

INFORME DE GESTIÓN – SEGUNDO TRIMESTRE 2017

T2 2017

por Frédéric LEROUX
- Head of Cross Asset, Fund Manager
12.07.2017

El entorno actual, caracterizado por un crecimiento mundial moderado, es propicio para una normalización monetaria. Este endurecimiento monetario debería dar lugar a un alza de los rendimientos de los bonos y tener un efecto positivo en el comportamiento de los activos de riesgo eminentemente cíclicos, sobre todo si la actividad económica justifica la acción de los bancos centrales. Por otro lado, el debilitamiento del ciclo económico estadounidense debería erigirse como mejor baluarte contra una drástica reducción de la liquidez mundial, que sería perjudicial para los mercados bursátiles.

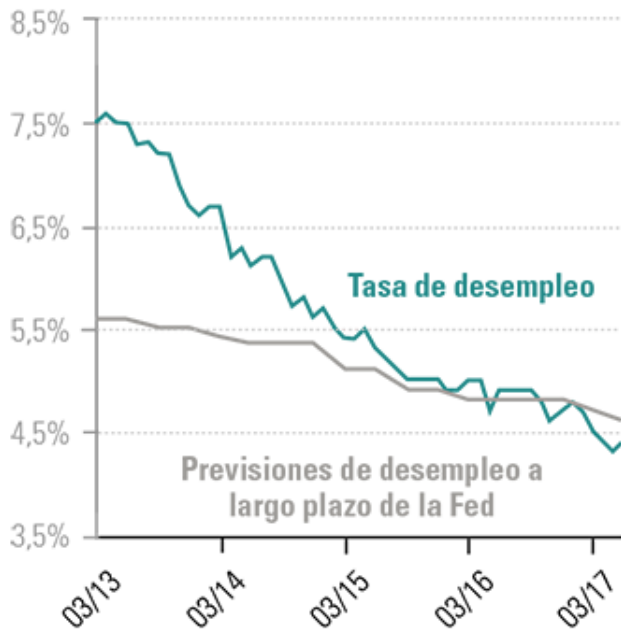
Punto de vista global

En nuestro último informe, escribíamos: « 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 que se concreten anuncios favorables para el crecimiento por parte del nuevo presidente estadounidense. A escala mundial, el entorno actual se caracteriza por un crecimiento sincronizado, aunque moderado, y en el que el consumo participa únicamente en escasa medida. Esta debilidad relativa modera las tensiones inflacionistas inmediatas —visibles en Europa y en EE. UU. a comienzos de año— y mantiene a los bancos centrales en un segundo plano, lo que favorece la revalorización de los activos financieros. »

La difusión lenta y sin efectos inflacionistas del crecimiento estadounidense al resto del mundo es un diagnóstico que se confirmó durante el trimestre anterior. Se trata de una pausa en el escenario de regreso del impulso cíclico que habíamos planteado a partir del segundo semestre de 2016, posibilitado entonces por la recuperación de la inflación. Esta pausa en la reactivación económica se materializó en una recaída de los datos de inflación y sus perspectivas al otro lado del Atlántico y en Europa durante estos tres últimos meses. La evidente incapacidad del pleno empleo en EE. UU. (tasa de desempleo del 4,3 %) para estimular las presiones salariales y la impresión de que únicamente el petróleo puede hacer que se mueva el índice de precios hicieron cundir la idea de que el retorno de la inflación estaba, en realidad, lejos de conseguirse y que los bancos centrales seguían siendo los mejores aliados de los mercados. A consecuencia de ello, tal y como preveíamos, el euro siguió revalorizándose frente al dólar aprovechando la mejora relativa de las perspectivas de crecimiento europeas frente a las de EE. UU.; así, la deuda pública apenas registró movimientos en sus rendimientos, mientras que las bolsas siguieron avanzando.

El temor a las presiones salariales lleva a la Fed a actuar

Estados Unidos: desempleo



Estados Unidos: renta disponible, variación anual



Fuente:
Izquierda: Carmignac, CEIC, 30/06/2017
Derecha: Carmignac, CEIC, 31/05/2017

Las reflexiones expresadas por el BCE a finales de junio sobre la normalización de su política monetaria, como prolongación de la voluntad confirmada por la Fed de proseguir con la suya, cogieron a los mercados por sorpresa: los tipos de los bonos europeos y estadounidenses subieron con fuerza y las curvas de tipos se elevaron. Las acciones cayeron en primera instancia, saliendo favorecidos los sectores cíclicos, y el euro se reforzó frente al dólar, si bien las previsiones de subida de los tipos de referencia de los bancos centrales se mantenían en niveles moderados. ¿Esta voluntad de los bancos centrales de recuperar la normalidad en sus acciones constituye el comienzo de un error de política monetaria o estamos ante una solidez económica que estas instituciones han calibrado mejor que el consenso de los economistas, demasiado acostumbrados ya a fases ascendentes del ciclo económico que apenas duran?

La determinación expresada por los bancos centrales de EE. UU., Inglaterra, Australia y ahora Europa de normalizar, aunque sea de forma muy gradual, sus políticas monetarias hace presagiar unas condiciones de liquidez menos favorables. Ahora, las autoridades monetarias aluden a conceptos como la curva de Phillips o la Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (tasa de desempleo no aceleradora de la inflación) para ilustrar la posibilidad de que regrese la inflación salarial, a tenor de las tensiones que se observan en los mercados laborales de varios países. Así, mientras que los bancos centrales acertaban al no dar continuidad al último episodio inflacionista que culminó el pasado mes de febrero con una subida de los precios del 2,6 % en EE. UU. y del 2,0 % en Europa, ahora estos consideran que la debilidad observada recientemente en la inflación es transitoria. La voluntad de normalización monetaria expresada casi al unísono por los bancos

centrales, la fortaleza de los últimos indicadores adelantados estadounidenses y la persistencia del crecimiento mundial sincronizado, aunque moderado, justifican que preveamos, a diferencia del consenso, el retorno del impulso cíclico en la economía, que debe ir acompañado de una fase ascendente lo suficientemente dinámica para forzar a los bancos centrales a cambiar su política. Las crecientes tensiones en la liquidez y los tipos de interés deberán ser descontadas por los mercados, cuyas previsiones de una única subida de los tipos de 25 puntos básicos en EE. UU. durante los próximos 12 meses y de 10 puntos básicos en Europa durante los próximos 18 meses nos resulta sorprendente. El endurecimiento monetario que prevemos debería traducirse en una subida más acusada de los rendimientos de los bonos y tener un efecto positivo sobre el comportamiento de los activos de riesgo eminentemente cíclicos, sobre todo si la actividad económica justifica la acción de los bancos centrales y si la inflación no vuelve con demasiada fuerza al primer plano. El efecto de los factores políticos sobre la evolución de los mercados debería seguir siendo escaso.

Estados Unidos

En EE. UU., donde el crecimiento económico se ha mantenido de forma ininterrumpida desde 2009, las probabilidades de que se ponga en marcha la política de estímulo que prometió Donald Trump disminuyen con el paso de los días. Aunque no queremos con ello asegurar que el presidente estadounidense no va a conseguir dar la sorpresa en materia fiscal o de desregularización, consideramos que EE. UU. dejará de ser el motor más dinámico de la fase ascendente del ciclo mundial en la que nos encontramos.

El tiempo en el que la inquietud ante las presiones deflacionistas obligaba a la Fed a posicionarse claramente por detrás del ciclo para asegurarse de no debilitarlo ha pasado y ha cedido su lugar al tiempo de la proactividad. Un repunte de los salarios o la inflación provocaría una normalización más rápida que la que descuentan los mercados, así como un agravamiento de los síntomas de formación de burbujas en algunos segmentos de los mercados (captaciones de fondos en el mercado no cotizado). ¿Acaso la Fed no subió los tipos en junio, en un momento en el que la inflación había pasado del 2,6 % al 1,9 % en apenas tres meses, el crecimiento del salario por horas seguía anclado en un pobre 2,5 % y los márgenes de las empresas, decisivos para la inversión, continuaban moviéndose en terreno negativo (-1,2 % en el primer trimestre)?

Estados Unidos: la reciente debilidad de la inflación podría apuntalar temporalmente el crecimiento del consumo

Estados Unidos: consumo real frente a inflación, variación anual



Fuente: Carmignac, CEIC, 31/05/2017

Consideramos probable que se produzca un leve fortalecimiento del crecimiento, gracias al impulso del poder adquisitivo derivado del descenso de la inflación, y que la renta real disponible registre buen tono (+2 %). La liquidez disponible al otro lado del Atlántico estaría, por tanto, en proceso de reducirse progresivamente en un momento en el que la opinión de consenso es pensar que el sueño inflacionista ha llegado a su fin. La reciente publicación de unos datos que atestiguan la caída de los precios en numerosos sectores de actividad, como los alquileres inmobiliarios, los automóviles, la telefonía y la ropa, alimenta esta opinión de consenso. Si bien somos conscientes —por todas esas razones estructurales claramente identificadas y que tienen que ver con el endeudamiento, la evolución demográfica y la tecnología— de la dificultad que tiene la economía para generar un crecimiento sostenido y una inflación sostenida, consideramos que el efecto combinado de una Fed deseosa de acelerar el ritmo de su normalización monetaria, una tasa de desempleo en mínimos y un consumo que se beneficiará de la desinflación observada recientemente va a impulsar de nuevo el ciclo mundial y a generar oportunidades de inversión en las temáticas sensibles al crecimiento mundial.

Europa

Europa, donde el dinamismo económico es más reciente, despierta menos inquietudes en lo que respecta a

su ritmo de crecimiento a corto plazo (+1,9 %), impulsada por una inversión sólida que crece a razón de un 6 % anual, su tasa más alta desde 2006. El fin previsto de la desinflación (el aumento de los precios pasó del 2 % al 1,3 % de febrero a junio) debería permitir al consumo real superar claramente la barrera del 2 %. Además, el periodo electoral que comienza en Alemania debería dar paso a una política presupuestaria más favorable al consumo y beneficiar al resto de Europa. La Francia de Macron parece haber encontrado de nuevo una energía que había perdido desde hacía demasiado tiempo, los problemas del sector bancario de algunos países del sur están resolviéndose progresivamente e Italia vuelve a crecer por encima del 1 %. Por otro lado, no parece demasiado aventurado pensar que el relanzamiento del eje franco-alemán pueda alumbrar iniciativas capaces de reforzar la positiva situación coyuntural del Viejo Continente; en este sentido, se mantiene la presión política a favor de una Europa más generosa que promueva la convergencia entre las economías más debilitadas por la crisis y las más potentes. El crédito también está recuperándose en la zona euro: el importe de los créditos concedidos a empresas no financieras y hogares (excluyendo el sector inmobiliario) retoma la senda del crecimiento después de cinco años de estancamiento. En el contexto de un crecimiento mundial sincronizado, este vigor justifica sobradamente el optimismo de Mario Draghi y hace probable la primera iniciativa de normalización monetaria europea durante los próximos meses. Europa bien podría convertirse dentro de poco en el motor del crecimiento mundial.

Francia: ¿Instauración de una nueva dinámica?

Zona del euro: evolución de la inversión pública, en % del PIB



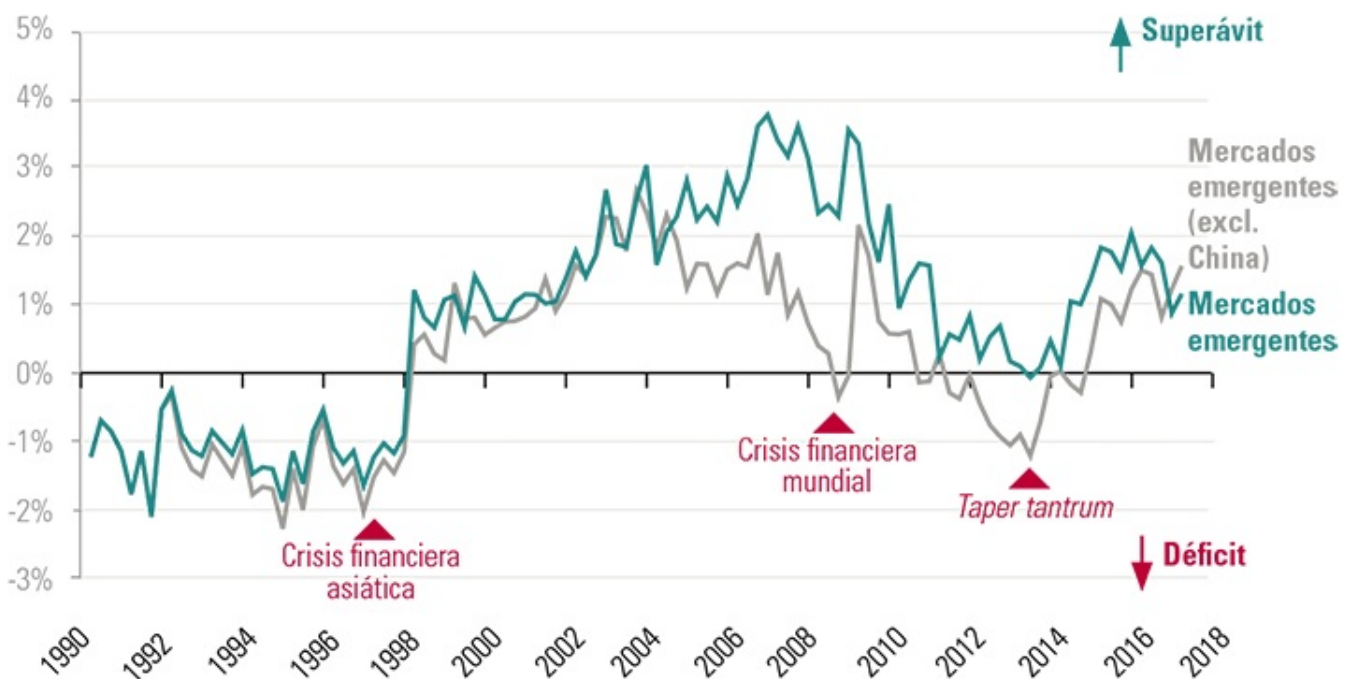
Fuente: Gavekal Research, A New Franco-German Axis, 05/05/2017

Países emergentes y Japón

El universo emergente sigue mostrando un buen comportamiento. La dinámica de los indicadores adelantados del sector industrial ha pasado a ser positiva en un buen número de países de varias regiones, mientras que China no debería depararnos sorpresas desagradables, al menos antes de la celebración del congreso del partido comunista en octubre. La mejora continuada de las balanzas por cuenta corriente y la debilidad relativa del dólar permiten al universo emergente absorber bien la subida de los tipos de interés en EE. UU. En esta región, la inflación muestra una tendencia a la baja en la mayoría de los casos, lo que posibilita una evolución positiva de los tipos de cambio y amplía el margen de maniobra de las políticas monetarias. Brasil se ha beneficiado especialmente de esta dinámica. Sin embargo, no conviene perder de vista la subida reciente de los precios de los productos agrícolas: de amplificarse esta tendencia, se pondría en peligro el círculo virtuoso que está dándose actualmente en los países menos avanzados.

La dependencia de los mercados emergentes del resto del mundo se reduce paulatinamente

Balanzas por cuenta corriente de los países emergentes, en % del PIB



Fuente: Bank of America – Merrill Lynch, The Inquirer: Financial Vulnerability at Multi-Decade lows, 28/06/2017

Estrategia de inversión

Como se preveía, el euro se revalorizó frente al dólar gracias a la lenta difusión del crecimiento estadounidense al resto del mundo. En el entorno de los 1,15 dólares por euro, el billete verde nos parece adecuadamente valorado. Por este motivo, hemos reducido considerablemente nuestra marcada infraponderación en el dólar. Los respectivos ritmos de los ajustes de política monetaria anunciados a ambos lados del Atlántico guiarán los próximos movimientos de nuestra exposición a la moneda estadounidense. En Japón, se mantiene la expansión monetaria sin que hayan aparecido indicios de cambio, lo que nos lleva a

mantener una exposición muy reducida al yen.

En el plano de los tipos de interés, después de haber pronosticado acertadamente que los rendimientos no subirían de forma apreciable, hemos recuperado una posición que permite a los fondos aprovechar la subida de los tipos de los bonos estadounidenses y europeos, en consonancia con nuestra lectura positiva del crecimiento mundial. Nos ha sorprendido la pasividad de los mercados ante la voluntad de normalización monetaria expresada por los bancos centrales de los países desarrollados, donde esperamos una elevación del conjunto de las curvas de tipos. Por el contrario, la deuda pública de los países emergentes nos parece atractiva.

Los mercados de renta variable se han beneficiado enormemente de la pausa económica de los últimos meses; así, las bolsas de EE. UU., los países emergentes y Japón están en máximos. Europa, que se había beneficiado de las buenas perspectivas generadas por el resultado de las elecciones francesas, ha experimentado una leve corrección. Consideramos que nuestras inversiones sensibles al ciclo económico deben conceder un gran peso a Europa y a Japón, donde confiamos que continúe el tirón alcista de las bolsas. Consideramos que las promesas de endurecimiento monetario y las primeras subidas de los tipos no serán perjudiciales para la evolución de las acciones de empresas pertenecientes a sectores sensibles a la actividad económica, dado que estimamos que el ajuste será gradual. **Nos parece que el debilitamiento del ciclo económico en EE. UU. es, en efecto, la mejor defensa frente a una drástica contracción de la liquidez mundial.** Este carácter paulatino del ajuste de los tipos de interés también debería permitir seguir avanzando a los sectores no cíclicos, que presentan unos crecimientos sólidos y contrastados. Nuestros valores tecnológicos pertenecen a esta categoría.

Fuente: Carmignac, CEIC, Anderson, a 31/06/2017

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.

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.