

## Plus ça change?



**Oussama Himani**  
Director de Inversiones  
o@parkviewgroup.com

**Londres**  
10 de enero de 2020

El año pasado fue tan gratificante para los inversores como lo fue desconcertante para los analistas. Si bien el crecimiento económico se debilitó a su ritmo más lento desde la crisis financiera mundial, tanto los mercados de renta variable como los de renta fija tuvieron un buen desempeño. Las valoraciones del mercado enviaron señales contradictorias con respecto a las perspectivas. Un observador que no haya seguido de cerca los mercados podría preguntarse si los mercados de acciones y bonos están dominados por conjuntos separados de inversores que rara vez se mezclan.

Para formar nuestras expectativas y estrategia de inversión en los próximos meses, es instructivo revisar los acontecimientos durante el año pasado. Las acciones apuntaban a una perspectiva económica sostenida y positiva. Los mercados de bonos señalaron una recesión durante la mayor parte del año. Esta señal fue validada en los mercados de crédito donde los créditos de mayor calidad superaron a los bonos de alto rendimiento que generalmente funcionan bien durante los repuntes del mercado de valores.

La mayoría de los indicadores económicos apuntaban a una desaceleración de la actividad durante gran parte del año. La guerra comercial entre Estados Unidos y China se agrandó. Los aranceles más altos tuvieron un costo directo y significativo a través de un menor empleo en manufactura y precios más altos al productor. La incertidumbre con respecto a cómo se resolverá la guerra comercial ha cobrado una cuota importante en la toma de decisiones por parte de las empresas. El gasto de inversión disminuyó en el sector manufacturero a nivel mundial. La producción industrial también se desaceleró, lo cual se extendió sobre los servicios.

Si bien los principales protagonistas de la guerra comercial son Estados Unidos y China, Europa fue particular y fuertemente afectada por la incertidumbre. En parte, esto se debe a que Europa depende más del crecimiento del comercio mundial que los Estados Unidos. Además, Europa se ha enfrentado con sus propias incertidumbres, igualmente disruptivas, debido al Brexit.

En los mercados emergentes, el crecimiento económico también decepcionó. La evolución del comercio mundial tuvo un impacto negativo en las economías orientadas a la exportación. Pero los factores específicos de cada país también jugaron un papel importante. En Brasil, las alardeadas reformas han tenido un mayor impacto en el desempeño del mercado que en la economía real. En India, la reelección de Modi parece haber llevado a una complacencia política. En el lapso de 2 años, India pasó de ser un éxito reconocido, a una economía donde el crecimiento se mantiene solo con el gasto del gobierno.

En este contexto, ¿por qué la economía mundial no ha caído en recesión? ¿Y por qué la evolución del mercado ha sido en general positiva? Hay dos factores: empleo y política monetaria.

La fabricación ya no requiere mucha mano de obra. En consecuencia, la desaceleración del año pasado ha tenido poco impacto agregado en el empleo. El crecimiento del empleo se mantuvo robusto en los Estados Unidos. En Alemania, la tasa de desempleo alcanzó un mínimo histórico posterior a la reunificación, a pesar de una recesión en el sector manufacturero. La elasticidad del empleo, junto con el gasto en bienes no duraderos, mantuvo a flote la confianza del consumidor. Este fenómeno fue cierto en las economías avanzadas, así como en los mercados emergentes, donde la disminución de las tasas de desempleo fue menos dramática.

Nada de esto se habría materializado si la política monetaria no hubiera jugado un papel. Inusualmente, la Fed cambió de rumbo a mitad del ciclo, mientras que la política monetaria todavía estaba dentro de un rango neutral. El BCE también aflojó su posición monetaria, mientras que los bancos centrales de India, Rusia, Brasil y otros mercados emergentes hicieron recortes sustanciales. Las condiciones monetarias se relajaron en todas las grandes economías.

¿Dónde deja esto nuestra perspectiva para los próximos meses? ¿La economía global ya dobló la esquina de la recesión? ¿Se ha convertido la economía de los Estados Unidos en una "virtualmente a prueba de recesión" como alardean los economistas de algunas venerables instituciones dedicadas a la venta de acciones? Nuestra respuesta corta es "no". Este es el por qué:

Durante el año pasado, hemos destacado que las perspectivas económicas tienen muchas probabilidades de una baja y pocos riesgos alcistas. Ninguno de estos riesgos ha cambiado materialmente. Puede haber un respiro en la guerra comercial entre Estados Unidos y China, pero es probable que los problemas comerciales sigan siendo una fuente crítica de incertidumbre durante algún tiempo. Las relaciones comerciales entre Estados Unidos y Europa parecen vulnerables tras la disputa entre Francia y los Estados Unidos sobre el impuesto digital. Los efectos positivos de los recortes de impuestos sobre la actividad económica de los Estados Unidos se están desvaneciendo. Es importante destacar que el déficit fiscal de los Estados Unidos es alto, lo que limita las opciones de política fiscal en caso de una mayor desaceleración. El sentimiento del consumidor puede ser elástico, pero hay un aumento continuo en las tasas de morosidad de los préstamos personales. Los riesgos geopolíticos que afectan los precios del petróleo han estado aumentando constantemente el año pasado, disparándose aún más recientemente.

¿De dónde podrían venir las sorpresas positivas fuera de los Estados Unidos? Es probable que el crecimiento de Europa se mantenga por debajo del potencial, ya que las empresas en el Reino Unido y en otros lugares esperan una mayor claridad sobre las relaciones comerciales posteriores al Brexit. La esperanza de los inversores de un cierto activismo fiscal en Alemania se desvaneció. Las tendencias comerciales, demográficas y de inversión sugieren que la economía de China continuará desacelerándose en el mediano plazo. Hay poca evidencia de que el crecimiento en otros mercados emergentes pueda ser una fuente de sorpresas positivas.

Esto implica que, si bien se ha evitado una recesión, es probable que el crecimiento en un futuro previsible se mantenga apenas en su potencial o por debajo. En los EE. UU. esto significa una tasa de crecimiento justo del 2%. En Europa, es probable que el crecimiento en Alemania se mantenga por debajo del 1%.

En esta etapa madura del ciclo económico, el entorno para las ganancias corporativas seguirá siendo un desafío. Los costos estructuralmente más altos de los cambios en los flujos comerciales globales ya han afectado los márgenes. Los mercados laborales ajustados continuarán. Sin catalizadores para impulsar el crecimiento económico por encima de los niveles actuales, será difícil mantener un nivel positivo de crecimiento de las ganancias.

Nada de esto significa que las perspectivas de la renta variable sean necesariamente negativas. El cambio en la política monetaria por parte de la Fed, y muchos otros bancos centrales de todo el mundo, ha cambiado las valoraciones relativas a favor de los activos de riesgo. Aunque es probable que la Fed detenga recortes adicionales en las tasas de interés, se ha preparado el escenario para una fase más rápida de crecimiento en la oferta monetaria. Las continuas recompras de acciones pueden mantener a flote el mercado durante algún tiempo.

Los mercados pueden permanecer desvinculados de lo fundamental por algún tiempo. O como Keynes lo expresó memorablemente, los mercados pueden permanecer irracionales más tiempo del que usted puede permanecer solvente. Reconocemos que ser cautelosos el año pasado nos ha llevado a perder parte del rendimiento. Sin embargo, a largo plazo, creemos que es mejor vigilar los fundamentos y la asignación estratégica de activos.

La elaboración de este documento así como las opiniones expresadas en él son de Parkview S.A. a partir de la fecha de su escritura y están sujetas a cambios. Se ha preparado únicamente con fines informativos y para uso del destinatario. No constituye una oferta o invitación de o en nombre de Parkview S.A. a ninguna persona a comprar o vender ningún activo. Ninguna disposición contenida en este material constituye asesoría de inversión, asesoría legal, contable o fiscal, o una declaración de que cualquier inversión o estrategia es adecuada o apropiada a sus circunstancias individuales ni constituye una recomendación personal. El precio y el valor de las inversiones mencionadas y cualesquiera ingresos que puedan acumularse pueden fluctuar, y pueden aumentar o caer. Cualquier referencia al desempeño pasado no es una guía para el futuro. La información y los análisis contenidos en esta publicación han sido compilados y obtenidos a partir de fuentes que se consideran fiables, pero Parkview S.A. no representa su exactitud o integridad y no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida derivada de su uso.