

INFORME DE GESTIÓN – TERCER TRIMESTRE 2017

T3 2017

por Frédéric LEROUX
Fund Manager
26.10.2017

El crecimiento mundial siguió fortaleciéndose de forma gradual, gracias principalmente al impulso de Europa y los países emergentes. 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. Globalmente, el retorno del impulso cíclico en la economía es efectivo, favorecido por las expectativas de normalización monetaria y confirmado en su fase ascendente por la falta de repercusiones que tuvieron las incertidumbres políticas sobre los mercados y la resistencia de la economía estadounidense.

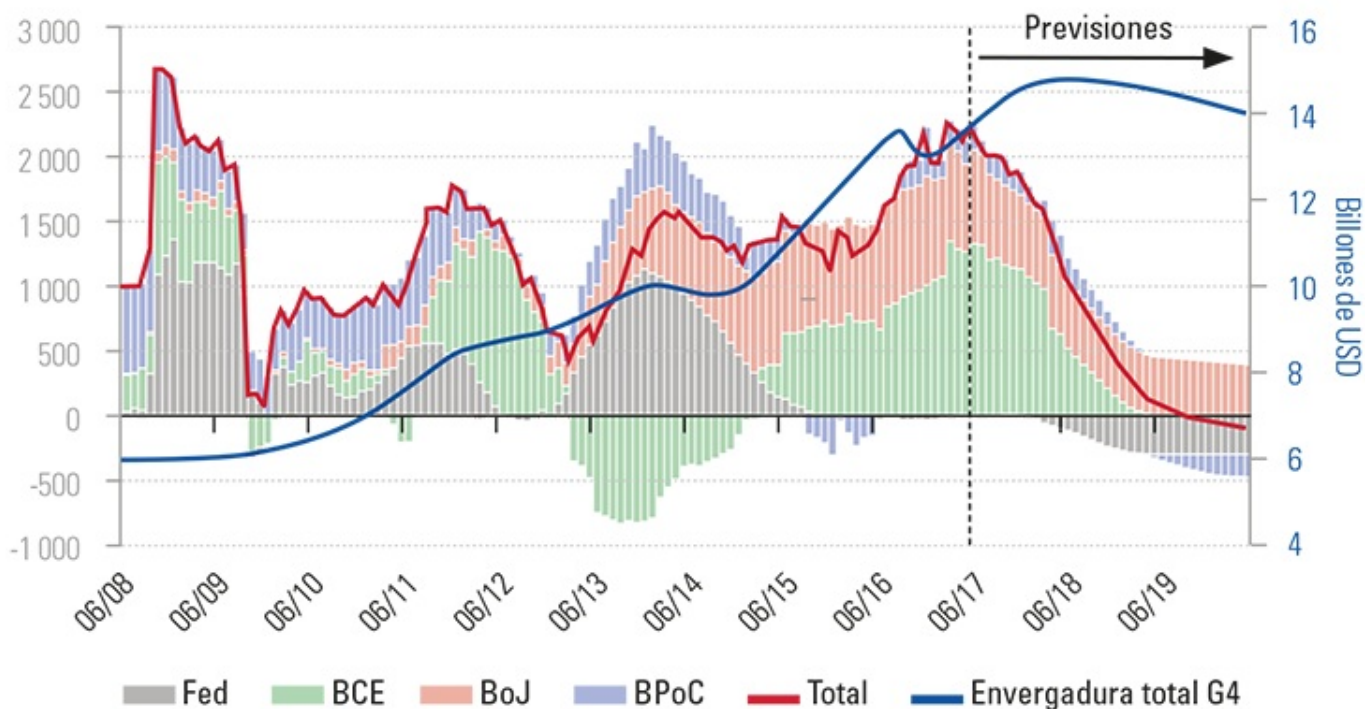
Visión global

Hace tres meses, escribíamos lo siguiente en la ampliación de nuestro análisis del trimestre anterior: *«La voluntad de normalización monetaria expresada casi al unísono por los bancos centrales, la fortaleza de los últimos indicadores adelantados estadounidenses y la persistencia del crecimiento mundial sincronizado, aunque moderado, justifican que preveamos, a diferencia del consenso, el retorno del impulso cíclico en la economía, que debe ir acompañado de una fase ascendente lo suficientemente dinámica para forzar a los bancos a cambiar su política».* Añadíamos que *el dinamismo moderado de la economía estadounidense era «la mejor defensa frente a una drástica contracción de la liquidez mundial», pero que «el tiempo en el que la inquietud de las presiones deflacionistas llevaba a la Fed a posicionarse claramente por detrás del ciclo para asegurarse de no debilitarlo ha pasado».*

No tenemos nada reseñable que añadir a esta visión del panorama económico. La croissance mondiale a poursuivi son raffermissement graduel sous l'impulsion principale de l'Europe et des pays émergents. La normalisation monétaire approche aux États-Unis et en Europe, malgré la persistance d'une inflation faible, assurant une réduction contrôlée de la liquidité par les Banques centrales. El desconcierto creciente de la Fed respecto a la falta de inflación afianza nuestra opinión, sin que por ello bajemos la guardia ante las evoluciones futuras de los precios que el ciclo sigue siendo capaz de estimular. Globalmente, el retorno del impulso cíclico en la economía es efectivo, favorecido por las expectativas de normalización monetaria y confirmado en su fase ascendente por la falta de repercusiones que tuvieron las incertidumbres políticas sobre los mercados y la resistencia de la economía estadounidense.

Absorber (normalizar) no es cuestión baladí...

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



Fuente: Carmignac, a 30/06/2017

Asimismo, los rendimientos de la deuda pública apenas presentaron variaciones, mientras que los mercados de renta variable, como se esperaba, se beneficiaron de la persistencia del crecimiento y de unas condiciones monetarias aún acomodaticias. Las temáticas cíclicas compensaron parcialmente su debilidad de principios de año (sector energético) y los valores con buena visibilidad conservaron su impulso al mantenerse sus perspectivas de crecimiento, al igual que ocurrió en gran medida con nuestros valores del sector tecnológico. En cuanto a las divisas, el euro se apreció hasta rondar el nivel de los 1,21 dólares, un 17 % por encima de su mínimo alcanzado en enero, debido a la mejora gradual de las perspectivas de crecimiento mundial, antes de ceder algo de terreno.

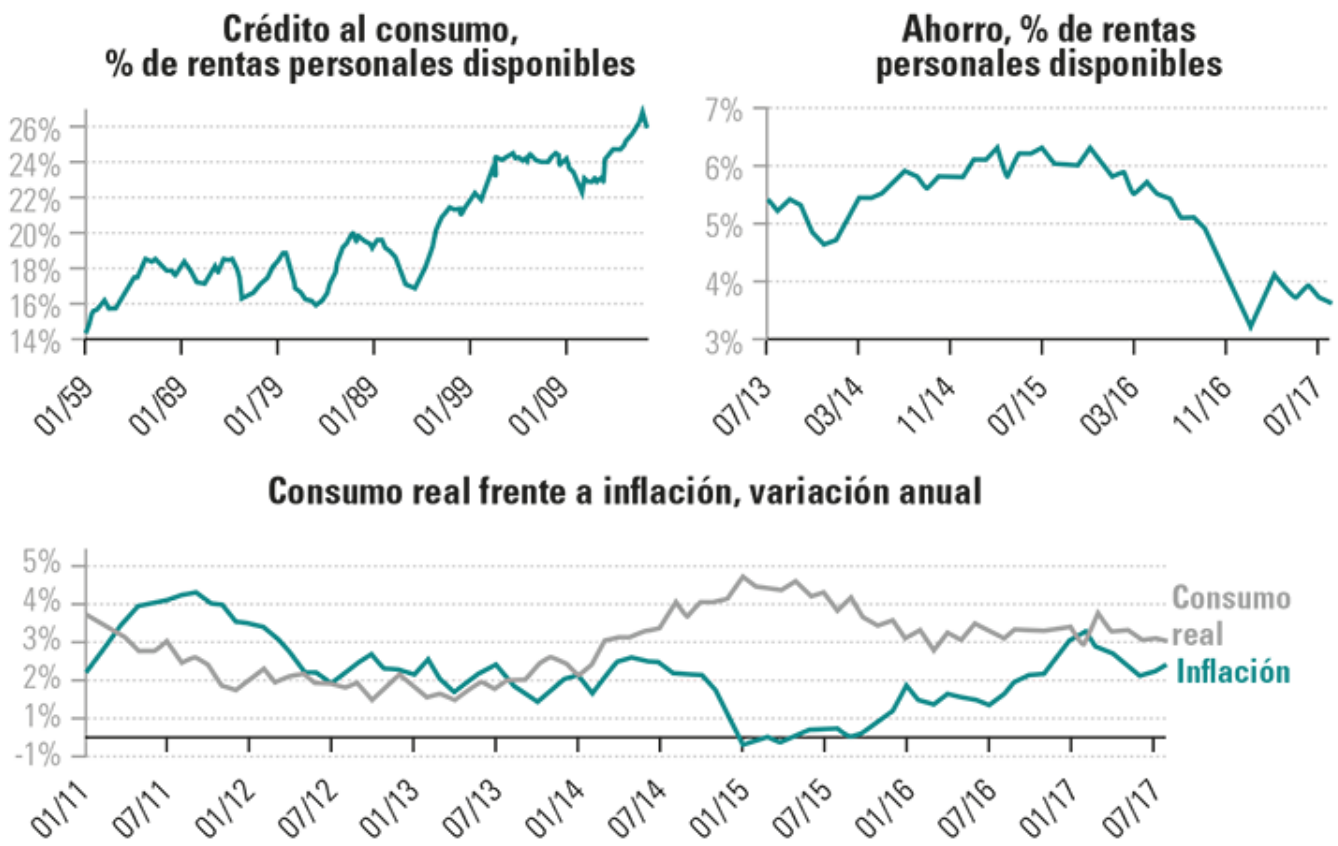
Las próximas semanas serán determinantes para la economía mundial y los mercados. En ese lapso de tiempo, la Fed reducirá de forma moderada la reinversión de los cupones y de los bonos vencidos que mantiene en su balance y el BCE especificará el ritmo al que reducirá sus compras de bonos. La combinación de estas dos normalizaciones monetarias podría conllevar que las inyecciones de liquidez a escala mundial pasen de 2,5 billones de dólares anuales a cero en treinta meses. Después de que los bancos centrales hayan inyectado liquidez de forma masiva y poco ortodoxa durante diez años y en un contexto en el que la reducción del apalancamiento de la economía mundial sigue lastrando estructuralmente el crecimiento a largo plazo y la inflación, la dependencia es muy elevada.

Igualmente, consideramos improbable que la retirada de estímulos monetarios tenga lugar de una manera tan rápida como se ha anunciado. Sin embargo, la vuelta (aunque sea parcial) a un funcionamiento más «normal» por parte de los bancos centrales terminará por repercutir en la actividad. Las razones esgrimidas a favor de que el funcionamiento de las entidades emisoras vuelva a la normalidad tienen como denominador común la amenaza inflacionista estadounidense, que lastraría una tasa de desempleo justo por encima del 4 %, y la percepción de una sincronización efectiva del crecimiento en las distintas regiones tal y como anuncian la gran mayoría de los indicadores económicos adelantados. Cabría preguntarse si esta sincronización aparente del crecimiento mundial y la tregua en la crisis europea ofrecen realmente a los bancos centrales la oportunidad que esperaban desde hace tanto tiempo o si la normalización monetaria anunciada debe verse como un error de percepción de la Fed, que estaría sobrestimando el impulso del crecimiento estadounidense.

Estados Unidos

En Estados Unidos, a pesar de que el Gobierno de Trump no ha puesto en marcha medida alguna para favorecer el crecimiento, la economía mantiene un ritmo de actividad cercano al 2,5 %. El consumo se ve respaldado por una tasa de ahorro a la baja que supone el 3,6 % de los ingresos; por la continuidad del crecimiento del crédito al consumo, que pasa a representar un 27 % de los ingresos disponibles —un máximo histórico—; y por los efectos retardados de la desinflación observada desde el mes de marzo. La inversión registra un crecimiento interanual del 3,6 %, pero el crecimiento de los nuevos pedidos de bienes duraderos, que preceden la inversión, se ha reducido a una tasa anualizada del 10 % al 5 % a seis meses. Observamos la misma tendencia en el crecimiento de las exportaciones, que cae a cero durante el mismo periodo, rasgo común de muchos grandes exportadores mundiales.

Estados Unidos: el consumo ha quemado algunos cartuchos, pero la desinflación seguirá siendo favorable



Fuente: Carmignac, CEIC, a 31/08/2017

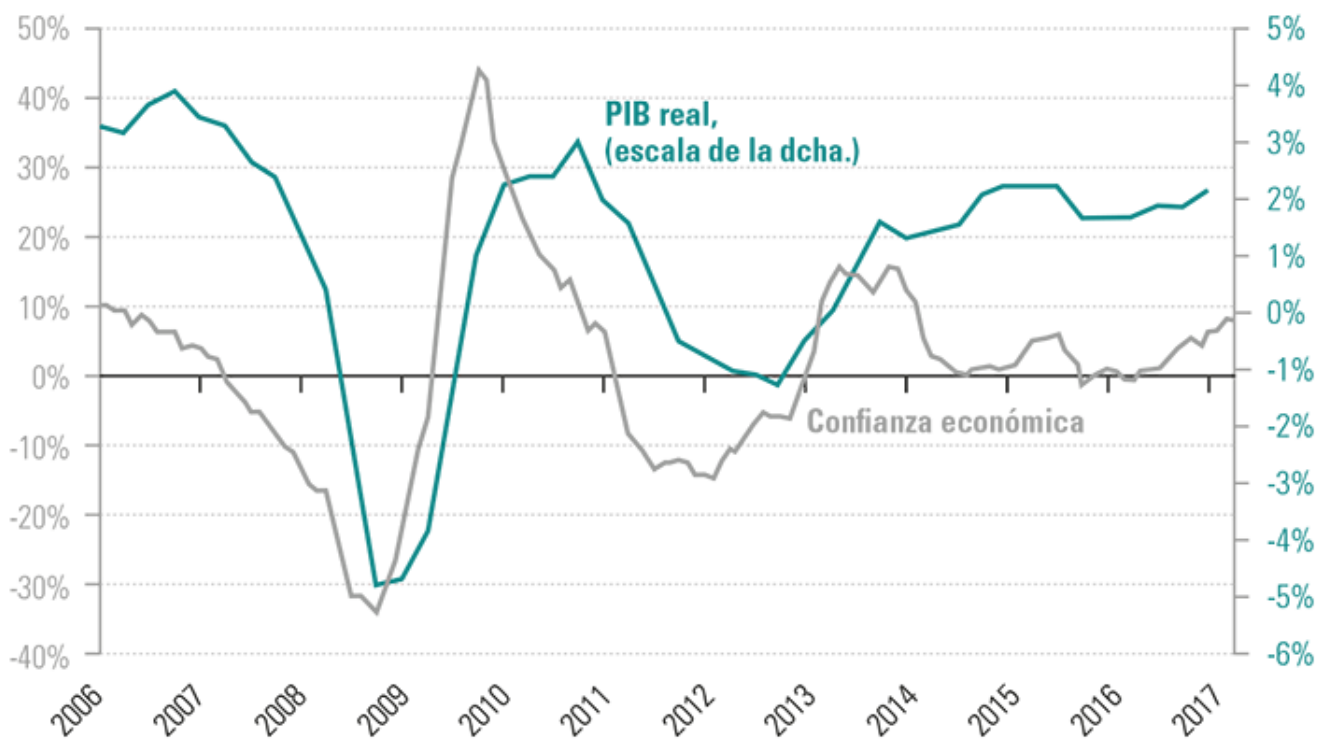
El comportamiento sumamente dispar de los principales indicadores adelantados de la actividad industrial — el índice ISM manufacturero registró en septiembre su nivel más alto de los últimos 20 años, con 60,8, mientras que el índice Markit PMI volvió a la zona de mínimos de los últimos años— no resulta propicio para elaborar un diagnóstico certero. Consideramos que el consumo ya ha jugado sus mejores cartas, que la inversión se está debilitando gradualmente y que únicamente la perspectiva de una reforma fiscal permite que el crecimiento estadounidense se mantenga en la tasa media de entre el 2,0 % y el 2,5 % de los diez últimos años. La retirada de la liquidez orquestada por la Fed a un ritmo de 10.000 millones de dólares al mes y de 20.000 millones al mes a partir de enero tendrá consecuencias funestas para el crecimiento. No obstante, esta reducción podrá verse compensada durante un tiempo por la persistencia de la evolución favorable de la economía europea y emergente. Sin embargo, la complacencia no está a la orden del día y el crecimiento depende cada vez más de lo fino que hile la Fed.

Europa

El panorama económico europeo se muestra especialmente despejado. La confianza de los consumidores y de los directivos de las empresas se muestra elevada y al alza, los datos industriales de la locomotora alemana son sólidos y la coyuntura francesa se beneficia claramente de la llegada al poder de un presidente visiblemente favorable al mundo empresarial. De acuerdo con todas las últimas previsiones del FMI, Europa debería crecer un 2,1 % este año y un 1,9 % el próximo. Esta revisión al alza de las perspectivas se explica por diversas razones, pero Francia, Italia y España han sido los principales responsables. Italia confirma su buen estado de forma con un crecimiento de su producción industrial a doce meses del 5,7 % en agosto. La fase ascendente del ciclo podría prolongarse y amplificarse si la normalización monetaria estadounidense se dosifica de forma adecuada. La solidez de la coyuntura nos acerca a la reducción de las compras de bonos por parte del BCE hasta los 30.000 millones de euros mensuales según las previsiones. En estas condiciones, los tipos alemanes a diez años por debajo de 0,5 % pasarán a ser una anomalía flagrante y el repunte de los tipos de los bonos europeos será un elemento tangible de la normalización que podría poner a prueba el crecimiento.

Zona del euro: el eslabón fuerte de la economía mundial

Zona del euro: PIB y confianza económica, variación anual



Fuente: Carmignac, CEIC, 29/09/2017

Si la zona del euro es la locomotora de la fase ascendente del ciclo en curso, no se puede decir lo mismo del Reino Unido. La depreciación del 17 % de la libra frente al euro desde el brexit, junto con una inflación que alcanza un +2,9 % en agosto, podría dar lugar a un círculo vicioso que se alimentaría de un deterioro de la

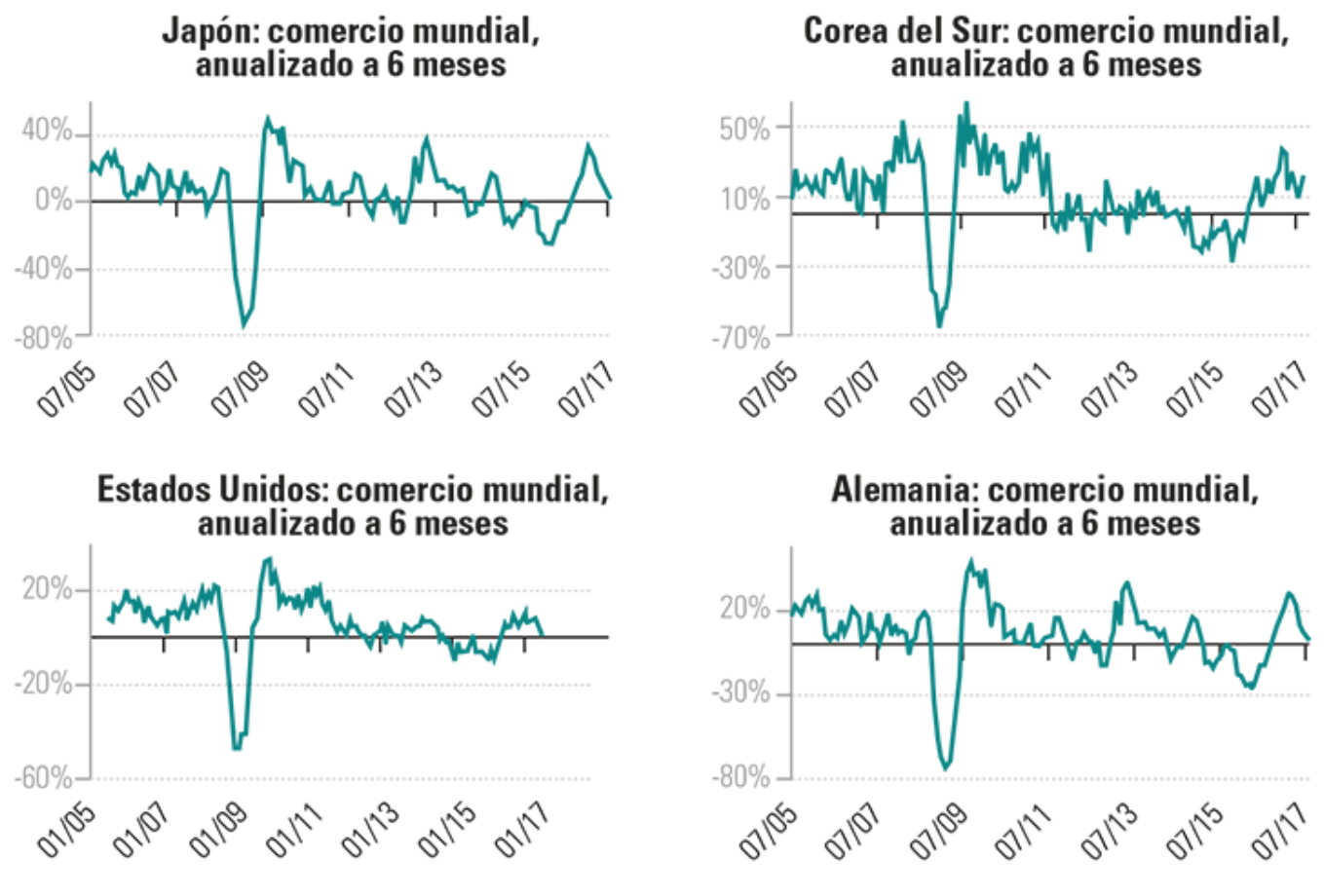
balanza de capitales, lo que posibilitaría una crisis cambiaria como las que han sufrido numerosos países emergentes. Las modalidades del brexit resultarán determinantes para la economía británica y, en estos momentos, no se puede descartar un escenario interno catastrófico en términos político-económicos. En cambio, sí que podemos descartar que la zona del euro sufra un marcado contagio económico por esta situación.

Países emergentes y Japón

El universo emergente sigue beneficiándose de varios factores: la depreciación del dólar, los tipos bajos, la fortaleza económica europea, el mantenimiento de un crecimiento estadounidense satisfactorio y, hasta ahora, una combinación de políticas chinas que favorece al conjunto del universo emergente. De un modo más general, los países de este universo se benefician de la inercia del ciclo de crecimiento actual. Brasil, por ejemplo, actor emblemático al extremo de la cadena de producción, se beneficia plenamente de esta situación: su crecimiento pasó de -3,6 % en 2016 a un +2 % estimado para 2018. Sin embargo, como indicábamos en nuestro informe anterior, si bien el Congreso del Partido Comunista chino celebrado en octubre garantizaba la estabilidad económica, como así ha sido, no es menos cierto que las ventas minoristas y la producción industrial del gigante asiático se ven perjudicadas por el leve ajuste monetario orquestado por el Banco de China con el objetivo de reabsorber el exceso de capacidad.

Además, como mencionamos anteriormente, la dinámica del comercio mundial se ha debilitado considerablemente estos últimos meses: al igual que en Estados Unidos, el crecimiento de las exportaciones chinas (del mismo modo que las japonesas y alemanas), en base anualizada de los últimos seis meses, vuelve a cero tras una mejora considerable durante los trimestres anteriores. La confirmación de esta tendencia resultaría fatídica para el crecimiento mundial, cuyo vector de difusión es el comercio internacional. La dinámica futura del comercio mundial merece pues toda nuestra atención. El mercado repunte (+35 %) que han experimentado en fechas recientes los datos de las exportaciones coreanas, sumamente volátiles, en una fase muy temprana del ciclo mundial resulta, a este respecto, una señal alentadora. Sea como fuere, la continuidad tendencial de la mejora de las balanzas por cuenta corriente en la esfera emergente y la libertad, a menudo recobrada, en materia de política monetaria hacen que resulte muy probable que persista el mercado repunte bursátil iniciado en 2017 tras seis años decepcionantes.

Debilitamiento cíclico propagado por el comercio mundial



Fuente: Carmignac, CEIC, a 29/09/2017

Estrategia de inversión

Cabría preguntarse si la amenaza que se cierne sobre la liquidez mundial ante el cambio en la política de la Fed y, en menor medida, del BCE podría aguar la fiesta a los mercados de renta variable. Lo dudamos. Aunque nadie puede descartar por completo el riesgo de que se produzcan errores en materia de política monetaria, 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, es poco probable que estos últimos lleven a cabo una subida marcada de sus tipos de referencia. A este respecto, el riesgo de que se produzca un recalentamiento en la economía estadounidense provocado por un estímulo fiscal de gran calado sería motivo de preocupación para nosotros... si realmente pensáramos que la Administración Trump tiene alguna opción de llevar a buen puerto su proyecto de reforma fiscal.

Así, mantenemos una exposición elevada a los mercados de renta variable, equilibrada entre los títulos y sectores con buena visibilidad, menos dependientes del ciclo económico (sector tecnológico), y aquellos más sensibles a la actividad, como el energético, que de hecho brinda una excelente cobertura frente al riesgo geopolítico de Oriente Medio y frente al riesgo de repunte de la inflación. En lo que respecta a los activos de

renta fija, el inicio de la normalización en el contexto de crecimiento sincronizado que describimos contribuirá a tensar los rendimientos de la deuda pública de referencia, lo que justifica una sensibilidad reducida a los tipos de interés. Únicamente la deuda pública emergente y los títulos bancarios tienen, desde nuestro punto de vista, suficiente valor como para tener una amplia presencia en nuestras carteras o merecer una reexposición. En el mercado de divisas, la continuidad de la difusión del crecimiento mundial tenderá a seguir favoreciendo las divisas del resto del mundo frente al dólar y a justificar nuestra escasa exposición al billete verde.

Fuente de las cifras: Carmignac, CEIC, a 30/09/2017

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.