¿Exuberancia racional?

Julio de 2017

Autor(es)
Didier Saint-Georges

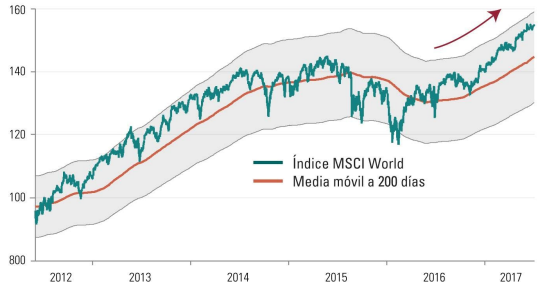
Publicado
5 De Julio De 2017

Longitud
6 minuto(s) de lectura

El optimismo de los inversores sigue alimentándose de la percepción de un crecimiento económico aceptable a escala mundial —si bien algo inestable en Estados Unidos— y de una inmensa confianza en la sabiduría de los bancos centrales. Este equilibrio mágico entre unas economías anémicas y unas políticas monetarias laxas (véase la Carmignac's Note de junio, What else?) les permite, desde hace dieciocho meses, capear con serenidad todos los desafíos, especialmente en el plano político, al tiempo que los tranquiliza en lo referente a las valoraciones de los mercados tanto de renta variable como de renta fija. Y, aunque estos inversores «sienten» a veces que esta coyuntura ya está durando demasiado, están más que decididos a aprovechar su última fase. Este optimismo generalizado, que reafirma una volatilidad de mercado en mínimos históricos, refleja la enorme confianza de los mercados en esta escarpada senda. Resulta lógico, en vista de la atenuación del riesgo político inmediato, tanto en Estados Unidos como en Europa, el buen tono de la economía mundial y la prudencia anunciada de los bancos centrales. No obstante, es necesario prestar más atención a las nuevas zonas de debilidad que la rodean.

El camino inequívoco de la Fed

Tras el preanuncio de la reducción de su programa de compra de activos en 2013, que provocó importantes turbulencias en los mercados (recordemos que el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidenses prácticamente se duplicó entre mayo y septiembre, de 1,6 % al 3 %), la actitud prudente de la Fed respecto de esta «normalización progresiva» de su política monetaria ha sido bien recibida por los mercados. Actualmente, después de algunos sustos, los rendimientos de estos mismos bonos se encuentran más o menos a medio camino entre esos dos extremos recientes. Y, al mismo tiempo, el índice bursátil estadounidense S&P 500 ha seguido avanzando hasta situarse hoy más de un 30 % por encima de su nivel de principios de 2014.



Fuente: Bloomberg, 30/06/2017

¿Es estable este equilibrio?

Después de subir los tipos de referencia 25 puntos básicos —tal y como se esperaba—, Janet Yellen confirmó en junio de forma explícita su intención de empezar a reducir la envergadura del balance de la Fed antes de finales de año. El ritmo de esta reducción debería ser lento, pero la dirección ya está trazada, lo que reduce el margen de maniobra del banco central (en su último anuncio, la Fed hizo menos hincapié en una dependencia estricta de los datos económicos para determinar el ritmo de su normalización). Se tratará de un acontecimiento sin precedentes (como lo fue en marzo de 2009 el inicio del programa de compras de activos), en un momento en el que el ciclo económico estadounidense se aproxima a un punto de inflexión.

Por tanto, los mercados deberán prever los efectos de este hecho inédito en todas las clases de activos. Si la economía estadounidense siguiera en fase de aceleración o si pudiéramos contar con la aplicación del plan de estímulo presupuestario de Trump, esta retirada de liquidez por parte de la Fed podría traducirse en una marcada tensión en los tipos largos del país y en un repunte del dólar. Pero ya no es el momento: las reformas de Trump están haciendo aguas y el ciclo económico ya ha superado su punto álgido. Así, el ajuste de la política monetaria estadounidense será probablemente muy progresivo. El riesgo de que se produzca una marcada subida de los tipos largos parece limitado, y los valores de crecimiento deberían retomar su rentabilidad superior.

Cabe destacar que, en esta hipótesis, los mercados emergentes también deberían seguir mostrando relativo buen tono, aupados por unos fundamentales sólidos y liberados de la amenaza de una gran apreciación del dólar.

Fuente: www.wealthmanagement.com

La diferencia europea

> Una marcada subida de los tipos sin riesgo y una apreciación demasiado rápida del euro constituirían importantes obstáculos para la revalorización de los mercados europeos.

En la zona del euro, Mario Draghi ha resistido valientemente hasta la fecha a las presiones de Alemania y una parte de los gobernadores del BCE, que abogaban por el ajuste de su política monetaria. La tasa de endeudamiento de la unión monetaria, especialmente en algunos países como Italia, requiere que, en efecto, los tipos nominales se mantengan en niveles reducidos. No obstante, esta retirada del programa de compra de activos es un hecho inexorable desde hace algunos meses (aunque solo sea porque los activos financieros aptos para su compra por parte del BCE se están agotando) y la recuperación económica de la zona lo justifica, incluso aunque la inflación no esté subiendo. Por tanto, el Banco Central Europeo también se encamina hacia una política menos acomodaticia, y sus motivos tiene.

Esta perspectiva debería contribuir a una corrección del nivel excesivamente reducido de los tipos de interés de la deuda alemana y podría conferir un nuevo potencial de apreciación al euro. Cabe destacar que, en el plano geopolítico, la moneda única podría, además, reafirmar su estatus con una nueva consolidación en el marco de una cooperación francoalemana creíble, mientras que el dólar pierde sus referencias tradicionales. Esta eventualidad debería marcar el inicio de una bonanza más afianzada de los sectores cíclicos, especialmente el bancario, en los mercados europeos de renta variable. No obstante, debemos tener en cuenta que una marcada subida de los tipos sin riesgo y una apreciación demasiado rápida del euro constituirían importantes obstáculos para la revalorización de los mercados europeos.

> La existencia de un verdadero ciclo económico, el primero de esta envergadura desde 2010, aumenta la correlación del riesgo de mercado con las políticas monetarias.

La sensibilidad de los mercados

La intervención deferente de los bancos centrales desde la gran crisis financiera no solo ha impulsado las valoraciones de los activos financieros —en concreto en la renta fija— hasta niveles elevados, sino que también ha reducido drásticamente la volatilidad de los mercados. Por tanto, no es necesario imaginar un «error» de política monetaria para vislumbrar que los mercados pueden, en efecto, ser sensibles a un movimiento de retirada del apoyo monetario, aunque ésta sea progresiva y prudente.

Lo que actualmente provoca la correlación del riesgo de mercado con la política monetaria es la existencia de un verdadero ciclo económico, el primero de esta envergadura desde 2010, dado que el ajuste de las condiciones financieras en una economía en desaceleración la ralentizará aún más. En cambio, si se aplica a una economía en fase de aceleración, el ajuste podría justificar un alza muy marcada en los tipos y la divisa. Resulta fundamental que tanto la Fed como el BCE logren dirigir con éxito esta transición para que se produzca una revalorización en los mercados bursátiles.

La incertidumbre que el riesgo político había provocado en los mercados del universo desarrollado en 2016 se ha disipado. Así, hoy día es incluso posible contemplar al fin la agradable sorpresa que supondría que el Congreso estadounidense aprobara medidas de desregulación o bajada de impuestos de aquí a final de año. No obstante, el populismo ha logrado algunas victorias políticas cuyos efectos económicos aún están por materializarse. Así, la economía británica acusará la ralentización de la inversión debido al fantasma del brexit, y la Administración Trump tratará de reafirmar su autoridad aplicando limitaciones proteccionistas a sus socios comerciales (como en las importaciones de acero). En este contexto, Europa, China y Japón deberán hacer frente al desafío que plantea superar la situación con destreza. En concreto, la dinámica europea podría recuperar así un vigor económico y político inesperado. Por tanto, una asignación geográfica y sectorial adecuada continuará siendo clave para que las estrategias de inversión den sus frutos y aprovechen las dinámicas más favorables. Además, deberemos estar más atentos a las repercusiones de los desafíos políticos en los mercados y a la gestión de los bancos centrales de sus procesos de normalización monetaria.

Fuente: Bloomberg, a 30/06/2017

Estrategia de inversión

Renta variable

La volatilidad repuntó en los mercados de renta variable a finales de mes. La estructuración equilibrada de nuestra cartera fue clave para amortiguar el impacto. Los mercados bursátiles se vieron afectados principalmente por las tensiones en los tipos durante el mes de junio, especialmente en Europa, como refleja la marcada presencia de sectores sensibles a los tipos de interés en las peores contribuciones sectoriales del mes: telecomunicaciones, suministros públicos, tecnología y distribución.

En cambio, los valores bancarios cerraron el mes con una marcada alza en Estados Unidos, Europa y Japón. Nuestra elevada ponderación en los valores bancarios, especialmente en Europa y Japón, nos permitió compensar en parte la corrección que sufrieron los mercados bursátiles. Por último, nuestra estrategia de diversificación en los valores tecnológicos más allá de las firmas estadounidenses de gran capitalización dio sus frutos, con las sólidas rentabilidades de títulos como Samsung Electronics.

Renta fija

Los primeros indicios de reflexión por parte del BCE acerca de una estrategia de retirada progresiva de su política de relajación cuantitativa provocaron una onda expansiva en los mercados de renta fija a finales de mes. Este repunte de las tensiones en los rendimientos fue especialmente notorio en los tipos europeos y, más concretamente, en los alemanes. Nuestra estrategia vendedora en la deuda pública alemana se benefició de este movimiento. Además, durante el mes iniciamos una estrategia compradora en volatilidad en la parte larga de la curva de tipos que nos permitió beneficiarnos de este movimiento.

Por último, la liquidación durante el mes de Banco Popular en España y de dos bancos de la región del Véneto en Italia puso de relieve la necesidad de ser selectivos en el segmento de la deuda corporativa. Nuestro posicionamiento, concentrado en los bonos corporativos de los campeones nacionales bancarios, como Santader o Intesa San Paolo (que pudieron comprar a buen precio activos en las operaciones de liquidación), ha quedado así justificado.

Divisas

El euro siguió apreciándose frente al dólar y registró por cuarta vez consecutiva una importante progresión mensual. La estabilización del contexto político, la recuperación del dinamismo económico, el regreso de los inversores extranjeros y la perspectiva de una reducción gradual de las políticas monetarias no convencionales por parte del BCE son elementos que apuntan a la apreciación de la moneda única. Nuestra estrategia en divisas siguió contribuyendo de forma notable a la rentabilidad de nuestros Fondos mundiales en junio. La depreciación continuada del dólar constituye un elemento favorable para el universo emergente, así como el petróleo.

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.