo parece haberse ampliado por las primeras iniciativas de Donald Trump, permite sin duda a la Fed continuar con la normalización de su política monetaria, a diferencia de otros grandes bloques económicos, que no parecen poder revalidar sus resultados de 2017.

Por su parte, Donald Trump implanta con determinación el programa por el que fue elegido presidente. Su objetivo es la América profunda, que ha sufrido la marginación más de lo que se ha beneficiado de las bondades financieras de la política monetaria no convencional. Bajada de impuestos para los hogares y las empresas, incentivos fiscales para la repatriación a Estados Unidos de cientos de miles de millones de dólares en beneficios obtenidos en el extranjero por las grandes empresas estadounidenses y hasta el momento acumulados en sucursales bancarias más allá de sus fronteras, una lucha más firme contra la inmigración, la búsqueda de un comercio mundial «equitativo»— según lo entiende Donald Trump (es decir, más favorable a Estados Unidos)— y, a continuación, el probable lanzamiento de un plan de inversión en infraestructuras y de una reforma integral del sistema sanitario estadounidense. Estos dos últimos puntos del programa solo podrán ponerse en marcha si las elecciones de mitad de mandato en noviembre se saldan con una mayoría republicana más clara que la que actualmente ostenta en ambas cámaras. La proximidad de esta cita electoral clave lleva al presidente estadounidense a mostrar posturas más extremas de lo previsto, tanto en materia de inmigración como de defensa de las firmas estadounidenses frente a sus competidoras mundiales.

La dinámica económica de Estados Unidos probablemente no permitirá por mucho tiempo una postura tan agresiva para con los socios comerciales del país ni continuar con la normalización monetaria al ritmo actual. No en vano, algunos de los principales indicadores adelantados de la coyuntura del país, pese a moverse cómodamente en terreno positivo, ya dan muestras de los primeros indicios de fatiga. Así, el crecimiento de la inversión en bienes de equipo, aunque se mantiene en un nivel elevado (9,2 %), no se ha acelerado a pesar de los incentivos fiscales de los que se beneficia. Del mismo modo, si bien el crecimiento anual del consumo todavía se sitúa en un 2,3 %, este solo ha registrado un mero 1,5 % anualizado en los últimos seis meses, esto es, su mínimo de los últimos cinco años, a pesar de las bajadas de impuestos y, en ocasiones, de las subidas salariales o los bonus extraordinarios otorgados por las empresas, quienes también se han beneficiado de reducciones de impuestos o han aprovechado oportunidades ventajosas para repatriar las ganancias obtenidas fuera de Estados Unidos. Aunque la confianza del consumidor todavía permite que la tasa de ahorro se mantenga en niveles muy bajos (3,2 %), nos parece razonable vislumbrar su restablecimiento progresivo.

La subida del precio del petróleo, en caso de continuar, también podría poner punto final a la singularidad del crecimiento estadounidense al mermar el poder adquisitivo de los hogares. La geopolítica «trumpiana», cuyo objetivo es hacer desaparecer a Irán de la oferta petrolera, nos lleva a pensar que la subida del precio del crudo debería seguir su curso y desembocar en la versión más clásica del final del ciclo, que conjuga una ralentización del consumo y de la inversión vinculada, en parte, al elevado precio del petróleo y a una subida de tipos impulsada por la inflación, de la que el oro negro es un componente importante.

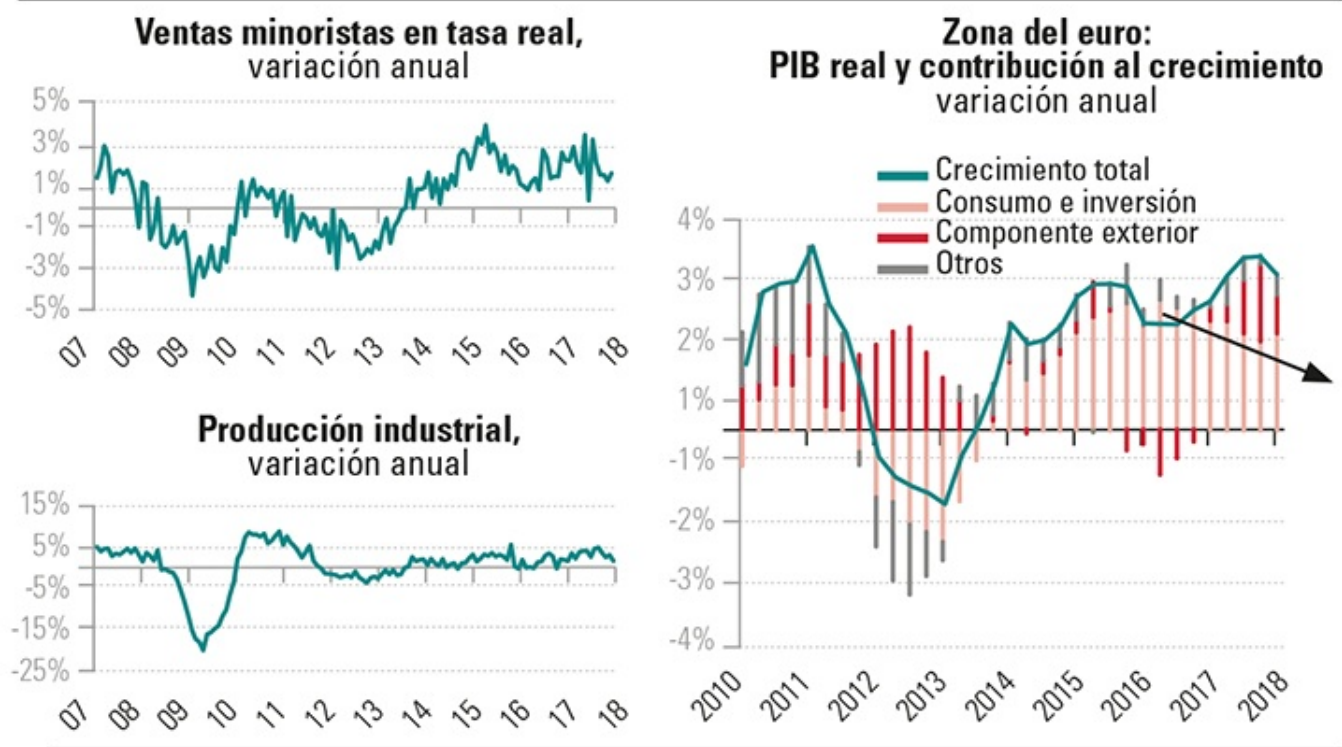
Según lo previsto, la inflación continúa con la senda alcista que inició a mediados de 2015. En mayo, se situó en el 2,8 % (máximos de los últimos seis años) si tenemos en cuenta los volátiles precios de la alimentación y la energía, y en el 2,2 % sin ellos. En nuestra opinión, esta variable continuará con su ascenso moderado

hasta julio, para luego volver a caer. Pero no podemos descartar la sorpresa de una subida continuada de la inflación o de una estabilización en niveles elevados. El petróleo y el pleno empleo (tasa de desempleo del 4 % de la población) podrían terminar por desencadenar un círculo vicioso entre la inflación salarial y los precios de los bienes y servicios, lo que comenzaría a erosionar notablemente los márgenes de las empresas. En ambos casos (decrecimiento autónomo o provocado por la Fed), el mercado deberá ajustarse considerablemente a una tasa de expansión diferente a las previsiones actuales antes de poder contar con el regreso de la indulgencia de la Fed.

Europa

En Europa, la senda trazada no discurre en paralelo a la estadounidense. El crecimiento ha decepcionado desde el primer trimestre de 2018, en sintonía con el debilitamiento del comercio mundial.

Europa: un crecimiento interno en fase de ralentización aunado a un menor apoyo del componente exterior



Fuentes:
Carmignac, CEIC, 05/2018
Carmignac, CEIC, 03/2018

Se prevé que el crecimiento para el conjunto del año se situará en el +2,2 %, frente al 2,4 % de 2017, y en comparación con el 2,9 % previsto en Estados Unidos tras el 2,3 % del año pasado. El factor político parece haber influido. Las veleidades separatistas catalanas, la coalición de partidos con ideologías extremas en Italia, la manifestación del descontento por la victoria de fuerzas extremas en el centro de Europa y, por último, el debilitamiento de Angela Merkel ponen en peligro los cimientos europeos y, con ello, la confianza

económica. En casi un 2 %, el crecimiento de la producción industrial se encuentra en mínimos del último año, al igual que el de las ventas minoristas, en el 1,5 %. En Alemania, el efecto de la disminución del comercio mundial es muy visible: los pedidos de bienes duraderos procedentes del exterior de la zona del euro han caído un 3 %.

Resulta sorprendente que la ralentización de Europa, al igual que la de Japón, se materialice antes que cualquier atisbo de debilidad en Estados Unidos, mientras que las políticas monetarias continúan siendo especialmente laxas. La atonía del crecimiento es un verdadero quebradero de cabeza para los políticos, puesto que es la causa de buena parte del descontento de la población sobre la construcción europea. En estas condiciones, la previsión —tantas veces frustrada— de un impulso presupuestario por parte de Alemania a favor del crecimiento en Europa no es totalmente infundada, ya que podría contribuir a amortiguar la normalización monetaria prevista a manos del BCE. En efecto, la institución debería reducir a la mitad sus compras de bonos a partir de octubre hasta 20.000 millones de euros, para luego eliminarlas por completo en enero de 2019.

Países emergentes y Japón

En el universo emergente, las amenazas políticas en el ámbito del comercio mundial exacerbaban los efectos de las tensiones de liquidez y de la apreciación del dólar. El notable descenso generalizado de las monedas emergentes, así como el de los mercados bursátiles —con algunas excepciones, como la India— ponen de manifiesto tensiones en la liquidez mundial, la revalorización del dólar y las amenazas que se ciernen sobre el libre comercio. Argentina y Turquía, con su cuantiosa deuda en dólares, son las víctimas más visibles de esta coyuntura, si bien representan un ejemplo para el conjunto de los mercados internacionales de los posibles efectos del cambio de paradigma monetario, si no se aplica con mesura y compensaciones.

El pulso comercial que mantienen China y Estados Unidos podrá acaparar la atención de cara a las elecciones de mitad de mandato en noviembre al otro lado del Atlántico e impedir cualquier mejora notable de la percepción del riesgo emergente por los actores del mercado, sobre todo si el dólar sigue apreciándose. En China, el componente interno del crecimiento pierde fuelle: la progresión de las ventas minoristas sigue cayendo hasta un mero 6,7 %, frente al 9,5 % de hace un año. En paralelo, el aumento de la concesión de créditos retoma sus cotas mínimas del año 2015, en un 12,5 %. Este país no puede tomarse a la ligera las amenazas para el comercio mundial, puesto que sus ventas a Estados Unidos son casi cuatro veces superiores a las ventas en sentido contrario.

Con todo, no creemos en una guerra comercial sin cuartel ni en la disminución del libre comercio, sino más bien al contrario: a largo plazo, apostamos por el establecimiento de buenas prácticas más respetuosas, concretamente, con la propiedad intelectual. Estados Unidos cuenta con buenos argumentos que esgrimir.

Estrategia de inversión

El ajuste monetario —iniciado con éxito en Estados Unidos y pendiente de llevarse a cabo en Europa—, aunado a la subida del precio del petróleo y a las amenazas verbales que se ciernen sobre el comercio mundial, se suma a la apreciación del dólar para generar unas condiciones de liquidez considerablemente menos favorables para los mercados. Sus eslabones débiles se han visto, en ocasiones, afectados de forma

especialmente marcada (Argentina, Italia, etc.).

La leve ralentización que seguimos anticipando para Estados Unidos debería contribuir a una falta de confianza respecto de los activos de riesgo, algo que hemos reflejado en nuestra estrategia global mediante la reducción de las exposiciones a la renta variable en Carmignac Investissement hasta el 86 % y en Carmignac Patrimoine hasta el 26 %. Sin embargo, no creemos estar ante un escenario catastrófico que justificaría la adopción inmediata de medidas orientadas a reducir al máximo los riesgos. En nuestra opinión, los analistas y los propios mercados han exagerado las amenazas para el comercio mundial, que deberían disiparse de aquí a finales de año. También pensamos que la amenaza inflacionista en EE. UU. no ha llegado a concretarse y que la ralentización estadounidense podría no hacerse patente hasta después del verano. En esta coyuntura, los mercados nos ofrecerían mejores condiciones para disminuir el riesgo de manera más drástica en nuestras carteras.

En las plazas bursátiles, mantenemos intacta nuestra exposición al sector petrolero estadounidense, ya que la intransigencia de Donald Trump respecto de Irán, concretamente, garantiza que los precios del crudo continuarán en niveles elevados. Priorizamos los valores tecnológicos, que consideramos menos dependientes del ciclo económico, además de capaces de revalorizarse en un entorno de tipos de interés apuntalados por la normalización monetaria. Mantenemos nuestra preferencia por las acciones de compañías estadounidenses poco cíclicas en la medida en que se benefician de un nuevo tratamiento fiscal que favorece las recompras de acciones. Tras la severa corrección que sufrieron, los mercados emergentes, y la renta variable china en particular, podrían recuperarse en gran medida una vez se aplaquen las tensiones comerciales, puesto que son menos vulnerables a la contracción de la liquidez mundial.

Los mercados de tipos de interés mostraron derivas dispares. Los tipos alemanes a diez años, en el 0,3 %, se deben exclusivamente al mantenimiento de una política monetaria ultralaxa durante algo más de tiempo de lo previsto, aunque con un futuro en entredicho a causa de unos efectos secundarios cada vez más debatidos. Ciertamente, sus homólogos estadounidenses podrán estabilizarse durante algún tiempo por debajo del 3 % ante la desaceleración económica prevista, aunque no esperamos una caída importante, habida cuenta de la normalización monetaria de la Fed y de la resistencia de la economía del país. La deuda corporativa debería abordarse con prudencia en vista del deterioro de la liquidez, cuyos efectos negativos ya visibles podrían intensificarse en caso de que Estados Unidos entrara en una fase de ralentización.

En el mercado de divisas, la evolución del par EUR/USD es incierta. Aunque, a medio plazo, la doble ampliación del déficit fiscal y comercial de Estados Unidos apunta inevitablemente a una depreciación del billete verde, a corto plazo el excepcional estado de salud de la economía del país, su política de rapiña frente a sus socios comerciales y la normalización monetaria de la Fed abogan por un fortalecimiento de la moneda. Asimismo, las carteras muestran exposiciones bastante similares a las de los índices de referencia, al tiempo que adoptamos una cobertura más específica mediante una posición vendedora en el yuan frente al dólar para protegernos frente a los posibles riesgos de recrudescimiento de la «guerra» comercial.

Fuente: Bloomberg, a 29/06/2018

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.

