



Viaje por territorios desconocidos



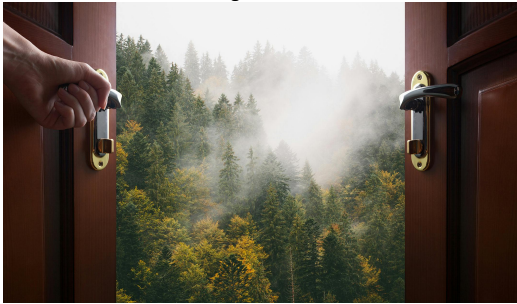
Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
8 De Julio De 2020

Longitud
8 minuto(s) de lectura

Los inversores están acostumbrados a lidiar con la incertidumbre —la materia misma de la que están hechos los mercados—, animados por una anticipación siempre hipotética del futuro. No obstante, los seis últimos meses han llevado esta incertidumbre a horizontes totalmente inéditos en más de un sentido. En lugar de temer esta incertidumbre, creemos que es posible analizarla racionalmente y, así, cuantificarla. No en vano, este es justamente el fundamento de la gestión de riesgos.

Recordatorio sobre la lógica de los mercados



La dinámica general de los mercados financieros desde principios de año no debería ser ya objeto de controversia: la trayectoria de la renta variable siguió primero la violencia sin precedentes del choque económico derivado de las medidas de contención de la pandemia de la COVID-19 y, posteriormente, de la movilización sin precedentes de los Gobiernos y los bancos centrales.

La evolución de los mercados a muy corto plazo se nutre de la misma lógica imperante desde hace un decenio

Los Gobiernos han asumido el grueso de las dificultades financieras inmediatas del sector privado a expensas de un incremento adicional del déficit público, mientras que los bancos centrales se han esforzado por crear la liquidez necesaria para financiar esta escalada de la ratio de endeudamiento, tanto en la esfera pública como en la privada. La incertidumbre no escasea tras esta demostración de fuerza, y la percepción de una desconexión excesiva entre la economía real y los mercados financieros ha llevado a numerosos inversores a albergar una desconfianza legítima. Sin embargo, el comportamiento de los mercados en el futuro inmediato no debería sorprendernos. Este se nutre de la misma lógica que ha imperado en el último decenio, que se cimienta sobre tres argumentos principales:

- 1) La debilidad de la demanda real de los consumidores en las economías fragilizadas refuerza las presiones deflacionistas estructurales y, por lo tanto, descarta cualquier riesgo de inflación de los precios al consumo. Por consiguiente, la única inflación que puede alimentarse de la sobreabundancia de liquidez proporcionada por los bancos centrales es la de los precios de los activos financieros.
- 2) La evidente prevalencia de la incertidumbre mantiene a los bancos centrales en estado de alerta y preserva intacta la confianza en su pronta respuesta en caso necesario.
- 3) El escepticismo reinante entre los inversores evita por sí mismo la formación de lo que podría constituir una burbuja peligrosamente especulativa, observada previamente en periodos de exceso de confianza. El posicionamiento de los inversores en la actualidad sigue siendo prudente en términos generales, lo que constituye un factor de respaldo para los mercados.

Sin embargo, esta incertidumbre coyuntural que los mercados han aprendido tan bien a afrontar oculta en la actualidad el surgimiento de otras incertidumbres mucho más profundas, que, a falta de poderlas disipar, creemos pertinente incorporarlas en nuestra reflexión.

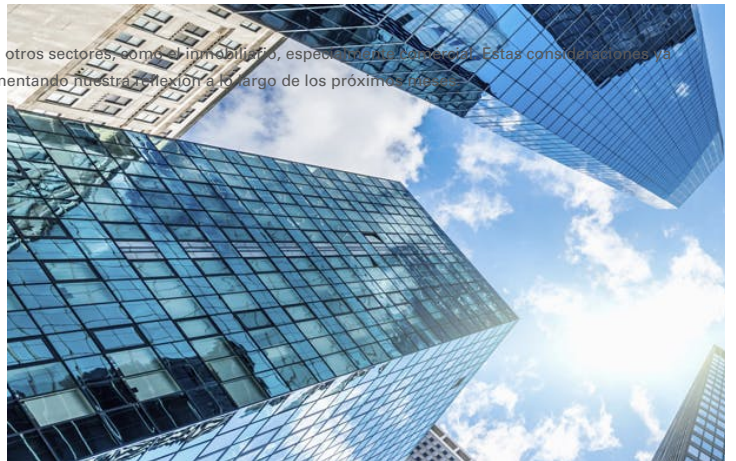
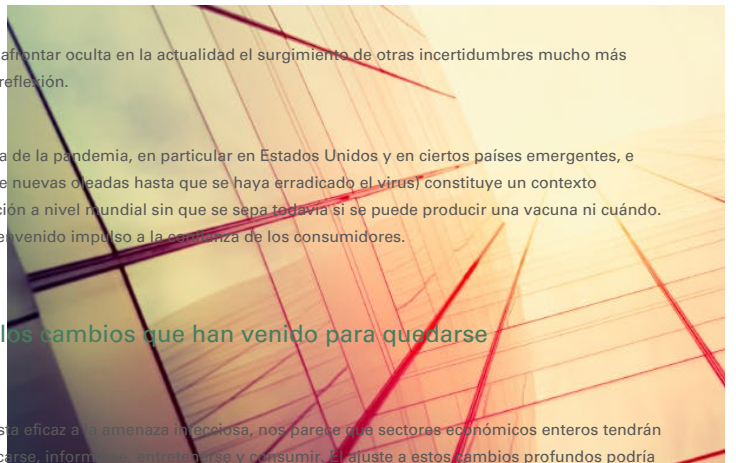
La incógnita sanitaria

La primera gran incertidumbre es, naturalmente, de índole sanitaria: la persistencia activa de la pandemia, en particular en Estados Unidos y en ciertos países emergentes, e incluso su posible intensificación a escala mundial (a fecha de hoy no pueden descartarse nuevas oleadas hasta que se haya erradicado el virus) constituye un contexto radicalmente nuevo. Probablemente nunca un virus había sido objeto de tanta investigación a nivel mundial sin que se sepa todavía si se puede producir una vacuna ni cuándo. Su rápido descubrimiento y la subsiguiente producción masiva darían ciertamente un bienvenido impulso a la confianza de los consumidores.

Sectores económicos enteros tendrán que adaptarse a los cambios que han venido para quedarse

No obstante, incluso si el ingenio humano consigue desarrollar rápidamente una respuesta eficaz a la amenaza infecciosa, nos parece que sectores económicos enteros tendrán que adaptarse a cambios que han venido para quedarse en la forma de trabajar, comunicarse, informarse, entretenerse y consumir. El ajuste a estos cambios profundos podría generar presiones recesivas considerables en algunos sectores (vienen inmediatamente a la mente los medios de comunicación tradicionales, el transporte, el entretenimiento de masas) y, en cambio, conducir a un crecimiento acelerado de los beneficios en otros (aumento a pasos agigantados de las tasas de adopción del comercio electrónico, cambios en la forma de producir y consumir el contenido de los medios de comunicación, etc.)

Estos fenómenos podrían a su vez generar ondas de choque altamente perturbadoras en otros sectores, como el inmobiliario, especialmente en la zona de las costas. Estas consideraciones ya se reflejan en el posicionamiento sectorial y temático de nuestros fondos, y seguirán alimentando nuestra reflexión a lo largo de los próximos meses.



La incógnita económica

La segunda gran incertidumbre se refiere a las ramificaciones de los ingentes déficits presupuestarios, que aumentan la ratio de endeudamiento en un contexto de crecimiento económico extremadamente precario. El riesgo moral está alcanzando cotas sin precedentes (si basta con imprimir billetes para financiar los déficits, entonces «todo está permitido», como habría dicho Iván Karamazov). El escenario central por el que apuestan los mercados hasta la fecha es que la economía mundial se encuentra actualmente inmersa en una «japonización» generalizada, cuyos principales componentes son un crecimiento nominal muy bajo asociado a niveles de deuda estratosféricos, combinación que ha sido posible gracias a las altísimas tasas de ahorro y a unos balances de los bancos centrales sobrecargados de deuda pública (y pronto corporativa). La hipótesis del mantenimiento de unos tipos de interés muy bajos, condición esencial para la sostenibilidad de esa estructura, resulta creíble por la brecha histórica de producción (output gap) entre el nivel actual de actividad, muy debilitado por la crisis, por una parte, y el nivel que prevalecería si la economía rindiera según su potencial, por otra, una brecha que elimina todo riesgo de inflación por la demanda en un horizonte previsible.

El colapso económico de principios de este año produce, sin embargo, otro fenómeno de magnitud sin precedentes en un momento nada anodino: el espectacular regreso del intervencionismo estatal bajo la presión de las circunstancias llega en un momento en que habían empezado a germinar las semillas de un cuestionamiento del sistema económico liberal globalizado surgido en la década de 1980. No solo se ciernen las sombras del proteccionismo, sino que la opinión pública, en particular en Estados Unidos, se rebela cada vez más ante el hecho de que, durante décadas, una gran mayoría de la población no ha obtenido ingresos suficientes para acumular ahorros preventivos, mientras que la bolsa registraba sus niveles más altos.

El aumento de la desigualdad, alimentado por una subida de los activos financieros, pero no de los salarios, se ha convertido en una fuente de rebelión social a una escala creciente que, en las próximas elecciones presidenciales estadounidenses de noviembre, podría dejar de impulsar el populismo liberal, que ya ha decepcionado, en favor de un supuesto intervencionismo dirigido a reforzar el sector público y una redistribución mucho más amplia de la producción de riqueza. El llamamiento de algunas voces al regreso a la ortodoxia financiera (véase una minoría republicana en los Estados Unidos y los países del norte de Europa) tras el enorme derrape de las finanzas públicas en la mayoría de los principales países se ve contrarrestado por la observación de un saldo económicamente lamentable y socialmente injusto de las políticas de austeridad. Es probable que la presión social y el previsible aumento de las quiebras de empresas en los próximos meses sigan obligando a las autoridades públicas a intervenir cada vez más, a costa de un déficit presupuestario que los bancos centrales tendrán inevitablemente que monetizar.

Ciertamente, esta presión no carece de efectos positivos: ya está impulsando una mayor cohesión de la Unión Europea, a la que Alemania ha tenido que adherirse, ante la evidencia de que ningún país tiene la envergadura suficiente para afrontar en solitario el gran reto de preservar el crecimiento en un mundo considerablemente fragilizado. El país podría renunciar a muchas de las reservas que frenaban la financiación de los principales programas de inversión, en particular en la esfera crucial de la protección medioambiental. El imperativo de la integración europea y el advenimiento a gran escala de la inversión responsable son, por lo tanto, temáticas que se han visto reforzadas por las circunstancias y que hemos incorporado a la estructuración de nuestra cartera.

Sin embargo, con un horizonte difícil de predecir actualmente, el límite del ejercicio podría venir impuesto por la confianza que esa liquidez en forma de divisas tan generosamente dispensada todavía pueda inspirar en los inversores. En el juego de suma cero de la competencia entre las distintas divisas, sería presuntuoso anunciar a día de hoy al vencedor del futuro, habida cuenta de que el dólar muestra cada vez menos sus cualidades históricas de moneda refugio. Por lo tanto, estimamos que debemos gestionar el riesgo de una desconfianza más generalizada hacia las principales divisas. Como consecuencia de ello, retenemos muy poco riesgo de tipos de cambio en nuestras carteras, y nuestras posiciones en valores auríferos responden al riesgo del escenario límite sobre el papel moneda. Si este punto de inflexión en régimen económico viene de la mano de la percepción de un cambio correlativo en la situación de la inflación, aunque parezca remoto en la actualidad, el precio del oro no haría sino incrementarse con la caída de los tipos reales.

Como cualquier trauma de gran envergadura, esta crisis sanitaria, convertida en una crisis económica, pone de relieve de forma implacable la fragilidad. Subraya el valor y la necesidad de una sólida gestión de los riesgos. También actúa como un importante catalizador de la historia en muchos sentidos. En esta precipitación, los actores mejor adaptados a esta nueva dinámica verán reforzada su ventaja. El desafío en los próximos meses consistirá en capear la inestabilidad prevista en los mercados al tiempo que nos centramos en los vencedores del mañana.

Estrategia de inversión

Renta variable

El sector tecnológico y, más ampliamente, las denominadas acciones de crecimiento a largo plazo siguen impulsando el mercado de la renta variable y apuntalando el rendimiento de nuestros Fondos de esta gama, muy expuestos a este tipo de empresas. La crisis de la COVID-19 ha puesto de manifiesto la capacidad de estas empresas, en particular de aquellas vinculadas a la digitalización, para no depender de las tendencias de crecimiento mundial para seguir desarrollándose, lo que justifica una prima de crecimiento. Además, la estructura de sus márgenes les brinda cierta flexibilidad, esencial en este periodo, ya que pueden aumentar rápidamente el volumen de sus actividades sin necesidad de capital adicional o, por el contrario, revisarlos a la baja sin tener que soportar costes fijos excesivamente elevados.

Otro elemento importante en las últimas semanas fue el repunte considerable del mercado europeo de renta variable. Esta evolución responde a la respuesta adecuada y coordinada que han ofrecido la Comisión Europea, el Banco Central y los Gobiernos, que ha proporcionado visibilidad en la zona. En este contexto, aumentamos nuestra exposición a través de empresas cíclicas de calidad y posiciones en derivados sobre índices bancarios.

A las puertas del comienzo de la temporada de resultados del segundo trimestre, los mercados parecen haber descontado ya parte de las malas noticias. Por lo tanto, nos centramos ahora en el 2021, para el que las expectativas nos parecen elevadas (similares a las del 2019). Esta situación nos lleva a ser prudentes en la selección de valores y la estructuración de nuestra cartera.

Renta fija

La deuda corporativa y la deuda pública de los países que no-core de la zona del euro registraron una evolución muy positiva en junio. En Europa, las autoridades monetarias y presupuestarias parecen estar a la altura del reto al que se enfrentan, dado que aplicaron una respuesta adecuada y concertada, con medidas de estímulo anunciadas por un número creciente de Estados y un Banco Central Europeo muy activo. Así, los mercados de renta fija se enfrentan ahora a dos fuerzas opuestas que nos llevan a equilibrar las carteras: por una parte, la perspectiva de un panorama deflacionista caracterizado por un número creciente de impagos, ahora aplazados, pero no evitados, y por otra, el riesgo reflacionario que conlleva la acción sin precedentes de los bancos centrales y los Gobiernos. Por consiguiente, mantenemos una exposición selectiva a los activos de riesgo, principalmente en el mercado de deuda corporativa y deuda pública italiana. Estas posiciones se compensan con liquidez y una cartera de renta variable capaz de evolucionar favorablemente en un entorno de bajo crecimiento.

Italia se está beneficiando de un entorno más boyante. En primer lugar, el aumento del programa de compras contra la pandemia (PEPP) permite ahora al BCE absorber todas las emisiones netas de deuda pública de aquí a finales de año. En segundo lugar, el arbitraje ofrecido a los bancos, que pueden obtener préstamos al -1 % mediante las operaciones de refinanciación a largo plazo de objetivo específico (TLTRO), los llevará a invertir a tipos más altos en deuda pública. Por último, la inevitable creación de un fondo de recuperación a nivel europeo. Estas medidas deberían conducir, al unísono, a una mayor normalización de los diferenciales de crédito italianos.

En el segmento de la deuda corporativa, nuestra cartera se construye en torno a tres temáticas: bonos con vencimientos cortos principalmente con calificación de grado de inversión, bonos del sector bancario y compañías excesivamente penalizadas por la crisis de la COVID-19.

Por último, en el universo emergente, preferimos evitar la exposición indiferenciada a esta clase de activos a la espera de una mayor visibilidad sobre la orientación del dólar, así como centrarnos en algunas oportunidades muy específicas (como Rumanía o México).

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.