



La implacable realidad del ciclo económico



Autor(es)
Kevin Thozet

Publicado
12 De Julio De 2021

Longitud
8 minuto(s) de lectur

Desde hace casi un año, los mercados financieros han disfrutado de una recuperación basada en estímulos, tanto en el plano monetario como en el presupuestario. Esta situación puede haber suscitado dudas sobre la posibilidad de que algunas economías, en particular la estadounidense, escapen a la fuerza gravitatoria del ciclo económico ante el enorme despliegue presupuestario y un apoyo monetario supuestamente incondicional.

No obstante, a medida que el ciclo avanza, una vez que la recuperación del crecimiento deja de ser el tema principal y que las medidas extraordinarias reencauzan a la economía en una senda más prometedora, los bancos centrales pierden protagonismo. Su labor pasa a centrarse en la estabilidad de los precios y del sistema financiero, más que en el crecimiento. En paralelo, muchas de las medidas —o anuncios— de apoyo presupuestario están perdiendo relevancia en un contexto en el que el consenso político y económico sobre el camino a seguir es menos claro, ya que el crecimiento económico es cada vez más autónomo. En resumen, la realidad del ciclo económico está tomando el relevo de las medidas de emergencia que se pusieron en marcha para hacer frente a la crisis.

Esto plantea numerosos interrogantes, sobre todo teniendo en cuenta la importancia de las medidas de apoyo en este ciclo tan particular. ¿Qué ocurre cuando los estímulos desaparecen tanto en el plano monetario como en el presupuestario? ¿Qué pasará cuando los mercados vuelvan a un entorno más «normal»? ¿Existe el riesgo de que caigan? ¿Se están viendo alcanzados por la gravedad? ¿O están volviendo a la trayectoria que suelen seguir a largo plazo?

Como hemos señalado muchas veces en los últimos meses, Estados Unidos vuelve a ser un modelo en lo referente al desarrollo y la salida de esta crisis.

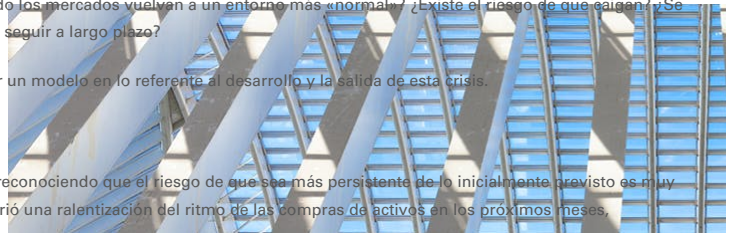
Hacia el punto de inflexión de la política monetaria

Manteniendo su hipótesis principal de que el repunte de la inflación es transitorio, pero reconociendo que el riesgo de que sea más persistente de lo inicialmente previsto es muy tangible, la Reserva Federal (Fed) modificó su discurso y endureció¹ su postura; así, sugirió una ralentización del ritmo de las compras de activos en los próximos meses, posiblemente ya en otoño si los datos económicos mantienen su buen tono.

Este cambio de marcha debería ser muy gradual, y la perspectiva de que el banco central estadounidense retome una política monetaria más convencional es visiblemente tranquilizadora, como parece atestiguar la reacción de los mercados. Los tipos de interés de los vencimientos más cortos —los más sensibles a las previsiones de cambios en la política monetaria— han subido. En paralelo, los tipos de interés de los vencimientos más largos —que suelen reflejar más las expectativas de crecimiento a largo plazo— no están subiendo, e incluso se encuentran en niveles más bajos que antes del cambio de tono. Esto también explica el buen comportamiento de los denominados activos «de riesgo».

El presidente de la Fed, Jerome Powell, señala que su cometido también es asegurarse de que la inflación no sea un elemento abrumador. Por tanto, las perspectivas de que la economía estadounidense se salga de la senda del ciclo económico convencional se alejan ligeramente. Los mercados no parecen contemplar un error en materia de política monetaria, ya sea un recalentamiento o, por el contrario, un endurecimiento drástico. Sin embargo, podrían aflorar algunos problemas.

Por un lado, ahora que las previsiones de inflación se han recuperado, la atención se centra cada vez más en el mercado laboral. Y esta mayor dependencia de los datos económicos tiende a ser una fuente de volatilidad, ya que dichos datos son a su vez volátiles y están sujetos a revisiones y ajustes estacionales que son aún más peligrosos a tenor de la singularidad de este ciclo económico. El riesgo estriba en que la Fed se vea obligada a subir sus tipos de referencia en un contexto en el que el mercado laboral presenta una solidez especialmente significativa², aunque el sistema financiero no pueda permitírselo debido a un nivel de endeudamiento considerablemente alto que lo hace extremadamente sensible a los niveles de los tipos de interés. Esta es la paradoja del mundo en el que vivimos: una oleada inflacionista (alimentada por un aumento de los salarios y/o de los bienes inmuebles) podría acabar convirtiéndose en un envite deflacionista en última instancia, al desinflarse las burbujas especulativas³ generadas por políticas excesivamente favorables. El camino que deberá recorrer Jerome Powell es eminentemente sinuoso y, por tanto, está sujeto a posibles errores de política monetaria, sobre todo porque la economía está creciendo con mucha fuerza.



El ciclo económico avanza: debemos estar más atentos a la robustez del crecimiento

Por otro lado, aunque pueda parecer remoto, este futuro ajuste de la política monetaria (y, por tanto, de las condiciones financieras) acabará provocando un crecimiento económico menos potente; ese es el objetivo de este cambio de rumbo. Toda acción induce una reacción, por lo que conviene asimilarla bien.

Y aunque Estados Unidos tiende a ser el mercado en cabeza, este fenómeno no es aislado. Como indicábamos el mes pasado, otros bancos centrales de los denominados países «desarrollados»⁴ también están empezando a preparar a los mercados para este cambio de tono. Lo mismo ocurre con algunas economías denominadas «emergentes», en las que este cambio ya ha comenzado⁵ y/o en las que los inversores ya prevén un ajuste de las políticas monetarias en los próximos meses.

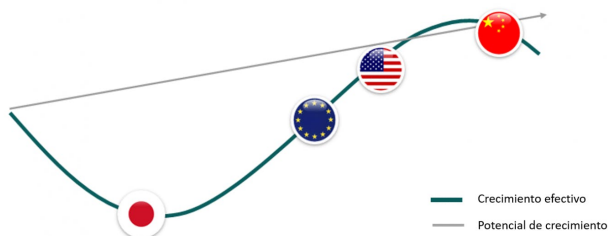
Por el momento, los bancos centrales parecen estar gestionando muy bien este cambio sin que este ajuste de las condiciones financieras lastre al mercado. Pero si bien la abundancia de liquidez es beneficiosa para los activos cíclicos y las estrategias de carry, su retirada tiende a traer consigo condiciones menos favorables para los mercados financieros. Por ello, conviene empezar a prepararse desde ahora para una retirada progresiva, aunque muy gradual, de la liquidez, a la vez que un cambio de política monetaria menos generoso.

La generosidad presupuestaria se agota

El ciclo económico también se ve afectado por las políticas económicas de los Gobiernos. Esto no debería experimentar cambios de rumbo bruscos. En los próximos trimestres, se espera que las economías estadounidense y europea crezcan a unas tasas anuales de dos dígitos, impulsadas por el consumo de los hogares, el comercio mundial y la recuperación del turismo. La economía china, al situarse por delante en el ciclo, ya avanza a un ritmo más lento y sin una intervención política, es probable que el crecimiento en el gigante asiático se sitúe por debajo de su potencial de aquí a finales de este año. Esta situación también tendrá consecuencias para la economía europea, especialmente sensible al crecimiento chino.



Posición en el ciclo económico



Fuente: Carmignac

No se espera que la segunda parte de 2021 se caracterice por una contracción presupuestaria, pero también llegará el momento de retirar progresivamente las medidas excepcionales que han prevalecido durante los últimos dieciocho meses. Además de haber permitido preservar numerosos puestos de trabajo y evitar una crisis de solvencia, también han sido sinónimo de descenso del número de impagos en comparación con un año «normal», lo cual es lo suficientemente excepcional como para no pasarlo por alto⁶. Así, es de esperar que la retirada de estos salvavidas vaya acompañada de un aumento de las quiebras empresariales con el paso del tiempo. Una vez más, es probable que la realidad del ciclo económico nos alcance, lo que aboga por una marcada selectividad en los mercados de crédito.

Al mismo tiempo, las ambiciones presupuestarias del Gobierno de Biden deberán, con toda probabilidad, revisarse a la baja, más aún en un contexto de arduas negociaciones ante la frágil mayoría de la que «se beneficia» el Partido Demócrata. Por ello, existe el riesgo de que el impulso presupuestario de este año sea menor de lo previsto inicialmente y de que la expansión se convierta en una contracción presupuestaria el próximo año.

Adaptar las carteras a esta perspectiva de menor apoyo monetario y presupuestario

El ciclo económico avanza. Aventurarse a predecir su cota máxima siempre es complicado, pero en ciclos anteriores, fue la retirada de la liquidez de los bancos centrales lo que marcó el inicio de la caída. Por el momento, el giro en el plano monetario parece haberse gestionado bien: los mercados prevén ahora una subida de los tipos de referencia a partir de noviembre de 2022, lo que reducirá aún más las esperanzas de un crecimiento más robusto de forma sostenida y, por tanto, lastrará a los tipos largos. Así, en los próximos meses podríamos asistir a una caída de la volatilidad en los mercados de renta fija. Hemos neutralizado tácticamente nuestras posiciones cortas y esperamos que este aplanamiento de la curva de rendimientos continúe debido a la ambivalencia de la función de reacción de la Fed.

Esta fase del ciclo económico y este entorno suelen ser especialmente favorables para los títulos cuya trayectoria de crecimiento de los beneficios es más autónoma y depende en menor medida del ciclo económico. Estos valores representan la columna vertebral de nuestras inversiones.

Estrategia de inversión

Renta variable

Los mercados bursátiles se han tornado más dubitativos en las últimas semanas, lo que ha provocado un cambio en el liderazgo de mercado. En efecto, la rotación sectorial se invirtió y los títulos de crecimiento superaron a los de valor. El temor a la inflación provocó un cambio en el discurso de la Fed en un momento en el que el crecimiento de los beneficios empresariales podría estar ralentizándose. Por tanto, el alejamiento del riesgo de recalentamiento podría dar pie a una continuación de la rotación hacia los valores de crecimiento. En este contexto, hemos reducido nuestras posiciones en los índices cíclicos como los industriales estadounidenses o los bancos europeos.

En paralelo, seguimos disminuyendo nuestras posiciones en títulos sensibles a la reapertura de las economías. Nuestra prioridad en esta época del año es reducir el riesgo vinculado a las posiciones con derivados en índices y priorizar la exposición a la renta variable vinculada a nuestras convicciones idiosincrásicas. Sin embargo, permanecemos especialmente atentos a los títulos con múltiplos excesivos en un entorno de posibles subidas de tipos. En cuanto a las valoraciones, debemos analizarlas caso por caso, incluidas las grandes capitalizaciones del sector tecnológico, como Facebook o Google. Facebook presenta ahora un PER estimado para 2021 en línea con el S&P 500 y muy por debajo de su media histórica.

La rotación sectorial y las incertidumbres normativas lastraron su cotización, pero no tienen en cuenta las perspectivas de sus activos «ocultos», como Instagram, el comercio electrónico o el aumento de los ingresos relacionados con la publicidad. Además, el entorno normativo en torno a Facebook se ha aclarado tras la desestimación de dos denuncias que acusaban a la red social de prácticas anticompetitivas.

Renta fija

La Fed cambió su discurso hacia un probable endurecimiento monetario. Este cambio de tono se produce en un momento en el que surgen los primeros temores a la inflación, pero en el que la dinámica de crecimiento debería moderarse. Este acontecimiento provocó un marcado movimiento en los mercados de bonos, con un aplanamiento de la curva en EE. UU. y una caída de las previsiones de inflación. En cambio, la situación es diferente en Europa, lo que conlleva que el movimiento de contagio de los tipos estadounidenses hacia los europeos no parece justificado por los fundamentales y, por tanto, exige una gestión activa. Resulta importante estructurar una cartera capaz de generar rentabilidad, limitando al mismo tiempo el riesgo de pérdida derivado de la subida de los tipos.

Abordamos el riesgo de tipos de interés principalmente mediante la gestión activa de nuestras posiciones cortas, centrándonos en los vencimientos intermedios. Tenemos posiciones cortas fundamentalmente en el Reino Unido para beneficiarnos de un ajuste monetario en una economía que va más adelantada en el ciclo y está más expuesta a la recuperación que el resto de Europa continental. Por otra parte, en general, carecemos de sesgo direccional en los tipos de la deuda core europea y contamos con una exposición residual a la deuda pública de los denominados «países periféricos».

En cuanto al crédito, continuamos siendo muy selectivos al estar expuestos a oportunidades idiosincrásicas. Por último, en el plano de la deuda emergente, China es una de nuestras más firmes convicciones. Consideramos que este país es una de las economías mejor gestionadas del universo emergente. Está demostrando ortodoxia presupuestaria y monetaria en un momento en que los niveles de endeudamiento de los agentes económicos (hogares, empresas, Gobiernos) se disparan en los países desarrollados. Actualmente, mantenemos deuda china en moneda local con unos rendimientos de alrededor del 3 %, bastante superiores a los de la deuda europea y estadounidense. La posible relajación de la política monetaria, así como la introducción de la deuda china en los índices de renta fija, podrían constituir un apoyo adicional.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 5/7/2021

¹Desde el 16 de junio, el gráfico de puntos (dot plot) muestra que la mayoría de los miembros del FOMC considera ahora la posibilidad de subir los tipos de referencia de aquí a finales de 2023, mientras que la mediana de los pronósticos es aún menos acomodaticia, al apuntar a dos subidas de tipos en ese mismo período.

²Nuestros análisis nos llevan a prever que la economía estadounidense debería regresar a una situación de pleno empleo, a más tardar, en enero de 2023 (teniendo en cuenta un menor ritmo de absorción del excedente de trabajadores debido a las particularidades de esta crisis) y puede que ya a principios de 2022 en un escenario más normal.

³Los precios de los activos financieros e inmobiliarios son hoy más elevados que antes de la crisis.

⁴En concreto, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco central de Noruega.

⁵Como en Brasil y Hungría, donde los bancos centrales han empezado a subir sus tipos.

⁶Al menos en Europa, donde —a diferencia de Estados Unidos— las medidas de apoyo se han dirigido a las empresas y no a los hogares. Por ejemplo, el número de empresas que quebraron en Francia se redujo masivamente durante la crisis de la COVID-19 (una caída de alrededor del 40 %).

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.