

INFORME DE GESTIÓN – 1ER TRIMESTRE 2017

T1 2017

por Frédéric LEROUX
Fund Manager
20.04.2017

La economía mundial registra un crecimiento sincronizado, aunque moderado, en el que el consumo tiene escaso peso. Este entorno debería beneficiar en primera instancia al universo emergente y a Europa. En EE. UU., el aplazamiento de las reformas presupuestarias aleja el riesgo inflacionista, pero podría revelar la fragilidad del ciclo. La renta variable se beneficiará de este crecimiento mundial moderado y levemente inflacionista, pero la deuda pública de los países desarrollados sigue ofreciendo poco atractivo.

Punto de vista global

En nuestros dos informes anteriores, analizábamos los motivos que nos llevaban a prever un cambio de ritmo económico y financiero más orientado hacia el crecimiento y caracterizado por la reactivación progresiva de las presiones inflacionistas. Tras una década en la que la misión recurrente de los bancos centrales fue impedir que las economías recayeran en la recesión/deflación, el retorno del impulso cíclico constituye una bienvenida normalización, ya que debería facilitar el ejercicio de nuestras capacidades de previsión.

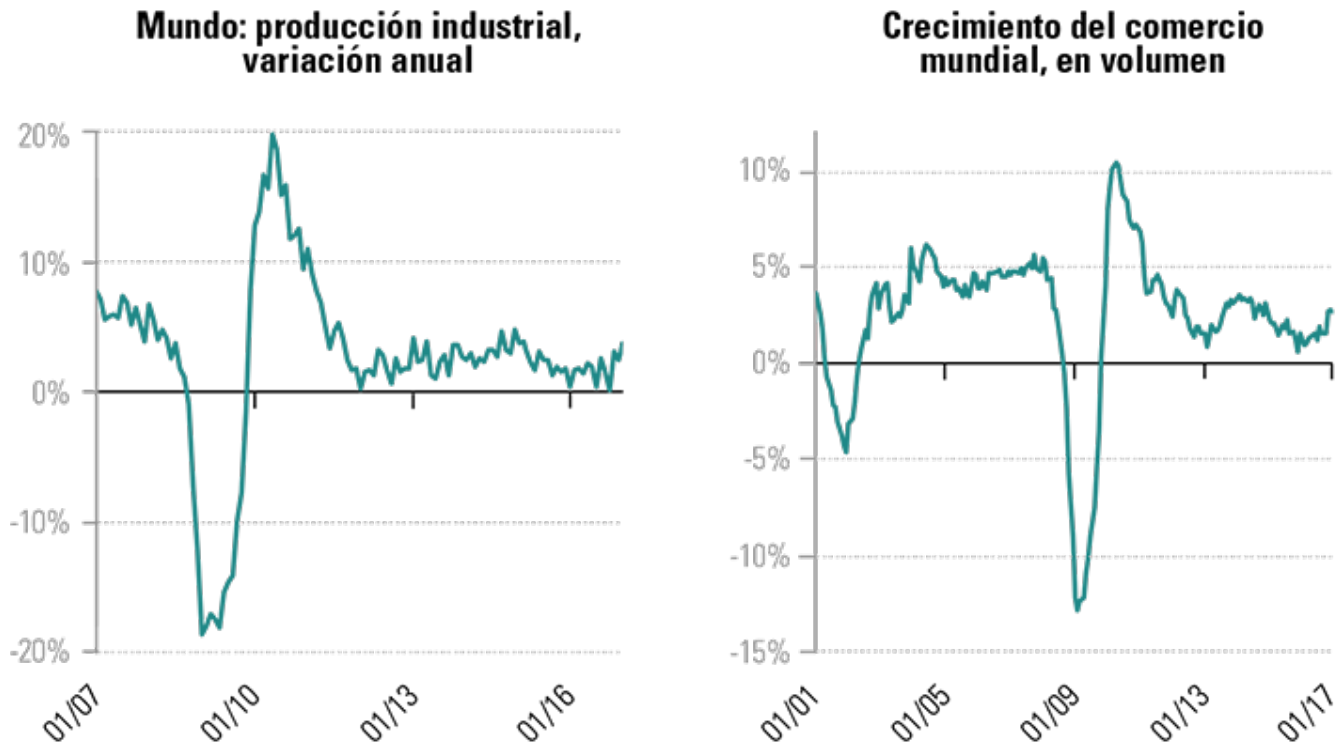
Actualmente, los amagos de crecimiento se ven propiciados por las instituciones emisoras de los países desarrollados, que encuentran en ellos la materialización de las medidas que llevan a cabo desde hace diez años y el único modo de reabsorber de forma duradera el endeudamiento. En la medida de lo posible, también evitarán correr el riesgo de quebrar la frágil dinámica de crecimiento actual y, a cambio, aceptarán el riesgo de que la inflación sea ligeramente más alta.

Durante el trimestre anterior, China, seguida de otros países emergentes, Japón y Europa, confirmaron su posicionamiento en la fase ascendente del ciclo, mientras que EE. UU. vivió una suerte de estabilización a la espera de concretarse las medidas en pro del crecimiento de su nuevo presidente. En conjunto, estamos ante un crecimiento mundial sincronizado, aunque moderado, en el que el consumo todavía tiene escaso peso. Esta debilidad en el consumo modera por ahora las tensiones inflacionistas (evidentes en Europa y en Estados Unidos desde comienzos del año) y mantiene a los bancos centrales a la espera, lo que favorece la revalorización de los activos financieros.

Como preveíamos a comienzos de año, las bolsas han proseguido con su ascenso en un contexto marcado

por una volatilidad muy reducida, los mercados de renta fija se han mantenido a la defensiva y el dólar se ha depreciado, a pesar de que el consenso apostaba notablemente a su favor. Sin embargo, este compás de espera que se vive en EE. UU. durante estos últimos meses ha provocado un peor comportamiento de los sectores cíclicos y una recuperación de los valores de crecimiento.

La recuperación cíclica mundial se sincroniza



Fuente: Carmignac, CEIC, a 31/03/2017

A pocos días de las elecciones presidenciales en Francia, nuestra misión como gestores de riesgos nos lleva a integrar en nuestra estrategia de inversión el factor político, si bien las probabilidades y la realidad palpable del ciclo económico nos animan a creer que el crecimiento mundial moderado y el trasvase continuo de ahorro desde los productos de renta fija hacia la renta variable van a hacer que las tendencias observadas estos últimos meses continúen durante un tiempo.

Estados Unidos

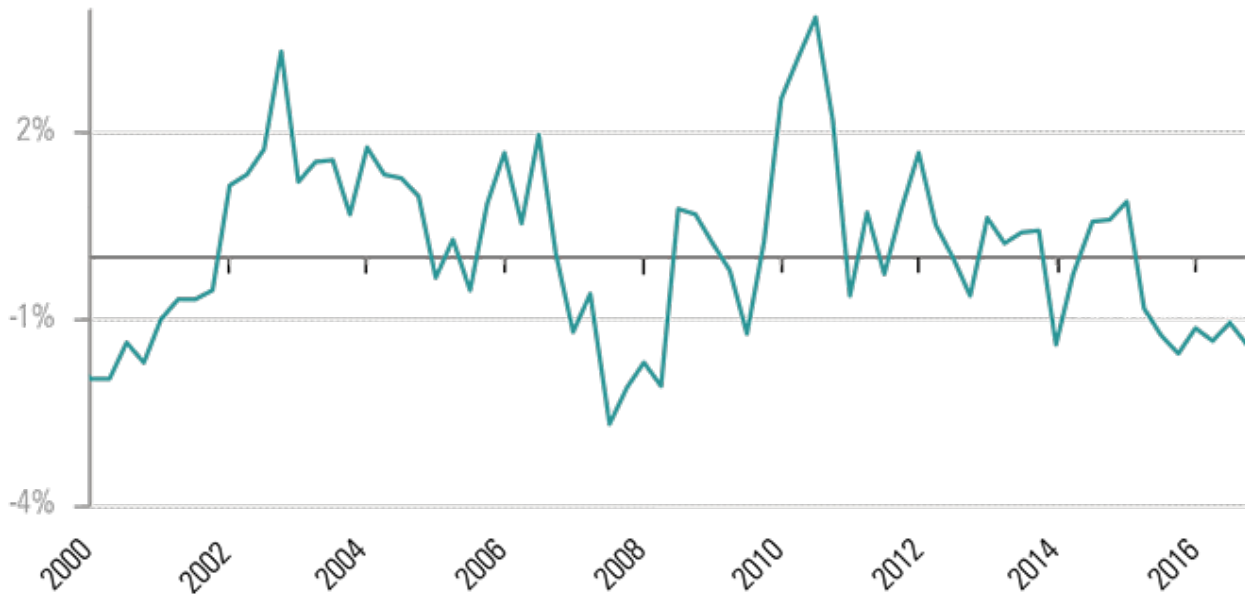
En EE. UU., las esperanzas que surgieron de la elección de Donald Trump han impulsado los indicadores adelantados de actividad hasta niveles muy elevados. Así, el índice de confianza de los consumidores ha marcado máximos de 13 años y el índice ISM ha registrado su nivel más alto de los últimos 30 meses. Sin embargo, se necesita más dinamismo en los salarios y/o un descenso de la presión fiscal para convertir en más consumo la mejora de la confianza en un momento en el que el crecimiento del salario por horas se mantiene estable entre el 2,5% y el 3%. En el plano de la inversión, los indicadores son bastante alentadores (aumento del 4 % de los nuevos pedidos de bienes duraderos), pero los márgenes de las empresas no

consiguen virar al alza e, incluso, han retrocedido un 1,4 % interanual en el cuarto trimestre.

Estados Unidos: la debilidad de los márgenes impide prever un giro rotundo en la inversión

La bajada anunciada del impuesto de sociedades será positiva

Estados Unidos: crecimiento de los márgenes unitarios



Fuente: Carmignac, CEIC, diciembre de 2016

El lanzamiento del plan de estímulos anunciado por el nuevo presidente y/o la aprobación de una fiscalidad más atractiva para las empresas favorecerían la inversión y el empleo. Pero la incapacidad de Donald Trump para tejer una mayoría y reformar la ley de acceso a la sanidad de Obama nos lleva a pensar que estos avances se pospondrán al cuarto trimestre y entrarán en vigor el año próximo. Sin embargo, el presidente puede accionar por decreto algunos resortes importantes, sobre todo en materia de flexibilización normativa.

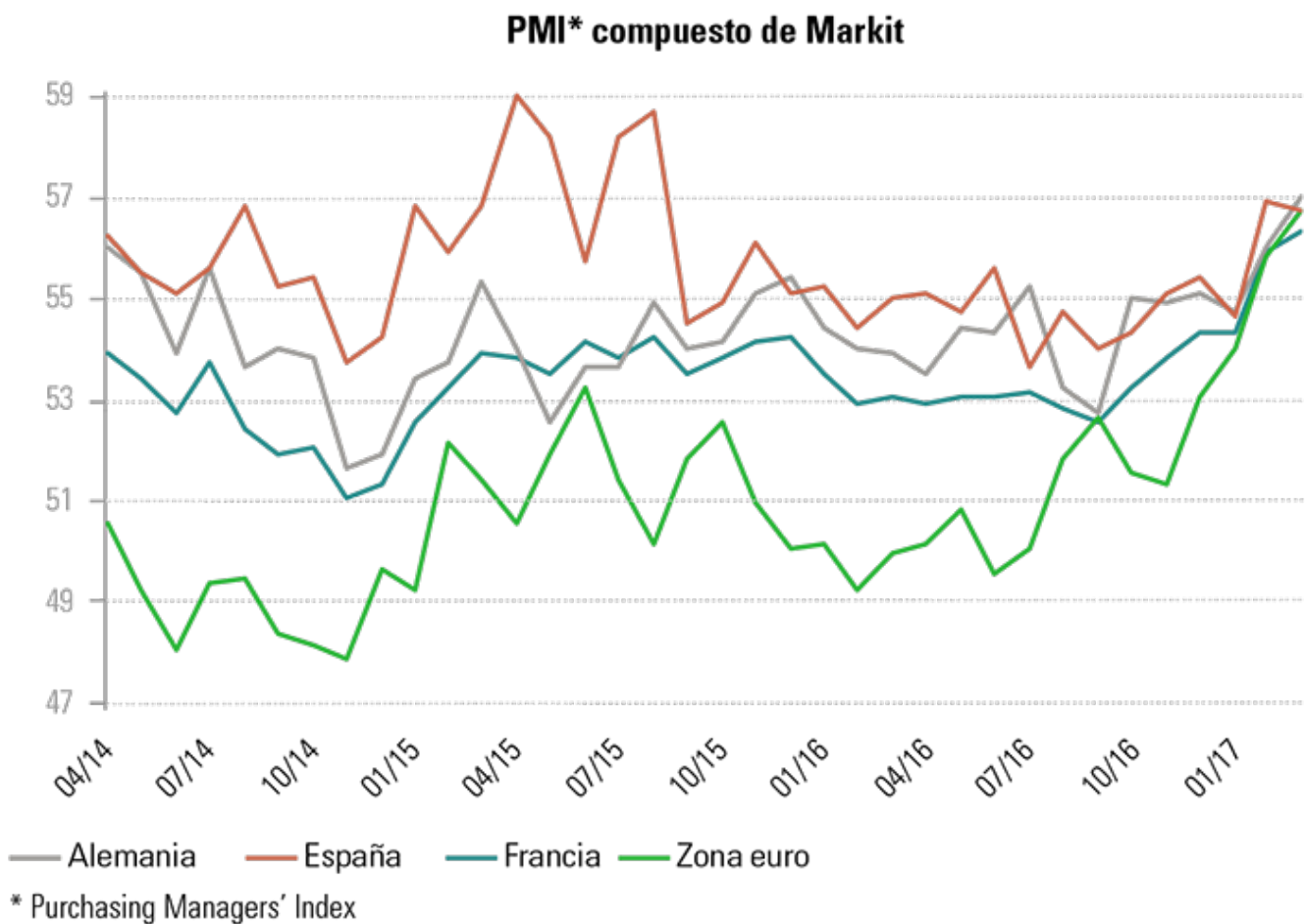
Si las políticas de estímulo anunciadas quedaran descafeinadas, ¿sería una mala noticia para la economía y los mercados? No necesariamente. El ciclo económico mundial está en una fase ascendente, con o sin ayuda de una política presupuestaria expansiva en EE. UU. Incluso unas medidas tímidas bastarían para dar un pequeño empujón en caso de que decayera el ritmo, sin provocar recalentamientos en EE. UU. o el resto del mundo. Sin embargo, debemos evitar caer en la complacencia: se observan señales de fatiga en varios sectores importantes de la economía estadounidense como, por ejemplo, la industria del automóvil, que únicamente mantiene su nivel de actividad gracias a las fuertes rebajas de precios con el fin de reducir las existencias.

En un plano más general, el crecimiento de los indicadores adelantados del sector industrial está frenándose y eso suele constituir una señal que precede a un cambio de dinámica, algo que sería inevitable si las

iniciativas económicas de Trump se vieran sistemáticamente frenadas. Las bolsas ya han descontado gran parte de las buenas noticias económicas, de ahí que la parálisis legislativa pueda provocar un ajuste a la baja de las valoraciones bursátiles que el descenso de los tipos de interés solo conseguiría amortiguar parcialmente. En nuestra opinión, la inflación subyacente se subestima y, por consiguiente, la capacidad de la Fed y los mercados de renta fija para ajustarse a una decepción coyuntural se sobrevalora. Consideramos que la inflación estadounidense expresada en el IPC debería aumentar hasta el 2,6 % en tasa anualizada de aquí a finales de año, empujada por los precios de los bienes y servicios no discrecionales. En esta fase final del ciclo, EE. UU. necesita estímulos presupuestarios, incluso si eso se traduce en un repunte de la inflación.

Europa

Zona del euro: la mejora coyuntural se sincroniza



Fuente: Bloomberg, a 31/03/2017

Europa se beneficia de la política extremadamente expansiva que sigue aplicando el BCE. La mejora coyuntural es apreciable en Francia, Alemania y España. La confianza económica, calculada por la Comisión

Europea, está en máximos de seis años, al igual que el índice IFO alemán. La economía y los mercados han atravesado un verdadero campo de minas electoral (brexit, fracaso de Renzi en el referéndum italiano, elecciones estadounidenses...) sin desviarse demasiado de su trayectoria. Antes de las elecciones alemanas en octubre, que podrían alumbrar la victoria de los socialistas (defensores de una política económica más favorable al crecimiento y de la normalización progresiva de la política monetaria europea), se celebrarán las elecciones presidenciales francesas.

En el momento de redactar estas líneas, es decir, a pocos días de las elecciones presidenciales, la probabilidad de un escenario catastrófico para los mercados sigue siendo baja. No obstante, esta probabilidad no es nula y, sobre todo, no excluye en ningún caso una fase de nerviosismo entre la primera y la segunda vuelta. ¿Cuáles serán, en nuestra opinión, las reacciones más probables de los mercados en caso de tensiones? En primer lugar, el euro se resentirá en previsión de un lento proceso de desintegración del sentimiento europeo. Después, al menos inicialmente, descenderán los tipos de la deuda pública alemana —valor refugio europeo— y caerán las bolsas en un gran movimiento reflejo de la aversión al riesgo. Más allá del efecto inmediato, no se puede garantizar que los bonos alemanes vayan a comportarse bien; a fin de cuentas, ¿qué es un Bund para un inversor no europeo que prevé el fin del euro?

En esta línea, refiriéndonos ahora a la renta variable, ¿acaso una fuerte caída del euro no reforzaría la competitividad a corto plazo de las empresas europeas exportadoras? Más allá de una posición vendedora en el euro, la mejor cobertura a medio plazo frente al riesgo de un resultado electoral extremo, que no es nuestra hipótesis de base, bien podría ser la deuda pública estadounidense, valor refugio universal.

Descartando este riesgo tan poco probable, pero de efectos devastadores, nuestra lectura de la coyuntura económica europea sigue siendo positiva. El apoyo del BCE, la perspectiva de una combinación de políticas públicas más favorable al crecimiento y el vigor de los indicadores adelantados son un buen puñado de señales positivas para la economía europea que los mercados no dejarán de reconocer en cuanto las incertidumbres electorales se disipen y el riesgo extremista desaparezca. El impulso cíclico también está de regreso a este lado del Atlántico y, salvo que aparezca un «cisne negro» político, debe seguir ayudándonos a anticiparnos a los acontecimientos importantes en los mercados: subida de las bolsas, subida de los tipos de los bonos y apreciación del euro, bajo la atenta mirada de un BCE aún muy cómodo en lo tocante a la inflación.

Países emergentes y Japón

En el universo emergente, al igual que en Japón, las noticias económicas mejoran y se difunden. En el país del sol naciente, los indicadores adelantados, las ventas minoristas y la inversión avanzan. La inflación es lo único que no acelera, lo que garantiza el mantenimiento de una política monetaria expansiva. China ha hecho algo más que confirmar su estabilización y su producción industrial se ha acelerado (+9,6 %), pero el consumo se ha frenado hasta el 9,3 %.

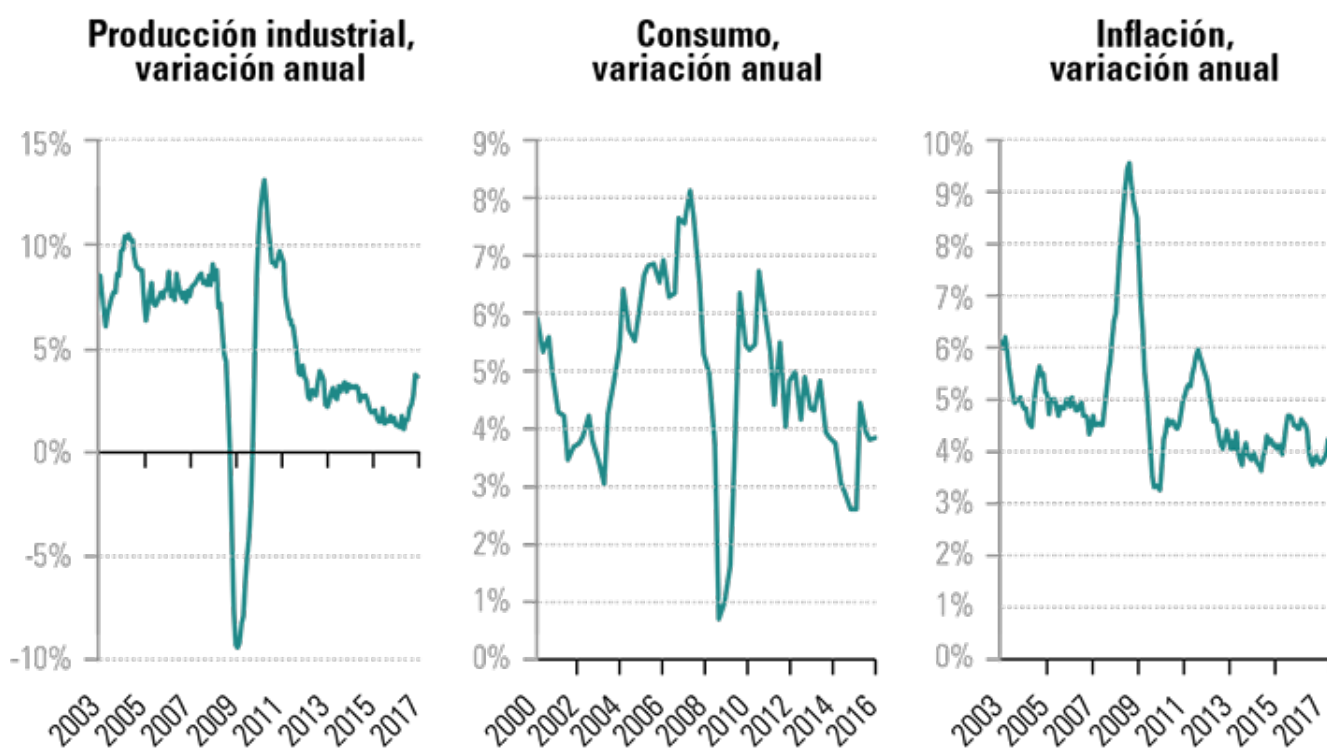
La mejora de la coyuntura es visible en numerosos países: México (que está librándose del síndrome Trump), Hungría, Malasia, Taiwán... En la India, la retirada de los billetes bancarios para reducir la economía sumergida provocó temor por sus posibles efectos recesivos, pero la realidad muestra efectos positivos: la producción industrial pasó del -0,9 % en septiembre al +2,5 % en fechas recientes.

En Corea, las exportaciones subieron con fuerza (+10 %). Este barómetro histórico del crecimiento mundial y el comercio internacional confirma el giro al alza que ya se puede observar en los intercambios comerciales, que han aumentado en volumen un 3,3 %. Además, la inflación sigue estando controlada, lo que hace presagiar una mejora coyuntural duradera.

El crecimiento mundial del 3,4 % previsto en 2017 puede tildarse todavía de moderado, pero la sincronización económica es una realidad palpable. Esta debería beneficiar en primer lugar al universo emergente, que, en nuestra opinión, parece estar en disposición de confirmar su recuperación económica tras siete años decepcionantes. Las economías desarrolladas podrían beneficiarse de unas políticas monetarias que van desacompañadas intencionadamente con respecto a las mejoras coyunturales, favorables a los activos de riesgo. Se hará lo que sea necesario para evitar una recaída de la actividad.

Si la atonía del crecimiento estadounidense persistiera tras la pausa de los últimos meses, se podría compensar a nivel mundial con el vigor del resto de zonas geográficas, pero la capacidad de Donald Trump para concretar algunas reformas constituiría un importante acicate para la actividad mundial.

Mercados emergentes: la mejora coyuntural podrá prolongarse mediante el control de la inflación



Fuente: Anderson, febrero 2017
Fuente: Anderson, diciembre 2016
Fuente: Anderson, febrero 2017

Estrategia de inversión

La reaparición de un diferencial de crecimiento favorable al resto del mundo frente a EE. UU. suele ser

negativa para la evolución del dólar. Así, mantenemos el diagnóstico que establecimos en nuestro informe anterior, a saber, un euro fuerte impulsado por el aumento de los excedentes por cuenta corriente y un ritmo de actividad que debería terminar siendo más fuerte de lo que se espera en general. Lo único que, en nuestra opinión, podría invalidar este enfoque es un seísmo político en Francia. Después de su reciente revalorización, el yen debería debilitarse de nuevo bajo el efecto de una política monetaria especialmente expansiva y un entorno económico mundial propicio para las salidas de capitales de Japón.

Esta sincronización del crecimiento debería impedir, al menos, que los tipos de la renta fija descendieran de forma notable, pero la pausa estadounidense permite aplazar una nueva subida significativa e inmediata de los rendimientos de la renta fija.

Así, las bolsas deberían seguir beneficiándose y disfrutando de unos tipos todavía bajos y de unas previsiones de beneficios favorables. Aunque el mercado estadounidense, tras su excelente trayectoria, demanda un planteamiento más selectivo, no ocurre así en otras regiones, donde la recuperación económica es más reciente. El movimiento de equiparación puede ser especialmente acusado en Europa, cuando desaparezcan las incertidumbres electorales, pero también en el sector petrolero y las empresas financieras japonesas, dos áreas de inversión que han quedado rezagadas en este comienzo de año.

El riesgo francés está cubierto mediante opciones de compra sobre el dólar contra el euro, también con posiciones compradoras sobre la deuda pública estadounidense, pero vendedoras sobre el índice de renta variable europea por las razones expresadas anteriormente.

Fuente: Carmignac, CEIC, Anderson, a 31/03/2017

Este artículo no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. La información contenida en él puede ser parcial y puede modificarse sin previo aviso. No constituye una oferta de suscripción ni un consejo de inversión.

Información legal

Las informaciones expuestas anteriormente no constituyen una oferta de suscripción ni un consejo de inversión. Esta información puede ser parcial y puede modificarse sin previo aviso. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La rentabilidad es neta de comisiones (excluyendo las eventuales comisiones de entrada aplicadas por el distribuidor). El acceso a los fondos puede ser objeto de restricciones para determinadas personas o en determinados países. 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/o FATCA. Los fondos no garantizan la preservación del capital. Los riesgos y los gastos se describen en los documentos de datos fundamentales para el inversor (DFI). Los folletos, los DFI, los estatutos de la sociedad o el reglamento de gestión y los informes anuales de los fondos se pueden conseguir a través de esta página web, mediante solicitud a la sociedad gestora o a través de las oficinas de los distribuidores. Antes de la suscripción, se debe hacer entrega al suscriptor de los DFI y una copia del último informe anual.