

TRUMP O EL MERCANTILISMO 3.0

Junio de 2019

por **Didier SAINT-GEORGES**

- Head of Portfolio Advisors, Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee
03.06.2019

Hasta finales de abril, la evolución de los mercados de renta variable siguió reflejando un contexto de equilibrio precario entre, por un lado, la ralentización de la actividad económica y, por el otro, un apoyo monetario vacilante (véase nuestra Nota de abril "[Equilibrio de fuerzas](#)"). A partir del mes de mayo, la repercusión del endurecimiento de la postura de la Administración Trump en sus negociaciones comerciales con China recordó a los inversores la debilidad de ese equilibrio.



Así, tras unos cuantos tambaleos, los mercados bursátiles cayeron hasta presentar en la actualidad niveles similares a los de finales de marzo. Por el contrario, los mercados de renta fija siguen trasladando el mensaje inequívoco de que el crecimiento mundial presenta una orientación negativa y un cariz deflacionista.

Para los mercados, el quid de la cuestión a corto plazo consiste en determinar si la posibilidad de que se produzca una nueva aceleración del crecimiento mundial —impulsada por el plan de estímulos chino, los efectos de base favorables tras la caída de 2018, las políticas monetarias globalmente acomodaticias y la resistencia de la actividad económica estadounidense— prevalece sobre la ralentización de la economía al otro lado del Atlántico, que acusa con retraso el excesivo endurecimiento monetario de 2018, el desgaste natural de un ciclo económico que resulta ya muy duradero y el efecto bumerán de una política comercial claramente mercantilista y, por tanto, impide cualquier repunte de la actividad mundial.



Por primera vez desde hace treinta años, la geopolítica podría volver a tener

una gran incidencia en el comercio mundial

Nuestro análisis permanece invariable a día de hoy: estas dos fuerzas presentan un equilibrio precario y la posibilidad de que se produzca un repunte se ve en gran medida obstaculizada por las limitaciones tanto estructurales (exceso de endeudamiento, limitaciones de las políticas monetarias) como coyunturales (tensiones comerciales). A más largo plazo, la cuestión ineludible concierne al alcance internacional de la rivalidad creciente entre China y Estados Unidos. Por primera vez desde hace treinta años, la geopolítica podría volver a tener una gran incidencia en el comercio mundial.

Estados Unidos frente a China: ¿pueden coexistir dos potencias mercantilistas?

Parece que los mercados han tardado en admitir que las tensiones recientes entre Estados Unidos y China van más allá de un conflicto comercial y evidencian una rivalidad estratégica. Sin embargo, el libro *Death by China* escrito por Peter Navarro, un asesor de Donald Trump cuyas opiniones se tienen muy en cuenta, se remonta a 2011 y refleja sin atisbo de ambigüedad el famoso «complejo de Tucídides» que experimenta hoy Estados Unidos respecto a China (de forma análoga a la rivalidad que sentía Esparta en la antigua Grecia con respecto al imperialismo creciente de Atenas y que dio lugar a la guerra del Peloponeso).

Si adoptamos un enfoque menos marcial, las tensiones entre China y EE. UU. también pueden interpretarse como una rivalidad irreductible entre dos potencias mercantilistas (véase nuestra Nota de abril de 2017, "[Los inversores a largo plazo deberían recelar del populismo](#)"). Los Estados Unidos de Donald Trump no creen en las bondades del libre comercio, del que se sienten «víctimas», y prefieren —al igual que Inglaterra, Holanda o la Francia de Colbert en el siglo XVII— la explotación contundente de un equilibrio de fuerzas favorable frente a sus socios comerciales para enriquecer al país gracias a la generación de superávits comerciales y al apoyo a la inversión en el sector industrial doméstico. Por consiguiente, esta política comercial choca frontalmente con la de China que, a su vez, ha sido acusada —con razón— de adoptar un comportamiento igual de mercantilista. Como es lógico, dicha política afectará tarde o temprano a todos los países cuya balanza comercial positiva con Estados Unidos contravenga las aspiraciones mercantilistas de la Administración Trump, empezando por Alemania y Japón.

Así, se desprende que el recrudecimiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y sus socios comerciales es inherente al modelo económico escogido por el Gobierno de Trump y se suma, en el caso de China, a una rivalidad geoestratégica. La intensidad de esta última queda evidenciada por las drásticas medidas emprendidas contra Huawei, una empresa de vital importancia para China, por parte de un Gobierno estadounidense que no duda en recurrir al enorme poder que entraña el carácter extraterritorial de sus incitaciones al boicot, para tratar de aislar fatalmente al grupo chino.

Para nosotros, los inversores, el problema radica en que este cuestionamiento del modelo de «globalización feliz» de las últimas décadas provoca que a las incertidumbres a corto plazo se sume la amenaza a largo plazo de que los márgenes de las empresas acusen las perturbaciones en las cadenas logísticas internacionales, de

que los consumidores se vean afectados por una subida de los costes y de que el comercio mundial experimente una ralentización. En este contexto, resulta difícil esperar una marcada revalorización de los mercados bursátiles desde los niveles actuales sin que surja un nuevo deus ex machina en el plano monetario.

¿Siguen los bancos centrales pudiendo recurrir a su piedra filosofal?



El riesgo radica en que los mercados tengan que verse sometidos a una presión considerablemente más elevada para que se produzca un drástico cambio en la política monetaria que modifique lo suficiente la situación

En los últimos diez años, los mercados se han acostumbrado a que los bancos centrales transformen, mediante la adopción de una nueva política monetaria sacada de la chistera, cualquier mala noticia económica o política en una noticia favorable para los mercados. El año 2018 mostró la magnitud de la peligrosa adicción de los mercados a este cuerno de la abundancia. Su repunte durante los cuatro primeros meses de 2019 se cimentó una vez más sobre el mensaje de que la Fed había renunciado a privarles de su dependencia durante mucho tiempo.

Para los mercados, el problema radica en que, incluso si el ciclo de subida de los tipos de referencia iniciado hace dos años se ha interrumpido, la economía estadounidense siguió ralentizándose este año, mientras que la reducción del balance de la Fed continuará hasta el mes de septiembre. Por consiguiente, si bien la esperanza de una rebaja de los tipos de interés alimenta la resistencia de los mercados y, al mismo tiempo, impide que el dólar se aprecie de forma más marcada —incluso durante la caída que sufrieron los mercados en mayo—, la realidad es que la política monetaria aplicada en la actualidad sostiene el crecimiento estadounidense. Esta política deberá adquirir un cariz mucho más acomodaticio para contener los efectos deflacionistas en un crecimiento que se encuentra ya en fase de desaceleración como resultado del recrudecimiento de las tensiones comerciales con China, máxime si la moneda china se depreciase considerablemente.

Por tanto, el riesgo radica en que los mercados tengan que verse sometidos a una presión considerablemente más elevada para que se produzca un drástico cambio de política monetaria que modifique lo suficiente la situación. En cuanto a los bancos centrales de Europa y Japón, sus márgenes de maniobra son ahora sumamente reducidos, especialmente en el caso del BCE: el mes que viene sabremos si su nuevo presidente, que tomará el relevo de Mario Draghi en octubre, se muestra proclive a hacer gala de la misma flexibilidad e inventiva que su predecesor en caso de ser necesario.

Europa, entre la espada y la pared

En este complejo contexto, Europa no se encuentra en una posición dominante. Además de las limitaciones

del apoyo monetario que puede esperar y que en una coyuntura de guerra de divisas entre China y Estados Unidos perjudicaría al Viejo Continente al propiciar un euro excesivamente fuerte, Europa presenta varias vulnerabilidades. Los recientes resultados de las elecciones europeas no admiten lugar a dudas. Algunos de los principales partidos tradicionales han quedado diezmados, especialmente en Francia y en el Reino Unido, pero el interés por Europa se ha confirmado, el peso relativo de los partidos eurófobos ha evolucionado poco globalmente con respecto a 2014, y la creciente comunidad de intereses que aboga por aplicar políticas de crecimiento más marcadas debería suscitar un mayor consenso que en el pasado.

Las dificultades se encuentran en otro plano. En primer lugar, residen en el proceso de reformas, que parece haber quedado interrumpido de manera duradera. A escala local, varios países europeos, como Italia y Francia, no han recuperado ningún margen de maniobra presupuestario para contrarrestar la próxima ralentización económica, mientras que, a escala de la Unión Europea, el proyecto de Emmanuel Macron de elaborar un presupuesto común para reactivar la economía de la región está paralizado desde hace tiempo. La otra fuente de vulnerabilidad proviene de la adopción de una postura sumamente pasiva en la rivalidad entre China y Estados Unidos. Esta rivalidad corre el riesgo de perjudicar a Europa tanto en caso de empeoramiento de las perspectivas económicas a escala mundial (el ritmo de actividad económica de Europa depende en gran medida de la dinámica del comercio mundial) como en caso de que China y Estados Unidos alcanzasen un acuerdo comercial, por precario que fuese, que se formalizaría sin la participación de Europa. La cohesión económica y política de Europa y el poder de los grupos europeos no bastan a día de hoy para defender eficazmente sus intereses en un mundo de crecientes rivalidades mercantilistas. Cabría preguntarse si el sector automovilístico europeo logrará evitar convertirse en la primera víctima expiatoria de esta vulnerabilidad.

Así, resulta necesario mostrar una postura de recelo y disciplina en los mercados pese a los remordimientos de los analistas financieros que, poco a poco, reniegan del pesimismo excesivo que mostraron a principios de año, cuando revisaron drásticamente a la baja sus previsiones de resultados empresariales para 2019. Por tanto, hemos mantenido y reforzado durante los dos últimos meses una estrategia de inversión caracterizada por la prudencia. Esta queda reflejada en las carteras de renta variable, que muestran unos niveles de exposición moderados y priorizan los títulos de crecimiento con escasa ciclicidad. En cuanto a las carteras de renta fija, muestran unas duraciones relativamente elevadas y adoptan posiciones sumamente selectivas en deuda corporativa.

Estrategia de inversión



Renta variable

Los mercados de renta variable cayeron tras el repunte que experimentaron a principios de año. El recrudecimiento de la guerra comercial y las menores esperanzas de que la Fed baje los tipos con rapidez reavivaron los temores de los inversores. En este contexto, redujimos progresivamente el riesgo de renta variable durante los dos últimos meses. A finales de abril, tras la notable revalorización que protagonizó la renta variable, redujimos nuestra exposición táctica a los segmentos más cíclicos del mercado. En mayo, seguimos iniciando coberturas en el sector tecnológico, en el que algunos segmentos, como el de semiconductores, son especialmente volátiles en la coyuntura de acentuación de la guerra comercial.

A igual que desde principios de año, la selección de títulos seguirá siendo nuestro principal catalizador de rentabilidad. Nuestra gama de renta variable mantiene un núcleo de cartera orientado a aquellos valores capaces de superar una coyuntura en la que el crecimiento mundial sigue resultando débil desde el punto de vista estructural. Nuestra gestión internacional nos permite buscar esa clase valores en Estados Unidos, en Europa y en China en los sectores de salud y tecnología, así como en determinados segmentos del consumo, como el del lujo. Así, incorporamos a la cartera la compañía estadounidense de joyería Tiffany, cuyos nuevos equipos directivo y artístico deberían lograr reconducir la estrategia de la empresa.



Renta fija

Desde principios de año, las medidas adoptadas por la Fed y el BCE alentaron a los inversores en renta fija a adquirir deuda pública de los principales países desarrollados. Este contexto, sumado a los temores sobre el crecimiento mundial, nos lleva a mantener una sensibilidad considerable a través de la deuda pública posicionándonos en determinados países europeos (Bélgica, Francia, Italia, Grecia) y en deuda pública estadounidense. Además de esta diversificación geográfica, nuestras inversiones quedan distribuidas en diferentes duraciones en función del país. Esta diversificación responde a la diferencia entre el ciclo monetario estadounidense y los del resto del mundo.

En Europa, en vista de que el crecimiento económico vuelve a situarse por debajo de su potencial, el índice de inflación a cinco años ha pasado de 1,6 % a 1,3 % en tres meses, lo que acentúa las dudas sobre la credibilidad del BCE a la hora de cumplir su mandato de estabilizar los precios. A todo ello se añaden las debilidades estructurales del Viejo Continente. La normalización de la política monetaria europea ha quedado postergada y favorece el aplanamiento y el estrechamiento de los márgenes de las firmas europeas de máxima calificación.

Por su parte, nuestra asignación a los países emergentes sigue estando fundamentada en un enfoque idiosincrásico respecto a países como Chile o Turquía. En el componente de deuda corporativa, el ciclo crediticio, que resulta ya muy duradero, y la marcada compresión de las primas de riesgo desde principios de año nos alientan a adoptar un perfil de riesgo prudente en términos globales. Así, hacemos gala de una gran selectividad con posiciones como Altice, que se ha beneficiado de la continuación de la estabilización de sus fundamentales y de las nuevas garantías por parte del equipo directivo de que el desapalancamiento de la firma constituye una prioridad estratégica.



Divisas

En el mercado de divisas, la continuación de la reducción del balance de la Fed hasta el mes de septiembre, el diferencial de tipos favorable a Estados Unidos y las incertidumbres políticas en Europa, principalmente en torno al brexit y a las elecciones europeas, siguen apuntalando la tendencia de apreciación del dólar. Sin embargo, a pesar de la fase de aversión al riesgo, el dólar no se ha visto en modo alguno beneficiado por su estatus de valor refugio. En efecto, el mercado suele prever una relajación de la política monetaria de la Fed destinada a atajar los primeros indicios de ralentización del crecimiento asociados a la acentuación del déficit tanto comercial como presupuestario del país norteamericano.

Así, en ausencia de una visión direccional afianzada en las principales divisas, mantenemos un riesgo de divisa limitado mediante una sobreponderación en el euro y una exposición limitada al dólar y al yen. El comportamiento de las divisas emergentes sigue, en parte, condicionado por la evolución del dólar, pero algunas de ellas ofrecen ciertas oportunidades muy selectivas, especialmente en India.

Fuente: Bloomberg, 31/05/2019

Artículo promocional. Este artículo no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. No constituye asesoramiento de inversión. La información contenida en él artículo puede ser parcial y puede modificarse sin previo aviso. Las rentabilidades históricas no garantizan 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. Ésta 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. El acceso a los fondos Carmignac puede ser objeto de restricciones para determinadas personas o en determinados países. Estos Fondos no están registrados en Norteamérica ni en Sudamérica. Los Fondos no han sido registrados de conformidad con la US Securities Act of 1933 y 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 FATCA.