



Unos mercados financieros atrapados entre el exceso de confianza y de desconfianza



Autor(es)
Gergely Majoros

Publicado
13 De Septiembre De 2021

Longitud
7 minuto(s) de

Al final del verano, en un entorno en el que los mercados de renta variable han mostrado buen tono, hay dos cuestiones que merecen especial atención por parte de los inversores. La primera es el reciente endurecimiento del entorno normativo en China. La segunda, igual de importante para los mercados bursátiles, es la futura trayectoria de la rentabilidad de la renta fija.

La cuestión del riesgo político en China

La reciente intervención regulatoria dirigida en particular a determinados segmentos de la nueva economía china es considerablemente más severa que las realizadas anteriormente, en 2015 y 2018. Ha abordado varios subsectores de la nueva economía en un breve periodo de tiempo y pretende corregir una serie de excesos de forma persistente (posiciones dominantes, desigualdades), cuyo impacto en las valoraciones ha sido significativo. ¿Cabe esperar que, para lograr el objetivo de prosperidad común o de la rivalidad estratégica entre EE. UU. y China en materia de tecnología, las autoridades de Pekín debiliten persistentemente a las grandes empresas de Internet, atacando la propiedad privada y las estructuras jurídicas («entidades con participaciones variables») creadas para permitir la cotización en el extranjero de empresas chinas? Estamos convencidos de que no es así.

Esta lógica sería totalmente contraria a la voluntad estratégica y necesaria de abrir progresivamente los mercados de capitales chinos. El stock-connect entre Hong Kong y las bolsas chinas, establecido hace unos años, ha conseguido crear actualmente un flujo continuo de inversiones financieras hacia China, lo que representa un paso decisivo en la apertura de los mercados del país. Este enfoque también iría en contra del objetivo a largo plazo de que el yuan se convierta en una moneda de reserva internacional.

De hecho, la Comisión Central de Asuntos Económicos y Financieros de China ha aclarado recientemente los objetivos sociales del partido, al incidir en el carácter gradual de los cambios y el deseo de mantener una situación propicia para un sector privado sano en el país. Asimismo, varias declaraciones de las autoridades chinas en los últimos días han confirmado la importancia del centro financiero de Hong Kong para el país y han subrayado el deseo de China de no poner fin a las cotizaciones en las bolsas estadounidenses.

En vista de la gravedad de la actual intervención reguladora, ¿deberíamos al menos empezar a incorporar un riesgo político chino permanentemente superior en los modelos de valoración de las empresas del país? Volvemos a pensar que no.

La mayoría de las medidas anunciadas son coherentes con las ambiciones y objetivos políticos a largo plazo del Partido Comunista chino. Por contundente que sea, el deseo de las autoridades chinas de hacer frente a los efectos negativos, cada vez más evidentes, que tienen sobre la sociedad civil las posiciones dominantes alcanzadas por determinados líderes de la nueva economía para lograr la prosperidad común no difiere de las preocupaciones expresadas con frecuencia en las economías occidentales. Del mismo modo, el problema de las crecientes desigualdades en las posibilidades de éxito de los niños, que no es exclusivo de China, se manifiesta en el sector de la educación por los exorbitantes costes de las clases particulares extraescolares o el aumento de los precios de los inmuebles en las proximidades de los buenos colegios. En el sector de la comida a domicilio, la precariedad laboral de los millones de repartidores autónomos se estaba convirtiendo en un problema social, por citar solo algunos ejemplos.



Creemos que China continúa siendo un mercado en el que es perfectamente posible seguir invirtiendo

La actual oleada de medidas reguladoras dirigidas a algunas de las empresas de la nueva economía china ha provocado una importante divergencia en su comportamiento bursátil con respecto a los valores tecnológicos estadounidenses (el índice Nasdaq Golden Dragon China, que incluye a varios líderes tecnológicos del país, cayó un 27 % en los ocho primeros meses del año, mientras que el índice Nasdaq Composite avanzó un 18 % en el mismo periodo). Incluso ha provocado una corrección en algunos segmentos del mercado bursátil chino, que no estaban directamente contemplados en las nuevas medidas. Por ejemplo, el efecto de contagio de las empresas que proporcionan la infraestructura necesaria para los actores de Internet, como las que operan en la nube o los centros de datos, también perdieron gran parte de su capitalización bursátil. Como resultado, muchas empresas cotizan ahora a valoraciones muy interesantes en relación con los múltiplos históricos y las empresas estadounidenses comparables.

Por todos estos motivos, creemos que China continúa siendo un mercado en el que es perfectamente posible seguir invirtiendo, siempre que nos posicionemos de forma selectiva. Por tanto, mantenemos nuestras convicciones sobre una selección de valores de la nueva economía china. Nuestro enfoque sigue basándose en la identificación de empresas con un fuerte potencial de crecimiento, bien gestionadas y con balances saneados, que se benefician de tendencias largas y visibles. Por último, ante la rapidez y la reciente evolución de los anuncios, nos parece cada vez más factible pensar que la visibilidad sobre el nuevo entorno normativo debería mejorar poco a poco. Esto permitirá a los inversores empezar a integrar la nueva información en las valoraciones y juzgar por sí mismos el enorme atractivo de estas empresas.

Unos mercados de renta fija sin dirección por el momento

En consonancia con nuestra hipótesis central de una futura desaceleración cíclica, que presentamos en nuestra última Note de julio titulada ["La implacable realidad del ciclo económico"](#), las rentabilidades en los mercados de renta fija han retomado su senda bajista desde comienzos del verano. Con todo, ¿debemos seguir posicionándonos de cara a un descenso de los rendimientos en los próximos meses? No estamos muy convencidos.

La esperada recuperación del mercado laboral podría acabar provocando un alza considerable de los salarios, sobre todo en los empleos poco cualificados. Además, se espera que algunos componentes del cálculo de las cifras mensuales de inflación, como los alquileres (que representan el 40 % de la cesta), tomen el relevo a los aumentos de precios generados por las interrupciones en las cadenas de suministro, y provoquen así un incremento más permanente de la inflación.

La Fed podría enfrentarse a una suerte de "estanflación 2.0"

La Reserva Federal parece haber tomado la senda de la normalización de su política monetaria, aunque de forma muy gradual. Su principal indicador, el mercado laboral, empieza a mostrar indicios de tensión, aunque habrá que vigilar muy de cerca el tema de la variante delta. Tras la reunión de Jackson Hole, se perfila el inicio de la reducción de las compras cuantitativas de cara a finales de año, probablemente en diciembre. Sin embargo, la situación continúa siendo delicada para la Fed. Es probable que la reducción del apoyo presupuestario en 2022 contribuya a una desaceleración de la economía estadounidense. Sin embargo, su tasa de crecimiento debería mantenerse muy por encima de su potencial y, por tanto, seguir generando presiones sobre los precios. Así pues, la Fed podría encontrarse ante una suerte de «estanflación 2.0», es decir, una desaceleración económica acompañada de un aumento de las previsiones de inflación, que haría de la definición de una política monetaria óptima un ejercicio especialmente delicado.

Las perspectivas de apoyo presupuestario de la Administración Biden continúan siendo inciertas. Parece que recientemente se han realizado avances de calado en las modalidades de aplicación de los próximos planes de apoyo. Pero no deja de ser muy osado que el Ejecutivo estadounidense quiera aprobar dos planes de apoyo masivo en pocos meses, antes de las elecciones de mitad de mandato de 2022, a saber, un plan de infraestructuras físicas «bipartidista» y un plan de «infraestructura humana». Nos parece que la visibilidad sobre estos planes de apoyo difícilmente podrá mejorar antes de octubre, como pronto.

En Europa, la situación sigue siendo menos grave que en Estados Unidos. Las previsiones de inflación son actualmente demasiado bajas en relación con el objetivo del Banco Central Europeo y continuarán ocupando el centro de sus reflexiones. El debate sobre la prórroga del programa actual (PEPP), actualmente previsto hasta marzo de 2022, sigue su curso, ante la hipótesis de un retorno automático al anterior programa de compras (APP). Esta política monetaria más acomodaticia que la aplicada en Estados Unidos nos permite exponer nuestras carteras a una mayor sensibilidad a los tipos de interés en Europa, sin dejar de ser extremadamente selectivos.

Por todas estas razones, adoptar una posición marcadamente direccional en los mercados de renta fija no parece prematuro en este momento. Así, nuestra gestión de este clase de activos conserva la prudencia y la flexibilidad.

Por tanto, la confianza ciega en las futuras decisiones de política monetaria nos parece hoy tan injustificada como lo es en el momento de escribir esta Note. En el caso de los mercados de renta fija, continuamos siendo muy prudentes y estamos preparados para adaptarnos al cambiante entorno normativo. En el caso de los mercados de renta variable, sobreponderamos los títulos de crecimiento capaces de resistir a una hipótesis de expansión económica potencialmente decepcionante, manteniendo cuidadosamente nuestras posiciones en China a través de una selección de valores con gran potencial, cuyo cotización se ha tornado especialmente atractiva en los últimos tiempos.



Estrategia de inversión

Renta variable

Durante el verano, los mercados de renta variable han avanzado de forma desincronizada. En los países desarrollados, el repunte se debió a la mejora de los resultados del segundo trimestre y a un entorno de tipos todavía favorable para los activos de riesgo. En cambio, en los mercados emergentes, los anuncios del Gobierno chino a favor de una mayor regulación de las grandes corporaciones provocaron la caída del mercado del país. El Ejecutivo está aclarando su intención, lo que debería ayudar al mercado a comprender mejor la situación y, por tanto, a estabilizarse.

Nuestras participaciones en empresas chinas son muy selectivas, centradas en firmas que operan en el gigante asiático y alineadas con los planes gubernamentales a largo plazo. Nuestras inversiones siguen ofreciendo atractivas perspectivas de crecimiento y, desde los niveles actuales, creemos que existe un importante potencial de revalorización. Nuestros títulos se concentran en los siguientes sectores: tecnología (la nube, semiconductores e Internet), salud y energías renovables.

En el universo desarrollado, los indicadores adelantados de actividad empiezan a cambiar de rumbo, mientras que la inflación podría sorprender al alza. Al mismo tiempo, las previsiones de beneficios están cayendo a medida que los inversores se centran en las perspectivas para 2022. Por tanto, seguimos centrándonos en empresas que deberían beneficiarse de este entorno al ofrecer tanto un crecimiento con elevada visibilidad como una considerable capacidad de fijación de precios. Ahora bien, muy pocas empresas son capaces de prosperar en este tipo de entorno. En general, la selección de valores debería volver a ser nuestro principal motor de rentabilidad en un entorno en el que las divergencias de rendimientos podrían aumentar.

Renta Fija

El presidente de la Fed, Jerome Powell, confirmó en la conferencia de Jackson Hole que es partidario de empezar a reducir las intervenciones antes de finales de año si se confirman las cifras de empleo. El futuro de los tipos de interés estadounidenses a corto/medio plazo continúa siendo complejo, por un lado, con la ola de la variante delta, la dinámica del empleo, las incertidumbres presupuestarias y de consumo y, por otro, las crecientes presiones inflacionistas que pueden ser menos transitorias de lo previsto. Esta incertidumbre se refleja en el comportamiento de los mercados en las últimas semanas.

En este contexto, exhibimos una sensibilidad moderada a los tipos de interés. En Europa, redujimos tácticamente nuestra exposición a la deuda pública periférica, en la que nos posicionamos en los últimos meses. Por tanto, en el segmento de los bonos del Tesoro, seguimos priorizando a los países que disponen de un margen real de relajación de su política, como China. Dicho país, ya bastante avanzado en el ciclo, exhibe unos tipos reales ampliamente positivos y margen de maniobra en los planos monetario y fiscal, lo que contrasta con la represión financiera de los mercados occidentales.

En cuanto al crédito, la posible retirada de liquidez y la menor dinámica de crecimiento podrían ser factores de ampliación de los diferenciales crediticios. Sin embargo, en este ciclo atípico en el que persisten la represión financiera y los tipos reales en marcado terreno negativo, una selección de posiciones eminentemente activa debería dar sus frutos.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 31/8/2021

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.