

# PERSPECTIVAS DE CARMIGNAC PARA 2024: DE LA RESISTENCIA AL AJUSTE DE CUENTAS

05/12/2023 | RAPHAËL GALLARDO, KEVIN THOZET

## VISIÓN GLOBAL

- La economía mundial debería seguir resistiendo el choque de los tipos reales en el primer semestre de 2024, pero los amortiguadores se agotarán en la segunda mitad del año, cuando se materialice finalmente la recesión.
- Los mercados financieros son más ajenos todavía al riesgo cíclico subyacente porque el reapalancamiento posterior a la pandemia se produjo con un patrón "barbell" entre el endeudamiento público y los opacos canales de la deuda privada.
- La inmigración y la resistencia de los precios de los activos (vivienda, renta variable) son los pilares fundamentales del aterrizaje suave hasta la fecha. Pero los políticos populistas aprovecharán estos dos temas para acelerar la aplicación de políticas inflacionistas una vez que se instale la recesión.
- En China, las rondas escalonadas de estímulo fiscal e inyecciones de liquidez deberían bastar para estabilizar el crecimiento en el primer semestre, pero este carácter gradual no puede vencer el riesgo de deflación de la deuda. Es necesaria una resolución integral del problema de exceso de deuda, algo que se resiste por razones políticas.
- Seleccionar los vencimientos adecuados en el mercado de deuda pública es tan importante como predecir la dirección del mercado, debido al tira y afloja entre los tipos de interés máximos de referencia y el retorno del mecanismo de determinación de precios.
- Los mercados de crédito mantendrán su primera posición en cuanto a rentabilidad ajustada al riesgo, pero los obstáculos macroeconómicos en el segundo semestre harán que la selección de bonos sea aún más crucial.
- Se anticipa una diversificación de los factores que impulsan la rentabilidad de la renta variable, lo que requiere mayor detalle en la asignación de coeficientes a la hora de construir carteras. El crecimiento de los beneficios es un fuerte motor de la rentabilidad de la renta variable, pero la volatilidad de esos beneficios también será importante.
- Los mercados emergentes son candidatos idóneos para plasmar la diversificación, con la ayuda de un dólar estadounidense más bajo y la estabilización de la economía china.

## ENFOQUE EN LA ECONOMÍA – RAPHAËL GALLARDO, ECONOMISTA JEFE



«Las economías desarrolladas han demostrado ser muy resistentes a la fuerte subida de los tipos reales que se ha producido desde 2022 (y que debería culminar con una normalización de los tipos en Japón en 2024). Sin embargo, no somos de la opinión de que el tipo neutral vaya a estar «elevado para siempre». Más bien pensamos que la transmisión del impacto de los tipos a las economías se ha visto frenada por factores transitorios que irán desapareciendo a lo largo de 2024. Así pues, en el primer semestre de 2024 debería proseguir un «aterrizaje lento», seguido de una recesión en el segundo semestre, encabezada por Estados Unidos.»

«En Estados Unidos y Europa, el proceso de recesión está impulsado principalmente por la compresión de los márgenes de beneficios y ya es visible en la mayor destrucción permanente de empleos, así como en los impagos de empresas y hogares. Sin embargo, la velocidad del proceso se ha visto obstaculizada por factores exógenos. En lo referente a las empresas, los márgenes se han visto protegidos por un exceso de liquidez y un repunte de la inmigración que proporciona un colchón de mano de obra. Y en cuanto a los hogares, las tasas de ahorro se mantienen artificialmente bajas por el exceso de efectivo y el efecto riqueza derivado de las valoraciones de activos distorsionadas por la expansión cuantitativa.»

«Los mercados financieros son más ajenos todavía al riesgo cíclico subyacente porque el reapalancamiento posterior a la pandemia se produjo con un patrón "barbell" entre el endeudamiento público y los canales opacos de la deuda privada. Esta bifurcación aumentó la resistencia en la fase inicial de la desaceleración, pero dificultará la flexibilidad de las políticas y el saneamiento de los balances una vez que llegue la recesión.»

«El aumento de la inmigración y la compresión de las primas de riesgo financiero han contribuido a lograr un aterrizaje suave hasta ahora, pero han amplificado la crisis de los elevados precios de la vivienda, han avivado la desigualdad de la distribución de la riqueza y las políticas identitarias, agravios todos que deberían alimentar las ideas populistas en el actual ciclo electoral (por ejemplo, Trump o Wilders). Esto acelerará la aplicación de políticas inflacionistas en respuesta a la recesión que se avecina (generosidad fiscal, proteccionismo, cierre de fronteras).»

«En China, la crisis inmobiliaria no resuelta mantendrá la confianza del sector privado extranjero y nacional en niveles bajos. El último paquete de medidas de estímulo y la distensión geopolítica con Estados Unidos deberían bastar para estabilizar el crecimiento en torno al 4% en el primer semestre de 2024. Una reacceleración en el segundo semestre de 2024 requiere que los dirigentes renuncien a su enfoque gradualista en favor de una estrategia que combine una reestructuración de todas las deudas relacionadas con la vivienda (incluidas las de las administraciones locales y sus vehículos de financiación<sup>1</sup>), la nacionalización de las pérdidas, la recapitalización bancaria y el estímulo del consumo. Ese «salto cuántico» político sigue siendo difícil de alcanzar por razones políticas.»

## ESTRATEGIA DE INVERSIÓN: KEVIN THOZET, MIEMBRO DEL COMITÉ DE INVERSIÓN



«El aterrizaje lento de la economía durante la primera mitad de 2024 y las crecientes preocupaciones sobre una recesión a medida que vaya avanzando el año exigen que los gestores activos sean capaces de reasignar rápidamente sus carteras; aunque para otros significa estructurar carteras asimétricas.»

«La expectativa de unos tipos de interés de referencia del 4% en el futuro próximo se contradice con una ralentización de la economía y una desinflación cíclica. En lo que respecta a la **deuda pública**, para sortear esta dicotomía, se puede desarrollar una posición de larga duración y, al mismo tiempo, evitar depender del calendario de futuros recortes de tipos y exponerse en exceso a la incertidumbre de la prima por plazo.»

«De hecho, los mercados son bastante optimistas al esperar que los recortes de tipos se materialicen ya la próxima primavera, poniendo en peligro los vencimientos a corto plazo. Además, la trayectoria de las rentabilidades a largo plazo depende de la deuda para financiar el déficit, pero ésta no puede ser absorbida de manera indefinida por los mercados monetarios en un mundo en el que parece haber poco apetito fuera de Estados Unidos por comprar esos bonos a largo plazo. En consecuencia, los vencimientos a cinco años parecen especialmente atractivos. Y en la zona euro, se espera que los tipos core bajen, dado el anémico entorno de crecimiento.»

«La desaceleración a cámara lenta, que culminará en una recesión en el segundo semestre, implica que **los mercados de deuda corporativa** mantendrán la delantera en lo referente a rentabilidad ajustada al riesgo en los próximos trimestres. La deuda no sólo ofrece un carry muy atractivo, sino que a su vez permite digerir las caídas inesperadas. En este entorno económico, los sectores favorecidos (financiero, energía y crédito estructurado) en los que los emisores están acostumbrados a un coste de capital elevado dado el fin de la época del «dinero gratis». A medida que vaya avanzando el año, los inversores tendrán que estar dispuestos a aceptar cierta volatilidad o ser capaces de proteger su cartera de la creciente aversión al riesgo.»

«En la **renta variable**, tras la carrera desenfadada de los llamados «7 magníficos»<sup>2</sup>, se dan las condiciones para que se amplíen los motores de rentabilidad. La concentración de las rentabilidades exige cierta cautela, por lo que tiene sentido aplicar un enfoque de «barbell» para diversificar a partir de los valores más favorecidos. Esto implica, por un lado, una asignación a sectores defensivos como el de salud o el de productos básicos y, por otro, cierto potencial de mayor rentabilidad a través de los mercados emergentes.»

«De hecho, los **mercados emergentes** son candidatos idóneos para expresar el deseo de diversificación, con la ayuda de un dólar estadounidense más bajo y la esperada estabilización de la economía china durante los próximos trimestres. Pueden surgir oportunidades en mercados que anteriormente sufrieron pérdidas masivas, como Asia o América Latina, y en los que las balanzas comerciales estén bien orientadas.»

<sup>1</sup>Local Government Financing Vehicle.

<sup>2</sup>Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta, Microsoft y Tesla.

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.