

2017: CUIDADO CON LO QUE DESEA

Enero de 2017

por **Didier SAINT-GEORGES**

- Head of Portfolio Advisors, Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee
04.01.2017

Como ya señalamos el mes pasado ([El viento comienza a soplar](#), diciembre de 2016), el ciclo económico mundial, que tocó suelo en el primer trimestre de 2016, se reforzó progresivamente según avanzaba el año para finalmente recibir un importante estímulo en noviembre con la inesperada victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos. Por tanto, el inicio de 2017 se presenta con estos auspicios y justifica, por el momento, una rentabilidad todavía positiva de los mercados de renta variable, impulsados por sus segmentos cíclicos. En vez de temer una nueva decepción respecto del crecimiento o de centrarnos en los múltiples riesgos políticos en Europa, tantas veces evocados, quizás deberíamos plantearnos la importante cuestión de las ramificaciones de esta aceleración del ciclo. En efecto, esta mejora económica viene acompañada de dos elementos de gran envergadura ya mencionados: el repunte de la inflación, también cíclico, y la apreciación del dólar.

“Es necesario plantearse la cuestión de las ramificaciones de la aceleración del ciclo”

De tanto desear que se confirme la mejora de las perspectivas económicas, los mercados podrían olvidarse de tener en cuenta su efecto sobre la debilidad de los mercados de renta fija y, al mismo tiempo, de las valoraciones en los mercados bursátiles. Esto sería muy arriesgado.

El «efecto Trump» impulsa el ciclo económico

Como hemos comentado en anteriores ocasiones, uno de los errores más frecuentes de los inversores que intentan prever las fluctuaciones del mercado es el de confundir tendencias estructurales y movimientos cíclicos. La vertiginosa acumulación de la deuda a nivel mundial, así como la escasez de inversión tanto pública como privada en los últimos ocho años, condenan el potencial de crecimiento mundial y la inflación a largo plazo a mantenerse en niveles anémicos. Sin embargo, esta tendencia estructural no impide en absoluto los movimientos cíclicos intermedios. Más bien, todo lo contrario: la reducción del margen de maniobra de los gobiernos y los bancos centrales limita su capacidad de atenuar y dirigir con fluidez las fluctuaciones cíclicas, que, de esta forma, pueden volverse más violentas. No obstante, es probable que nos

encontremos ante la formación de un movimiento de estas características.

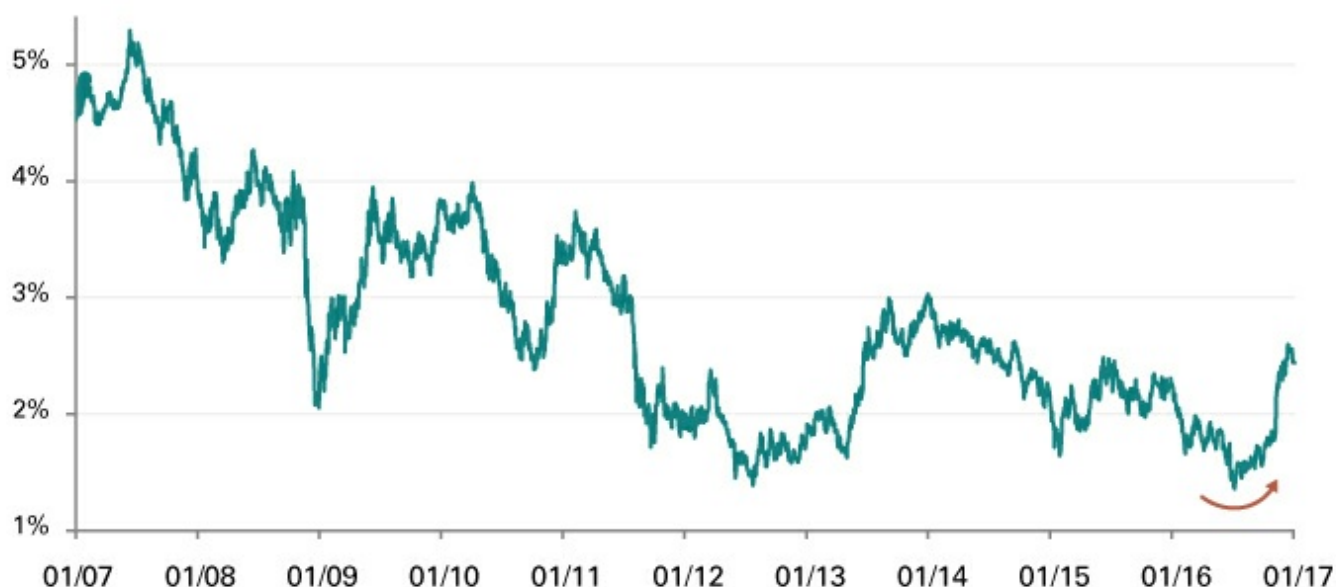
Como ya indicamos el pasado noviembre, hay que entender la elección de Donald Trump como un acelerador del ciclo. De hecho, es ya evidente que la economía estadounidense está a punto de encontrar un nuevo impulso. El índice de confianza de los consumidores se sitúa en el nivel más elevado desde 2007, muy por encima de lo que la mayoría de los economistas preveían. Del mismo modo, las empresas han reaccionado al resultado de las elecciones de forma favorable: según las primeras estadísticas publicadas tras la cita electoral, el crecimiento de los pedidos de bienes duraderos se sitúa de nuevo en terreno positivo por primera vez desde 2015 (+1,8% en noviembre). Además, esta mejora tiene un carácter bastante global: en Japón, la producción industrial continúa su repunte cíclico y alcanzó un nivel del 2,9 % en noviembre, el ritmo más elevado de los últimos 30 meses. En Europa, la producción industrial sigue progresando lentamente, pero el índice alemán de confianza empresarial (IFO) está subiendo y se sitúa hoy en su nivel de comienzos de 2014. Por tanto, la mejora cíclica es tangible y se ha materializado incluso antes de que las medidas de impulso presupuestario prometidas por Donald Trump entren en escena. Así, bien podría mantenerse la rotación sectorial iniciada en el primer trimestre de 2016 en los mercados de renta variable.

Reparición cíclica de la inflación

La primera consecuencia de este cambio de tendencia en la economía mundial desde hace prácticamente un año es una recuperación progresiva del ritmo de inflación. La ralentización económica anterior se había desarrollado en paralelo a la apreciación del dólar desde mediados de 2014 hasta 2015, acompañada por una drástica caída de los precios de las materias primas y del hundimiento del precio del petróleo. Todos estos factores reforzaron temporalmente las tendencias deflacionistas estructurales. A partir de ese momento, el fenómeno cíclico se revertió: la interrupción de la apreciación del dólar permitió una considerable recuperación del precio del crudo y la consiguiente disipación de las dudas económicas en 2016. Esta mejora cíclica viene acompañada, por tanto, de un retorno de los indicios inflacionistas a partir de niveles muy reducidos.

En nuestra opinión, el ritmo de inflación nominal en Estados Unidos podría superar con facilidad el 2,5% en el primer semestre de 2017, antes incluso de tener en cuenta los posibles aumentos salariales. En China, el ritmo anual de la subida de los precios a la producción ha pasado de -6 % a +3 % en los doce últimos meses. En la zona del euro, pasó de un -4 % en abril de 2016 al 0 % a final de año. Si bien todavía no se puede hablar de inflación, el efecto de base también es considerable en Europa, y este cambio de tendencia es lo que importa a los mercados y debería fomentar, con efecto retardado, la misma orientación en los precios al consumo. En Japón, el ritmo de inflación se mantiene muy débil, aunque después de reducirse de manera continuada desde mediados de 2014 y pasar a terreno negativo en 2015, subió por primera vez en el último trimestre de 2016.

TIPOS DE LA DEUDA PÚBLICA EE. UU. A 10 AÑOS



Los mercados de renta fija, en primera línea

El mantenimiento de políticas ultraexpansivas por parte de los principales bancos centrales ha retrasado hasta hoy el ajuste de los mercados de renta fija a este retorno de las tensiones sobre los precios. Los tipos de la deuda pública alemana, cercanos al 0,30 %, se sitúan a duras penas en los niveles de comienzos de 2015. Incluso los tipos de la deuda pública estadounidense se mantienen, tras su reciente repunte, por debajo de los niveles de mediados de 2014. Por tanto, esta mejora del ciclo económico, asociada a una reaparición de la inflación, podría poner a prueba en los próximos meses la confianza de los mercados en la determinación de los bancos centrales de mantener los tipos de interés en niveles cercanos a sus mínimos. Debemos estar preparados de cara a un mayor riesgo de mercado en 2017.

La fortaleza del dólar, otra consecuencia del programa de Trump

Como pusimos de manifiesto el pasado diciembre, «la aceleración de los flujos de capitales hacia EE. UU. podría ser un catalizador muy potente para el dólar». Comparar esta situación con la apreciación del dólar registrada tras la elección de Ronald Reagan en 1980 sería excesivo. El contexto era muy diferente. Sin embargo, puede resultar útil observar lo que sucedió más recientemente, tras la entrada en vigor de la ley estadounidense Homeland Investment Act, aprobada en 2004 durante el mandato de George W. Bush. Esta medida contemplaba un incentivo fiscal para repatriar las inversiones en el extranjero, lo que supuso una entrada de capitales en el país de 300.000 millones de dólares en 2005. Su principal efecto fue una apreciación del dólar del 15 % ese año (a pesar de que una parte importante de las sumas repatriadas ya estaba denominada en dólares). Tras su reciente repunte, el dólar bien podría interrumpir esta tendencia. Sin embargo, el progresivo endurecimiento de la política monetaria de la Fed y la reducción del déficit de la balanza por cuenta corriente en EE. UU. podrían volver a impulsar al alza el dólar, especialmente frente a la libra y el yen, que se encuentran en niveles muy débiles.

“Dado que los mercados de renta fija son frágiles, la recuperación cíclica podría generar sus propios antídotos”

La paradoja de las buenas noticias

Por supuesto, es posible que la radicalidad del programa de reactivación económica propuesto por Donald Trump sea ampliamente rechazada en el Congreso. Tampoco podemos descartar que sus promesas proteccionistas penalicen el comercio mundial. En cuanto a Europa, el aumento del riesgo político está en boca de todos, y con razón. No obstante, paradójicamente, si nos centramos en estos riesgos podemos pasar por alto algo fundamental para los mercados: la mejora económica es mundial y va más allá del efecto Trump. Esto justifica el comportamiento de los mercados de renta variable desde hace tres meses. Sin embargo, se trata de un movimiento exclusivamente cíclico y, con unos tipos de interés mantenidos de forma artificial en niveles mínimos por parte de los bancos centrales, éste podría generar sus propios antídotos en el transcurso del año. En efecto, una elevada tensión en los mercados de renta fija, sobre todo si está asociada a una apreciación del dólar, supondría un endurecimiento significativo de las condiciones financieras para la economía estadounidense, en el mismo momento en el que la mejora económica comenzaría a mostrar los primeros indicios de agotamiento. Por ello, tras haberse beneficiado en un primer momento de la actual mejora cíclica, los mercados de renta variable se enfrentarán al complicado ajuste de otras clases de activos a esta nueva situación.

El poder de los bancos centrales languidece, la supremacía de los ciclos económicos vuelve a los mercados y, con ella, la gestión activa de las carteras. Con esta perspectiva, les deseamos un 2017 próspero y dinámico.

Fuente : Bloomberg, 04/01/2017

Estrategia de inversión

Renta variable

Los mercados de renta variable experimentaron un marcado repunte a finales de año, lo que justifica el mantenimiento de nuestra tasa de exposición en un nivel cercano a su máximo. Los mercados emergentes se estabilizaron a escala mundial, si bien con evidentes diferencias entre los distintos países. Los exportadores de petróleo registraron un comportamiento especialmente positivo, gracias al aumento del 10 % del precio del petróleo durante el mes. Esta subida se cimentó, a su vez, en la mejora de los fundamentales que vinimos describiendo durante el año (continuación de la progresión de la demanda y limitación de la producción fuera de la OPEP), así como en el acuerdo de reducción de la producción firmado por los miembros de la organización. Esta decisión se verá reforzada por la cooperación tácita de los países productores de petróleo no pertenecientes a la OPEP con la limitación de su oferta. En este contexto favorable para las petroleras, reforzamos nuestra selección de valores energéticos estadounidenses e introdujimos a principios de mes la sociedad Hess Corporation.

En cambio, los mercados japoneses y, sobre todo, los europeos fueron los que registraron las mejores rentabilidades en diciembre, especialmente los valores bancarios y petroleros. Completamos nuestra selección de valores financieros japoneses con el inicio de una posición en Nomura Holdings este mes. Asimismo, conservamos nuestras posiciones compradoras en futuros sobre el índice de los bancos de la zona del euro con el fin de captar tácticamente el repunte de estos últimos.

La estructuración de carteras resulta esencial para equilibrar la generación de rentabilidad con la gestión del riesgo en unos mercados con tensiones.

Renta fija

El movimiento alcista de los tipos de la deuda estadounidense se ralentizó en diciembre: los tipos a 10 años terminaron 2016 por encima del 2,5 %. El hecho más relevante del mes fue el descenso de los rendimientos europeos y de ciertos países emergentes, como Brasil. Nos beneficiamos especialmente de nuestras posiciones en la deuda pública italiana y brasileña. Del mismo modo, la reducción de los diferenciales de crédito en Europa fue favorable para nuestras posiciones en deuda corporativa financiera.

Nuestra estrategia de renta fija se mantuvo casi invariable a lo largo del mes: mantuvimos la reducción del riesgo, así como un posicionamiento selectivo en deuda corporativa europea y deuda emergente denominada en divisa local (con cobertura frente al riesgo cambiario). Por último, conservamos nuestras posiciones vendedoras en deuda pública estadounidense, incluso aunque la convergencia entre los puntos de equilibrio de la inflación y la inflación real en Estados Unidos podría limitar, a corto plazo, la posibilidad de que los tipos estadounidenses sigan subiendo.

Divisas

El billete verde confirmó en diciembre la tendencia alcista registrada los dos meses anteriores, si bien en el marco de un dinamismo anémico. Aunque actualmente la cuestión de la tolerancia de las autoridades estadounidenses frente a un ajuste simultáneo de las condiciones financieras por el efecto de la divisa y los tipos de interés se plantea abiertamente, nuestra estrategia de divisas sigue priorizando el dólar y, en menor medida, el euro y las monedas refugio.

De hecho, las divisas emergentes continúan siendo muy volátiles, incluso aunque el repunte del precio del crudo haya podido generar, durante el trimestre, un estímulo para las divisas marcadamente correlacionadas a esta materia prima, como el rublo. El yen, por su parte, continúa con su movimiento de descenso: la visibilidad derivada del compromiso del Banco de Japón de mantener los tipos de interés a 10 años en torno al 0 % ha propiciado el retorno de las estrategias de carry, que afectan negativamente a la moneda nipona. Por ello, mantenemos nuestras coberturas sobre el yen.

Documento publicitario. 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. La información aquí contenida puede ser parcial y es susceptible de modificación sin previo aviso. Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de las rentabilidades futuras. La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Esta no busca promover la inversión directa en dichos instrumentos ni constituye un asesoramiento de inversión. La Gestora no está sujeta a la prohibición de efectuar transacciones con estos instrumentos antes de la difusión de la información. Las carteras de los Fondos Carmignac podrían sufrir modificaciones en todo momento.