

INFORME DE GESTIÓN - TERCER TRIMESTRE DE 2018

T3 2018

23.10.2018

Análisis económico

La continuación de la tendencia de reducción de la liquidez y la posible persistencia de leves tensiones inflacionistas en EE. UU. y, en cierta medida, en Europa, resultan indicativas de un cambio de paradigma en el mercado, tal y como refleja la subida de los rendimientos de la renta fija en los principales mercados mundiales. Tras nueve años de crecimiento ininterrumpido, se acerca el final del ciclo. No obstante, consideramos que la Fed actuará ateniéndose a esta evolución a la hora de subir los tipos de interés. El objetivo es prolongar lo máximo posible el crecimiento y dar pie a un ligero incremento de la inflación, factores que, por sí mismos, pueden contribuir a reabsorber el endeudamiento. Cabe pues preguntarse si el cambio de paradigma que percibimos en la inflación y las políticas monetarias permitirá que los mercados bursátiles sigan manteniendo una orientación positiva. Las tensiones en el plano comercial bien podrían poner en tela de juicio la continuidad de la revalorización de los activos, debido a la combinación de sus efectos inflacionistas con los de la ralentización a escala mundial.

Visión global

Hace tres meses escribíamos: «America First», la versión operativa y radical del «Make America Great Again» (...) 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 (...) y explica, en gran medida, la resistencia del crecimiento de EE. UU. en detrimento del resto del mundo. Y añadíamos: «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».

El estímulo presupuestario impulsado por la Administración Trump sigue generando efectos positivos evidentes en la actividad estadounidense, al tiempo que impone al resto del mundo unos tipos de interés cada vez menos compatibles con su menor dinamismo económico, dado que el vigor estadounidense permite a la Reserva Federal proseguir con su normalización monetaria. Este ajuste monetario ha seguido debilitando al universo emergente que, además, debe ahora adaptarse a unos márgenes de maniobra cada vez más reducidos en China. Por su parte, Europa no para de acumular decepciones que engrosan las filas de los partidos nacionalistas, cuyas políticas económicas no suelen ajustarse a las limitaciones de la zona del

euro. La continuación de la tendencia de reducción de la liquidez y la posible persistencia de leves tensiones inflacionistas en EE. UU. y, en cierta medida, en Europa, resultan indicativas de un cambio de paradigma en el mercado, tal y como refleja la subida de los rendimientos de la renta fija en los principales mercados mundiales.

Las tensiones en los tipos de interés, junto con la ralentización económica en China y las importantes amenazas a las exportaciones hacia Estados Unidos, han provocado marcadas pérdidas en nuestras carteras internacionales, sobre todo en el plano de las inversiones emergentes. La durísima línea escogida por Donald Trump, que parece rechazar toda posibilidad de negociación a corto plazo con China, ha acentuado la rentabilidad inferior de los países emergentes. Al mismo tiempo, la resistencia de la economía estadounidense ha permitido el repunte de las temáticas cíclicas en las que estábamos infraponderados, pero sin que ello se traduzca en una revalorización de los valores auríferos, que conservábamos a modo de cobertura.

Cabe pues preguntarse si el cambio de paradigma que percibimos en la inflación y las políticas monetarias permitirá que los mercados emergentes se recuperen y, además, que los mercados bursátiles en su conjunto mantengan su orientación positiva. Las tensiones en el plano comercial que la mayoría de analistas califican como guerra comercial bien podrían poner en tela de juicio la continuidad de la revalorización de los activos, debido a la combinación de sus efectos inflacionistas con los de la ralentización a escala mundial. Sin embargo, estas tensiones también parecen constituir una viril negociación iniciada por un dirigente estadounidense deseoso de que cada uno de sus principales socios contribuya de forma «justa» al equilibrio de los intercambios comerciales.

En este sentido, Donald Trump ya ha obtenido unos resultados convincentes con los socios del acuerdo anteriormente denominado TLCAN, así como con Corea del Sur, mientras que Europa y Japón se enfrentan a una menor presión. Aún debe lograr un acuerdo con China, fuente de una parte considerable del déficit comercial estadounidense. La cuestión de la propiedad intelectual y de la transferencia forzada de tecnología constituye una línea roja para el presidente estadounidense, capaz de impedir un acuerdo de mayor envergadura a corto plazo, puesto que de ello depende la supremacía tecnológica —y, por tanto, económica— de EE. UU.

Estados Unidos

En este último país, nuestra hipótesis de base desde hace algunos trimestres era la de una ligera ralentización que no impediría la continuación de la normalización monetaria a manos de la Fed. No obstante, hace tres meses nos parecía factible la siguiente hipótesis: «No podemos descartar la continuidad de la subida de la inflación o una estabilización de los precios en niveles elevados. El petróleo y el pleno empleo 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».

Estábamos describiendo, aunque sin nombrarlo, el clásico efecto del agotamiento del exceso de capacidad de producción disponible (brecha de la producción). Este parámetro parece haber entrado en terreno positivo este año por primera vez desde 2002. Cuando el crecimiento real supera el crecimiento potencial, el riesgo de inflación aumenta y, con él, el de una reacción restrictiva por parte del banco central, que pone así punto final al crecimiento. Tras nueve años de crecimiento ininterrumpido, se acerca el final del ciclo. No obstante,

consideramos que la Fed actuará ateniéndose a esta evolución a la hora de subir los tipos de interés. El objetivo es prolongar lo máximo posible el crecimiento y dar pie a un ligero incremento de la inflación, factores que, por sí mismos, pueden contribuir a reabsorber el endeudamiento.

EE. UU.: un periodo inusual del ciclo económico para aplicar un estímulo presupuestario

Impulsos presupuestarios y brecha de producción



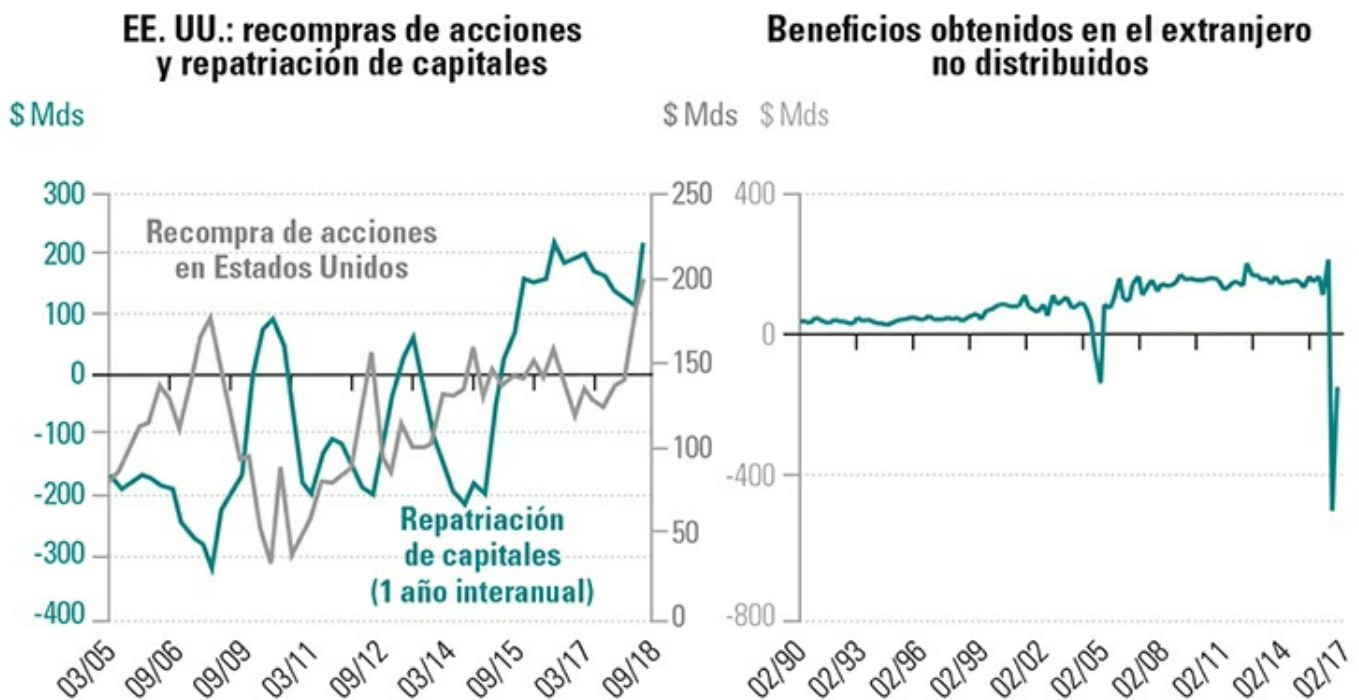
Fuente: Carmignac, a 28/09/2018.

El pasado marzo, el presidente de la Fed se expresó en este sentido y mencionó «la imperiosa necesidad de no ajustar la política monetaria demasiado rápidamente, lo que podría provocar que la inflación no subiera lo suficiente y, a su vez, conllevar una mayor dificultad a la hora afrontar la siguiente fase de ralentización». En efecto, además de la instauración de un régimen de política monetaria no convencional, la política presupuestaria ha dado lugar a un aumento considerable del endeudamiento público, que sería insostenible si se produjera un rápido incremento de los tipos a manos de la Fed o si estos aumentasen como consecuencia de unos mercados demasiado conscientes de la permisividad inflacionista de la institución monetaria, dado que pondría fin al crecimiento. Por ello, si bien la Fed puede acompañar a la inflación con un ajuste realizado en respuesta al crecimiento y a la inflación más que en previsión de estos parámetros con la intención de contenerlos, no puede ir con demasiado retraso y correr el riesgo de que los mercados hagan el trabajo en su lugar. Estos provocarían una drástica subida de los tipos largos, más rápida que el aumento de la inflación, fatal para el mercado inmobiliario y también para el crecimiento, debido a unos tipos reales de refinanciación muy por encima de la tasa de crecimiento económico.

Este riesgo de inclinación de la curva debe evitarse con mayor motivo ahora que la Fed se ha convertido en vendedora estructural de bonos a largo plazo en el marco de su ajuste cuantitativo, que China ya no presenta superávit comercial para reciclarlo en los mercados estadounidenses y que el déficit comercial vinculado a la política de Trump provoca un aumento de las emisiones del Tesoro. El ejercicio propuesto a la Fed de Jerome

Powell requiere que el ritmo de subida de los tipos de referencia se dosifique con especial pericia, en un contexto de reducción de la liquidez orquestada por las principales instituciones monetarias del mundo y de una economía que se beneficia de una política de estímulo presupuestario después de nueve años de crecimiento. Esta política presupuestaria ha conllevado una previsión del crecimiento de los ingresos de los hogares de más del 4 % y un crecimiento de dos cifras de las perspectivas de inversión según los sondeos de la Fed. Además, ha impulsado el crecimiento estadounidense hasta el 4,2 % durante el segundo trimestre (previsión del 2,9 % para 2018), con una tasa de desempleo del 3,7 % —su nivel mínimo desde 1969— y una inflación subyacente del 2,3 %. Todo ello a costa de un aumento del déficit público del 3,2 % al 5,0 % desde la llegada de Donald Trump al poder.

La normalización monetaria y la repatriación de capitales generan una situación favorable para EE. UU.



Fuentes: Carmignac, Bloomberg, a 28/09/2018

No obstante, la Fed puede beneficiarse de la repatriación a Estados Unidos de los beneficios obtenidos durante los últimos años en el extranjero por parte de las empresas del país con un nivel de imposición inferior, que posteriormente utilizan, en su mayoría, para las recompras de sus propias acciones (800.000 millones de dólares en lo que va de 2018), lo que hace que los fondos de pensiones reduzcan la proporción de acciones en su asignación de activos, en beneficio de los títulos de deuda pública a largo plazo, con el fin de mantener sus objetivos de asignación deseados. Este componente de la reforma presupuestaria permite así compensar, al menos parcialmente, la desaparición de la Fed como comprador estructural de bonos del Tesoro y, por tanto, que la institución monetaria normalice su política monetaria sin reducir excesivamente la liquidez dentro del país. Este contexto prácticamente idílico se mantendrá mientras continúen las repatriaciones y estas se traduzcan en recompras de acciones y en adquisiciones de bonos del Tesoro a largo plazo.

En cambio, la liquidez en el resto del mundo acusa los efectos de esta repatriación, que reduce la disponibilidad de dólares fuera de EE. UU. al «reimportarlos» al país norteamericano. El comportamiento económico de los activos de riesgo en los países emergentes y en Europa ejemplifica los efectos negativos de estas repatriaciones para el resto del mundo. La liquidez plantea un problema potencialmente grave.

Europa

En Europa, los asuntos políticos prevalecen sobre la economía. Las decepciones en el plano del crecimiento en los países del sur, la crisis migratoria y, más en general, la percepción de una falta de democracia en el funcionamiento de las instancias europeas alimentan las filas de los partidos nacionalistas, que bien podrían hacer gala de su fortaleza en toda Europa en las elecciones de mayo de 2019. Un estímulo presupuestario concertado a nivel europeo podría evitar un tsunami nacionalista la próxima primavera, pero la ausencia total de liderazgo europeo hace que esta hipótesis sea tan ilusoria como esperar que se produzca un repunte espontáneo del crecimiento, que se ralentiza desde principios de año. La cercanía de las elecciones de la próxima primavera podría, en efecto, inhibir las iniciativas de los participantes del mercado y de la economía. La ortodoxia presupuestaria y la creatividad monetaria a las que estamos acostumbrados desde hace tantos años podrían sufrir una drástica reversión capaz de generar un nivel de incertidumbre sin precedentes y congelar cualquier atisbo de entusiasmo por parte de los inversores y los empresarios.

Zona del euro: el BCE, atrapado entre la inflación y el menor ritmo de crecimiento



Fuentes: Carmignac, Bloomberg, a 28/09/2018

Además, la ralentización en Europa viene de la mano de ligeras presiones inflacionistas, favorecidas por el subsanamiento, incluso leve, de la brecha de producción durante el magnífico periodo que vivimos en 2017.

El potencial de crecimiento de las economías europeas es tan escaso que cualquier mejora desencadena tensiones. Los salarios son una consecuencia visible de ello: el índice europeo del coste del trabajo ha crecido un 2,5 % y las diferentes simulaciones para estimar el nivel de los salarios apuntan a la misma cifra. La inflación subyacente se incrementa hasta el 1,5 % y los indicadores adelantados de los precios apuntan a un 1,5 %. El crecimiento económico anualizado del segundo trimestre es únicamente del 1,6 %, tras el 2,7 % para el conjunto del 2017. Las divergencias en la dinámica económica de los países miembros son notorias. La tarea del BCE, que pronto anunciará el nombre de su futuro presidente, se va a complicar aún más. La evolución de los diferenciales de la deuda pública —que recientemente impulsó los rendimientos de la deuda italiana 270 puntos básicos por encima de la francesa—, los rendimientos de la deuda pública alemana a 10 años —que se sitúan únicamente en 57 puntos básicos a pesar de que la inflación ha alcanzado el 2,3 %— y la situación de pleno empleo nos llevan a prever mucha volatilidad y dificultades para la entidad monetaria y su nuevo presidente en un contexto político que se perfila especialmente convulso.

Países emergentes y Japón

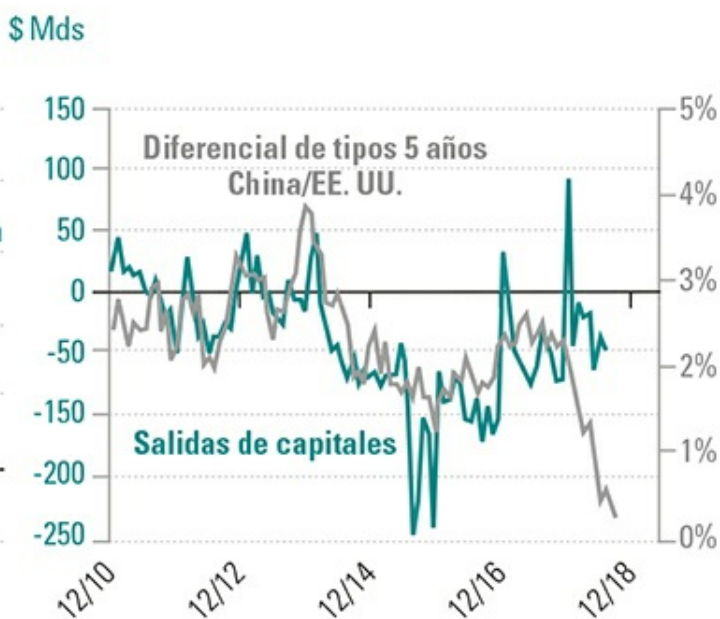
El universo emergente está acusando la reducción de la liquidez, resultado de la normalización monetaria gradual efectuada a escala mundial, y la subida de los tipos estadounidenses, impulsados por el crecimiento económico orquestado por la Administración Trump. China, que registra el crecimiento de sus ventas minoristas más lento desde 2003 (6 %) y el crecimiento nominal de la inversión más bajo desde 2000 (5 %), no dispone de mucho margen de maniobra. Su balanza por cuenta corriente ya no presenta superávit y los flujos de capitales siguen siendo negativos, lo que impide aplicar una política de devaluación o de recorte de tipos.

China: un impulso mediante el recorte de tipos agravaría las salidas de capitales de capitales

China: dinámica internacional



China: movimientos de capitales



Fuentes: Carmignac, Bloomberg, a 28/09/2018

La política orientada a aumentar el peso del consumo en el PIB ha sido un fracaso. Solo queda la posibilidad de implantar el enésimo plan de impulso destinado a las infraestructuras, pero las finanzas públicas ya no son lo que eran: el FMI estima un déficit público chino de entre el 12 % y el 15 % si se tienen en cuenta las administraciones locales. Si China fracasa en las negociaciones comerciales con Estados Unidos, podría perder hasta 1 punto de crecimiento. En estas condiciones, nos parece posible que ambas partes logren alcanzar un acuerdo comercial, dado que el gigante asiático lo necesita y parece que el país norteamericano también, en aras de mantener su crecimiento.

Estrategia de inversión

La subida de los tipos estadounidenses refleja la reabsorción de la liquidez mundial de la misma forma, o incluso en mayor medida, que las perspectivas de crecimiento o de inflación. El «ajuste cuantitativo», tras la «relajación cuantitativa», marca un cambio de paradigma que ya ha empezado a tener consecuencias para los mercados y las economías más dependientes de la financiación exterior. Las implicaciones de la repatriación de los beneficios obtenidos en el extranjero por parte de las empresas estadounidenses podrían, una vez más, reforzar las tendencias de estos últimos trimestres: una rentabilidad superior de los activos de riesgo estadounidenses, en paralelo a un crecimiento más sostenido al otro lado del Atlántico que en el resto del mundo hasta que se disparen los tipos de interés en Estados Unidos, en el tramo corto a causa de las medidas de la Fed y en el tramo largo por las previsiones del mercado.

Los tipos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años pasaron de situarse ligeramente por encima del 2 % en el último trimestre de 2017 al 3,25 % en fechas recientes, su punto máximo desde hace más de siete años, sin que las previsiones de inflación o la tasa de crecimiento económico hayan evolucionado de forma drástica. Los rendimientos a diez años han oscilado entre un 1,4 % y un 3,05 % desde 2011. Resulta probable que dejar atrás esta horquilla de fluctuaciones represente la confirmación de un nuevo paradigma de tipos de interés. Consideramos que la desaparición de la Fed y de China como compradores estructurales de títulos de deuda pública estadounidense justifica este cambio de equilibrio, para el que nuestros Fondos están posicionados. Estas tensiones repercuten de forma más moderada en la deuda europea, que también tendrá que hacer frente al fin del programa de compras netas de bonos por parte del Banco Central Europeo en un futuro próximo. Mientras la Fed prosiga con su normalización monetaria y el crecimiento estadounidense se mantenga, nos veremos alentados a conservar una sensibilidad negativa a los tipos de interés. La deuda pública de los países del sur de Europa mantiene su atractivo desde la perspectiva de una gestión basada en el aprovechamiento de oportunidades, pero la combinación de una liquidez menguante y una actualidad política repleta de incertidumbres en el Viejo Continente no constituye un eje de inversión prioritario. Por otro lado, vigilamos con atención los diferenciales de crédito de la deuda corporativa, dado que la reabsorción de liquidez generará efectos de gran calado en esta clase de activos cuando los mercados empiecen a anticipar la reversión del ciclo económico estadounidense.

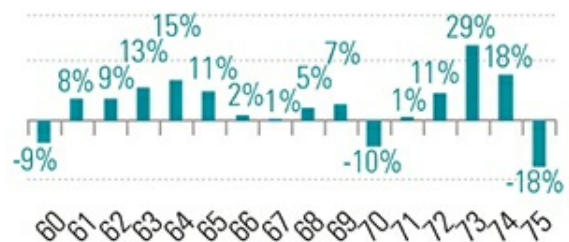
Similitudes entre el contexto actual y la década de 1960

¿Hacia un periodo «Nifty Fifty» 2.0?

Estados Unidos: década de 1960



Década de 1960 : S&P500 crecimiento del BPA*



Actual : beneficios de las empresas estadounidenses y brecha de producción



Fuentes:
Arriba: Bloomberg, a 31/03/1969
Abajo: Carmignac, a 28/09/2018.
*Beneficio por acción

Los mercados de renta variable deberían seguir mostrando una clara distinción entre las empresas con un crecimiento sólido y sostenible, no endeudadas y menos dependientes del ciclo económico, y el resto. La capacidad para generar beneficios y distribuir dividendos de forma sostenible en el contexto que se perfila tendrá aparejadas unas valoraciones caras. Nos viene en mente la analogía con la situación de mediados de la década de 1960, cuando los tipos y la inflación repuntaron tras un dilatado periodo de estabilidad y la tasa de crecimiento de los resultados empresariales cayó drásticamente. Este periodo se caracterizó, en los mercados bursátiles, por la impresionante rentabilidad superior de unas cuantas decenas de valores que encajan con la descripción anterior. El subsanamiento de la brecha de producción en Estados Unidos, un indicio adelantado de inflación y del fin del ciclo económico, sobre todo en un contexto de reducción estructural de la liquidez, constituirá una combinación perjudicial para la mayoría de las empresas cotizadas. Los valores de calidad, en especial los estadounidenses, seguirán siendo el núcleo duro de nuestras inversiones en renta variable. Desde una perspectiva más a corto plazo y basada en el aprovechamiento de oportunidades, seguimos atentos a cualquier sorpresa positiva en la negociación comercial entre Estados Unidos y China. Una buena noticia justificará la recuperación de los mercados y sectores que más se han visto penalizados por las tensiones comerciales, a la cabeza de los cuales se sitúan los mercados emergentes y, más concretamente, China. En ese caso, intentaríamos detectar cualquier indicio de sobrecalentamiento que pudiera desencadenar una reacción exagerada de la Fed y provocar una reversión anticipada del ciclo.

Los mercados de divisas nos parecen poco inteligibles y justifican una exposición muy limitada. En los próximos meses, el euro deberá afrontar una situación política tan inestable como incierta, mientras que la valoración del dólar deberá ajustarse a unos déficits al alza. A muy corto plazo, las elecciones de mitad de mandato en EE. UU. afectarán a la paridad entre el euro y el dólar de forma muy incierta. El yen podría seguir siendo un excelente barómetro de la predisposición al riesgo, depreciándose en las fases favorables a la asunción de riesgos y apreciándose con fuerza en las fases de aversión al riesgo. Las divisas emergentes, por su parte, requieren de una menor preponderancia de la economía estadounidense y una liquidez menos negativa para poder recuperarse.

Fuente: Bloomberg, a 29/08/2018

Este artículo no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. La información contenida en él puede ser parcial y puede modificarse sin previo aviso. No constituye una oferta de suscripción ni un consejo 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.