



What else?

Junio de 2017



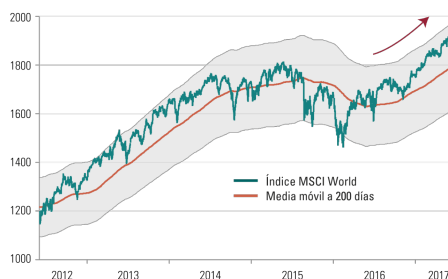
Autor(es)
Didier Saint-Georges

Publicado
1 De Junio De 2017

Longitud
7 minuto(s) de lectura

Dado que las elecciones francesas no dieron el golpe de gracia al proyecto europeo, los mercados financieros aún deberían poder mostrar cierta exuberancia durante algún tiempo. En efecto, además de una liquidez todavía abundante (desde principios de año se han inyectado más de 1 billón de dólares a escala mundial en el marco de los programas de relajación cuantitativa), también existe un ciclo económico mundial en moderada expansión, unos tipos de interés aún en niveles reducidos y un precio del petróleo estabilizado. ¿Qué más se puede pedir?

Esta combinación favorable de las condiciones de los mercados beneficia notablemente a los grandes valores mundiales de crecimiento desde principios de año. Los gigantes tecnológicos representan, ahora más que nunca, la parte dominante de esta categoría, gracias a unos resultados que han seguido mostrando una gran solidez en el primer trimestre. Al tiempo que el ciclo económico se iba desarrollando de forma progresiva, los mercados europeos y, sobre todo, los emergentes se empezaron a equiparar desde principios de año con el índice estadounidense S&P 500.



Fuente: Bloomberg, a 29/05/2017

Los mercados de renta fija, por su parte, también siguen avanzando (un 4 % de media), gracias a la confianza de los bancos centrales ante la moderación continuada de los indicadores de la inflación.

En esta senda de variaciones positivas, debemos alegrarnos del retorno de la supremacía de la economía en los mercados. Pero, en los albores del segundo trimestre, quizás también resulte útil refrescar nuestra visión del fenómeno de correlación —aún en curso— entre la economía y la política (véase nuestra [Nota de marzo](#)), así como nuestra percepción de la dinámica de los mercados en los niveles actuales.

Actualmente, es una realidad que las previsiones de resultados de los analistas para este año no cesan de revisarse al alza



Por ahora todo va bien...

Actualmente, es una realidad que las previsiones de resultados de los analistas para este año no cesan de revisarse al alza. En el primer trimestre, las empresas japonesas fueron las que se llevaron la palma, con un incremento de sus resultados del 28 % en comparación con el año anterior, seguidas por las empresas europeas (+23 %) y las estadounidenses (+14 %). Cabe destacar también que el alza de las facturaciones también mostró una gran solidez, gracias a un incremento del volumen y a una nueva estabilidad en los precios. Basándonos en el nivel de actividad, Europa va a la cabeza (+10 %), seguida de Estados Unidos (+8 %) y Japón (+4 %). Habida cuenta de este excelente inicio de año, los analistas, en general, esperan para 2017 un alza de los resultados del 15 % en la zona del euro, del 13 % en Japón y del 10 % en Estados Unidos.

Los resultados empresariales del segundo trimestre deberían seguir beneficiándose de la mejora de los fundamentales económicos. Asimismo, la zona del euro debería volver a protagonizar un excelente resultado: la confianza de los consumidores de la región, según la Comisión Europea, alcanzó en mayo su nivel más elevado desde julio de 2007. Esta oleada de optimismo no empezó a tomar forma hasta el otoño pasado, por lo que aún debería tener varios meses favorables por delante. Mientras, la locomotora alemana sigue avanzando con fuerza, y el índice IFO (confianza empresarial) se encuentra actualmente en máximos que no alcanzaba desde la reunificación del país en 1991.

Sólo podemos distinguir algunos obstáculos a esta euforia generalizada si miramos más allá de los próximos meses.

Correlación

De cara al futuro, es preciso vigilar el actual fenómeno de correlación entre la economía y la política en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro.

De momento, los vencedores de las encuestas electorales de los últimos doce meses pueden alardear no sólo de su victoria, sino también de su buena suerte. Desde Londres hasta Washington y desde París hasta Seúl, los nuevos dirigentes políticos tienen la oportunidad de comenzar su mandato con la ventaja de un inesperado viento a favor en el plano económico. Y, como ya sabemos, la economía es lo primero para los inversores. No obstante, no podemos pasar por alto el actual proceso de «correlación» entre la política y la economía, es decir, la aparición de interacciones en bucle entre causas y consecuencias. La debilidad del crecimiento económico mundial tras el final de la gran crisis financiera, el contraste entre esta mediocridad y el impresionante avance de los índices bursátiles desde 2009, la impotencia de los políticos a la hora de reducir las desigualdades sociales entre meros asalariados y beneficiarios de esta inflación en los activos financieros estimulados por los programas de relajación cuantitativa... Todas estas fuentes de profundo descontento han provocado importantes rupturas políticas. Y a su vez, estas rupturas tendrán consecuencias económicas que se reflejarán en los mercados.

Así, en Estados Unidos, la política económica del presidente Trump podría terminar siendo menos radical de lo que el candidato había proclamado a los cuatro vientos. Las limitaciones presupuestarias, la indisciplina (quizás afortunada) de la mayoría republicana en el Congreso y los enredos judiciales podrían lastrar el grandioso proyecto de reforma fiscal que hizo salivar a los mercados hasta finales del pasado año y que impulsó la apreciación del dólar. El ciclo económico estadounidense probablemente deberá resignarse pronto a sufrir su proceso natural de maduración.

En cambio, el brexit, por su parte, sucederá indudablemente. Y, respetando al pie de la letra la decisión política expresada por los ciudadanos británicos en junio de 2016, la salida del país de la Unión Europea podría modificar considerablemente la trayectoria económica del Reino Unido (véase nuestra [Nota de abril](#)). El ritmo de la inflación, alimentado por la depreciación de la libra, ya alcanzó el 2,5 % de media en marzo y abril, precipitando así el descenso de los salarios reales al ritmo más acelerado desde 2014. En abril, este lastre para el poder adquisitivo se reflejó en unas cifras de ventas minoristas decepcionantes. El crecimiento de la economía británica ya se encontraba en clara ralentización en el primer trimestre del año (+0,3 % frente al +0,7 % del último trimestre de 2016). La moneda británica podría ser la principal variable de ajuste de una economía que registra un marcado déficit en su balanza por cuenta corriente, cuya financiación se verá cada vez más dificultada por la incertidumbre que el brexit trae consigo.

En cambio, en la zona del euro, el electorado francés no cedió ante los cantos de sirena que hablaban de soluciones mágicas. Por tanto, la posibilidad de un ciclo de reformas que generen valor se ha reforzado, si bien su implantación será complicada. La voluntad de convergencia de las trayectorias económicas entre Francia y Alemania también supone un gran paso hacia la supervivencia política del proyecto europeo a través de un mayor federalismo. Esta perspectiva podría hacer de la zona del euro una alternativa creíble a Estados Unidos como región económica estable y en crecimiento. No obstante, este reequilibrio, que revestiría una importancia histórica, no podrá arrojar indicios concretos hasta, como pronto, después de las elecciones alemanas en septiembre.

Aumento de la fragilidad de los mercados

Hace poco más de un año, los indicadores económicos mundiales, el precio de las materias primas y la inflación comenzaron a repuntar. En concreto, China acababa de lanzar su plan de estímulo económico mediante la concesión de crédito. Actualmente, la atención se centra en la siguiente fase del ciclo.

China ha empezado a reducir el ritmo de concesión de préstamos bancarios. Más en general, volverá a surgir la cuestión del endurecimiento de las condiciones financieras —que siguen en niveles extremadamente acomodaticios—, ahora que ya difícilmente podrá verse amenazada por los riesgos políticos. Dado que el crecimiento nominal a escala mundial (crecimiento del volumen más inflación) prosigue su ascenso, si bien moderado, los bancos centrales deberán acelerar la normalización de sus políticas monetarias en el segundo trimestre, imponiendo así un freno a la revalorización de los activos financieros. No lo harán Fed y Banco central chino. El BCE, por su parte, deberá arrojar algo de luz sobre sus intenciones.

Los sectores cíclicos, que han progresado notablemente, no son los únicos expuestos a esta perspectiva: los valores tecnológicos han registrado una rentabilidad que les ha catapultado hasta unos niveles de primas en comparación con la media del mercado que no veíamos desde la época de la burbuja de las TMT del año 2000.

Las valoraciones de los mercados sólo constituyen por sí mismas una constatación, no un factor desencadenante de una reversión de las tendencias. No obstante, esta constatación también es un elemento de fragilidad, dado que refuerza el potencial de sobre-reacción a envíos externos o decepciones, más que probables en el segundo semestre.

En conclusión, el retorno de la supremacía de la economía en los mercados refuerza la legitimidad del análisis fundamental. Hoy día, esto nos recuerda que, desde hace un año, los mercados evolucionan basándose en un ciclo económico mundial impulsado por el estímulo chino y la esperanza de políticas económicas expansionistas y políticas monetarias muy favorables. Al mismo tiempo nos recuerda que los ciclos no son eternos y que es preciso vigilar con mucha atención los indicios de inflexión.



Estrategia de inversión

Renta variable

Tras superar las elecciones presidenciales francesas, los mercados europeos mantuvieron su progresión casi ininterrumpida. No obstante, debemos destacar que los índices mundiales más importantes siguieron avanzando al mismo ritmo, de modo que la diferencia de valoraciones entre Europa y el resto del mundo se mantuvo intacta. Las mejores rentabilidades del mes de mayo se registraron en Asia, en los mercados indios, chinos y coreanos.

Nos beneficiamos del refuerzo de nuestras posiciones en estos mercados a principios de año mediante valores bancarios indios como Indusind, o valores tecnológicos coreanos como Samsung. Además, durante el mes mantuvimos la diversificación de nuestros valores tecnológicos mediante títulos menos caros o menos conocidos que los grandes valores estadounidenses de Internet. Así, iniciamos una posición en la estadounidense Zayo Group, un proveedor de banda ancha y servicios de Internet. Por último, concentramos nuestras posiciones energéticas en las productoras de petróleo de esquisto estadounidense, que se benefician del compromiso de Arabia Saudí y de la OPEP de cara a estabilizar los precios del crudo. En cambio, liquidamos nuestras líneas de inversión en los valores de servicios petroleros, que podrían verse lastrados por la congelación prolongada de la producción por parte del cártel.

Renta fija

Si bien la Fed se mostró firme en su voluntad de normalizar su política monetaria, el BCE, por su parte, mantiene una postura extremadamente prudente en cuanto a los plazos y modalidades de retirada de sus medidas extraordinarias. Esto podría seguir anclando los tipos de interés europeos en niveles muy reducidos, a pesar de la aceleración de la recuperación económica y la estabilización de la inflación en la zona del euro.

Aprovechamos para reforzar el carry en nuestras estrategias de tipos a través de un aumento moderado de nuestra posición en la deuda pública italiana. Asimismo, aprovechamos tácticamente el drástico movimiento de subida de los tipos brasileños para aumentar temporalmente nuestra exposición a la deuda pública de este país con cobertura del riesgo cambiario. Aunque las incertidumbres políticas podrían retrasar varias reformas en curso, como la del sistema de pensiones, los fundamentales del país, tanto en cuanto a la balanza de pagos como a la inflación, muestran una gran solidez y no están suficientemente descontados en unos tipos de interés reales de los más elevados del mundo.

Divisas

El euro prosiguió su avance frente al dólar estadounidense y se ha apreciado más del 4 % en los dos últimos meses. Aprovechamos plenamente este movimiento gracias a una estrategia cambiaria centrada en la moneda única. Nuestras posiciones de cobertura sobre la libra también dieron sus frutos, dado que el resultado de las elecciones generales previstas para principios de junio en el Reino Unido es cada vez más incierto. Por último, nuestra prudencia respecto de las divisas emergentes nos permitió superar sin problema el repunte de la volatilidad en la moneda brasileña debido a los escándalos políticos.

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.