

Equilibrio inestable

Una vez establecida la relación entre los mercados de renta variable y los tipos de interés (véase nuestra [Note de marzo](#) «Comprender el reto que plantea la subida de los tipos de interés para los mercados bursátiles»), ahora debemos anticipar su evolución. La observación de los nuevos datos que marzo ha traído consigo confirma, por el momento, el riesgo de una hipótesis de nueva subida de los tipos de renta fija y, por tanto, de un nuevo periodo de correspondiente volatilidad en las plazas bursátiles. No obstante, este riesgo se ve matizado por el camino ya recorrido y por varias fuerzas de contención que se oponen a una mayor expansión económica desenfrenada más allá del corto plazo. Por tanto, de momento, sigue existiendo la posibilidad de un periodo de inestabilidad en los mercados que consideramos prioritario gestionar para poder conservar el notable potencial de nuestras inversiones a largo plazo en cartera. Los datos de los próximos meses, tanto económicos como políticos, podrían ser decisivos para la materialización de una nueva tendencia en los mercados.

Los retrasos acumulados por Europa en su dinámica de vacunación están costando muy caros actualmente.

La hipótesis de una economía estadounidense sobrecalentada continúa siendo relevante

Estados Unidos no se ha librado de un repunte de los contagios en las últimas semanas, debido a la propagación de variantes del coronavirus mucho más virulentas. No obstante, gracias a los avances realizados en su programa de vacunación, que continúa a un ritmo del 0,8 % de la población al día, este deterioro de la situación sanitaria es mucho más limitado que en Europa y en el universo emergente (excl. China).

Además, el número de hospitalizaciones no aumenta. Como resultado, la economía estadounidense ya se encuentra inmersa en la reapertura, puesto que se han comenzado a distribuir los cheques de ayudas a los hogares previstos en el paquete de rescate el Gobierno Biden. Estimamos que la tasa de recuperación se situará en torno al 50 % en los sectores anteriormente congelados, como restauración, hoteles, transporte aéreo y ocio. Los datos de alta frecuencia también apuntan a un continuo fortalecimiento del mercado laboral en la mayoría de los estados del país. Por tanto, la dinámica debería seguir su curso y ahora es factible que el crecimiento del PIB estadounidense supere el 7 % en 2021. Desde esta perspectiva, los retrasos de Europa en la puesta en marcha de la dinámica de vacunación están saliendo muy caros, debido a la imposición de nuevas restricciones de la actividad económica, inevitables durante varios meses más. Será difícil que el crecimiento europeo supere el 4 % este año, a pesar de un efecto de base especialmente favorable. Sin duda alguna, esta diferencia de dinamismo económico explica en gran medida que el dólar se haya apreciado desde principios de año, a pesar del empeoramiento de los déficits estadounidenses. En Estados Unidos, esta conjunción de una demanda de consumo contenida desde hace mucho y que por fin puede satisfacerse y un programa de apoyo presupuestario aparentemente ilimitado alimenta la hipótesis de un posible sobrecalentamiento; es decir, un crecimiento acompañado de tensiones inflacionistas.

Los bancos centrales se enfrentan a un dilema

Como explicamos en nuestra Note de marzo, la Fed se enfrenta a una suerte de decisión binaria: tener que decidir entre el riesgo de sobrecalentamiento y el de un retroceso de los mercados, o por decirlo más enfáticamente, entre el principio de respetar las prioridades de un Gobierno elegido democráticamente y el deber de garantizar la estabilidad del sistema financiero. No nos equivoquemos, el Gobierno Biden está extremadamente decidido a aprobar su plan de reactivación (American Jobs Plan) por valor de 2 billones de dólares, al que se sumará en breve un billón de dólares más en gasto social.

Las cantidades en juego vuelven a no tener precedentes, y el imperativo político de mantener el crecimiento económico al menos hasta las elecciones de mitad de mandato a finales de 2022 hace presagiar que el próximo año se mantendrá este voluntarismo presupuestario.

Al retrasar el endurecimiento de su política monetaria en esta situación, la Fed alimenta el temor a un sobrecalentamiento inflacionista a medio plazo y contribuye así a la subida de los tipos largos. Los inversores temen, y con razón, que la inflación transitoria provocada este año por los efectos de base, la recuperación de la demanda y los cuellos de botella en las cadenas de suministro se prolongue por el aumento de los ingresos de los consumidores y la caída del desempleo, que son explícitamente los objetivos del paquete de estímulos. La hipótesis de una subida prolongada de los tipos de interés a largo plazo constituye un riesgo no solo para la valoración de los activos financieros, sino también para varios sectores de actividad, empezando por el inmobiliario. Por tanto, existe una notable presión para que la Fed adelante su calendario de ajuste monetario (reducción de las compras mensuales de activos y subida de los tipos de interés de referencia). Pero dicho ajuste con total seguridad haría subir los tipos de interés del mercado a más corto plazo, generando al mismo tiempo un riesgo similar para los parqués e incluso para la propia actividad económica. Esta situación corneliana justifica para nosotros una gestión marcadamente activa del riesgo de subida de los tipos de interés en nuestras carteras de renta fija.

Ciclos económicos y rotación sectorial



Desde este punto de vista, el retraso de Europa en el ciclo económico —debido no solo a la maltrecha política de vacunación, sino también a los modestos planes de estímulo en comparación con los de EE. UU.— al menos ha presentado la ventaja hasta ahora de generar menos presión sobre los tipos de interés. Paradójicamente, esta posición rezagada también explica la reciente rentabilidad superior de las plazas bursátiles europeas y de los sectores cíclicos en particular. No obstante, los mercados y la economía son fenómenos globales, y la probabilidad de que Europa recorte distancias a pesar de los obstáculos estructurales no puede subestimarse actualmente, sobre todo ante la tan esperada aceleración del ritmo de vacunación. Por tanto, últimamente nos mostramos más cautelosos en lo referente a los mercados de renta fija europeos.

Al igual que a finales de la década de 1960, Estados Unidos está llevando a cabo un cambio radical en su política económica

Mercados en equilibrio inestable

Por ahora, el entusiasmo generado por el repunte económico está superando, en la psicología de los inversores, a los riesgos de sobrecalentamiento, de aumento sostenido de la inflación y de subida excesiva de los tipos de interés, que pueden parecer algo fantasiosos —y con razón—, sobre todo desde el prisma europeo. Además, ya hemos recorrido un largo camino: los valores cíclicos han destacado con un amplio margen en los últimos tiempos, y este primer trimestre ha sido el peor para la deuda pública estadounidense a treinta años desde 1919. Por otro lado, las fuerzas deflacionistas estructurales que constituyen las tendencias demográficas, el sobreendeudamiento y las disrupciones tecnológicas continúan siendo poderosas. Sin duda, estas últimas incluso se han visto reforzadas por la crisis de la COVID-19. El mes pasado, explicábamos que estos factores de moderación justifican el mantenimiento, junto con un posicionamiento táctico en determinados sectores favorecidos por la recuperación económica, de una destacada asignación a valores tecnológicos de alta calidad, cuyo crecimiento de sus beneficios a medio plazo ofrece una excelente visibilidad, con unas valoraciones que han vuelto a ser muy razonables. Pero, como gestores de riesgos, nos parece importante no descartar la posibilidad de que el soplo de vida que se le ha dado a la economía estadounidense modifique el paradigma de los últimos diez años, ya que, al igual que a finales de los años sesenta, Estados Unidos está llevando a cabo un cambio verdaderamente radical en su política económica. Además, como en aquellos días, cuando el «excepcionalismo estadounidense» ya no baste para ocultar los ingentes déficits acumulados, el dólar podría acabar soportando las consecuencias en beneficio del universo emergente. Por tanto, nuestra gestión en los próximos meses seguirá caracterizándose por una estructuración de carteras centrada en convicciones a largo plazo —algunas de las cuales, como la transición energética, incluso se ven reforzadas por la orientación presupuestaria estadounidense— y un seguimiento muy de cerca de la acumulación de desequilibrios del mercado.

CARMIGNAC