Un equívoco regreso a la normalidad

Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
1 De Diciembre De 2020

Longitud
7 minuto(s) de le

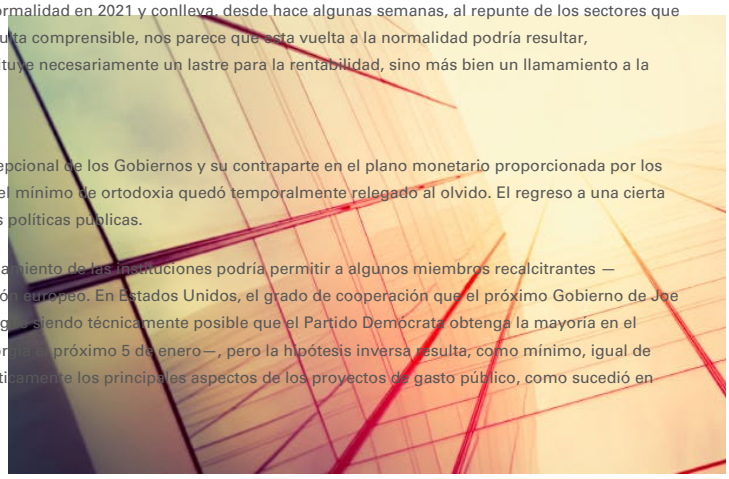
Los inversores probablemente conservarán dos recuerdos principales de la evolución de los mercados en 2020. En primer lugar, el de una trayectoria caracterizada por un drástico vaivén: tras sucumbir al pánico durante un tiempo al ver cómo los Gobiernos disminuían brutalmente su actividad económica para atajar una pandemia que escapaba a su control, los mercados se fueron tranquilizando gradualmente al comprender que estas entradas voluntarias en terreno recesivo garantizaban la aplicación simultánea de medidas de apoyo monetario y presupuestario de una magnitud acorde, es decir, extraordinaria. En segundo lugar, los inversores recordarán la polarización extrema de las rentabilidades que se dio entre los sectores que se veían beneficiados por la crisis y aquellos a los que esta perjudicaba. Para desenvolverse adecuadamente en este año excepcional, era necesario gestionar el riesgo de mercado de manera activa y adoptar un enfoque sumamente disciplinado en el plano de la selección de títulos.

En la actualidad, la coyuntura política estadounidense es relativamente más clara, y en breve asistiremos a la distribución de vacunas eficaces a gran escala. Para los mercados, esta combinación permite contemplar la embriagadora perspectiva de un regreso a la normalidad en 2021 y conlleva, desde hace algunas semanas, al repunte de los sectores que más perjudicados se han visto durante los últimos ocho meses. Si bien esta reacción resulta comprensible, nos parece que esta vuelta a la normalidad podría resultar, paradójicamente, más compleja de lo que parece. Con todo, dicha complejidad no constituye necesariamente un lastre para la rentabilidad, sino más bien un llamamiento a la lucidez en este contexto de euforia colectiva.

Las políticas públicas, en una encrucijada

En 2020, hemos asistido a una coordinación ejemplar entre el apoyo presupuestario excepcional de los Gobiernos y su contraparte en el plano monetario proporcionada por los bancos centrales. Ante la necesidad, el énfasis otorgado en el pasado a mantener un nivel mínimo de ortodoxia quedó temporalmente relegado al olvido. El regreso a una cierta normalidad generalizada planteará sin duda el interrogante de la trayectoria futura de las políticas públicas.

En el plano presupuestario, ya observamos en la Unión Europea que el modo de funcionamiento de las instituciones podría permitir a algunos miembros recalcitrantes —actualmente Hungría y Polonia— oponerse a una aplicación rápida del plan de reactivación europeo. En Estados Unidos, el grado de cooperación que el próximo Gobierno de Joe Biden podrá obtener del Senado resulta toda una incógnita a día de hoy. Cierto es que sigue siendo técnicamente posible que el Partido Demócrata obtenga la mayoría en el Senado —lo que se decidirá cuando tenga lugar una segunda vuelta en el Estado de Georgia el próximo 5 de enero—, pero la hipótesis inversa resulta, como mínimo, igual de probable y se traduciría en una mayoría del Partido Republicano que bloquearía sistemáticamente los principales aspectos de los proyectos de gasto público, como sucedió en 2010/2011 durante el mandato de Barack Obama.



> La reactivación económica, por muy espectacular que sea, tardará mucho en subsanar los estragos que ha sufrido la economía en 2020

Más allá de esta singular falta de visibilidad, difícilmente puede ignorarse el riesgo de que, ante la disipación de las circunstancias excepcionales, los partidarios históricos de la templanza presupuestaria esgriman de nuevo sus argumentos. Si bien resulta legítimo prever que una solución para la pandemia en forma de vacuna repercutirá de forma sumamente positiva sobre la confianza, la movilidad y el consumo, la reducción de los estímulos económicos de los poderes públicos ejercerá sin lugar a dudas el efecto contrario. Por consiguiente, en un contexto donde el peso del endeudamiento y del subempleo a escala mundial ha vuelto a acentuarse, consideramos que los mercados, al dar rienda suelta a su entusiasmo y aplaudir el regreso a la normalidad, actualmente apenas están prestando atención a los lastres para el crecimiento, que siguen estando muy presentes. La reactivación económica, por muy espectacular que sea, aunque solo sea por el efecto de base, tardará mucho en subsanar los estragos que ha sufrido en 2020 la economía mundial, que ya mostraba un anémico crecimiento estructural. Aunque bien es cierto que cabe la posibilidad de que un día el desenfreno monetario generalizado termine por promover un drástico resurgimiento de la inflación, por el momento consideramos que el esperado repunte no deberá confundirse con un cambio de tendencia. La destrucción no se traducirá en creación de forma inmediata, si es que lo llega a hacer.

Por ello, en el seno de nuestras carteras de renta variable, no renunciamos a nuestro sesgo a favor de los valores de crecimiento de calidad. Incluso si nos complace que los títulos sensibles a la reapertura de la economía —que llevaban meses esperando su hora—puedan al fin contribuir a la rentabilidad.

El universo emergente, al acecho

Resulta interesante observar que, incluso en la hipótesis de un statu quo presupuestario, una de las consecuencias de la conmoción económica de 2020 se materializará en forma de necesidades de financiación considerables por parte de unos Gobiernos que presentan unos importantes déficits y que tendrán un poder renunciar al marcado apoyo de los bancos centrales. El respaldo incondicional de estos últimos debería permitir evitar tensiones demasiado significativas entre mercados de renta fija que resultarían perjudiciales para la hacienda pública de la mayoría de los países.

Con todo, en el segmento de la renta fija, mantenemos nuestra preferencia por centrarnos en la deuda corporativa, cuando esta clase de activos ofrece rendimientos suficientes y fiables. No obstante, este compromiso ilimitado de los bancos centrales planteará tarde o temprano la pregunta del valor intrínseco de la masa monetaria creada de este modo y cuyo único propósito radica en la financiación de los déficits. En concreto, creemos que el dólar resulta actualmente vulnerable a esta perspectiva. Por el contrario, una depreciación de la divisa estadounidense constituiría una mejora de las condiciones financieras para los países que se financian y comercian en dólares, a la vanguardia de los cuales se sitúan las economías emergentes. Este beneficio se sumaría, al menos para la esfera de influencia china, a la doble ventaja que conlleva una gestión eficaz de la crisis sanitaria que permite reactivar más rápido las economías y una posición encomiable en numerosos segmentos de la esfera tecnológica, incluido el de las energías alternativas (sobre todo en el ámbito de los vehículos eléctricos).

> La esfera emergente presenta la doble ventaja de una reactivación económica más rápida y de una posición encomiable en los sectores de crecimiento

También consideramos que la posibilidad de una depreciación del dólar y, tal vez, de otras monedas que afrontan los mismos retos, justificaría que el precio del oro retomase su trayectoria alcista durante 2021.

A modo de conclusión, cabe afirmar que el hecho de dejar atrás la «anomalía» que ha constituido 2020 justifica que la valoración de los sectores excesivamente perjudicados durante la crisis se normalice con rapidez. Con todo, más allá de este ajuste, debemos tener presente que la capacidad de las empresas para generar beneficios a largo plazo sigue siendo el factor decisivo de la rentabilidad bursátil. Sin embargo, como mencionamos en nuestra Carmignac's note del pasado octubre («**Qué cambiará 2020**»), en un contexto de tipos de interés que permanecen en niveles sumamente reducidos, de actividad mundial todavía limitada y de desequilibrios macroeconómicos acentuados, este crecimiento continuará siendo estructuralmente escaso y endeble. Por ello, la estructuración de nuestras carteras globales se sigue cimentando en cuatro pilares «antifrágiles»: las acciones de empresas con visibilidad sobre su crecimiento, China y su zona de influencia, los actores que se ven beneficiados por la transición energética y, por último, las minas de oro.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 30/11/2020

Estrategia de inversión

Renta variable

Las noticias favorables en el plano de las vacunas y los resultados de las elecciones estadounidenses se tradujeron en una revalorización histórica de los mercados bursátiles liderada por los sectores más perjudicados desde principios de año (el sector bancario, el automovilístico y el de energía). En efecto, las incertidumbres de 2020 provocaron que sus valoraciones se situasen en niveles muy reducidos, lo que explica este movimiento de recuperación. Más allá del reajuste de precios sumamente rápido de estos títulos de valor, en ocasiones pese a unos obstáculos estratégicos significativos, la participación de nuestros fondos mundiales en este movimiento de mercado respondió más bien a nuestra temática vinculada a la reapertura de las economías, concebida a partir de los mínimos registrados en marzo y abril. Mantuvimos un enfoque extremadamente selectivo a la hora de estructurar esta temática, centrada principalmente en empresas del sector turístico con escasas necesidades de capital, líderes de su segmento y que se benefician de importantes barreras de entrada.

El pronóstico de que la pandemia de COVID-19 quedaría bajo control también nos llevó a reforzar nuestra exposición a las firmas tecnológicas en el sector médico, que había acusado el descenso de las operaciones quirúrgicas consideradas como no esenciales.

Por su parte, el núcleo de nuestra cartera sigue estando centrado en empresas independientes del ciclo cuyo crecimiento se basa en tendencias a largo plazo. En vista de que la mayoría de las empresas firmó un notable desempeño bursátil, decidimos recoger beneficios, por ejemplo, en nuestras empresas de pagos electrónicos. Reinvertimos esta liquidez en empresas a las que, en nuestra opinión, el consenso sigue dejando excesivamente de lado, como algunos líderes europeos y coreanos del sector automovilístico que están realizando una transición hacia los vehículos eléctricos, lo que les brinda un catalizador de la rentabilidad duradero para los próximos años. Esta temática de los vehículos eléctricos también está presente en nuestra cartera a través de empresas chinas especializadas en este ámbito y de fabricantes de baterías coreanos.

Con el fin de prepararnos para 2021, mantenemos una cartera orientada hacia empresas que disponen de visibilidad sobre su crecimiento en los sectores de tecnología, consumo y salud que equilibramos con empresas con fundamentales sólidos pero que han acusado una caída temporal de su actividad debido a la crisis.

Renta fija

Los avances en el plano de las vacunas y la mayor visibilidad tras los comicios en EE. UU. conllevaron un marcado repunte de los activos de riesgo, como el crédito, la deuda pública europea no core y la deuda emergente. Por su parte, la deuda core se mantuvo relativamente estable y permaneció anclada en niveles sumamente reducidos debido a la acción —real y prevista— de los bancos centrales. En este final de 2020, los mercados volvieron a situarse cerca de los niveles de valoración que mostraban antes de la crisis en varios segmentos del mercado. Sin embargo, la vuelta a la normalidad podría exacerbar el efecto de las diferencias entre los emisores en el plano de los fundamentales. En esta coyuntura, seguimos priorizando la deuda corporativa a través de tres temáticas principales presentes en nuestras carteras: la reapertura de las economías (aerolíneas, aeronáutica, turismo), la energía y los valores financieros (sobre todo en los bonos subordinados), que representan la mayoría de nuestra exposición al crédito.

En el plano de la deuda pública core, los niveles extremadamente anémicos que presenta ofrecen escasas oportunidades a pesar de que las políticas monetarias deberían seguir siendo muy acomodaticias. Por tanto, nuestra exposición a la deuda pública estadounidense se mantiene en cotas limitadas. En el plano de la deuda periférica, recogimos beneficios de forma parcial en la deuda italiana tras la favorable evolución registrada durante las últimas semanas.

Por su parte, el universo emergente ofrece oportunidades que aún siguen sujetas, en parte, a una depreciación del dólar. En este contexto, nuestro posicionamiento continúa siendo diversificado y selectivo. Por ejemplo, la deuda rumana denominada en euros sigue ofreciendo unos diferenciales de crédito interesantes para un país que se beneficia del fondo de recuperación europeo. En cuando a la deuda denominada en divisa local, nuestra principal posición continúa siendo China, que ofrece unos tipos reales elevados y cuyo banco central dispone de margen de maniobra para flexibilizar aún más su política. Por último, las divisas emergentes también constituyen, a nuestros ojos, catalizadores de la rentabilidad interesantes, como el rublo.

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.