Realidad aumentada

Marzo de 2019

Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
5 De Marzo De 2019

Longitud
7 minuto(s) de lectur

Tal como presagiamos a principios de año (véase la Carmignac's Note de enero, "50 sombras de negro"), el repunte de los mercados de renta variable se concretó como contrapunto al pánico registrado a finales de 2018, alimentado por el giro de 180 grados de la Fed con respecto a sus objetivos de normalización monetaria. El índice de renta variable MSCI World avanzó un 11,21 % durante los dos primeros meses del año, lo que compensó íntegramente la corrección sufrida el último trimestre de 2018. Naturalmente, cabe preguntarse si existen grandes probabilidades de que este repunte se mantenga a lo largo de los próximos meses.

Carmignac - Photo : © Maritime Préfecture

> La confluencia entre el ciclo económico y la política monetaria constituyó el telón de fondo de los mercados en 2018, pero ya no es el caso este año

La ralentización económica sigue su curso y los puntos de vulnerabilidad continúan estando presentes. Desde el sinfín de incertidumbres políticas de Europa a Estados Unidos hasta la problemática del sobreendeudamiento en un contexto nuevo de debilitamiento del crecimiento, los mercados podrían hallar sobrados motivos para justificar un regreso a la prudencia este año. Sin embargo, esta realidad poco atractiva se ve aumentada, o en todo caso mitigada, por un panorama central objetivamente apaciguado con respecto al año pasado. No en vano, los mercados han tomado nota de la ralentización económica que está teniendo lugar, al igual que los bancos centrales, que han dejado atrás su compromiso de normalización monetaria a marchas forzadas. La confluencia entre el ciclo económico y la política monetaria constituyó el telón de fondo de los mercados en 2018, pero ya no es el caso este año.

Ahora, reina más bien la atonía, que favorece unos mercados veleidosos, en una recuperación lenta y delicada tras la colisión de 2018, que exige estrategias de inversión menos direccionales y más orientadas a la generación de alfa que a la gestión de la beta.

Los factores políticos que podrían afectar a los mercados este año son diversos: negociaciones finales entre la Comisión Europea y el Reino Unido sobre el brexit, últimos giros en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, nuevas amenazas de EE. UU. a las importaciones de automóviles de Alemania, elecciones europeas, etc. Estos importantes retos para la confianza y, por ende, para el crecimiento, entrarán, a lo largo de los próximos meses, e incluso semanas, en sus fases decisivas. Constituyen, por tanto, una fuente de preocupación a corto plazo. Sin embargo, es razonable pensar que las estrategias basadas en el «peor de los casos», que no benefician a nadie, se evitarán en última instancia. Según esta hipótesis, aunque sea ciertamente irracional apostar por la racionalidad de los políticos, una sucesión de modus vivendi podría permitir a los mercados a seguir expresando cierto alivio tras meses de ansiedad.

Más allá del muy corto plazo, en 2019 los mercados deberían volver a centrarse principalmente en el contexto económico, que, entretanto, ha adquirido un tono singularmente deslucido. En efecto, tal como preveíamos, la ralentización global sigue su curso por el momento.

En Estados Unidos, la actividad en el sector de la construcción sigue siendo débil, y los indicadores de la actividad manufacturera —como el índice Markit PMI manufacturero, que alcanzó la cota de 53,7 en febrero, su mínimo desde 2017— siguen mal orientados. No obstante, mientras resista la demanda de servicios (cuyos indicadores se mantienen relativamente estables desde hace un año), respaldada por un mercado laboral que también aguanta el tirón, el conjunto de la economía tan solo debería acusar una ralentización moderada. Esta perspectiva se ve reforzada en la actualidad, por el respaldo reciente brindado por una Fed cuyo dogma de la normalización se transformó repentinamente en un temor declarado a la presión de los mercados y en un desinterés creciente hacia los indicadores de inflación a corto plazo.

Así, las negociaciones comerciales con China podrían dar un espaldarazo concreto a la confianza y a la inversión, si bien es cierto que este desenlace depende del difícil equilibrio entre una confrontación ideológica a largo plazo y un interés mutuo por llegar a un acuerdo que salve las apariencias a uno y otro lado y evite la autoflagelación económica. No obstante, la ralentización de Estados Unidos, la inminencia de las próximas elecciones presidenciales y la fragilidad de los mercados en el último mes de diciembre aumentan la probabilidad de alcanzar un acuerdo por lo menos aparentemente satisfactorio para ambos protagonistas.

En Europa, los datos económicos publicados en febrero, como el indicador Markit PMI manufacturero, que se situaba bajo la cota de 50, confirman que la ralentización de finales del año pasado no se circunscribía únicamente a que la producción de coches alemanes se hubiese desplomado temporalmente por la adaptación a las nuevas normas WLTP relativas a las emisiones de CO_2. Cierto es que el recrudecimiento de la tendencia debería favorecer en cierta medida un incremento del poder adquisitivo de los consumidores, que responde a una cierta mejoría en los salarios y el empleo. Sin embargo, una verdadera estabilización requeriría un repunte de la demanda en China, que se vislumbra modesto. El BCE no tendrá otra opción que seguir adoptando una postura extremadamente acomodaticia.

En efecto, China sigue aventurándose en una senda delicada (véase la Carmignac's Note de enero, 50 sombras de negro), entre las limitaciones de desendeudamiento, las presiones comerciales y la ralentización cíclica. Las medidas adoptadas en pro del consumo deberían contribuir a la estabilización del crecimiento en China en el transcurso del año, en particular en caso de que se alcance un acuerdo comercial con Estados Unidos. Sin embargo, no constituirán un catalizador para las exportaciones europeas comparable al impulso del que se beneficiaron en 2016.

A principios de 2019, se perfila un aterrizaje global más o menos suave de las economías mundiales, atemperado por unas políticas monetarias que han visto neutralizados sus objetivos de endurecimiento.

> En esta fase de ralentización, la dispersión de las rentabilidades entre los distintos valores podría constituir un notable catalizador de rentabilidad, al contrario que en 2018

En este contexto, las perspectivas para los índices de renta variable corren el riesgo de destacar por su mediocridad con respecto a sus niveles actuales, habida cuenta de unos niveles de valoraciones medios recuperados desde principios de año, y de unas perspectivas de crecimiento de los resultados de las empresas extremadamente anémicas. En cambio, en esta fase de ralentización, la dispersión de las rentabilidades entre los distintos valores podría constituir un notable catalizador de rentabilidad, al contrario que en 2018, cuando el análisis sobre la dirección de los índices demostró ser mucho más decisivo para la rentabilidad. En particular, la renta variable de empresas con una valoración todavía razonable y capaces de defender sus márgenes e impulsar su crecimiento debería poder anotarse una prima de calidad considerable en una situación económica que, según nuestras previsiones, será peor este año. Una consideración similar sobre la prioridad que se otorga a la generación de alfa este año en lugar de a realizar grandes apuestas direccionales se aplica a los mercados de renta fija, en particular, en el caso de la deuda corporativa.

Fuente: Bloomberg, 28/02/2019

Estrategia de inversión

Renta variable

Un panorama inusual para los mercados bursátiles: si diciembre fue el mes más negativo desde 1931, el comienzo de año resultó muy positivo, ya que el mes de enero resultó el quinto mejor mes. En este contexto en que las perspectivas de crecimiento se ven debilitadas y menguan las posibilidades de asistir a sorpresas positivas en los frentes tanto monetario como político, privilegiamos estrategias de generación de alfa con una exposición moderada a la renta variable, limitando los sesgos sectoriales marcados.

Desde principios de año, incrementamos gradualmente nuestro nivel de inversión, aprovechando las oportunidades en empresas con fundamentales sólidos y valoraciones atractivas, en particular en China (Midea, Zhifei). Proseguimos igualmente nuestras inversiones en el sector de la salud con la adquisición de títulos de EssilorLuxottica y de Merck. Las inversiones temáticas siguen siendo el núcleo de nuestra estrategia de generación de alfa. Así, pensamos que las aerolíneas de bajo coste constituyen un segmento atractivo que reforzamos recientemente, como en el caso de Spirit Airlines. La envergadura de su mercado potencial y su estrategia de precios flexible, atractiva para unos consumidores más inclinados a ofertas de precios «a la carta», presentan oportunidades de expansión para este sector. Sin embargo, prestamos particular atención a las valoraciones en un contexto todavía frágil, por lo que recogimos beneficios en los títulos que más contribuyeron a la rentabilidad, en particular, Mercadolibre y ServiceNow.

Renta fija

Aunque la ralentización económica mundial sigue su curso, los bancos centrales se muestran más prudentes. La Reserva Federal reconoce la existencia de riesgos que podrían lastrar la salud de la economía, lo que la ha llevado a poner en pausa su programa de normalización monetaria. El BCE también mostró un tono acomodaticio y reaccionó a la debilidad continuada de los indicadores económicos y a las previsiones de inflación en la región. Este panorama provocó un movimiento de distensión de la deuda pública, salvo en el caso de Italia, que sigue lastrada por su ralentización económica y por las cuestiones relativas a la sostenibilidad de la deuda. Los márgenes de crédito también volvieron a un nivel más cercano al que nos acostumbramos durante la mayor parte de 2018.

Mantenemos una sensibilidad ligeramente positiva a los tipos de interés, caracterizada especialmente por un posicionamiento prudente a través de exposiciones limitadas a la deuda periférica, emergente y corporativa. Recientemente, reforzamos muy ligeramente nuestra exposición al universo emergente, en particular a través de la deuda denominada «cuasipública», como en el caso de Pemex. Asimismo, abrimos una línea de inversión en deuda pública belga, una fuente de carry interesante en el seno de los países europeos. Por otro lado, el Fondo mantiene de momento una estrategia de inclinación de la curva de rendimientos estadounidense.

Divisas

En el mercado de divisas, el cambio de rumbo de la Reserva Federal, así como los primeros signos de ralentización de la economía estadounidense, favorecieron la recuperación del euro a principios de año. Sin embargo, entran en juego numerosos factores, tales como el brexit, las elecciones europeas y el déficit por cuenta corriente estadounidense, que limitan el establecimiento de una visión direccional decidida en el frente de las divisas.

Por tanto, seguimos limitando el riesgo cambiario en el seno de nuestra cartera. Las divisas emergentes, tras el repunte protagonizado a principios de año, parecen seguir ofreciendo algunas oportunidades marcadamente selectivas, en particular en Asia y Oriente Medio.

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.