



## La estrategia del pararrayos

Septiembre de 2017



Autor(es)  
Didier Saint-Georges

Publicado  
1 De Septiembre De 2017

Longitud  
7 minuto(s) de l

El verano de 2017 no ha asestado a los mercados financieros ningún gran golpe capaz de poner a prueba su fortaleza. Nada de crisis financiera, nada de invasión militar (únicamente algunas provocaciones de Corea del Norte), un contexto económico tranquilo en líneas generales y, por último, una reunión de los bancos centrales, con motivo de su famoso encuentro de Jackson Hole durante el mes de agosto, que destacó por el silencio conjunto con que se despacharon las cuestiones relacionadas con la política monetaria. En suma, nada importante que reseñar.

En los meses de julio y agosto, el Eurostoxx se dejó un 1 %, el índice S&P 500 ganó un 1,8 % y el índice MSCI World avanzó un 2,3 % gracias a la buena marcha de los mercados emergentes. Sin embargo, bajo la superficie de este periodo de tranquilidad, ha continuado la deriva de los grandes equilibrios mundiales (véase nuestra nota de julio, titulada «¿Exuberancia racional?»). De ello da fe la evolución de dos grandes variables: el dólar ha acentuado la caída que inició a comienzos de año, sobre todo frente al euro (la moneda única se revalorizó cerca de un 5 % frente al dólar) y los tipos libres de riesgo han seguido descomulgándose. Conviene comprender estos dos comportamientos singulares ya que han dado cuerpo a los temores de los inversores y, al mismo tiempo, han desempeñado el papel de pararrayos, lo que por el momento ha permitido a los mercados de renta variable y deuda corporativa beneficiarse de los buenos resultados de las empresas y acelerar sus niveles de valoración.

El comportamiento anómalo de la renta fija es cada vez más insostenible

### El Banco Central Europeo ya no podrá justificar durante mucho más tiempo la continuidad de una política monetaria de emergencia

Desde principios de año, el contraste entre el avance de la economía mundial —sobre todo en Europa— y la evolución de los tipos de interés es imponente.

Durante los primeros meses del año, la incertidumbre política en torno al resultado de las elecciones presidenciales en Francia, la recuperación dubitativa de la economía europea, probablemente afectada ella también por este riesgo político, y las compras mensuales del BCE explicaban que la deuda pública alemana se arrojase una prima exorbitante. Los niveles de sus rendimientos anuales, entre el 0,20 % y el 0,50 %, ya eran excesivamente bajos, incluso con una inflación instalada obstinadamente por debajo del 2 %, pero la anomalía podía mantenerse si no cambiaban las circunstancias. Desde este verano, el contexto ha comenzado a cambiar.

Políticamente, Angela Merkel ha consolidado su ventaja en las intenciones de voto de cara a las elecciones generales alemanas del septiembre, lo que refuerza la perspectiva de una nueva dinámica europea, impulsada por un eje francoalemán profundamente reforzado. Entre los posibles beneficiarios de este impulso político figura Italia, a pesar de los últimos sobresaltos mediáticos protagonizados por el viejo líder Berlusconi. El país parece estar dejando atrás progresivamente la decepción provocada por el rechazo de las reformas de Matteo Renzi en el referéndum de diciembre de 2016; así, el índice de confianza económica de las empresas italianas volvió a subir en agosto y alcanzó su nivel más alto desde 2008.

Económicamente, el conjunto de la zona del euro confirma ya la mejora de los indicadores económicos adelantados constatada a comienzos de año: el índice de ventas minoristas subió cerca de un 2 % en agosto con respecto a enero, después de acumular dieciocho meses de descensos. La misma tendencia se observó en la producción industrial.

Además, aunque la expansión de la economía europea sigue siendo modesta en términos absolutos y la tasa de inflación se mantiene por debajo de los objetivos oficiales, el Banco Central Europeo ya no podrá justificar durante mucho más tiempo la continuidad de una política monetaria de emergencia. Por lo tanto, nos parece inevitable que el BCE anuncie en breve una reducción del programa de compra de activos, toda vez que el depósito de activos admisibles para las compras está agotándose rápidamente (observación esta última especialmente cierta en el caso de la deuda pública alemana). Según nuestros cálculos, el rendimiento «normal» de la deuda alemana a diez años debería situarse actualmente por lo menos en el 1 %, algo que el mercado no descuenta en absoluto en estos momentos. Por lo tanto, Mario Draghi podría tener que enfrentarse a esta realidad durante los próximos meses. Se trata de uno de los principales riesgos de mercado y es preciso gestionarlo de forma muy activa, para protegerse también de su efecto sobre las demás clases de activos.

## La fortaleza del euro está justificada y es duradera

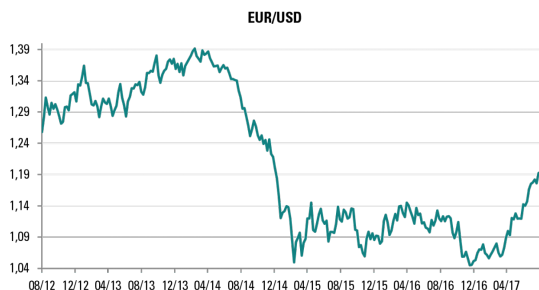
### La evolución de la moneda estadounidense, la europea y la china encarna el comienzo de un profundo cambio de roles

El euro se beneficia de su situación en la confluencia de varias grandes tendencias, tanto económicas como políticas. En primer lugar, justo en el momento en el que las perspectivas económicas europeas por fin mejoran, el ciclo económico confirma sus síntomas de agotamiento en EE. UU. El índice PMI adelantado de la actividad industrial estadounidense está cayendo desde comienzos de año y, aunque el consumo aguanta todavía, lo está haciendo a expensas de un importante descenso de la tasa de ahorro de los hogares (ha pasado de un 5,4 % a un 3,6 % en un año) y de un uso cada vez mayor de los créditos al consumo, que están en máximos históricos y están llevando a los bancos a endurecer sus condiciones de financiación.

En este sentido, la evolución del tipo de cambio euro-dólar en 2017 es la inversa de su comportamiento en 2014, cuando las perspectivas económicas de EE. UU. eran ostensiblemente mejores que las de la zona del euro. Además, también es patente en estos momentos que las especulaciones populistas de Donald Trump no han cuajado y han quebrado las esperanzas que albergaba el mercado sobre una gran reforma fiscal. Como mucho, el Congreso controlado por los republicanos tal vez consiga durante el segundo semestre alumbrar un presupuesto 2018 con algunas reducciones de impuestos, bienvenidas pero claramente insuficientes para contrarrestar las fuerzas de la ralentización del ciclo.

En un plano más profundo, Donald Trump está dilapidando de forma duradera el crédito geopolítico de EE. UU. frente al resto de potencias. Al abandonar el Acuerdo Transpacífico (TPP), al sembrar dudas sobre el mantenimiento de la protección del paraguas nuclear estadounidense en beneficio de los miembros europeos de la OTAN, al instalar la improvisación y las contradicciones en el corazón de las decisiones estratégicas, EE. UU. está erosionando su liderazgo mundial y está dando a Europa y a China la ocasión de potenciar el suyo. La respectiva evolución de la moneda estadounidense, la europea y la china encarna en parte el comienzo de este profundo cambio en los roles.

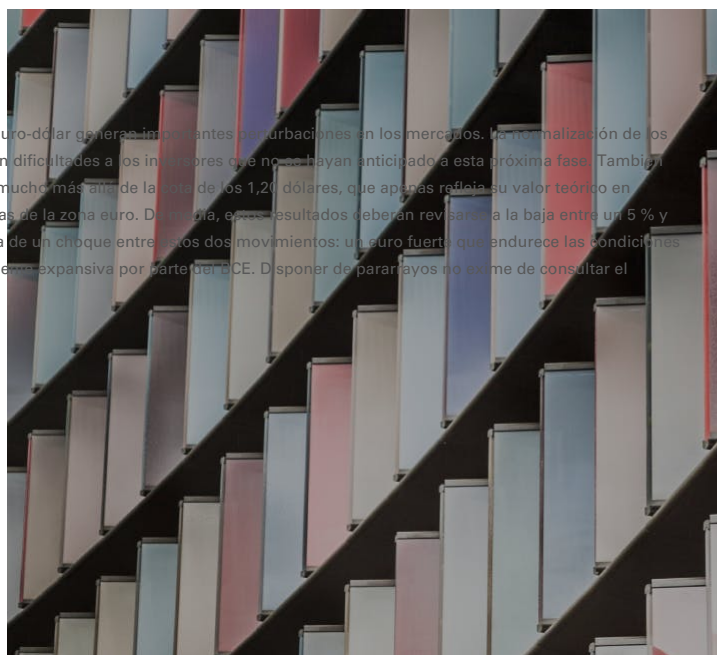
Huelga decir que el precio del oro, última moneda de reserva, se beneficia también de este fenómeno desde comienzos de año. En estos momentos, tiene todo el sentido que los responsables de asignación de activos revisen el peso estructural que desean dar al dólar en sus carteras.



Fuente: Bloomberg, 28/08/2017

Las distorsiones de los precios de la deuda pública y el cambio de paradigma del cruce euro-dólar genera importantes perturbaciones en los mercados. La normalización de los tipos de la renta fija, que Mario Draghi no podrá eludir por mucho más tiempo, pondrá en dificultades a los inversores que no se hayan anticipado a esta próxima fase. También afectará invariablemente a la prima de riesgo de las bolsas. El euro podría revalorizarse mucho más allá de la zona de los 1,20 dólares, que apenas refleja su valor teórico en paridad de poder adquisitivo, lo que sería perturbador para los resultados de las empresas de la zona euro. De hecho, esos resultados deberán revisarse a la baja entre un 5 % y un 8 % por cada subida del 10 % del euro. Pero la cuestión más decisiva es la perspectiva de un choque entre dos movimientos: un euro fuerte que endurece las condiciones financieras en la zona del euro y el fin ineludible de una política monetaria excepcionalmente expansiva por parte del BCE. Disponer de pararrayos no exige de consultar el barómetro.

Fuente: Bloomberg, a 31/08/2017



## Estrategia de inversión

### Renta variable

Después de tomarse un respiro en julio, la volatilidad rebotó de nuevo en agosto en las bolsas en un contexto marcado por las tensiones geopolíticas. La bolsa estadounidense registró una corrección real durante el mes, mientras que los mercados emergentes aguantaron y cerraron con una marcada subida, sobre todo Brasil, que avanzó más de un 5 %.

La inestabilidad política en EE. UU. suscita dudas sobre la capacidad del presidente Trump para sacar adelante un programa de inversión en infraestructuras y unas rebajas de impuestos capaces de sostener un ciclo económico que envejece. Eso nos lleva a iniciar una reducción gradual de la ponderación de los valores cíclicos en nuestra estrategia en renta variable.

Por consiguiente, hemos reducido nuestras posiciones en compañías aéreas estadounidenses, hemos liquidado nuestra exposición a valores financieros japoneses y hemos recogido una parte importante de nuestros beneficios en los valores bancarios europeos. Estas ventas se han realizado sin reinversión posterior, de manera que la exposición a la renta variable en nuestra estrategia global ha descendido ligeramente.

### Renta fija

Aunque los diferenciales de deuda corporativa se mantuvieron estables en líneas generales durante el verano, los tipos de la deuda pública de los países núcleo cerraron por debajo de sus máximos de finales de junio. Así ocurrió especialmente con la deuda pública alemana, cuya valoración está cada vez más desconectada de los fundamentales.

En este contexto, nuestra estrategia en renta fija pública no experimentó cambios. Seguimos buscando rendimientos de forma selectiva en segmentos como la deuda emergente denominada en divisa local (sobre todo en Brasil y Rusia) o la deuda pública italiana (cuyo diferencial frente a la deuda pública alemana alcanzó durante el primer semestre de 2017 su nivel más alto de los últimos tres años). Por otro lado, seguimos muy atentos a la liquidez de nuestros títulos de deuda corporativa, donde hemos reforzado nuestra exposición a los bonos de alta calidad y los vencimientos cortos.

De este modo, nos preparamos para los efectos negativos que podría generar la progresiva normalización de la política monetaria del BCE. Los moderados niveles de inflación fomentan cierta complacencia en los inversores en lo que respecta al mantenimiento de políticas monetarias expansivas en un momento en el que los bancos centrales mundiales se verán cada vez más forzados a normalizarlas. Por último, nos protegemos frente al choque que podría provocar una subida acusada de los rendimientos del Bund manteniendo nuestras posiciones vendedoras en deuda pública alemana.

### Divisas

La escalada del euro desde finales del primer trimestre continuó durante el mes de agosto. Esta evolución responde principalmente a la debilidad del dólar estadounidense, que incluso está perdiendo su estatus de valor refugio, como atestigua la subida de la moneda europea durante las tensiones geopolíticas vinculadas a Corea del Norte.

Por lo tanto, nuestra estrategia en divisas ha seguido priorizando la moneda única manteniendo la posición vendedora en la libra esterlina. Esta última ha contribuido considerablemente al buen comportamiento de los tipos de cambio en nuestros fondos, ya que durante el mes de julio y agosto se aceleraron las caídas de la divisa británica.

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.