



Caminos que no llevan a ninguna parte

Octubre de 2019



Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
4 De Octubre De 2019

Longitud
9 minuto(s) de lect

Hace ya cinco meses que la tónica sigue siendo la misma: los mercados oscilan entre la esperanza de una recuperación económica a corto plazo —que renace esporádicamente ante la posibilidad de que China y Estados Unidos alcancen un oportuno acuerdo comercial— y la constatación de la impotencia creciente de los bancos centrales ante una ralentización económica generalizada de la que han perdido el control.

En septiembre, el resurgimiento del intervencionismo del BCE, así como algunos indicios alentadores relativos a las tensiones comerciales, permitieron contrarrestar parcialmente los daños que sufrieron los mercados bursátiles como consecuencia de los indicios de carácter opuesto registrados a principios del mes de agosto. No obstante, el retraso de la Fed —que acompañó con un discurso pusilánime la modesta rebaja del 0,25 % de sus tipos de referencia— y la escasa capacidad que aún tiene el BCE para influir en los mercados no permitieron que la renta variable remontara más. Ni el Eurostoxx, ni el índice estadounidense S&P 500, ni el índice japonés Nikkei lograron cerrar este tercer trimestre de 2019 considerablemente por encima de los niveles alcanzados a finales de abril que resultaron del alivio generalizado de principios de año. El dólar, por su parte, siguió apuntalado por una política monetaria estadounidense aún demasiado restrictiva, lo que explica en gran medida la rentabilidad inferior de los mercados de divisas emergentes, que se mantienen considerablemente por debajo de sus máximos del año. Los mercados de renta fija se consolidaron a escala mundial tras el traspaso de la Fed.

De todos los caminos que se abren en la actualidad a los mercados en esta última etapa del ciclo, ninguno parece poder llevar muy lejos

Esta evolución de los mercados no debería sorprendernos a estas alturas. De todos los caminos que se abren en la actualidad a los mercados en esta última etapa del ciclo, ninguno parece poder llevar muy lejos por el momento: las políticas monetarias ya son manifiestamente acomodaticias a escala mundial —dan fe de ello las cuarenta y tres rebajas de tipos registradas en todo el mundo desde inicios de año— y acusan una falta de contundencia. La Fed sigue mostrando reticente a intensificar sus medidas y China no logra materializar una reactivación económica. En cuanto a las políticas fiscales que podrían ayudar a escapar del ciclo económico, constituyen la nueva frontera de las esperanzas en el plano macroeconómico, pero esta solo podrá cruzarse al ritmo impuesto por el consenso político, que resulta demasiado lento para los mercados. Solo queda la perspectiva de un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos, que en la actualidad tendría sentido para ambas partes, pero mantiene la esperanza de los mercados acerca de un último repunte a finales de año.



Así, se prolonga este periodo de fin de ciclo, lo que mantiene los índices bursátiles en horquillas relativamente amplias, contiene los tipos de interés en niveles muy bajos y, por el momento, sigue justificando un posicionamiento basado en el criterio de la máxima calidad, tanto en el universo de la renta variable como en el de la renta fija. No en vano, esta marcada polarización nos expone así al riesgo de experimentar ocasionalmente un repunte tan repentino como efímero de los valores cíclicos, como a principios del mes de septiembre, pero más allá de los efectos a corto plazo de una actualidad política convulsa, consideramos que efectuar una selección muy rigurosa de los títulos desde la perspectiva de la visibilidad y las valoraciones en todas las clases de activos debería seguir marcando la diferencia con los índices.

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MSCI WORLD DESDE HACE 1 AÑO



Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 2/10/2019

Al entrar en el último trimestre de 2019, llega el momento de comenzar a reflexionar sobre el rumbo que podrían tomar los mercados el año que viene. Los dos últimos años se han caracterizado por una ralentización cíclica aunada a unas fuerzas deflacionistas estructurales, alimentadas a su vez por unas marcadas tendencias demográficas y tecnológicas, y que se han visto exacerbadas por un nivel de endeudamiento mundial sin precedentes. Esta ralentización asestó primero un duro golpe a los mercados en 2018 como consecuencia de la ceguera inicial de los bancos centrales a este respecto, antes de que estos últimos se retractaran y de que, en lo que constituye un movimiento más acomodaticio, rebajaran aún más los tipos de interés, permitiendo que los mercados de renta variable se recuperaran en el primer cuatrimestre de 2019.

No obstante, este alivio de los mercados no debería llevarnos a perder de vista lo esencial: la economía real se ha vuelto menos receptiva a las medidas de política monetaria, la cual, como es cada vez más evidente, no servirá para frenar la ralentización mundial en curso, máxime si el nivel de incertidumbre política generalizada se mantuviera.

Por lo tanto, al contrario que 2019, 2020 se perfila como un año de inflexión potencialmente importante para los mercados, dado que será necesario atisbar nuevos caminos. De hecho, si no se hallara ningún remedio convincente a la impotencia cada vez más manifiesta de los bancos centrales, comenzaría a materializarse una coyuntura de deterioro macroeconómico, con consecuencias previsibles en los activos de riesgo. Esta hipótesis no debería constituir una premisa principal a estas alturas, dado que supone que los políticos se comportarían como sonámbulos y ni Donald Trump en Estados Unidos, ni la Fed, ni China, ni el Gobierno alemán en Europa tienen interés alguno en dejar que una dinámica recesiva se afiance en sus países. No obstante, no deberíamos confiarnos dado que, por definición, los ojos abiertos de los sonámbulos no denotan sino la apariencia de lucidez. No sería la primera vez que se cometen graves errores de política económica.

Otra hipótesis previsible y a priori más halagüeña apunta a la aplicación de potentes políticas de estímulo fiscal.



En Europa esta hipótesis coincide con el deseo del propio Banco Central Europeo, del que podemos prever sin temor alguno que no se verá afectado por la transición de la presidencia de Mario Draghi a la de Christine Lagarde. Además de un mayor esfuerzo presupuestario por parte de Alemania, la perspectiva de una unión fiscal en el seno de la zona euro, que constituiría el preludio de un verdadero presupuesto europeo de envergadura, podría por fin abrirse camino tras haberse eludido durante tanto tiempo por las reticencias del país germano. Además, el respaldo del BCE podría contribuir en mayor o menor medida a la posibilidad de que la reactivación se vea impulsada por un mayor gasto presupuestario.

En Estados Unidos, el repunte del crecimiento podría verse ampliamente facilitado por un gesto concreto de Donald Trump orientado a lograr un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos, ante la clara evidencia de que la incertidumbre política a este respecto ha lastrado considerablemente la dinámica de inversión de las empresas estadounidenses.

Uno de los aspectos más opacos de esta hipótesis optimista estriba en su calendario, ya que presupone que las decisiones políticas se adoptarán de manera lo suficientemente proactiva, no porque lo necesiten unas economías que se encuentran ya demasiado debilitadas a escala mundial y bajo la presión de unos mercados financieros en situación de tensión. Por otro lado, también parte del supuesto de que Pekín aceptará, aunque fuera por necesidad, ofrecer a Donald Trump, candidato a las próximas elecciones presidenciales estadounidenses, una salida airosa de la postura de máxima resistencia al dolor económico como argumento de negociación.

Incluso si se accionara finalmente la palanca de los estímulos fiscales, sería ilusorio esperar un retorno pacífico a la "normalidad" de los mercados

Incluso si los políticos accionaran finalmente la palanca de los estímulos fiscales, sería ilusorio esperar un retorno pacífico a la «normalidad» de los mercados. Al contrario, tras años de represión financiera, la perspectiva de un giro radical en la política económica (al que podría poner voz en Estados Unidos una de las candidatas demócratas a la presidencia, Elizabeth Warren) no dejaría de poner profundamente en entredicho el posicionamiento de los inversores que, en ocasiones, se ha polarizado en exceso. Probablemente, esto conllevaría un fuerte aumento de la volatilidad en todas las clases de activos, incluidas las divisas. Es importante ser plenamente consciente de que el alza de los mercados bursátiles durante el primer semestre de 2019 y su consolidación posterior desde hace cinco meses gracias a una rebaja continuada de los tipos de interés han constituido una tregua tras la advertencia de 2018. En 2020, en caso de continuar esta tendencia en los mercados, se haría en un contexto de equilibrio sumamente precario entre, por un lado, una coyuntura de recesión y, por el otro, la aplicación de un programa de estímulos fiscales de gran calado. Por tanto, es legítimo prepararse de antemano para una gestión de los mercados de nuevo más direccional, que complementa la selección de valores.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, 30/09/2019

Estrategia de inversión

Renta variable

Un nuevo apaciguamiento de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, así como las esperanzas de aplicación de unas políticas de estímulo fiscal provocaron a principios de mes un marcado movimiento de rotación sectorial de los valores defensivos hacia los sectores cíclicos en los mercados de renta variable. La vehemencia de esta rotación se vio acentuada por el posicionamiento extremo de los inversores que, desde hace tiempo, habían dado la espalda a los segmentos más sensibles al ciclo económico.

Habida cuenta de que los mercados bursátiles a menudo ofrecen una rentabilidad en forma de dividendos más elevada que la deuda pública core, el riesgo de una marcada corrección sigue siendo reducido y justifica el mantenimiento de una exposición optimista a las acciones. Sin embargo, el núcleo de nuestra cartera sigue centrado en los valores denominados de «máxima calidad», que deberían seguir arrojando una rentabilidad superior en un contexto estructural y coyuntural de crecimiento débil, en un momento en que las políticas monetarias se acercan a sus límites. Dicho esto, puesto que estos valores ya se han revalorizado considerablemente, seguimos prestando especial atención a las valoraciones. En este contexto, a pesar de que liquidamos buena parte de nuestros títulos en el segmento especialmente prometedor de las fintechs, que registró una trayectoria bursátil favorable, adquirimos valores de Square. Esta empresa de Silicon Valley constituye un actor clave de la oferta de soluciones de pago para comercios independientes, tales como panaderías, floristerías, cafeterías, etc. Conservamos una pequeña exposición táctica a la banca europea con el objetivo de equilibrar la cartera y tras tomar nota del deseo expresado por el Banco Central Europeo en septiembre de reducir el coste que tiene su política de tipos negativos para este sector.

Renta fija

En Europa, el presidente del BCE, Mario Draghi, anunció el establecimiento de una serie de medidas de relajación monetaria que abarcan la rebaja de los tipos, la reanudación del programa de compras de activos, la flexibilización de las condiciones de las operaciones específicas de refinanciación a largo plazo (TLTRO, por sus siglas en inglés) y la introducción de tramos de tipos negativos para los bancos. En Estados Unidos, Jerome Powell rebajó un 0,25 % los tipos de referencia, pero todavía se niega a reconocer que este gesto implica el inicio de un verdadero ciclo de relajación. En vista de que estos anuncios eran en gran medida previsibles, los tipos de la deuda pública core se tensaron ligeramente durante el mes de septiembre tras alcanzar valoraciones récord en el mes de agosto. Esta consolidación también se vio motivada por las esperanzas de un apaciguamiento de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos tras las inquietudes del mes anterior. En este contexto, redujimos nuestra sensibilidad a los tipos de interés, en particular en Europa, donde los tipos habían alcanzado niveles extremos.

No obstante, conservamos nuestro posicionamiento a favor de un aplanamiento de las curvas y de una convergencia de los diferenciales de crédito de los países periféricos, en particular de Italia y Grecia. En Estados Unidos, prosigue la presión para que la Fed adopte una postura más acomodaticia con el fin de apuntalar una economía interna que muestra cada vez más signos de debilidad y de cara a afrontar tanto las tensiones en los mercados monetarios como una economía mundial que sigue deslucida. Por tanto, conservamos una posición optimista en deuda pública estadounidense. En el mercado de crédito, seguimos siendo muy selectivos en un contexto de valoraciones marcadamente elevadas. Seguimos posicionados en los bonos financieros subordinados europeos, que deberían verse impulsados por la introducción por parte del BCE de un sistema de tramos para los tipos negativos. En el universo emergente, mantenemos una posición limitada en deuda turca denominada en divisa fuerte, con una inflación más contenida como telón de fondo, lo que proporciona margen de maniobra al banco central.

Divisas

A pesar de que la evolución del diferencial de tipos entre Estados Unidos y Europa debería haber constituido un factor impulsor de la moneda única, el billete verde siguió cosechando beneficios frente al euro. No en vano, la aparente confianza de los miembros de la Reserva Federal estadounidense en cuanto al carácter transitorio de su sesgo acomodaticio y las sorpresas económicas estadounidenses, que los inversores internacionales consideraron mejor orientadas, constituyeron factores de apoyo. El billete verde se vio influido por dos corrientes contrarias: por un lado, la repatriación de capitales de los inversores estadounidenses y la falta de liquidez en los mercados monetarios que respaldan la moneda y, por el otro, esta se ve afectada por una valoración elevada y una evolución aún desfavorable del doble déficit estadounidense (deterioro de la balanza por cuenta corriente y del déficit público).

Habida cuenta de que nuestra interpretación del ciclo estadounidense es menos optimista que la que parecen hacer los miembros de la Fed y los mercados, mantenemos un sesgo prudente con respecto al dólar y cubrimos una parte de nuestra exposición resultante de nuestras inversiones en activos estadounidenses. De igual modo, estimamos que a medida que nos aproximemos a las distintas fechas electorales, los debates en torno a la aplicación de estímulos fiscales financiados por medio de un aumento del endeudamiento, tal como defienden varios candidatos demócratas, podrían reavivar los temores de los inversores.

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.