2019 o la culminación de la confluencia de factores

Diciembre de 2018

Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
6 De Diciembre De 2018

Longitud
8 minuto(s) de le

En estas últimas semanas de 2018, la interpretación del comportamiento de los mercados como una colisión entre los tres ciclos (económico, monetario y político) no debería suscitar ya controversias (véase la Note de diciembre de 2017, La maldición de Casandra, y más recientemente, en julio, Confluencia de factores).

No obstante, los mercados raramente se adaptan de manera lineal a un nuevo contexto. Puede que en un principio nieguen la evidencia, como en enero pasado, para sufrir posteriormente una corrección precipitada, como en febrero o en octubre. De este modo, se hace muy difícil poner en práctica de manera eficaz una visión estratégica, aunque esta sea correcta, y 2018 seguirá siendo desde este punto de vista un año especialmente decepcionante y frustrante para la gestión.

El análisis global no deja de ser la condición necesaria para la previsión de los comportamientos del mercado, y ha llegado el momento de ampliarlo a 2019. La hipótesis de colisión no quedará obsoleta a pesar del cambio de año. Sin embargo, sus ramificaciones para los mercados de renta fija, renta variable y divisas serán distintas y, si bien animan a hacer gala de una gran prudencia subyacente en todas las clases de activos, auguran vectores de recuperación que no debemos dejar pasar.

Comprender las interacciones entre la normalización monetaria y la economía real

Recordemos el concepto de iatrogenia, tomado del ámbito médico, que introdujimos en una Carmignac's Note de 2016 Los soñamundos. Este término designa los remedios que salvan inicialmente al enfermo pero que, a largo plazo, siempre producen efectos secundarios que acaban deteriorando el estado de salud del paciente. 2018 supuso el inicio de los efectos secundarios derivados de largos años de adicción de los mercados a un coste de la deuda subvencionada, es decir, la necesidad de los bancos centrales de imponer finalmente a los mercados un periodo de reflujo en el océano de liquidez aportada.

El fortalecimiento del dólar o la subida de tipos impulsada por la Reserva Federal estadounidense se incluyen en este movimiento y acaparan la atención de los analistas. No obstante, no constituyen en absoluto fenómenos excepcionales a estas alturas del ciclo. Uno de los principales efectos iatrogénicos reside más bien en la reducción del balance de la Fed tras una ampliación por valor de 3,6 billones de dólares desde finales de 2008. Los efectos de la retirada del sistema financiero de 50.000 millones de dólares de liquidez cada mes son tan complejos —y probablemente se subestimen en la misma medida— como los que provocaron años de relajación cuantitativa hace un decenio.

El año 2018 ya ha demostrado que esta reducción de la cantidad de dólares disponibles, junto con la reforma fiscal del Gobierno de Trump, que favorece la repatriación de capitales, devolvió a EE. UU. los dólares en manos de los países emergentes. Este efecto es responsable por sí solo de gran parte de la marcada corrección de los mercados de renta variable y renta fija registrada en Latinoamérica y en Asia.

Más globalmente, el crecimiento y, ante todo, el comercio mundial, son también muy dependientes de la disponibilidad de liquidez en dólares. La Fed vendría a ser el banco central impulsor del crecimiento mundial. China, lógicamente, acusa ya una ralentización considerable de sus exportaciones, incluso antes de que la escalada proteccionista a la que está sujeta pueda llegar a agravar la colisión una vez que concluya la tregua de Buenos Aires. Esta ralentización se suma a la de la economía china, de corte más estructural, debida a su objetivo de desendeudamiento.

Los indicadores de crecimiento en Europa, estrechamente ligados al comercio mundial, también sufrieron un revés, y la recaída de la confianza de los hogares en Francia no contribuirá en absoluto a reactivar la demanda interna.

Incluso la excepcional trayectoria positiva de Estados Unidos muestra cada vez más signos tangibles de vulnerabilidad. Esta fragilidad se debe principalmente a la combinación entre la reducción del balance de la Fed y el drástico repunte de las necesidades de financiación del déficit fiscal de la Administración Trump. Esta otra confluencia de factores llevó los tipos de los bonos estadounidenses a diez años de un 2,4 % a principios de año a cotas superiores al 3,2 % en octubre y noviembre, que impulsaron al alza los tipos hipotecarios y, por ende, precipitaron la ralentización de la inversión residencial. Asimismo, a esta confluencia de factores se suma el efecto de la riqueza sobre el consumo, que había sido una de las correas de transmisión más importantes de los programas de expansión cuantitativa en la economía real, y que, en la actualidad, se ve empañado por la situación del mercado inmobiliario y bursátil. Por último, la inversión de las empresas estadounidenses encalló en el tercer trimestre, claramente lastrada por las incertidumbres ligadas a las tensiones comerciales con China.

MERCADO DE RENTA VARIABLE, TIPOS DE INTERÉS Y CRECIMIENTO

Fuentes: Bloomberg, a 30/11/2018

El ciclo económico mundial, en fase de ralentización, entra en conflicto con esta normalización monetaria, que lo debilita aún más.

El ciclo político viene a sumarse a esta problemática. De Brasil a Europa y del Reino Unido a Estados Unidos soplan vientos de descontento que cuestionan la globalización económica y el libre comercio que, desde hace treinta años, habían sostenido el crecimiento mundial y los márgenes de las multinacionales.

Al mismo tiempo, en particular en Europa, la polarización de las opiniones frente a un panorama político tradicional a menudo muy fragmentado ejerce presión sobre las democracias representativas, cada vez más socavadas por la manifestación directa de un fragor político y social propicio a los enfrentamientos. Este último opone una resistencia creciente al dogma de las medidas de contención presupuestaria, impuesto desde 2008. Esta rebelión, que ya dio sus frutos en Estados Unidos, ha alcanzado ya a Italia y todo parece apuntar a que será una de las ramificaciones de las tensiones sociales registradas actualmente en Francia. En los mercados de renta fija, favorece una presión alcista sobre los tipos de interés de los bonos del Tesoro. En los mercados de renta variable, prefigura, al menos en Europa, un reajuste de las políticas económicas a favor de los trabajadores frente a la esfera corporativa.

> El final de la tranquilidad derivada del respaldo de las instituciones monetarias produce lógicamente un aumento del coste del riesgo y, por ende, una reducción de los múltiplos de las valoraciones de los mercados de renta variable

Las perspectivas de mercado en este contexto

Lógicamente, el final de la tranquilidad derivada del respaldo de las instituciones monetarias dio pie en 2018 al inicio de un ciclo de menor predisposición al riesgo. La política de ingentes compras periódicas de activos financieros por parte de los bancos centrales había contenido la volatilidad de los mercados y, por consiguiente, favoreció la asunción de riesgos. El regreso de la incertidumbre— e incluso de la certeza de una disminución de la liquidez disponible— produjo lógicamente un aumento del coste del riesgo y, por ende, una reducción de los múltiplos de las valoraciones de los mercados de renta variable, así como una ampliación de los diferenciales de crédito. El inicio de 2019 se caracterizará por la continuación de esta dinámica.

Uno de los principales riesgos para los mercados de renta variable, quizás más aún en Estados Unidos que en Europa, es que la confirmación de la desaceleración económica tenga un efecto en los resultados de las empresas, exacerbado por el nivel de apalancamiento financiero acumulado en los últimos diez años. Lo mismo sucede en el mercado de bonos corporativos: el aumento cíclico de las tasas de impago, asociado al aumento tendencial de los tipos de interés sin riesgo, provoca que el segmento de «categoría de inversión» (investment grade), cuyos rendimientos ya no remuneran el riesgo crediticio, sea muy vulnerable.

El endeudamiento público también podría también exacerbar el problema de la desaceleración económica en el caso de los países más frágiles. Así, preocupa que los mercados y las agencias de calificación juzguen severamente la sostenibilidad de la tasa de endeudamiento del Estado italiano si este acusara una fuerte desaceleración. En cambio, la deriva de los tipos de la deuda pública normalmente considerada como refugio debería verse limitada por las tensiones confirmadas en el coste del riesgo.

Llegará un momento en el que los bancos centrales deberán izar la bandera blanca y renunciar a la consecución de sus programas de normalización de la política monetaria. En ese momento, la perspectiva del retorno a una política de reactivación beneficiará a los activos de riesgo y, por supuesto, en primer lugar a los mercados emergentes, ávidos de liquidez.

> Llegará un momento en que los bancos centrales deberán izar la bandera blanca

Este desenlace podría producirse en 2019. No obstante, sería difícilmente concebible sin un firme endurecimiento previo de las condiciones financieras que obligase a los bancos centrales a intervenir. Este endurecimiento podría deberse a una corrección excesiva de los mercados, que favorecería una capitulación general de los puntos de entrada atractivos. Hasta entonces, el contexto de confluencia de factores debería mantenerse, interrumpido por algunos periodos de calma. Por tanto, apostamos por la vigilancia y la identificación de oportunidades sobre la base de una gran prudencia de cara al año 2019.

Fuente: Bloomberg, 30/11/2018

Estrategia de inversión

Renta variable

Tras nueve meses marcados por la polarización extrema de los mercados financieros, que llevó a los valores estadounidenses a alcanzar nuevos récords, este movimiento tocó su fin a partir de octubre ante la corrección masiva de la Bolsa estadounidense, que acentuó la caída de los mercados bursátiles del resto del mundo. La normalización de la política monetaria llevada a cabo por la Fed produjo lógicamente una contracción de los múltiplos, lo que justifica que no solo concentremos la cartera en los valores de crecimiento de calidad, tal y como hemos hecho hasta la fecha, sino que también pongamos mayor énfasis en sus valoraciones a partir de ahora.

Por ello, hemos dejado de lado los valores de «hipercrecimiento» en beneficio de los valores de crecimiento interesantes desde la perspectiva tanto financiera como de valoración. Este es el caso de empresas como Alphabet, Booking.com o Electronic Arts, que registran un crecimiento del volumen de negocio de alrededor del 10 al 20 %, así como una ratio precio/beneficio razonable, de 18 a 20 veces. En general, hemos reducido el número de posiciones de la cartera con el fin de centrarnos en nuestras principales convicciones, que se ven compensadas por un aumento de la liquidez. A más corto plazo, la velocidad de corrección sugiere posiciones en situación de sobreventa técnica, lo que permite prever repuntes técnicos de los mercados de renta variable. No en vano, la polarización de las rentabilidades seguirá desempeñando un papel crucial. Por tanto, mantenemos una construcción defensiva de la cartera asociada a una exposición reducida a la renta variable, que complementamos con la aplicación de estrategias con opciones orientadas a capturar posibles repuntes técnicos.

Renta fija

En cuanto a los tipos de la deuda núcleo, varios factores nos llevan a mantener una sensibilidad neutra. En efecto, la evolución de la correlación entre las acciones y los bonos, el riesgo político europeo, la desaceleración de la macroeconomía mundial y de la inflación y la caída histórica de los precios del petróleo conllevan a una pausa en el marco de la subida de los tipos. En EE. UU., el discurso más acomodaticio de Jerome Powell sugiere la idea de que el banco central está tomando conciencia del deterioro de los indicadores macroeconómicos. Sin embargo, los mercados tienden a mantener una actitud complaciente, sobre todo en Europa, donde el consenso prevé una trayectoria relativamente moderada de las subidas de los tipos en la zona del euro, mientras que los tipos estadounidenses integran un crecimiento superior y una presión alcista creciente sobre los salarios, y el Banco de Japón ajusta su política con miras a acentuar la inclinación de la curva.

Así, tenemos previsto gestionar de forma activa nuestras posiciones en títulos de deuda pública de los países núcleo en los próximos meses. En el mercado de deuda corporativa, las valoraciones elevadas suponen un riesgo para la clase de activos, mientras que los fundamentales se deterioran lentamente y la liquidez sigue disminuyendo. En este contexto, hemos reducido considerablemente nuestra exposición al mercado de deuda corporativa y, al mismo tiempo, hemos aumentado la liquidez.

Divisas

El mercado de divisas se distingue por la ausencia de una marcada orientación hacia una de las dos principales divisas: el euro y el dólar. Los factores que podrían dar lugar a una depreciación de estas monedas siguen siendo numerosos. El dólar sigue lastrado por un creciente déficit por cuenta corriente, así como por los primeros indicios de desaceleración del crecimiento en Estados Unidos. El euro, por su parte, sigue sufriendo el riesgo de un resurgimiento de la inestabilidad política asociado a un crecimiento menos dinámico que en Estados Unidos.

En este contexto, reforzamos nuestra exposición al euro en el marco de la reducción generalizada del riesgo de nuestra cartera. Las divisas emergentes siguen siendo una clase de activo vulnerable en el contexto de la reducción de liquidez anunciada por la Reserva Federal.

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.