

LOS SONÁMBULOS

Marzo 2016

por **Didier SAINT-GEORGES**- Head of Portfolio Advisors, Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee
01.03.2016

Protegemos nuestras principales convicciones en los sectores de crecimiento

Como habíamos previsto, en este comienzo de año 2016 los mercados comenzaron a abrir los ojos ante las desagradables realidades que van a tener que afrontar. La excesiva confianza en la resistencia de la economía estadounidense se ha atenuado ligeramente, después de que el índice ISM del sector manufacturero haya descendido en enero por cuarto mes consecutivo. La fe absoluta en el poder de los bancos centrales comenzó a agrietarse en enero, cuando el Banco de Japón introdujo tipos de referencia negativos tres semanas después de haberlo descartado y el yen, en lugar de caer, reaccionó revalorizándose con fuerza.

Al final, el desplome bursátil del sector bancario puso de manifiesto una toma de conciencia tardía y —tal vez a consecuencia de ello— en ocasiones excesiva sobre el deterioro de la capacidad de generación de beneficios del sector bajo el peso de unos tipos de interés negativos y una regulación cada vez más onerosa. Así pues, el mercado ha comenzado a despertar, pero, a nuestro juicio, los desafíos que deberán abordar todavía no se han reconocido en toda su complejidad. A la vista de la vacuidad del comunicado final de la reunión del G20 que acaba de concluir en Shanghái, nos parece que tanto los bancos centrales como los gobiernos (y tras su estela, numerosos inversores) siguen comportándose como sonámbulos que avanzan sin tomar conciencia de la magnitud del cambio de ritmo que se está produciendo (véase la nota de julio de 2015, «La gran transición ha comenzado»).

Por tanto, desde un punto de vista estratégico, mantenemos el posicionamiento extremadamente prudente que habíamos adoptado en septiembre, sin por ello dejar de aprovechar las oportunidades de compra a buen precio que generan las reacciones excesivas de los mercados. Estas oportunidades ya se han presentado, de hecho, en este comienzo de año hemos tomado posiciones comprando una selección de acciones y bonos corporativos del sector energético cuyos precios reflejaban perspectivas a medio plazo sobre el precio del petróleo que, en nuestra opinión, eran demasiado pesimistas.

Cambio de era

Cabe recordar que el fondo del problema se origina en lo extraordinariamente difícil que le resulta a cualquier economía dejar atrás una crisis crediticia grave. Japón protagonizó esta situación después de 1990, y ahora es el turno de la mayoría de los países del mundo, desarrollados y emergentes, tras la gran crisis financiera de 2008, que fue abordada con tratamientos radicales (una expansión monetaria sin precedentes en el mundo desarrollado y un plan de inversión colosal financiado con préstamos bancarios en China) cuyos beneficios ya se han disipado y que, sobre todo, han dejado tras de sí efectos iatrogénicos (consecuencias que se han convertido en peligrosas para los pacientes que se pretendía curar).

En el mundo desarrollado, estas consecuencias se llaman tipos negativos, burbujas en la renta fija, asignación deficiente del capital y agravamiento de las desigualdades, mientras que en China responden al nombre de exceso de capacidad industrial —con las consiguientes presiones deflacionistas— y sector bancario debilitado. Al intentar suprimir el ciclo económico, los bancos centrales han creado desequilibrios aún más graves y lo único que han conseguido es retrasarlo. A día de hoy, el riesgo principal para los mercados es, por tanto, la colisión entre el ciclo económico, que vuelve para desquitarse, y los desequilibrios acumulados desde hace siete años.

Los bancos centrales, en definitiva

En teoría, no hay límite para los importes de las compras de activos financieros —relajación cuantitativa— que puede efectuar un banco central. En este sentido, Mario Draghi está intentando blandir este argumento para disipar las dudas de los mercados sobre el arsenal del que dispone, pero, en la práctica, ningún banco central puede dejar de plantearse cuándo ha de poner fin al crecimiento de su balance y, por tanto, al agravamiento de los desequilibrios que ello conlleva, mientras que la caída continuada de las previsiones de inflación pone de relieve su ineficacia. Así, la Fed ya ha comenzado a normalizar su política monetaria y tanto en Japón como en la zona euro, el arma de los tipos de interés negativos, antes impensable, viene al rescate de una relajación cuantitativa que se está quedando sin fuelle. Sin embargo, estos cambios dan lugar a nuevos riesgos. El régimen de tipos de interés negativos agrava las dificultades del sector bancario y, en EE.UU., el objetivo de la Fed de continuar con el ciclo de endurecimiento monetario iniciado hace apenas tres meses ya está colisionando frontalmente con la ralentización de la economía estadounidense. Este hecho convierte en una posibilidad real que se tenga que renunciar a las próximas subidas de tipos, lo que mermaría gravemente el capital de confianza del que ha gozado la Fed hasta ahora. Huelga decir que un retorno forzado a la relajación cuantitativa abandonada en octubre de 2014 constituiría una confirmación de su rotundo fracaso.

Ralentización económica

Los mercados parecen por fin haberse despertado de la ilusión de pensar que la economía estadounidense únicamente se ve afectada por la ralentización de su sector petrolero. Así, hoy todos podemos constatar que es el conjunto de la actividad manufacturera lo que se está ralentizando, pero tenemos la impresión de que el consenso sigue aún confiándose a la idea de que el consumidor estadounidense, haciendo honor a su

legendario aguante, podrá salir indemne de la ralentización. Sin embargo, la erosión del efecto riqueza, provocada por la ralentización del crecimiento de los precios inmobiliarios y el giro a la baja de las bolsas, va a lastrar el consumo estadounidense. Además, el indicador de confianza de los consumidores de The Conference Board registró en febrero un descenso mucho mayor del que preveían la mayoría de los economistas, en particular en su vertiente de «perspectivas», que se situó en su nivel más bajo de los dos últimos años. El consumo de servicios también ha empezado a frenarse. Por tanto, y sin que sea necesario todavía anunciar el avance de la economía estadounidense hacia la recesión, el consenso sigue siendo, en nuestra opinión, demasiado optimista sobre el crecimiento estadounidense en 2016.

En Europa encontramos la misma complacencia. Nos sigue pareciendo ilusorio el argumento según el cual, en virtud de un ciclo tardío y sostenido por un banco central muy voluntarista, la economía estadounidense va a poder seguir acelerando su ritmo de crecimiento. Las encuestas de confianza IFO y ZEW, que suelen ser indicadores adelantados bastante fiables de los puntos de inflexión del ciclo económico alemán, giraron a la baja hace alrededor de seis meses, y este movimiento se ha acelerado en febrero. Ahora es bastante probable que la previsión general de un crecimiento económico del 1,75 % en la locomotora de la zona euro en 2016, tras el 1,45 % del año pasado, se vea frustrada. Esta dinámica es válida, en diversos grados, para el conjunto de la zona euro.

Por último, que China siga ralentizándose es algo que se comprende perfectamente en este momento. Lo que tal vez se entienda menos es que el crecimiento del crédito sigue siendo muy superior al de la economía, lo que significa que el nivel general de endeudamiento de la economía china sigue aumentando. Como es habitual, la falta de estadísticas fiables siembra dudas sobre cualquier juicio perentorio acerca de la situación real del país, pero según nuestras fuentes y nuestras numerosas visitas a China, las dificultades han seguido agravándose en fechas recientes. En concreto, el volumen de las salidas de capitales, la magnitud de los excesos de capacidad de producción industrial y la calidad de los balances en el sector bancario constituyen un conjunto de retos que las autoridades chinas pronto van a tener que afrontar de forma más contundente, como complemento a sus reformas a largo plazo. Nos parece altamente improbable, y con unos plazos muy inciertos, que para gestionar esta situación pueda prescindirse de una política monetaria mucho más expansiva y de una moneda más débil.

El telón de fondo de este preocupante panorama, formado por una economía demasiado endeudada y, por tanto, especialmente vulnerable a la falta de crecimiento e inflación, y una creciente inestabilidad política, nos lleva a reforzar nuestra inclinación por la prudencia. Por consiguiente, la gestión de los riesgos sigue siendo nuestra prioridad en este comienzo de año. Para ello, recurrimos a nuestras herramientas habituales —coberturas sobre índices y sectores, posiciones en deuda pública estadounidense, exposiciones al dólar y al yen— para proteger de los riesgos de mercado inmediatos nuestras importantes inversiones de convicción en los sectores de crecimiento.

Estrategia de inversion



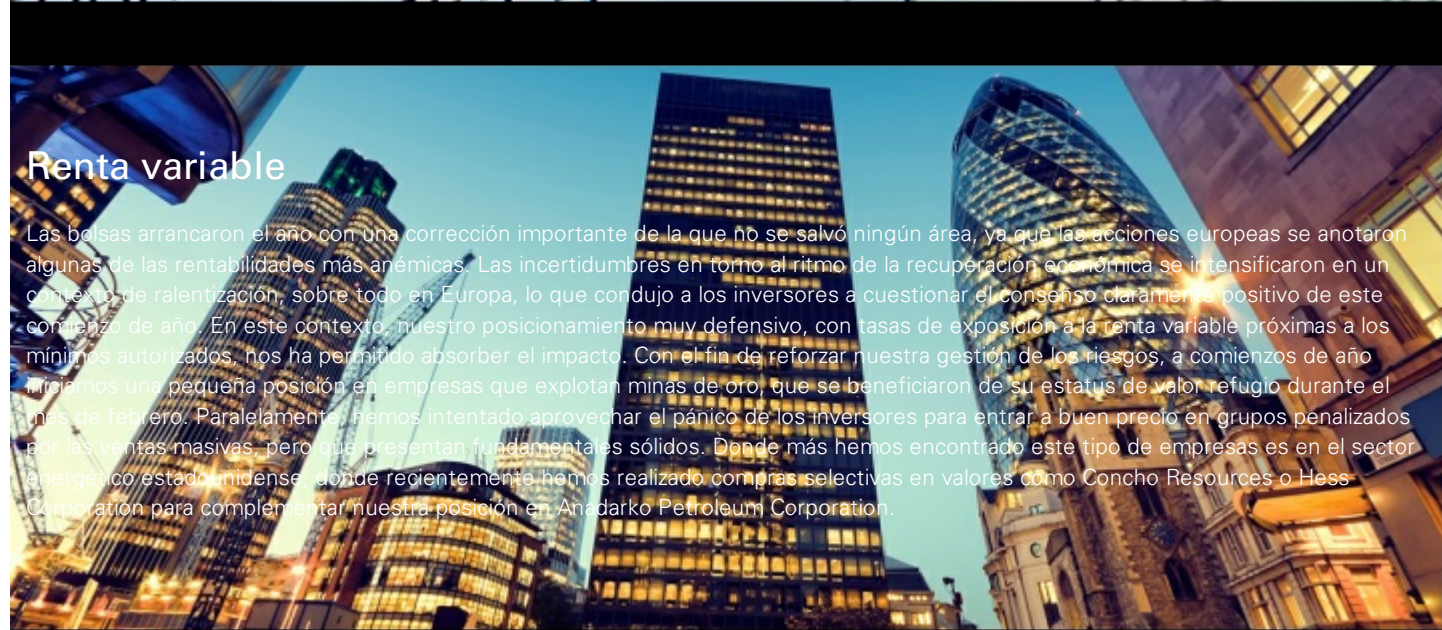
Divisas

El hecho más destacado de los dos últimos meses ha sido la fuerte revalorización del yen japonés, que ha avanzado casi un 5 % frente al euro desde comienzos de año. Este ascenso se inscribe en el marco general de búsqueda de activos refugio por parte de los inversores en un contexto de dudas crecientes sobre la efectividad de las políticas monetarias en la actividad económica. Cabe destacar, en particular, que la aplicación de una política de tipos de interés negativos por parte del Banco de Japón no ha frenado la deriva de la moneda japonesa. En cuanto al euro, ha sufrido una elevada volatilidad y ha terminado revalorizándose moderadamente frente al dólar estadounidense desde comienzos de año, a pesar de las diversas declaraciones públicas de los miembros del BCE. Así pues, nuestra estrategia en tipos de cambio, en la que mantenemos una exposición considerable al yen, ha contribuido a la rentabilidad de nuestros fondos en este periodo de año.



Renta fija

Aunque el dato de inflación real en EE.UU. ha repuntado, debido sobre todo a la inflación de la vivienda y las prestaciones médicas, las previsiones de inflación (expresadas por los swaps de inflación a cinco años en cinco años) no han dejado de caer. Esta divergencia crea un dilema para la Fed en lo que respecta a la continuidad del endurecimiento de su política monetaria. La situación es más clara en Europa, donde tanto la inflación real como las previsiones de inflación se mueven a la baja. Esto hace prever nuevas medidas por parte del BCE para contrarrestar las presiones deflacionistas. Tanto nuestras posiciones en deuda pública de la periferia europea como en deuda pública estadounidense se han beneficiado de las crecientes dudas en torno al ritmo de la actividad económica y a la capacidad de los bancos centrales para alcanzar sus objetivos de inflación. Por su parte, el mercado de deuda corporativa ha sido el más castigado, sobre todo los bonos corporativos de alto rendimiento. Nuestra estrategia en este segmento consiste en posicionarnos en bonos corporativos de calidad y en cubrir nuestra exposición subyacente al mercado con el fin de beneficiarnos únicamente de la rentabilidad relativa de nuestra selección de títulos.



Renta variable

Las bolsas arrancaron el año con una corrección importante de la que no se salvó ningún área, ya que las acciones europeas se anotaron algunas de las rentabilidades más anémicas. Las incertidumbres en torno al ritmo de la recuperación económica se intensificaron en un contexto de ralentización, sobre todo en Europa, lo que condujo a los inversores a cuestionar el consenso claramente positivo de este comienzo de año. En este contexto, nuestro posicionamiento muy defensivo, con tasas de exposición a la renta variable próximas a los mínimos autorizados, nos ha permitido absorber el impacto. Con el fin de reforzar nuestra gestión de los riesgos, a comienzos de año firmamos una pequeña posición en empresas que explotan minas de oro, que se beneficiaron de su estatus de valor refugio durante el mes de febrero. Paralelamente, hemos intentado aprovechar el pánico de los inversores para entrar a buen precio en grupos penalizados por las ventas masivas, pero que presentan fundamentales sólidos. Donde más hemos encontrado este tipo de empresas es en el sector energético estadounidense, donde recientemente hemos realizado compras selectivas en valores como Concho Resources o Hess Corporation para complementar nuestra posición en Anadarko Petroleum Corporation.

Materias primas

Carmignac Portfolio Commodities ha evolucionado de forma prácticamente similar a su índice de referencia desde comienzos de año, a pesar de la gran volatilidad que ha afectado a los mercados de materias primas. Durante el mes de febrero, hemos eliminado una parte de nuestras estrategias de cobertura para aumentar gradualmente el nivel de exposición del fondo. Consideramos que la capitulación que se está produciendo en el sector petrolero está llegando a su culmen y que se están creando las condiciones necesarias para un repunte del precio del crudo y de los valores del sector petrolero durante los próximos doce meses. Esperamos poder aprovecharnos de ello gracias a nuestras posiciones, iniciadas durante los movimientos a la baja de las empresas que ofrecían los mejores fundamentales.

Fondos de fondos

El posicionamiento muy defensivo de nuestros Fondos de fondos les ha permitido batir ampliamente a sus respectivos índices de referencia desde comienzos de año. La estructuración de la cartera, que prioriza los activos refugio y, sobre todo, el yen japonés, ha sido beneficiosa para nuestros Fondos de fondos en este comienzo de año.

Información legal

Las informaciones expuestas anteriormente no constituyen una oferta de suscripción ni un consejo de inversión. Esta información puede ser parcial y puede modificarse sin previo aviso. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor). El acceso a los fondos puede ser objeto de restricciones para determinadas personas o en determinados países. No pueden ofrecerse o venderse ni directa ni indirectamente a beneficio o por cuenta de una «persona estadounidense» (U.S. person) según la definición contenida en la normativa estadounidense «Regulation S» y/o FATCA. Los fondos no garantizan la preservación del capital. Los riesgos y los gastos se describen en los documentos de datos fundamentales para el inversor (DFI). Los folletos, los DFI, los estatutos de la sociedad o el reglamento de gestión y los informes anuales de los fondos se pueden conseguir a través de esta página web, mediante solicitud a la sociedad gestora o a través de las oficinas de los distribuidores. Antes de la suscripción, se debe hacer entrega al suscriptor de los DFI y una copia del último informe anual.