

# EL PRECIO DEL MIEDO

marzo 2020

02/03/2020 | DIDIER SAINT-GEORGES

Los periodos de pánico son el espejo de los periodos de exuberancia: se basan en realidades que posteriormente se exageran y terminan desembocando en previsiones extremas

**¿Cómo deberíamos interpretar la corrección repentina en los mercados a finales de febrero, cuando habían mostrado una gran resistencia ante el recrudecimiento de la crisis del COVID-19 hasta entonces, y qué deberíamos hacer en calidad de inversores?**

Esta crisis constituye una situación inédita, un «cisne negro» no necesariamente en el sentido de un acontecimiento devastador, sino en el de una situación sin precedentes suficientemente comparables como para extraer un buen número de conclusiones útiles. Resulta evidente que este virus se transmite con mucha facilidad y a través de personas que no necesariamente presentan síntomas, lo que hace que sea más difícil de contener que el SARS o el MERS. Por supuesto, una de las dificultades que presenta es que se sabe relativamente poco sobre este virus. Sin embargo, el seguimiento del número de casos de infección identificados, un cometido que recae sobre los epidemiólogos, da algunas pistas sobre la evolución de la epidemia.



No en vano, esta trayectoria pasó rápidamente en China desde la fase inicial de propagación exponencial, característica de las epidemias, a la fase siguiente de desaceleración, sin duda gracias a la respuesta draconiana al problema por parte de las autoridades chinas. Ello justificó el buen comportamiento de los mercados hasta mediados de febrero. No obstante, a partir de esa fecha, los países fuera de China, a tenor de la porosidad inicial de las fronteras del gigante asiático y de los periodos de incubación, entraron en su fase inicial de propagación exponencial, llevando así el fantasma de la epidemia al corazón de los países occidentales.

La carga emocional asociada a este tipo de riesgo cuando se acerca es visiblemente capaz de generar fuertes reacciones de estrés en la opinión pública que, a su vez, ejerce una presión considerable en los Gobiernos, así como en las empresas, para que adopten medidas de protección extraordinarias (cierre de espacios públicos, cancelación de eventos y desplazamientos, cuarentenas, etc.) sin ninguna duda útiles para detener la propagación, pero devastadoras para la actividad económica a corto plazo. En otras palabras, el pánico en el mercado bursátil refleja el temor al coste económico del COVID-19, que, a su vez, se debe en gran medida a las precauciones sanitarias adoptadas para contener la epidemia de manera eficaz.

Los periodos de pánico son el espejo de los periodos de exuberancia: se basan en realidades que posteriormente se exageran debido al efecto de la psicología de masas ante lo desconocido, y terminan desembocando en previsiones extremas. Así, tiene su utilidad poner la secuencia reciente en perspectiva antes de considerar los resultados.

A diferencia de 2008, esta crisis no constituye una perturbación endógena sino externa y, por lo tanto, abordarla como un fenómeno transitorio, por violento que sea, está justificado

Un aspecto esencial es que esta crisis sanitaria constituye una perturbación externa, como los ataques del 11 de septiembre de 2001 o la catástrofe de Fukushima de 2011, y no una perturbación endógena, como la crisis crediticia de 2008, fruto de unos desequilibrios económicos profundos cuya resolución, por definición, es extremadamente larga y difícil. Así, con la condición de que esta crisis sanitaria no degenera de forma totalmente descontrolada, nos parece que está justificado abordarla como un fenómeno transitorio, por violento que sea, y reflexionar a partir de ahora sobre el panorama económico que surgirá en consecuencia y sobre las repercusiones para los mercados.

## LA CRISIS SANITARIA SE PRODUJO EN UN CONTEXTO ECONÓMICO Y FINANCIERO PARTICULAR

Recordemos que los principales bancos centrales, liderados por la Fed, comenzaron a volver a ofrecer a los mercados, desde el último trimestre de 2019, un cóctel monetario particularmente explosivo, compuesto no solo por tipos de interés muy bajos, sino también por el contundente regreso a la creación monetaria (es decir, las compras de bonos en los mercados a cambio de liquidez). Durante cinco meses, esta dinámica había llevado a los mercados a niveles históricamente altos. La otra cara de este activismo excepcional es que hace que la Reserva Federal estadounidense se muestre ahora reacia a intensificar aún más sus esfuerzos para enviar un mensaje de apoyo a los mercados solo porque hayan caído durante algunos días. La perspectiva de algunos recortes de tipos de los fondos federales ha vuelto a estar de actualidad, pero no deben sobrestimarse los efectos que ello tendría sobre una actividad económica paralizada por el miedo al riesgo de pandemia. Esto explica las turbulencias particularmente violentas en el mercado bursátil desde los picos alcanzados, hasta que se imponga la presión a favor de la reanudación de una intervención monetaria coordinada.

En el ámbito macroeconómico, los indicadores adelantados del ciclo mundial anunciaron a principios de año una fase de estabilización, incluso de ligero repunte, después de la fuerte desaceleración, especialmente en el sector manufacturero, de los dos años anteriores. Europa, en particular, por su naturaleza más cíclica, debería salir especialmente beneficiada, en particular sus sectores más vinculados a la demanda del universo emergente. La fuerte apertura de Europa a China se vuelve ahora en su contra con consecuencias dobles: un frenazo económico inmediato, causado por la perturbación de la demanda y la oferta de un importante socio comercial, y una exposición bastante directa a la propagación del virus chino. Incluso si el problema sanitario se resolviera rápidamente, Europa quedará ¿en mayor medida que la economía estadounidense, más cerrada? a expensas de que China sea capaz de recuperar (o no) el dinamismo de su economía.

## ¿QUÉ POTENCIAL DE RECUPERACIÓN ECONÓMICA SE OBSERVA EN CHINA?

Ya se sabe que el comienzo del año ha venido acompañado en China de una caída sumamente marcada de su economía. Las cifras reales no se conocerán hasta más adelante, si es que llegan a conocerse, pero no hay duda de que la elección de una intervención radical para frenar el riesgo de propagación se tomó en detrimento de la actividad económica en el primer trimestre, y buena parte de esta en el sector servicios no podrá recuperarse. En particular, muchas pequeñas empresas, privadas de ingresos durante largas semanas, sin duda afrontan ya problemas considerables de tesorería. Sin lugar a dudas, proporcionar una asistencia financiera sólida a estas miles de pymes será una de las prioridades del Gobierno chino.

No obstante, hay un buen trecho entre un plan de apoyo financiero específico y un programa de recuperación económica de gran envergadura. Debido a las fuertes limitaciones externas (moneda, balanza por cuenta corriente) e internas (endeudamiento, saldo presupuestario) impuestas al Gobierno chino, tememos en esta etapa que las medidas de estímulo sean relativamente decepcionantes, con una capacidad de dinamización del ciclo de económico mundial considerablemente menor que durante el estímulo orquestado en 2003 después de la epidemia del SARS. Más allá de unos pocos meses de fuerte repunte «técnico» de la actividad posterior a la crisis, aunque solo sea por la reposición de existencias y la realización de gastos diferidos, creemos que la próxima recuperación económica se producirá más en forma de «U» que de «V».

## LA PROLONGACIÓN DE LA EXCEPCIÓN ESTADOUNIDENSE

En el plano económico y financiero, la ventaja de la posición de Estados Unidos es doble: su economía hasta la fecha se ha mantenido relativamente poco abierta a China, y la aversión al riesgo que ha provocado la crisis sanitaria ha favorecido una afluencia de capitales hacia el que, todavía hoy, es el valor refugio por excelencia: los bonos del Tesoro estadounidense. Su rentabilidad a diez años (que evoluciona inversamente a su precio), que había comenzado a ajustarse a finales del año pasado, cayó hasta el mínimo histórico del 1,15 % el 29 de febrero. Sin duda, este colapso de los tipos de interés también refleja la interpretación del mercado de que esta crisis sanitaria causa primero una perturbación de la demanda, por lo tanto deflacionista, antes de amenazar a la actividad económica con una perturbación de la oferta. Sin embargo, esta caída en las rentabilidades se repercute parcialmente en el tipo de los préstamos hipotecarios, permitiendo así preservar unas condiciones financieras relativamente favorables para los consumidores del otro lado del Atlántico, a pesar de la caída de los mercados de renta variable y de crédito. En lo que respecta al mercado bursátil, esta situación privilegiada también debería justificar una prolongación de la rentabilidad superior de los grandes valores de crecimiento en Estados Unidos, que se explica desde hace diez años principalmente por la solidez de sus modelos económicos en un contexto de crecimiento débil y tipos de interés en niveles muy bajos.

## ¿CUÁLES SON LAS PERSPECTIVAS PARA LOS MERCADOS?

Los mercados financieros pueden, teóricamente, mantenerse indefinidamente al margen de las leyes de la gravedad: no existe un límite formal a la creación monetaria por parte de los bancos centrales, lo que infla la prima de riesgo de los mercados de valores. En la práctica, sin embargo, no se pueden ignorar los efectos de la ingravidez. La revalorización récord de los mercados de renta variable en 2019, a pesar de un «año en blanco» durante el cual el crecimiento medio de los resultados de las empresas cotizadas fue cercano a cero, condujo a un debilitamiento técnico que podía dar paso en cualquier momento a repuntes de inestabilidad. La crisis viral ha constituido un *casus belli* de una violencia inesperada.

Como vimos anteriormente, la Fed se muestra reacia a ahondar en la relajación de su política monetaria en el horizonte inmediato. Además, la amenaza de una perturbación duradera de la oferta, que se superpondría a la perturbación de la demanda, exigiría remedios no solo monetarios, sino también presupuestarios. Así, en un primer momento, es probable que la inestabilidad de los mercados se mantenga, máxime mientras la evolución de la epidemia fuera de China todavía se encuentre en su fase de aceleración, que es la que más ansiedad genera. En un segundo momento, debería observarse lógicamente un periodo de alivio cuando la situación sanitaria vuelva gradualmente a la normalidad. No obstante, rápidamente, el principal desafío será la implementación de políticas monetarias y presupuestarias contundentes, capaces de reparar el daño causado a la confianza, las cadenas de suministro y la inversión.

El aumento del recurso al arma presupuestaria aún está lejos de lograr un consenso en Europa y parece sujeto a limitaciones en China, pero no parece asustar a ninguno de los candidatos para las futuras elecciones presidenciales estadounidenses. Por lo tanto, es probable que sea en Estados Unidos donde debemos prever la toma de medidas más rápida, asociada a la reanudación del respaldo monetario. Tal supuesto, cuya materialización deberá ser objeto de seguimiento, podría realizarse a costa de un debilitamiento marcado del dólar estadounidense.

Forma parte de la naturaleza humana buscar refugio después de la tormenta, lamentando no haberlo hecho antes. No obstante, si la crisis sanitaria adquiere la forma esperada de una perturbación transitoria, nos parece que la estrategia adaptada a esta perspectiva consistiría más bien en la actualidad en mantener una tasa de exposición moderada a la renta variable ajustada activamente para, al menos, amortiguar el impacto de la inestabilidad de los mercados?, pero, sobre todo, en garantizar la calidad y solidez del crecimiento de los beneficios de los valores de la cartera en cualquiera de los escenarios posibles. A este respecto, cabe destacar que no solo Estados Unidos, sino también China, albergan numerosos valores de este tipo en los sectores de la salud, las biotecnologías, el consumo conectado y la tecnología en general, cuyas valoraciones se han reducido repentinamente hasta niveles particularmente razonables.

En cuanto a la deuda pública, la sensibilidad a los tipos de interés también deberá ser moderada, aunque sin renunciar a una gestión activa, habida cuenta de la debilidad de los rendimientos alcanzados. Por su parte, en el segmento de la deuda corporativa, podríamos asistir a ineficiencias que darían lugar a fructíferas oportunidades de arbitraje. Finalmente, ya puede justificarse adoptar una posición en activos correlacionados con el precio del oro, que podrá proteger las carteras en caso de depreciación del valor intrínseco del dólar.



Nuestra preferencia estratégica por los títulos de crecimiento no constituye, en modo alguno, un razonamiento manido, vacío y obvio

En cuanto a la deuda pública, la sensibilidad a los tipos de interés también deberá ser moderada, aunque sin renunciar a una gestión activa, habida cuenta de la debilidad de los rendimientos alcanzados. Por su parte, en el segmento de la deuda corporativa, podríamos asistir a ineficiencias que darían lugar a fructíferas oportunidades de arbitraje. Finalmente, ya puede justificarse adoptar una posición en activos correlacionados con el precio del oro, que podrá proteger las carteras en caso de depreciación del valor intrínseco del dólar.

## **ESTRATEGIA DE INVERSIÓN**

## RENTA VARIABLE

Los mercados de renta variable han sufrido graves turbulencias en las últimas semanas por el pánico, ya que las preocupaciones sobre una epidemia china se han tornado en temores acerca de una pandemia.

Los movimientos han sido particularmente violentos y repentinos; el índice VIX, que refleja las expectativas de fluctuaciones diarias en los mercados de renta variable con un horizonte de varias semanas, ha alcanzado niveles especialmente altos. La violencia de los movimientos de mercado se acentuó por las altas valoraciones de los índices de renta variable y por un posicionamiento de mercado relativamente agresivo.

En este entorno sumamente volátil, habida cuenta de unas perspectivas de crecimiento muy inciertas y de la incógnita que representa la demora hacia una posible recuperación de la actividad, creemos que es importante enfocar las inversiones en renta variable hacia compañías que ofrecen mayor visibilidad y evitar aquellas que están más endeudadas debido a las presiones que una interrupción, incluso puntual, de la actividad podría ejercer en la tesorería de algunas de ellas.

Además, la naturaleza de la respuesta a esta perturbación exógena, en nuestra opinión, conllevará unas políticas monetarias aún más acomodaticias antes que unas políticas presupuestarias más permisivas; si se materializara, esta nueva etapa también debería apuntalar la rentabilidad relativa de los valores conocidos como «de crecimiento visible».

Además, una sólida construcción de cartera compuesta por compañías robusta que ofrecen una buena visibilidad de su crecimiento a lo largo del ciclo nos parece la estrategia más adecuada para abordar el contexto de mercado inestable que debería prevalecer, complementada con una gestión activa de la exposición a la renta variable.

## RENTA FIJA

La caída de los tipos de interés, que refleja la amenaza que esta nueva cepa de coronavirus representa para el ciclo económico, también se ha acentuado, lo que amplifica aún más un fenómeno plurianual. No en vano, si los tipos largos han alcanzado mínimos históricos, los mercados también descuentan ampliamente la acción de los bancos centrales y prevén varios recortes de los tipos de interés en las próximas semanas. Esta situación nos ha llevado a adoptar una gestión táctica de nuestra exposición a la deuda pública core, que los inversores consideran valores refugio, mediante el aumento gradual de la sensibilidad a la deuda alemana y estadounidense durante el periodo; lo que continuaremos haciendo habida cuenta de que, como sucede a menudo, los mercados de tipos de interés se han anticipado considerablemente. En los mercados de deuda pública no core, hemos reducido gradualmente la exposición a la llamada deuda periférica ante el movimiento de caída de los tipos.

Los mercados de crédito, que hasta entonces se habían mantenido relativamente al margen, comenzaron a asistir al deterioro de los diferenciales de crédito; en este contexto, seguimos enfocando nuestras inversiones en emisores y emisiones específicos y, en general, mantenemos la prudencia frente al riesgo de mercado en general. Lo mismo se aplica en los mercados de deuda emergente, donde el aumento de la prima de riesgo desde el comienzo del año se vio globalmente compensado por la bajada de tipos, y los índices de deuda pública emergente y de deuda corporativa registraron rentabilidades positivas, que los hacen potencialmente vulnerables.

## DIVISAS

Desde principios de año, los flujos de inversores extranjeros hacia activos estadounidenses han apuntalado el dólar; el atractivo de los bonos del Tesoro estadounidense, por su condición de activo refugio y por la dinámica económica del país, mantiene la presión al alza sobre la moneda.

Creemos que esta dinámica podría evolucionar en los próximos meses. Por un lado, las rentabilidades de los bonos estadounidenses ya han caído significativamente, haciéndolos relativamente menos atractivos. Por otro, la Reserva Federal de Estados Unidos es el banco central con un arsenal más importante para llevar a cabo una política monetaria acomodaticia, lo que podría llevarla a hacer más que sus homólogos europeos y asiáticos y, por ende, debilitar el dólar.

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.