

INFORME DE GESTIÓN – SEGUNDO TRIMESTRE DE 2019

T2 2019

11.07.2019

Análisis macroeconómico

El tono marcadamente defensivo de los bancos centrales se ha confirmado en el último trimestre, lo que refleja un retorno en toda regla de los reguladores a los mandos del ciclo. Si bien este marcado cambio de rumbo de los bancos centrales nos sorprendió en vista de un debilitamiento económico que, después de todo, resulta moderado, hemos de reconocer que la desviación progresiva de las previsiones de inflación es real, está justificada y resulta preocupante. ¿Representa el riesgo de una ralentización pronunciada de la actividad mundial una posibilidad fundada que, de materializarse, comprometería nuestra hipótesis de base, positiva para los mercados? En Estados Unidos, el mercado laboral mantiene su dinamismo, mientras que, en Europa, parece que lo peor de la ralentización ya ha pasado. Por otra parte, en ausencia de un repunte del crecimiento o de la inflación, los bancos centrales deberían mantener o ampliar su apoyo. Así, las políticas monetarias acomodaticias y la escasa probabilidad de una ralentización económica marcada deberían conformar una combinación favorable para los activos financieros.

Visión global

En nuestro último informe, afirmábamos: «el acontecimiento más destacado de los tres últimos meses ha sido el cambio de rumbo de los bancos centrales tanto en Estados Unidos como en Europa, que se decantaron por adoptar una comunicación especialmente influenciada por un debilitamiento coyuntural que, aunque generalizado, en nuestra opinión resulta moderado». Esta observación nos llevaba a plantearnos la siguiente pregunta: «con todo, ¿justifican los primeros indicios de ralentización en Estados Unidos, la debilidad de Europa y la evidente dificultad para mantener cierto grado de inflación en la economía el temor manifiesto de los bancos centrales o los comentarios de preocupación del Fondo Monetario Internacional y, a la vez, el ascenso meteórico de los mercados bursátiles en todo el mundo?».

Sin extraer conclusiones sobre la racionalidad de ese temor, estimábamos que la protección prometida por los reguladores frente a los efectos de una desaceleración económica justificaba una elevada exposición a los mercados bursátiles, las previsiones de un descenso del conjunto de la curva de tipos estadounidense y la implantación de estrategias de carry en Europa. Todas estas proyecciones se revelaron acertadas.

El tono marcadamente defensivo de los bancos centrales se ha confirmado a lo largo del último trimestre. Los mercados esperan ahora tres o cuatro recortes de tipos en los próximos doce meses en Estados Unidos frente a un único recorte barajado hace tres meses y a las dos subidas pronosticadas seis meses antes. En Europa, la perspectiva de una bajada de tipos de 10 puntos básicos toma forma, al igual que la de una reanudación de la relajación cuantitativa.

El conjunto de la curva de tipos estadounidense con vencimientos de entre uno y diez años se dejó alrededor de 50 puntos básicos durante el segundo trimestre, mientras que en Europa, los rendimientos cayeron de -10 a casi -30 puntos básicos en los vencimientos alemanes de uno a diez años, a lo que hay que sumar una reducción de prácticamente 50 puntos básicos de los diferenciales de crédito para la media de los países del sur. Estas drásticas caídas en los rendimientos a escala mundial y la convergencia de los tipos en Europa son un fiel reflejo de la reducción —al parecer, incontenible— de las presiones inflacionistas en el sistema y de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias para hacerle frente a esta situación, con la esperanza de impulsar las previsiones de inflación. Si bien este marcado cambio de rumbo de los bancos centrales nos sorprendió en vista de un debilitamiento económico que, después de todo, resulta moderado, hemos de reconocer que la desviación progresiva de las previsiones de inflación es real, está justificada y resulta preocupante. En efecto, la instauración de una dinámica de previsiones de inflación decididamente orientada a la baja generaría un círculo vicioso deflacionista en el que la caída de los precios alimentaría la de la actividad. En ausencia de un repunte del crecimiento o de la inflación, los bancos centrales mantendrán o ampliarán su apoyo, lo que seguirá favoreciendo a los mercados. ¿Representa el riesgo de una ralentización pronunciada de la actividad mundial una posibilidad fundada que, de materializarse, comprometería nuestra hipótesis de base, positiva para los mercados?

Estados Unidos

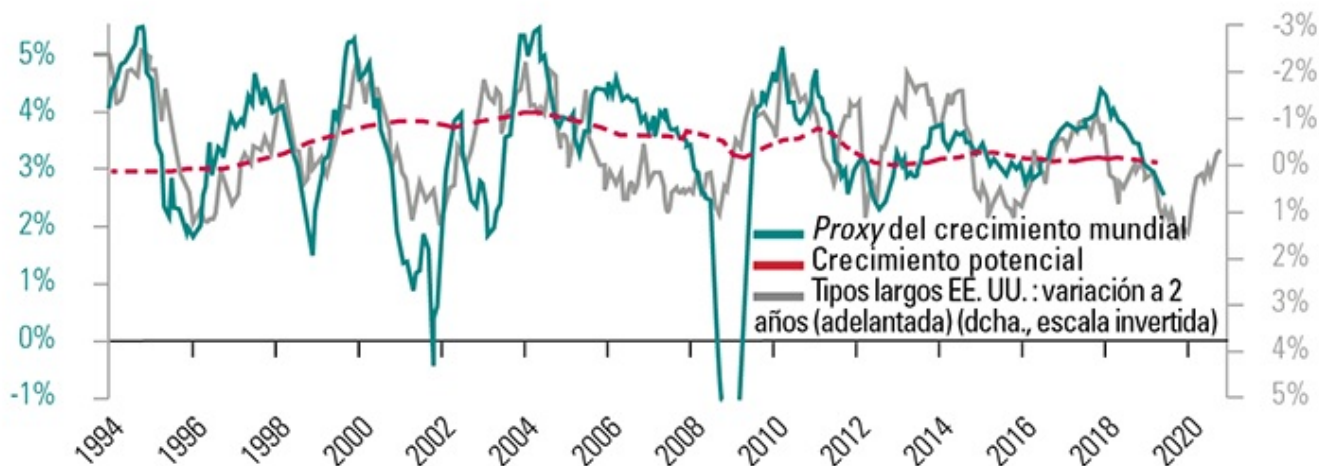
En Estados Unidos, es principalmente la inversión la que muestra algunos signos de debilidad. Su crecimiento pasó del 10 % hace un año al 4 % en mayo, y el conjunto de indicadores adelantados de la inversión se mueve en terreno negativo. Sin embargo, la Reserva Federal sigue considerando que esta debilidad responde fundamentalmente a las tensiones comerciales y la falta de visibilidad acerca de su desenlace, sobre todo en términos de calendario. En el plano del consumo, la reducida tasa de desempleo (en el 3,7 %), el crecimiento de los salarios por hora (que continúa por encima del 3 %) y los últimos efectos positivos de la reforma fiscal, con el último lote de reembolsos de impuestos, permitieron mantener una dinámica positiva, con un crecimiento del consumo personal del 3 %. Con todo, cabe señalar que los indicadores adelantados apuntan ya a un crecimiento de tan solo el 2 %. La actividad del sector servicios continúa ajena a la ralentización industrial. La Reserva Federal parece mucho más preocupada por la atonía de la inflación. La desconexión entre la tasa de desempleo y la inflación salarial continúa constituyendo un gran interrogante en un momento en que surgen indicios de final de ciclo que deberían ir acompañados de un aumento salarial que no llega. Consideramos que la Fed estima necesario emprender un ciclo de recorte de los tipos de referencia para prolongar el ciclo —después de que el ajuste monetario realizado a finales de 2018 llegara un poco demasiado lejos— y, sobre todo, para corregir la inflación. Nuestros modelos apuntan a una inflación de 1,6 a finales de verano, frente al nivel actual, que ronda el 2 %.

En nuestra opinión, la economía estadounidense mantendrá su estabilización en los próximos meses en una pendiente muy levemente descendente que la abocará a un nivel de alrededor del 1,5 %. También

consideramos que la presencia vigilante de la Fed debería evitar una ralentización más profunda o una recesión en 2020. No en vano, el mercado laboral continúa siendo lo suficientemente dinámico como para dejar entrever una nueva prolongación del ciclo económico estadounidense.

El ciclo debería repuntar gracias al apoyo de las políticas monetarias acomodaticias

Crecimiento mundial y tipos largos estadounidenses



Fuentes: Carmignac, Bloomberg, 28/6/2019

Europa

En Europa, parece que lo peor de la ralentización ya ha pasado. Los indicadores adelantados de la OCDE para la zona euro, si bien se encuentran aún en terreno negativo, se estabilizaron. Un país como Suecia, precursor del ciclo económico gracias a su posición de exportador de productos industriales muy variados a un elevado número de países, ha comenzado a ver un cambio de rumbo en sus indicadores adelantados. Francia parece recuperar la confianza tras la recaída inesperada de 2018. Su indicador PMI de actividad manufacturera volvió a situarse en terreno positivo e Italia parece seguir sus pasos. En general, el empleo se mantiene bien orientado en la zona euro, con una tasa de paro en mínimos (7,5 % de la población), lo que impulsa la confianza de los consumidores hasta máximos de los últimos 18 años. Alemania continúa siendo el país menos favorecido por este crecimiento, al tratarse de la primera víctima de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, que han generado una caída de los pedidos industriales chinos de todos los proveedores extranjeros. Los problemas de ajuste de su industria automovilística y el deterioro de su competitividad industrial hicieron el resto: el índice PMI manufacturero alemán se desplomó hasta mínimos de los últimos siete años. Esta Alemania, asediada por las dudas, espera con impaciencia la normalización del comercio mundial, en un contexto en que la política de tipos negativos impuesta por el BCE encarece notablemente los precios inmobiliarios y los alquileres, lo que perjudica a esta nación de inquilinos.

Las tendencias inflacionistas son similares a las estadounidenses, y han llevado al BCE a cambiar

drásticamente su discurso, una estrategia que Mario Draghi ya ha utilizado en varias ocasiones con los mercados. El retorno del «Draghi put», como viene a denominarse la certeza de que el BCE hará todo lo necesario para evitar una ralentización o una debilidad excesiva de los precios, nos hace confiar en la capacidad de la zona euro para no volver a desplomarse con fuerza.

Mercados emergentes

Los países emergentes han acusado durante los últimos trimestres un dólar estadounidense relativamente fuerte que impide a los países de este universo implantar sin restricciones las políticas económicas y monetarias que exige su situación económica. Las importaciones de bienes de equipo a cargo de los países emergentes han experimentado un descenso del 10 %, lo que pone de manifiesto tanto esta incapacidad para llevar a cabo políticas económicas y monetarias que puedan contrarrestar la ralentización como los efectos de las tensiones comerciales. El acontecimiento más importante del trimestre que dejamos atrás es el fracaso del modesto plan de reactivación chino, bloqueado por las tensiones comerciales, al tiempo que las autoridades no parecen tener prisa por remediar la ralentización en curso. En nuestra opinión, el presidente Xi considera que los Estados Unidos de Donald Trump tienen más que perder que China ante una desaceleración generada por las negociaciones requeridas por el presidente estadounidense, en caso de que estas se eternicen. La posibilidad que barajábamos relativa a un dólar debilitado por un potencial de relajación monetaria generalmente más elevado que en otros lugares y por la ampliación continuada de los déficits fiscal y comercial favorecería al universo emergente, al devolverle liquidez y margen de maniobra. En cambio, parece que el retraso del monzón en la India y la plaga de la oruga militar, que está causando estragos en los cultivos al norte de China, deberían reducir considerablemente la producción agrícola de los dos países más poblados del mundo y amenazan con provocar una disminución del poder adquisitivo en ambos.

Por tanto, el riesgo de un mercado debilitamiento de la coyuntura mundial nos parece reducido, pese a lo avanzado del ciclo estadounidense: los principales bancos centrales de los países desarrollados han tomado las riendas y parecen mostrarse cada vez más dependientes de la voluntad de los poderes políticos, tal y como ocurre en los países no democráticos. Las presiones ejercidas por Donald Trump sobre el abogado Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal estadounidense, así como el reciente nombramiento de la abogada francesa y exministra de Economía, Christine Lagarde, al frente del Banco Central Europeo, demuestran de forma manifiesta la reducción del contrapeso técnico que solían aportar los bancos centrales frente a las veleidades políticas. La ausencia de inflación vuelve a dar la iniciativa a los bancos centrales para volver a poner en marcha la maquinaria económica en caso de ser necesario, y justifica en sí misma la acción de los reguladores. Las negociaciones comerciales ya forman parte del paisaje de los inversores. Parece probable que Donald Trump intente llegar a un acuerdo, con un calendario optimizado en el marco de su estrategia para ser reelegido. Entretanto, en los próximos meses los mercados deberían seguir anticipando la buena nueva de un acuerdo comercial, lo que no excluye en ningún caso episodios de dudas y volatilidad.

Estrategia de inversión

Las políticas monetarias acomodaticias y la escasa probabilidad de una ralentización económica marcada conforman una combinación favorable para los activos financieros.

El vínculo entre la liquidez y la evolución de la renta variable resulta evidente

¿Propiciará el regreso de la expansión cuantitativa (QE) el repunte de los títulos que los inversores han dejado de lado?

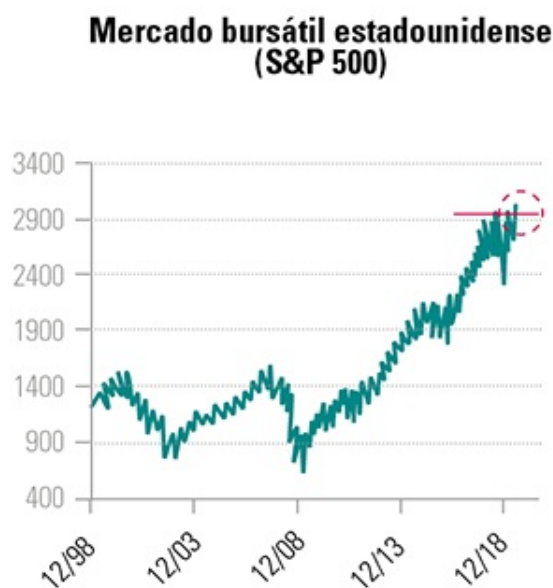
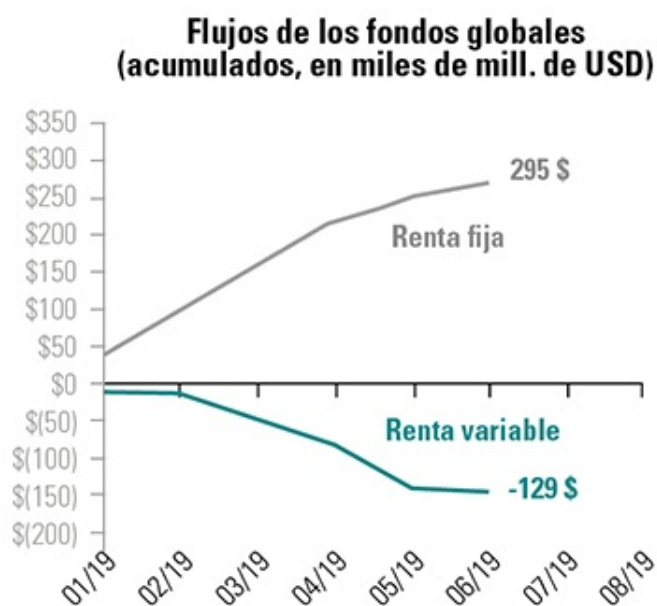
Balance de la Fed y mercados bursátiles estadounidenses



Fuentes: Carmignac, Bloomberg, 28/6/2019

Los principales beneficiarios del entorno actual deberían ser los mercados bursátiles, a los que los inversores parecen haber dado la espalda. En efecto, los fondos de renta variable europea y estadounidense están sufriendo ventas regulares pese a las persistentes alzas de los índices bursátiles. Interpretamos este comportamiento atípico como una señal alcista contracorriente. El escaso posicionamiento de los inversores en los mercados de renta variable debería llevarlos a subirse en marcha al tren del alza a medida que vaya confirmándose la hipótesis económica que barajamos.

Renta variable estadounidense : nuevos máximos a pesar de la deserción de los inversores



Fuentes: GS, Bloomberg, Carmignac, a 28/6/2019.

Fuentes: GS, Bloomberg, Carmignac, a 28/6/2019

Continuamos priorizando en nuestra asignación los valores de crecimiento, poco sensibles al ciclo económico, ya que no prevemos un mercado repunte cíclico. Sin embargo, no descartamos la posibilidad de un repunte táctico de las acciones de empresas sensibles a la actividad económica, al menor indicio tangible de mejora coyuntural, ante su escasa presencia en la asignación de las grandes gestoras actualmente. Las acciones de los países emergentes, escogidas a través de una estrategia muy selectiva, presentarán un interés renovado si se materializa nuestra previsión de depreciación del dólar.

En los mercados de renta fija, la liquidez nueva que se perfila en Europa debería permitir la continuación de las estrategias de convergencia y el aprovechamiento de oportunidades específicas en el universo de la deuda corporativa. Pese al marcado movimiento registrado en este comienzo de año, creemos que la curva de tipos estadounidense aún podría ofrecer potencial de ganancias si la ralentización económica mantiene su ritmo moderado unos meses más.

En el mercado de divisas, la debilidad prevista del dólar daría vía libre a una apreciación de las monedas emergentes de las economías más sólidas y a una caída en el plano de los tipos de interés en este universo.

Hacia un repunte de los activos emergentes

Mercados bursátiles: rentabilidad superior/inferior de los mercados bursátiles emergentes frente a los desarrollados



Mercados de renta fija: diferencial de tipos reales, universo emergente frente a desarrollado



Mercados de divisas: divisas emergentes frente a USD (índice FXJPEMCS)



Fuentes: Carmignac, Bloomberg, 28/6/2019

El riesgo principal de nuestra hipótesis es una pérdida de confianza respecto de la eficacia de una nueva oleada de relajación monetaria en términos de respaldo a la actividad, dado que el aumento de la liquidez supone un lastre para el crecimiento. Este es concretamente el caso de Europa, donde el reducido margen de intervención del BCE exigirá en un futuro próximo una reactivación fiscal en el conjunto de la zona, y más específicamente en Alemania. Debemos permanecer atentos y no caer en la complacencia frente a decisiones que responden más a las tentaciones demagógicas de los políticos que a una gestión adecuada. Del mismo modo, una acción más contundente de las políticas presupuestarias podría traducirse en la zona euro en unas perspectivas económicas y monetarias muy diferentes a las que los mercados y nosotros mismos nos hemos acostumbrado durante las dos últimas décadas. Seguiremos muy atentos a los acontecimientos.

Fuente : Carmignac, Bloomberg, Datastream, 28/06/2019.

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.

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.