

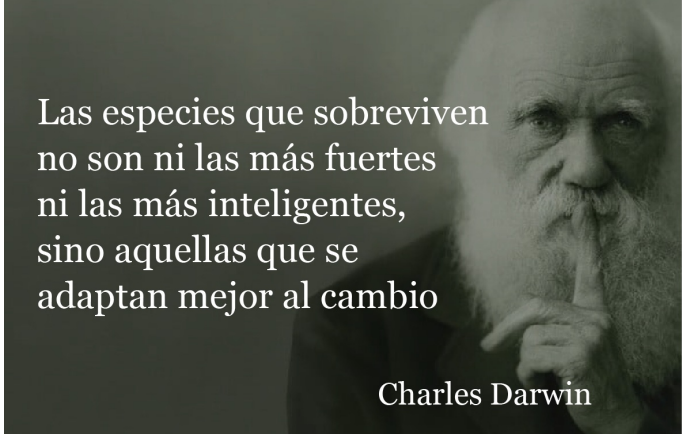
## LA IMPARABLE LEY DE LA EVOLUCIÓN

por **Didier SAINT-GEORGES**

- Head of Portfolio Advisors, Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee  
03.09.2020

En los últimos compases del verano, la evolución de la pandemia sigue siendo incierta, dado que el virus que la causa es todavía, a día de hoy, un gran desconocido. Lo que sí sabemos es que las personas, las empresas y los Gobiernos han comenzado a adaptarse —aunque con retraso— a esta incertidumbre. Estos cambios de comportamiento impiden que se produzca un repunte en la actividad mundial más allá de la recuperación del tercer trimestre, pero reducen el riesgo de un nuevo descalabro de gran calado de la situación sanitaria y generan una polarización extrema en las rentabilidades entre los distintos sectores.

En la esfera macroeconómica, volver a paralizar deliberadamente el 50 % de la actividad mundial ha dejado de ser una opción: pase lo que pase, se priorizarán las soluciones más localizadas para evitar un nuevo colapso del crecimiento. Por tanto, da comienzo un periodo de actividad económica frágil y muy desigual a escala mundial, si bien este se beneficiará del apoyo que brindan las múltiples inyecciones presupuestarias y monetarias, cuyo flujo los poderes públicos solo podrán reducir con sumo cuidado.



Las especies que sobreviven  
no son ni las más fuertes  
ni las más inteligentes,  
sino aquellas que se  
adaptan mejor al cambio

Charles Darwin

**“ Tan decisivo es gestionar las crisis como no equivocarse sobre las consecuencias a largo plazo que estas traen consigo ”**

En el plano microeconómico, la perfecta adaptación de las empresas que ofrecen soluciones a los problemas de movilidad, de seguridad sanitaria y de productividad les ha permitido reforzar su capacidad para generar beneficios desde principios de este año. En cambio, el resto de sectores deberá adaptarse drásticamente so pena de desaparecer. Las leyes de la evolución no evitan en absoluto las crisis, pero nos recuerdan que son estas últimas las que generan tendencias a largo plazo, las modifican o, por el contrario, ejercen un efecto acelerador sobre las mismas.

En calidad de inversores, tan decisivo es gestionar las crisis como no equivocarse sobre las consecuencias a largo plazo que estas traen consigo.

## **Actualmente, el principal riesgo para los mercados ha dejado de ser la pandemia**

Es necesario recordar que, a principios de año, los modelos epidemiológicos de la universidad Imperial College London, institución británica sumamente respetable y respetada, tenían que la pandemia de coronavirus causase 2 millones de muertes en EE. UU. y 500.000 en el Reino Unido. Huelga decir que los modelos no eran perfectos...

Tal vez debido a este pesimismo, y quizás porque para las democracias occidentales resultaba peligroso desde el prisma político intentar aplicar una gestión del riesgo menos radical que la implementada por China, se optó prioritariamente por el confinamiento a gran escala a costa del colapso económico que conocemos ahora. Seis meses más tarde, el mundo se ha decidido a aprender a vivir con el virus. Ello conlleva que, a la espera de que se descubra, se pruebe, se produzca y se distribuya a gran escala una vacuna eficaz, la amenaza seguirá estando presente y afectará al comportamiento humano de forma más o menos atenuada. El uso generalizado de mascarillas será deficiente y, así, el número de casos de contagio registrados aumentará con la multiplicación de las pruebas y la relajación de la atención entre la población joven, pero probablemente sin que ello provoque una drástica aceleración de la tasa de mortalidad.

Los sectores de restauración, transporte y hoteles resurgirán de sus cenizas, pero muy renqueantes, y el sector bancario deberá seguir sobreviviendo mediante la continuación de la reducción de sus costes. El ritmo de adopción del comercio electrónico, las plataformas de videoconferencia —al fin reconocidas como soluciones de comunicación eficaces para las empresas— y las soluciones integradas en la Web continuará y volverá a ser más progresivo.

Durante el primer semestre, los mercados han tenido que adaptarse a un envite económico de dimensiones históricas, seguido por una respuesta de los poderes públicos no menos reseñable. La gestión de los riesgos ha sido decisiva para no vernos arrastrados por este choque. No obstante, más allá de esta superficie tan agitada, resulta igual de fundamental tomar conciencia sobre los distintos niveles de avance de las estrategias de adaptación, que muestran a los inversores las especies amenazadas y aquellas que, por el contrario, salen reforzadas. Parece que hoy día se entienden bien estas tendencias, pero cabe preguntarse si, ahora, el riesgo es que los inversores se hayan expuesto demasiado a ellas.

## **¿Son los valores de crecimiento ahora peligrosos?**

Desde hace ya más de diez años, el tratamiento de las repercusiones de la crisis de 2008 por medios exclusivamente monetarios tuvo como consecuencia una recuperación económica mundial mediocre y un descenso histórico de los tipos de interés. En consecuencia, las empresas capaces de generar un crecimiento sólido de sus beneficios a pesar de este contexto se beneficiaron de una trayectoria bursátil envidiable: sus valoraciones sacaron partido no solo de su ventaja en cuanto al crecimiento de los beneficios, sino también de unos tipos de descuento de sus beneficios cada vez más reducidos. Este fenómeno se ha

visto acentuado automáticamente por el seísmo económico del primer semestre de 2020, que hace que las perspectivas de crecimiento macroeconómico mundial sean aún más inciertas y refuerza las del mantenimiento duradero de unos tipos de interés en niveles sumamente reducidos.

En el recién estrenado contexto caracterizado por un problema grave de seguridad sanitaria que no se disipará con facilidad, algunos segmentos de la esfera tecnológica han logrado reforzar su ventaja competitiva, y el meteórico repunte de la tasa de endeudamiento medio de las empresas ha evidenciado aún más la salud financiera de los líderes tecnológicos. A diferencia de lo que les caracterizaba durante la burbuja de Internet hace veinte años, actualmente sus balances son a menudo extremadamente sólidos y su rentabilidad, muy superior a la media de las empresas cotizadas (un margen de explotación superior al 25 % de media para los valores tecnológicos estadounidenses, frente a menos del 10 % para el índice S&P 500, excluidos valores tecnológicos y financieros). Así, la marcada rentabilidad superior desde principios de año registrada por los valores de crecimiento, situados a menudo en la esfera tecnológica pero que no pertenecen exclusivamente a esta, no debería plantear dudas.

**“La marcada rentabilidad superior desde principios de año de los valores de crecimiento no debería plantear dudas”**

¿Resulta excesiva? Nosotros no lo creemos así. A modo de ejemplo, el múltiplo de resultados del componente de valores tecnológicos del índice mundial MSCI presenta en la actualidad una prima de alrededor del 30 % frente al índice completo, una evolución que se sitúa en niveles muy próximos a su media histórica desde hace 25 años (prima del 25 %) y muy por debajo de la prima del 120 % que prevalecía en 1999-2000. Otro ejemplo muy ilustrativo es que la ratio que compara el precio de una acción con su tasa de crecimiento de los beneficios esperada a largo plazo es actualmente más o menos la misma (entre 2 veces y 2,5 veces) para los famosos valores «GAFAM» que para el resto del índice S&P (esta no era en absoluto la situación hace veinte años, cuando el precio que se pagaba por el crecimiento esperado era mucho más reducido para los valores no tecnológicos).

Esta mínima discriminación que observamos en la actualidad por parte del mercado respecto a la «valoración del crecimiento» constituye un punto de vital importancia por dos motivos. En primer lugar, porque demuestra que, si tenemos en cuenta el potencial de crecimiento a largo plazo, el sector tecnológico no está sobrevalorado en comparación con el resto del mercado. Y, en segundo lugar, porque constituye también una ingente oportunidad en términos de valor añadido para la gestión activa. En efecto, habida cuenta de las incertidumbres que imperan en el contexto macroeconómico, resulta complicado alcanzar un nivel de confianza elevado en las previsiones a largo plazo. Ello solo puede lograrse por medio de un conocimiento y un análisis exhaustivos de cada empresa, de su universo competitivo, de las rupturas tecnológicas en juego, etc. La mayor influencia de la gestión pasiva y el papel que en fechas recientes han desempeñado las plataformas de negociación para inversores particulares en Estados Unidos en algunas trayectorias bursátiles estelares multiplican las anomalías en las valoraciones y, al mismo tiempo, las oportunidades para la diferenciación de la gestión activa.

La naturaleza de la crisis económica de 2020 y de su tratamiento hace que tratar de pronosticar su evolución sea presuntuoso. En concreto, cabe preguntarse si el extraordinario apoyo que los Gobiernos han brindado directamente a las empresas y particulares durará lo suficiente como para evitar una aceleración del número

de quiebras, especialmente entre las empresas medianas, que pudiera llevar a la economía a una recesión en 2021. Esta pregunta resulta pertinente tanto para Europa como para EE. UU., que se encuentra en una situación muy sensible desde el prisma político y donde se suma la creciente incertidumbre de los inminentes comicios presidenciales que tendrán lugar en dos meses. En cambio, un avance médico sobre el tratamiento o la prevención de la COVID-19, el cruce del Rubicón por parte de los bancos centrales hacia la total asunción de la monetización de unos déficits presupuestarios sin precedentes, tal vez la transferencia — al menos parcial— a la economía real de la histórica tasa de ahorro de los hogares... Todas estas circunstancias podrían converger, aunque fuera de forma efímera, en la esperanza de dejar al fin atrás diez años de letargo macroeconómico y de paupérrimas previsiones de inflación. Por tanto, resulta necesario estar preparados para volver a intervenir con toda la flexibilidad que sea necesaria, dado que las leyes de la evolución son válidas para todos, empezando por las gestoras de activos. A la espera de lo que depare el futuro, resulta imperativo mantener carteras de renta variable conformadas por títulos que constituyan verdaderas convicciones a largo plazo y complementadas, de cara al equilibrio del conjunto de la estructuración, por activos vinculados a los esfuerzos de recuperación económica, como la deuda corporativa, y a sus avatares (desequilibrios presupuestarios, creación monetaria), como las minas de oro.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, 31/08/2020

## Estrategia de inversión

### Renta variable

Durante el verano, los inversores han seguido buscando crecimiento invirtiendo en el sector que ofrece una mayor visibilidad: la tecnología en su sentido más amplio. Así, el repunte de los valores denominados «de crecimiento a largo plazo» ha seguido apuntalando la rentabilidad de nuestras estrategias de renta variable durante este periodo estival.

No obstante, la valoración de los títulos tecnológicos genera, y con razón, dudas por parte de los inversores. En el seno de nuestras carteras, seguimos estando alerta ante el riesgo de «burbuja». Para empezar, recogemos beneficios de forma periódica en los títulos que arrojan las mejores contribuciones, como aquellos en los segmentos de fintech y de comercio electrónico. Además, nos mantenemos fieles a nuestra filosofía de inversión partiendo de la idea de que el precio de un valor ya contiene el conjunto de informaciones de dominio público, por lo que solo invertimos en empresas sobre las que somos capaces de formar una opinión divergente a la del consenso. Si bien esta filosofía puede llevarnos a pasar por alto determinadas oportunidades a corto plazo, a largo plazo ha dado sus frutos. Por último, nuestra exposición a los valores de crecimiento sigue estando diversificada en términos de regiones, sectores o empresas. En términos generales, seguimos estando convencidos de que estas empresas merecen una prima por su exclusiva capacidad de incrementar sus beneficios, independientemente del ciclo, gracias a las tendencias a largo plazo sobre las que se cimienta su crecimiento. Durante esta crisis, han demostrado aún más sus características defensivas, como los nuevos líderes de la publicidad, Google y Facebook, pero también Salesforce que, a pesar de la caída de la inversión, ha demostrado que las empresas siguen invirtiendo en la esfera digital. El contexto de tipos reducidos inducido por los bancos centrales constituye un apoyo adicional para estos títulos. No obstante, no estamos protegidos por fuerzas reflacionistas a corto plazo generadas por el descubrimiento de una vacuna, la mejora de los datos macroeconómicos o la subida de las previsiones de inflación. Por ello, mantenemos una exposición a los valores auríferos que podría revalorizarse en caso de que las previsiones de inflación repunten, además de a algunos títulos más sensibles al ciclo económico.

## Renta fija

Si bien la deuda corporativa ha seguido registrando un desempeño positivo durante el verano, la deuda pública core sufrió algunas tensiones. Varios factores impulsaron este movimiento: el número récord de emisiones, el cambio en la política de la Reserva Federal — cuyo umbral del 2 % para la inflación ya no es un límite elevado, sino un objetivo promedio a largo plazo—, la mejora de los datos macroeconómicos y, por último, las esperanzas del descubrimiento de una vacuna. En este contexto, nuestra cartera mantiene una sensibilidad relativamente reducida.

En Europa, aunque no creemos que la duración represente un motor de rentabilidad de gran calado, la solidaridad mostrada en fechas recientes entre los miembros de la zona euro constituye una importante evolución frente a las crisis anteriores. Esta respuesta política de la zona euro a la crisis de la COVID-19 sigue siendo especialmente favorable para los títulos de deuda pública periférica de la unión monetaria. Con un diferencial de crédito de alrededor de 140 puntos básicos para los bonos a 10 años, la deuda pública italiana sigue siendo una fuente de rendimientos en un contexto de tipos muy reducidos y de abundante liquidez.

En cuanto a la deuda pública estadounidense, de momento mantenemos posiciones a 30 años para sacar partido de la reducción del diferencial entre EE. UU. y Alemania. Por último, en la deuda pública emergente, mantenemos posiciones en situaciones específicas, como Rumanía y México.

Seguimos observando perfiles de riesgo/remuneración atractivos en el mercado de crédito. Nuestra exposición sigue estando concentrada en torno a tres temáticas principales: emisores de calidad que presenten una ampliación excesiva en su diferencial de crédito, los títulos financieros y las empresas afectadas por la crisis de la COVID-19, especialmente en el sector del turismo.

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.