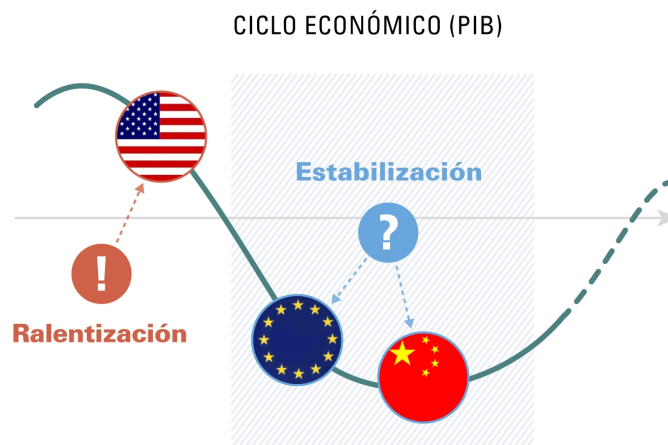


PRIMERAS VACILACIONES EN EL EQUILIBRIO

Septiembre de 2019

02/09/2019 | DIDIER SAINT-GEORGES

El verano resultó muy ilustrativo en lo que respecta a la evolución de la fórmula que dictamina desde hace dieciocho meses el rumbo de los mercados. Tal y como ya hemos explicado (véase la Carmignac's Note de abril, "[Equilibrio de fuerzas](#)"), el catalizador de los mercados bursátiles en el primer semestre fue el regreso a una situación de cierto equilibrio o «igualdad» entre, por un lado, una lenta ralentización de la economía mundial y, por otro, unos bancos centrales que vuelven a asumir una postura de apoyo. Este regreso al equilibrio justificó que los mercados de renta variable repuntaran tras el pánico que experimentaron a finales de 2018 ¿cuando la Fed y el BCE parecían aún ignorar la ralentización económica? y que, a partir de primavera, entraran en una fase de consolidación, a la espera de determinar de qué lado terminaría por decantarse este equilibrio. Tras múltiples reuniones de los bancos centrales y vaivenes en las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos, los mercados de renta variable se situaron a finales de agosto de 2019 en unos niveles similares a los del pasado mayo.



Fuente: Bloomberg, a 30/8/2019

A diferencia de 2016, China no volverá a impulsar el ciclo económico mundial. Por tanto, este papel recaerá sobre la Fed

No obstante, la continuidad de esta fórmula que hace posible el equilibrio se ha visto debilitada este verano, dado que ha aumentado el riesgo de que las políticas de reactivación económica previsible a día de hoy resulten insuficientes para contrarrestar una ralentización mundial que da muestras de acentuarse. En efecto, los indicadores adelantados de la economía estadounidense sugieren que la ralentización mundial ha comenzado a contaminar la dinámica al otro lado del Atlántico, en parte debido a las interminables tensiones comerciales con China que socavan la confianza de las empresas estadounidenses. Por primera vez desde la gran crisis financiera, el indicador adelantado manufacturero de EE. UU., el Markit PMI, se situó por debajo del umbral de 50 en agosto. Y lo que puede resultar aún más preocupante: el mismo indicador para la actividad del sector servicios fue inferior a 51, por lo que volvió a marcar mínimos de 2016. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido en 2016 (y aún más en 2009 y 2012), resulta evidente que China no se dispone a volver a desempeñar el papel de locomotora de la reactivación económica a escala mundial. Por consiguiente, la responsabilidad de evitar una ralentización global más marcada recae ahora sobre la política monetaria emprendida por la Reserva Federal estadounidense. El problema estriba en que durante el conocido simposio celebrado los días 23 y 24 del pasado agosto en Jackson Hole, el presidente de la Fed, Jay Powell, no dio en absoluto la impresión de que se vayan a aplicar medidas contundentes de relajación monetaria de forma inminente ni de que estas vayan a dejar en evidencia los indicadores adelantados. El riesgo de que la política monetaria estadounidense acumule aún más retraso respecto de lo que requeriría en adelante la tendencia macroeconómica general justifica el posicionamiento prudente que han adoptado los mercados.

LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE, AFECTADA POR LA RALENTIZACIÓN MUNDIAL

A día de hoy, la resistencia de la economía estadounidense queda fuera de toda duda. Resulta innegable que dicha resistencia responde a las calidades intrínsecas del ecosistema estadounidense que han quedado confirmadas en múltiples ocasiones y entre las que cabe destacar la solidez de su consumo interno y el poder de sus agentes globales, así como a los últimos efectos de la reforma fiscal aprobada en 2017. También se explica por los «estabilizadores» naturales clásicos: citemos, en primer lugar, la aceleración de la caída de los tipos de interés en 2019. En concreto, los tipos a 30 años pasaron en tan solo ocho meses del 3 % al 2 %. Lógicamente, este desplome apoyó al mercado inmobiliario y permitió a los hogares estadounidenses refinanciar sus créditos hipotecarios, liberando así una suma de capital que quedaba disponible para el consumo. Al mismo tiempo, el precio de las materias primas también cayó considerablemente, lo que dio lugar a un mayor poder adquisitivo. Por último, la fortaleza del dólar, por su parte, redujo el coste de los productos importados. Con todo, no hay que olvidar que estos estabilizadores son, por definición, manifestaciones de ralentización, y que estas promueven efectos nocivos a medio plazo. Así, la caída de los tipos largos merma la capacidad de generación de beneficios del sector bancario, mientras que la solidez del dólar lastra las exportaciones, refuerza las presiones deflacionistas y penaliza a las economías emergentes. En contrapartida a la tenacidad del consumidor estadounidense, otros destacados indicadores adelantados económicos estadounidenses ya se han deteriorado, en especial el de inversión empresarial. El ritmo de crecimiento de la inversión no residencial, así como el de pedidos de bienes duraderos, se acerca ahora a cero en base interanual, con unos indicadores adelantados (encuestas de intención) que muestran una marcada caída. En la actualidad, cabría temer que el nivel de incertidumbre provocado por el *modus operandi* de Donald Trump en sus negociaciones con China haya debilitado de forma duradera la confianza que los líderes empresariales estadounidenses deben depositar en sus cadenas de suministro y en sus volúmenes de exportaciones para aumentar su inversión. Por otro lado, incluso si la rápida formalización de un acuerdo entre China y EE. UU. parece interesar a día de hoy a ambas partes, resulta difícil contemplar esta posibilidad como una hipótesis central fiable, dado que la primacía de las agendas políticas y geoestratégicas de ambas potencias hace que la perspectiva de un acuerdo global a corto plazo resulte muy incierta.

ALEMANIA, EN APUROS

El contagio de la ralentización generalizada ¿y, sobre todo, de China? a Alemania es evidentemente mucho más directo y más antiguo que el contagio a EE. UU. y, por ende, resulta mucho más marcado en la actualidad. La ralentización manufacturera pasa ahora a afectar al sector servicios, y el deterioro durante el verano del índice IFO alemán relativo a las condiciones económicas sugiere un empeoramiento de esta tendencia en los próximos meses. La gran coalición que gobierna es plenamente consciente de ello y habla ya de un plan de estímulo presupuestario en caso de que el país teutón se adentre en una marcada recesión. Desafortunadamente, tanto la envergadura del plan contemplado (1,5% del PIB) como su calendario, sometido al destino de una coalición frágil con la mirada puesta en el congreso del SPD del próximo diciembre, hacen que su implementación y su eficacia resulten dudosas a corto plazo. La buena noticia para Europa, de la aplicación de una política presupuestaria que apoye el ciclo económico por parte de Alemania, corre el riesgo de llegar demasiado tarde.

CHINA YA NO ES EL SALVAVIDAS DE OCCIDENTE

Cierto es que era una de las esperanzas que cabía alimentar a principios del verano: acorraladas ante los envites de Donald Trump, las autoridades chinas se verían obligadas a tomar nuevas medidas para apoyar la actividad interna, lo que beneficiaría al crecimiento mundial. Por desgracia, por ahora, no se ha tomado medida alguna: de hecho, el crecimiento del crédito ha continuado su caída. A nuestro juicio, este comportamiento evidencia no solo que el gigante asiático dispone de unos márgenes de maniobra más reducidos en comparación con las ralentizaciones anteriores, sino también que, en las negociaciones entre China y EE. UU., cada uno de los dos protagonistas percibe suficientes intereses estratégicos y políticos para aceptar asumir el riesgo de sufrir un coste económico elevado a corto plazo. Hasta la fecha, las tensiones en Hong Kong no han provocado salidas de capitales alarmantes, y tan solo se ha recurrido al arma de la moneda de forma limitada. Parece que China sigue pudiendo permanecer en un estado de «resistencia frente al dolor» durante algún tiempo todavía.

LA FED SIGUE MOSTRÁNDOSE VACILANTE

En ausencia de un contundente plan de reactivación por parte de China, como sucedió durante las marcadas ralentizaciones anteriores, únicamente la Fed dispone de munición suficiente como para ¿tal vez? poder frenar la acentuación de la ralentización económica mundial. Sin embargo, he aquí la segunda decepción de las últimas semanas: la hipótesis sobre la que trabaja la Fed sigue siendo a todas luces la de una pausa característica de mitad del ciclo económico, como en 1995, que no justifica aún el anuncio de un ciclo completo de relajación monetaria. Queda claro que la Reserva Federal no se muestra proclive a ceder a las llamadas al orden del presidente estadounidense.

CONSECUENCIAS PARA LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Los mercados ya han reflejado con claridad el deterioro de las perspectivas económicas

Por tanto, en el horizonte parece perfilarse una continuación de la ralentización económica mundial que, si termina generando contundentes medidas de apoyo, lo hará de manera tardía. Sin embargo, el comportamiento de los mercados estos últimos meses refleja una eficiencia considerable: el deterioro de las perspectivas económicas mundiales ha quedado reflejado en gran medida en una continuación de la caída de los tipos largos, mientras que los inversores en renta variable han priorizado claramente los valores defensivos y han reforzado su asignación a los activos líquidos. Por consiguiente, a corto plazo, a poco que el flujo de noticias de Pekín y Washington lo permita, los vectores de recuperación técnicos podrían incluso beneficiar a los mercados bursátiles, a expensas de unos mercados de renta fija cuyas valoraciones resultan excesivas. Con todo, el nivel de endeudamiento mundial imperante, tanto en los sectores privados como en los públicos, acentúa el desafío de una ralentización económica importante. Por consiguiente, el mantenimiento de un posicionamiento estratégicamente prudente queda justificado. En la esfera de la renta fija, este se traducirá, entre otros, en una exposición limitada al riesgo de las variaciones de los tipos de interés. En los mercados de renta variable, resulta legítimo conservar una cartera que permanezca centrada en los sectores de crecimiento y de consumo básico. La rentabilidad superior que estos últimos ya han generado requiere una gran selectividad. Sin embargo, siempre y cuando se avance de manera disciplinada, el universo de la renta variable sigue albergando valores que presentan una visibilidad sobre el crecimiento de sus beneficios que les permitirá seguir evolucionando favorablemente.

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

RENTA VARIABLE

Los mercados bursátiles experimentaron una corrección durante el verano, dado que los inversores priorizaron los tipos largos en un contexto de aumento de la aversión al riesgo. Por tanto, la prudencia predominó y los sectores más defensivos, como los de consumo básico y suministros públicos, registraron rentabilidades superiores en detrimento de los de materias primas y títulos financieros. El ruido relacionado con las negociaciones comerciales, las preocupaciones en el plano del crecimiento mundial y la aplicación limitada de medidas por parte de la Fed pusieron punto final al optimismo que reinaba desde principios de año. No obstante, estos factores de preocupación parecen en parte descontados por los mercados de renta variable, como demuestra el posicionamiento reducido de los inversores y la rentabilidad inferior de los sectores cíclicos desde hace algunos meses.

La configuración técnica de los mercados podría dejar entrever una oportunidad de repunte de los mercados bursátiles a expensas de los de renta fija. Por tanto, mantenemos una tasa de exposición moderada a la renta variable y otorgamos especial atención a la estructuración de la cartera. Así, de cara a gestionar la beta de la cartera, evitamos los valores de mayor riesgo, limitamos el tamaño de nuestras convicciones y redujimos nuestra exposición a los títulos que ya muestran unas valoraciones elevadas, como Worldpay. A modo de ejemplo, en el sector tecnológico, nuestras inversiones se concentran en valores que muestran una valoración muy atractiva o bien un perfil defensivo, como es el caso de Alphabet (Google). En efecto, el negocio del motor de búsqueda se revela resistente, principalmente gracias al estatus de monopolio que ostenta la empresa en este segmento. Además, la monetización de YouTube, Maps y Android sigue siendo muy limitada, mientras que consideramos que YouTube podría superar a Facebook en número de usuarios y, por ende, convertirse en la plataforma de Internet más prometedora.

RENTA FIJA

La ralentización económica mundial continúa y afecta ya a Estados Unidos. En paralelo, el ruido en torno a la guerra comercial y al brexit sigue avivando los temores de los inversores. En este contexto, los tipos largos de la deuda pública cayeron con fuerza, especialmente en EE. UU. y en Alemania. Este movimiento se ve acentuado por el cuestionamiento de la capacidad de los bancos centrales para actuar de cara a contrarrestar la atonía de la inflación y del crecimiento. Sin embargo, el actual repunte de los bonos nos incita a la prudencia, sobre todo en Europa.

Así, priorizamos las estrategias de compresión de los diferenciales en las firmas europeas de máxima calificación. Del mismo modo, mantenemos nuestro posicionamiento en algunos países periféricos que siguen resultando atractivos, como Grecia. Nuestra prudencia respecto al crecimiento estadounidense y a la previsión de un cambio de tono de la Fed, incluso tardío, nos llevan a posicionarnos en el tramo a cinco años de la curva estadounidense. En el componente de deuda corporativa, mantenemos determinadas oportunidades idiosincrásicas, como Pemex. En cuanto a la deuda emergente, las futuras decisiones de la Fed en relación con probables bajadas de tipos de aquí a finales de año resultarán primordiales para esta clase de activos, dado que deberían permitir a numerosos bancos centrales de estos países reducir sus tipos reales, que parecen excesivos en vista del ciclo económico.

DIVISAS

A pesar del empeoramiento de los desequilibrios de la economía estadounidense y de los pronósticos de una reducción de los tipos de referencia por parte de la Fed, el billete verde mantuvo su solidez este verano. Esta resistencia se debe en gran medida al retraso que ha acumulado la Fed a la hora de flexibilizar su política monetaria. Por otro lado, es probable que, al igual que el yen, la divisa estadounidense se haya beneficiado este verano del estatus ?aún vigente? de valor refugio en una fase de aumento de la aversión al riesgo. Dada la creciente presión ejercida sobre la Reserva Federal estadounidense para que indique el principio de un ciclo completo de bajada de tipos, y de cara a tener también en cuenta la elevada cotización del dólar, preferimos, en los niveles actuales, reforzar nuestra posición en el yen para equilibrar los riesgos de cartera.

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.