

50 SOMBRAS DE NEGRO

Enero de 2019

por **Didier SAINT-GEORGES**

- Head of Portfolio Advisors, Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee
11.01.2019

Nuestro análisis de los mercados para el año que comienza no ha experimentado variaciones desde la síntesis que realizamos en la Carmignac's Note del pasado diciembre, titulada [2019 o la culminación de la confluencia de factores](#). En ella, recordábamos que «el escenario de colisión (entre los ciclos económico, monetario y político) no quedará obsoleta a pesar del cambio de año». Por consiguiente, justificábamos la necesidad de seguir haciendo gala de «una gran prudencia subyacente», al tiempo que anticipábamos el surgimiento de diversos vectores de recuperación «que no debemos dejar pasar».

En efecto, los mercados acostumbran a fluctuar en gran medida al son de las tendencias y, de forma a menudo colectiva, pasan de la indecisión a la exageración o de la negación a la esperanza. Desde este punto de vista, este comienzo de año constituye un buen ejemplo de cómo los matices o sombras que puede albergar una tendencia subyacente aún lúgubre —debido al deterioro continuado de los fundamentales económicos y monetarios— pueden desarrollarse de manera sutil. Tales movimientos intermedios pueden incluso llegar a resultar lo suficientemente importantes como para aprovecharlos mediante una gestión activa, siempre y cuando no perdamos el rumbo.

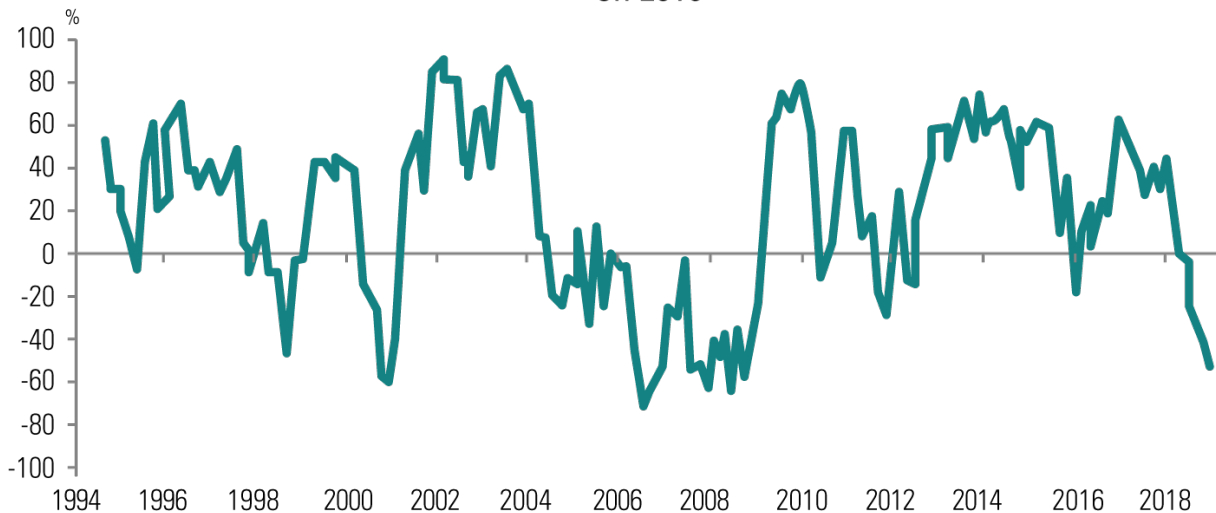
La ralentización económica mundial se ha sincronizado y ha quedado acreditada

En estos primeros días de 2019, incluso los economistas más optimistas deben al fin rendirse a la evidencia de que la ralentización cíclica se ha convertido en un fenómeno generalizado: el índice PMI mundial de J.P. Morgan cayó en diciembre 0,5 puntos, hasta los 51,5, y la totalidad de las principales regiones del mundo contribuyeron a esta ralentización. En efecto, pese a seguir situándose en niveles elevados en términos absolutos, el índice ISM manufacturero estadounidense del mes de diciembre registró una marcada caída y pasó de 59,3 a 54,1 puntos, e incluso el índice de actividad del sector servicios retrocedió de 60,7 a 57,6 puntos. En China, el índice PMI Markit-Caixin continuó el descenso iniciado hace un año y terminó por caer por debajo del umbral de los 50 puntos (49,7), confirmando así la entrada en terreno recesivo de los índices de actividad manufacturera del gigante asiático. Correlativamente, el índice PMI manufacturero de Alemania también confirmó su retroceso a doce meses vista, al terminar el año en 51,5 puntos tras comenzar con 63,3. En Europa, esta tendencia quedó confirmada tanto en Francia, donde las protestas de los «chalecos amarillos» contribuyeron a la caída del mismo índice manufacturero por debajo del nivel de los 50 puntos

(49,7), como en Italia, donde el índice PMI se mantuvo en terreno recesivo (49,2).

EL MERCADO HA TOMADO CONSCIENCIA DE LA RALENTIZACIÓN DEL CICLO

El 53 % de los inversores prevé una caída del crecimiento mundial en 2019



Fuente: 12/2018, % de encuestados que esperan una mejora de la economía Encuesta realizada por BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey.

Las políticas de reactivación económica disponibles son muy limitadas

En Europa, resulta poco probable, al menos a corto plazo, que el Banco Central Europeo acuda en rescate del crecimiento cuando acaba de poner fin a su programa de compra de activos. En cuanto a la parte fiscal, está claro que las desviaciones más o menos significativas que previsiblemente registrarán Italia y Francia no aumentarán su capacidad.

En China, los márgenes de maniobra de los poderes públicos también son limitados. Estos últimos ya han adoptado determinadas medidas para apuntalar la actividad, entre las que destacan una reciente y drástica reducción de la tasa de reservas obligatorias de los bancos. No obstante, los impedimentos para la aplicación de estímulos adicionales son ahora considerables. No en vano, la principal prioridad a día de hoy consiste en desinflar la burbuja del crédito (recordemos que la tasa de endeudamiento del país representa en la actualidad el 270 % del PIB). Además, la balanza por cuenta corriente china ha dejado de registrar una situación de superávit. Por consiguiente, un gasto presupuestario excesivo no solo iría en contra de la voluntad estratégica de reducir los desequilibrios, sino que también ejercería rápidamente presión sobre su divisa, lo que acentuaría de inmediato la acritud en las negociaciones comerciales con la Administración Trump.

Por último, en EE. UU., el punto muerto en las conversaciones entre Donald Trump y la nueva mayoría demócrata en el Congreso está provocando un bloqueo a la hora de financiar los gastos de funcionamiento

básicos del Gobierno federal. Así, la única esperanza reside en la flexibilización de la política monetaria por parte de la Fed.

¿Tiene la Fed capacidad para volver a impulsar los mercados?

Durante una entrevista mantenida el 4 de enero, el presidente de la Fed, Jerome Powell, realizó unas declaraciones sorprendentes. En un momento en el que los datos laborales de Estados Unidos acababan de transmitir que la economía estadounidense mostraba una resistencia admirable —lo que, lógicamente, habría justificado la adopción de una postura confiada e inflexible—, Powell suavizó considerablemente el tono del discurso que había estado manteniendo hasta el 19 de diciembre. En concreto, en lugar de presentar la reducción del balance de la Fed como un proceso encarrilado y sin cabida para negociaciones, contempló la posibilidad de ajustar su cadencia. En términos más generales, mencionó la incidencia de los riesgos de los mercados en su análisis sobre la aplicación de la política monetaria más adecuada. Esas declaraciones bastaron para que los mercados viesan una analogía con el principio del año 2016 —interpretación que Powell no ha desmentido— cuando la Fed, frente al endurecimiento de las condiciones financieras, que se vio acentuado por la debilidad de los mercados, terminó por rebajar sus objetivos de endurecimiento monetario, contribuyendo así a provocar un marcado repunte de los mercados.

Si este regreso a un enfoque «flexible» por parte de la Fed ante la evolución de los mercados estuviese acompañado de ciertos progresos a corto plazo en las negociaciones comerciales entre la Administración Trump y China, la drástica caída de los mercados de renta variable a finales del año pasado bien podría dar paso a un repunte relativamente considerable. Cabe recordar, a modo de ejemplo, que solo durante el último trimestre de 2018, el índice Euro Stoxx y el índice estadounidense S&P 500 retrocedieron entre un 12 % y un 15 %.



El presidente de la Fed, Jerome Powell, ha mencionado la posibilidad de adoptar un enfoque flexible, lo cual resulta importante, aunque no se ha comprometido en hacerlo

¿Cabría pues prever un repunte sostenido de los mercados?

En primer lugar, recordemos que Jerome Powell ha mencionado la posibilidad de adoptar un enfoque flexible, pero no se ha comprometido en hacerlo. De hecho, no pareció en absoluto convencido de que la reducción del balance de la Fed hubiese contribuido a la inestabilidad de los mercados. Además, los indicadores económicos en Estados Unidos, como el ISM, son sensibles a la evolución de los mercados. Si estos últimos repuntan, contribuirán a la estabilización de los índices, lo que elimina de facto uno de los argumentos que podrían justificar la aplicación de medidas de relajación monetaria. Por último, la pizarra de la Fed sigue mostrando una situación de pleno empleo en EE. UU. y una tasa de inflación del 2 %, en consonancia con los objetivos establecidos por la institución, lo que no justifica a día de hoy ningún tipo de «capitulación» en términos de política monetaria. Al mismo tiempo, la tensión en el mercado laboral comienza a erosionar los

márgenes empresariales debido a la subida gradual de los salarios, lo que augura unas perspectivas de resultados decepcionantes en el contexto de ralentización económica que mencionábamos.

En conclusión, la posibilidad de un repunte «técnico» de los mercados existe y, en función de los acontecimientos políticos de las próximas semanas, podría incluso alcanzar una magnitud que merece ser aprovechada. Los valores cíclicos de calidad, cuyas cotizaciones en ocasiones han protagonizado drásticas caídas durante los últimos meses, presentan sin duda la mejor exposición a estos vectores de recuperación.



Las previsiones actuales de crecimiento del 8% de los resultados de las empresas podrían sufrir en 2019 una revisión a la baja, y es demasiado pronto como para prever un auténtico giro en el plano monetario

En cambio, las problemáticas de fondo siguen sin haberse resuelto. El año 2019 comienza con la probable continuación de la revisión a la baja de las previsiones de resultados de las empresas, tanto en Europa como en Estados Unidos. En lugar del crecimiento esperado de los resultados, del 8 %, seguramente se produzca una caída generalizada de los resultados en comparación con 2018, debido a la erosión del volumen de negocio y a la reducción de los márgenes. A este respecto, los resultados y comentarios del último trimestre de 2018, que pronto estarán disponibles, resultarán ilustrativos. Al mismo tiempo, la Reserva Federal estadounidense no se encuentra aún en situación de tener que renunciar a su objetivo de normalización monetaria, y el BCE se encuentra a día de hoy prácticamente sin munición. Cierto es que podría producirse un giro en el plano monetario durante el transcurso del año, pero para ello será necesario un aumento de la presión por parte de los mercados o de la economía real. Por consiguiente, incluso en caso de confirmarse, el repunte que protagonizan actualmente los mercados debería ser solo temporal y no constituye todavía una reversión de la tendencia que comenzó hace ya casi un año. Será preciso realizar una gestión adecuada de cara a beneficiarse de este repunte.

Estrategia de inversión



Renta variable

En 2018, los mercados de renta variable se adaptaron con brusquedad a la colisión entre los ciclos económico, monetario y político. En diciembre, se pudo observar una acentuación de este movimiento, reflejando así un empeoramiento de las previsiones de resultados empresariales para 2019. Los efectos de esta confluencia deberían seguir dejándose sentir al menos durante el primer semestre de 2019, conllevando una presión bajista pero no lineal sobre los mercados bursátiles.

En este contexto, seguimos concentrando nuestras inversiones en títulos de crecimiento interesantes tanto desde el prisma financiero como en términos de valoraciones. Por tanto, hemos continuado reduciendo nuestra exposición a los valores de hipercrecimiento, principalmente aquellos del segmento de software. Sus elevadas valoraciones tras varios años de rentabilidades positivas en un marco de mejora de los fundamentales nos parecen una fuente de riesgos en el entorno actual. Nuestras sólidas convicciones se ven equilibradas por el elevado nivel de activos líquidos, que nos dotan del margen de maniobra necesario para identificar puntos de entrada interesantes. Podemos citar como ejemplo en este principio de año el caso del gigante chino del comercio online JD.com, segundo actor del sector después de Alibaba, que vio su cotización bursátil reducirse a la mitad en menos de un año pese a la calidad de sus fundamentales y a un desempeño comercial muy cercano a las expectativas.

En conjunto, esta presión bajista sobre los mercados bursátiles conlleva un cierto número de posiciones en situación de sobreventa técnica que nos invitan a hacer gala de una gestión ágil de nuestra exposición a la renta variable, junto con una estructuración de cartera siempre prudente.



Renta fija

Durante el mes de diciembre, los activos de renta fija considerados refugio registraron su mejor rentabilidad mensual del año, dado que los inversores se refugiaron en los activos considerados de calidad en un contexto de aumento de la incertidumbre sobre el estado de la economía mundial.

En cambio, los mercados de deuda corporativa siguen viéndose especialmente penalizados, especialmente en el segmento de alto rendimiento, debido al marcado descenso de los mercados bursátiles. Redujimos previamente el riesgo inherente a nuestro componente de deuda corporativa.

Seguimos gestionando de forma activa la sensibilidad global. Revisamos esta última al alza habida cuenta de la volatilidad de los mercados de renta variable y de la ralentización económica que sufrirán los países europeos y China. Por otro lado, tenemos sentimientos encontrados en cuanto a la evolución de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense. En efecto, si bien la Fed ha modificado su discurso, la economía del país sigue haciendo gala de dinamismo y la institución no ha dado el paso, de momento, de revisar la reducción de su balance (mediante la que retira 50.000 millones de dólares mensuales en liquidez desde el pasado octubre). Así, mantenemos un enfoque prudente sobre la renta fija estadounidense y priorizamos la deuda asiática y europea.

En este contexto de ralentización de la economía mundial, nuestra exposición a los activos emergentes sigue siendo moderada a pesar de las valoraciones atractivas que presentan algunos sectores, ya que preferimos esperar a que estas economías se estabilicen y a progresos concretos en el plano de las negociaciones comerciales entre los Gobiernos de Trump y Xi Jinping.

Divisas

Las dos principales divisas, el euro y el dólar, fluctuaron durante todo el trimestre en una horquilla reducida. En el seno de nuestra cartera y en el marco de la gestión del riesgo en la misma, seguimos priorizando el euro y, en menor medida, el yen en detrimento del billete verde.

En efecto, el dólar sigue lastrado por un creciente déficit por cuenta corriente, así como por los primeros indicios de desaceleración del crecimiento en Estados Unidos. Las señales de flexibilidad enviadas recientemente por la Fed también apuntan en esa dirección. Por su parte, las divisas emergentes siguen constituyendo una clase de activos relativamente vulnerable en un contexto de ralentización mundial y de retirada de la liquidez inyectada por la Reserva Federal estadounidense.

Fuente: Bloomberg, 31/12/2018

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