

Los riesgos geopolíticos vuelven a escena

08 de agosto, 2019

¿Qué ha ocurrido?

El índice **S&P 500** cerró el pasado lunes una de sus peores rachas bajistas de los últimos meses, encadenando 6 sesiones consecutivas en rojo que tuvieron su punto más álgido con una cesión del 2.98% en la primera sesión de esta semana. Dicho movimiento supone una caída acumulada del 6% en las últimas jornadas desde el máximo histórico alcanzado el pasado 26 de julio en la cota de los 3.025 enteros. Por su parte, el **Dow Jones de Industriales** iniciaba la semana con un descenso del 2.90% y un retroceso desde máximos recientes (15 julio) del 6.6%. En el caso del índice tecnológico **Nasdaq-100** la caída fue más acusada el pasado lunes (-3.6%), cerrando un 7.5% por debajo de la cota máxima alcanzada a finales de julio. Todo ello, estuvo aderezado por un fuerte repunte de la aversión al riesgo, que tomando el **índice de volatilidad americano (VIX)**, que despuntó durante las 6 jornadas de mercado desde los 12.16 puntos hasta 24.59 puntos, es decir, un crecimiento acumulado del 102%.

En el otro lado del Atlántico, los **principales índices europeos** se unieron a la senda bajista de Estados Unidos. Tomando como referencia el periodo comprendido entre el 26 de julio y el 5 de agosto, el DAX Alemán cayó un 6.1%, el FTSE 100 un 4.3% (-6.8% en Euros) y el Ibex 35 un 4.8%.

El origen del desempeño reciente

El epicentro del movimiento de las últimas jornadas se encuentra en la **depreciación acumulada por el renminbi chino (yuan) contra el dólar estadounidense**, en una repetición de lo ocurrido en agosto de 2015. En esta ocasión, la caída del yuan podría ser más ordenada que hace cuatro años como respuesta por parte del gobierno chino al tensionamiento de las relaciones comerciales por parte de EEUU.

Es relevante recordar que en la reunión del pasado G-20 en Osaka (Japón) a finales de junio se produjo la esperada reunión entre Xi Jinping, secretario general del Comité Central del Partido Comunista de China, y Donald Trump, que si bien no resultó en un avance significativo en las negociaciones para un futuro acuerdo comercial supuso un “deshielo” de las relaciones entre los dos países y un nuevo calendario de negociaciones. Paralelamente, EEUU levantó el veto impuesto a Huawei y arrancó un acuerdo de China para comprar productos agrícolas a EEUU, dos medidas más efectistas que efectivas aunque auguraban un periodo de más tranquilidad para proseguir con las negociaciones del acuerdo marco.

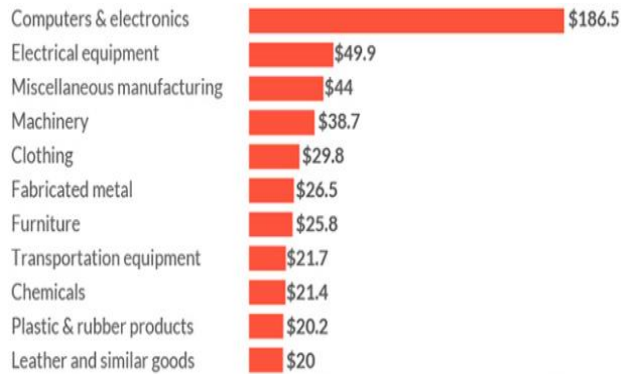
No obstante, el pasado 1 de agosto la administración Trump anunció que impondrá a partir del 1 de septiembre un arancel del 10%, que podría ser aumentado a futuro, a los 300.000 Millones USD que todavía no estaban grabados (los restantes 250.000 Millones USD ya están sujetos a una tarifa del 25% desde inicios de año). Aunque las reuniones continúan, Donald Trump justificó dicha decisión por el hecho que China no está cumpliendo con las compras de productos agrícolas y tampoco ha dejado de enviar Fentanyl, un opiáceo en el centro de la crisis de adicción a estas drogas que vive EEUU.

Partiendo de la balanza comercial entre ambos países con datos a cierre de 2018, habría una serie de categorías más afectadas que otras con dicho anuncio. Precisamente éstas tienen una **especial relevancia entre las decisiones de consumo del ciudadano estadounidense y que hasta la fecha no habían percibido**, razón por la cual el enconamiento de las posiciones entre EEUU y China aún no ha impactado de lleno sobre los consumidores americanos.

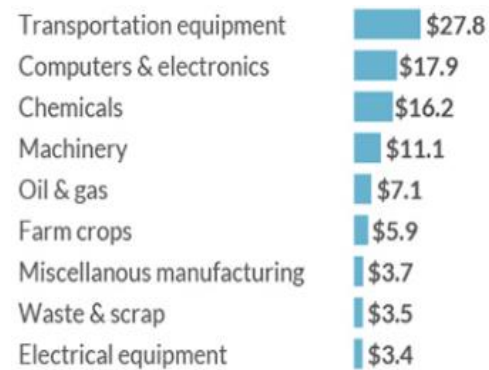


Balanza comercial EEUU – China (2018)

EEUU importó 539.000 Mill USD de China

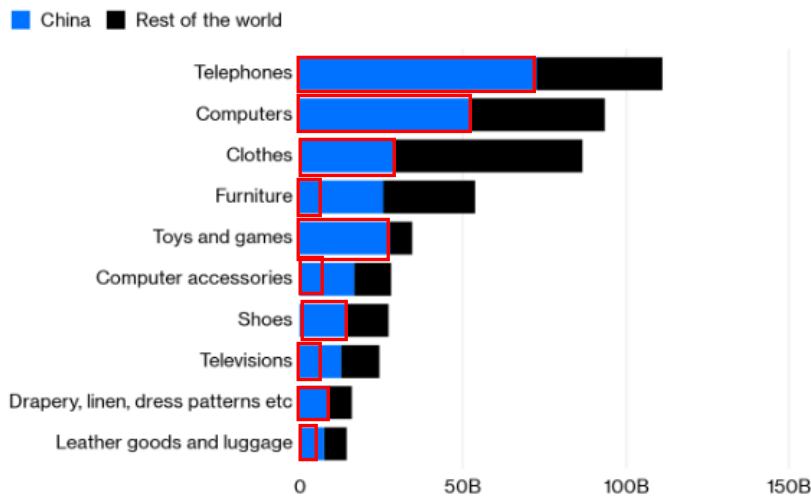


EEUU exportó 120.300 Mill USD a China



Fuente: U.S. Census

Las 10 categorías de productos de consumo más importados por EEUU desde China representaron 270.000 Mill USD en 2018...pero hasta la fecha la mayoría de éstas no estaban sujetas a tarifas arancelarias y pasarán a estarlo a partir del 1 de septiembre al 10%



Note: Most furniture and luggage and some telecommunications equipment and computer parts are already facing tariffs.

Nota: en rojo productos que empezarán a gravarse a partir del 1 septiembre

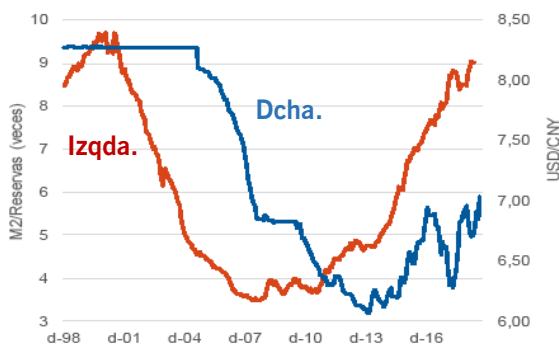
Fuente: Bloomberg, International Trade Centre

La respuesta del gobierno chino, que se encuentra en su reunión anual con las élites académicas del país, no se hizo esperar y se tradujo en una depreciación del 1.59% del yuan frente al dólar estadounidense en la sesión del lunes, situándose por encima de la cota históricamente defendida de USDCNY 7.00 por primera vez desde mayo de 2008 y acumulando una caída superior al 5% desde abril de este año. Pese a los esfuerzos comunicativos del país asiático afirmando que la divisa no es una herramienta en medio de las disputas comerciales, la realidad es que la **depreciación del yuan se ha producido prácticamente al unísono de la imposición de aranceles por parte de EEUU**. Hasta ahora, China había respondido con represalias arancelarias (de menor magnitud, ya que China solo importa unos 100.000 Mill USD desde EEUU, mientras que exporta 550.000 Mill USD) y otras medidas proteccionistas no arancelarias, pero sin lugar a dudas la depreciación de su divisa permite acolchonar el impacto de la subida de aranceles sobre el precio de las exportaciones chinas al tornarse éstas más competitivas; de hecho, la **depreciación**

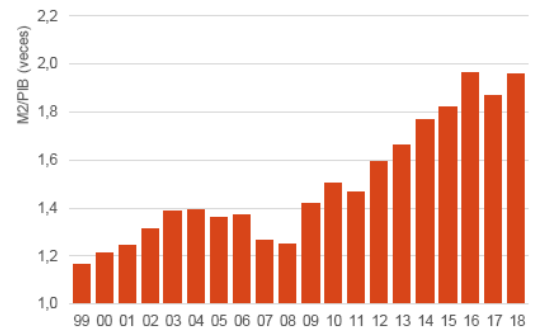
acumulada desde el inicio de la guerra comercial con EEUU compensa hasta la fecha las medidas arancelarias impuestas por Trump hasta mayo de 2019. Por su parte, EEUU no ha tardado en reaccionar y el secretario del Tesoro de EEUU, Steven Mnuchin, declaró que la Casa Blanca había determinado que China está manipulando su moneda para aumentar injustamente su competitividad y que los Estados Unidos se comprometerían con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para abordar este problema. Esta es la primera vez desde 1994 que Estados Unidos ha calificado a China de “manipulador de divisas”. Este último punto es especialmente importante dentro de los pasos que **China ha venido dando en los últimos años hacia una mayor integración en los mercados financieros globales** (acceso de los inversores internacionales a los activos de renta variable china y mercado de deuda local) y que tuvo su máximo reconocimiento con la **inclusión en octubre de 2016** del yuan en el grupo de divisas, juntamente con dólar, el euro, el yen y la libra esterlina, que el Fondo Monetario Internacional toma como referencia para calcular el valor de su **Derecho Especial de Giro, conocido como DEG**, y el equivalente a una moneda virtual con la que la institución internacional gestiona sus pagos.

El gigante asiático cuenta con una elevada cantidad de reservas internacionales (3.1bn USD a cierre de junio) que le otorgan un amplio margen de actuación en materia cambiaria. No obstante, en comparación con la historia reciente, el país cuenta con una posición de fortaleza financiera más débil en términos relativos si comparamos la masa monetaria (M2) sobre las reservas o el PIB del país, en máximos de los últimos 20 años tras el estímulo vía crecimiento del crédito de los últimos años. Si a este hecho le unimos el mayor nivel de apertura a los mercados financieros internacionales, ello implica que en caso de incrementarse el ritmo de salidas de capital (por ejemplo, porque los ciudadanos o empresas diversificaran ahorro privado interno) el coste en términos de reservas de tener que defender la divisa sería más costoso, lo cual tendría un notable impacto sobre la **estabilidad financiera a nivel mundial**.

Ratio M2 y reservas de divisas en China y Tipo de cambio USDCNY



Ratio entre M2 y PIB en China (veces)



Fuente: Afi, FRED® database, CEIC

Fuente: Afi, FRED® database, CEIC

Es evidente que las fricciones en materia comercial entre las dos primeras potencias económicas, en un mundo tan globalizado, tienen importantes repercusiones de forma directa e indirecta sobre el resto de países. Una de ellas es el aplazamiento de las decisiones de inversión, que reduce la demanda agregada y repercute sobre el crecimiento de la productividad, que ya se ha venido observando en la medida que las primeras rondas de tarifas han afectado especialmente a bienes intermedios y bienes de capital.

Predecir el ganador o en su defecto el jugador menos perjudicado es una tarea sumamente compleja dada la interacción de múltiples variables y relaciones de causa-efecto, pero en todo caso sí que podemos llegar a la conclusión que el **creciente peso del bilateralismo frente al multilateralismo pone mayores trabas al comercio mundial y, en consecuencia, dificulta la generación de riqueza por parte de las compañías**.

¿Qué señales nos están dando la macro y microeconomía bajo este entorno?

En términos **macro**, la continuidad en el tensionamiento de las relaciones comerciales EEUU-China ha empezado a plasmarse en los principales indicadores, aunque si bien se observan divergencias en función del área económica. En el caso de **Estados Unidos, los últimos datos publicados aún mantienen una elevada solidez**, con la tasa de paro en mínimos (3.7%), los salarios y ventas minoristas creciendo por encima del 3%, mientras que el PIB anualizado del segundo trimestre arrojó un alza del 2.1%. Con todo, las últimas encuestas de sentimiento, como el ISM manufacturero, apuntan una cierta desaceleración que cabrá corroborar en próximas publicaciones. Por su parte, la **Unión Europea** muestra un **menor dinamismo** con un crecimiento del 1.2% en el primer trimestre y una inflación general y subyacente en el entorno del 1%. En el caso europeo, el sector manufacturero ha sido el principal damnificado en la región siendo especialmente relevante el caso alemán fuertemente vinculado a la industria automovilística que por factores endógenos (nuevas reglas sobre emisiones) como exógenos (demanda exterior) ha registrado un deterioro notorio en los últimos trimestres, circunstancia que por el momento no se ha trasladado al sector servicios que prosigue con un buen desempeño. Desde la óptica de los **mercados emergentes**, partiendo de la heterogeneidad que los caracteriza, se observa como la **región asiática continúa mostrando fortaleza** en el crecimiento, aunque con menor vigorosidad que antaño, **Latinoamérica prosigue con un comportamiento débil** por debajo del verdadero potencial de sus economías y los **países de Oriente Medio están penalizados** por conflictos nacionales (Libia, Siria), las dificultades de Irán por las sanciones de EEUU y la debilidad del sector energético en 2019.

Esta lectura global ha dado pie a instituciones como FMI o OCDE a rebajar secuencialmente previsiones de crecimiento a corto plazo, mientras que los **bancos centrales han adoptado un tono más acomodaticio** en sus últimas reuniones. En el caso estadounidense, la **Reserva Federal**, pese a la continuidad de la expansión económica, se ha amparado en un débil contexto internacional para realizar su primer recorte de tipos en más de una década, dejando el tipo de referencia en el 2.00-2.25%. El mercado espera una continuidad en dicha senda con hasta 3 bajadas adicionales hasta finales de 2019, aunque su presidente, y por extensión la opinión de los miembros de la FED (*dot plot*), se encargó de relajar las expectativas para próximas reuniones. Por su parte, su homólogo europeo no ha actuado *de facto*, si bien el **BCE** ha emplazado al mercado para septiembre, mes en el cual podrían tomarse medidas efectivas en materia de tipos (recorte del tipo depo y/o repo, mecanismo para despenalizar el exceso de depósitos bancarios) o de balance (reanudación de programa de compra de activos), en este caso sustentadas por el hecho que la inflación en Europa continúa en niveles anémicos lejos del mandato de la institución (2%). Paralelamente, otros bancos centrales como **Nueva Zelanda, India o Tailandia**, con mayor o menor sorpresa, no han tardado en reaccionar y durante la primera semana de agosto realizaron sendos recortes en el tipo de interés con el objetivo de avivar el crecimiento económico.

Desde la óptica de las compañías, con prácticamente cerrada la temporada de resultados empresariales correspondientes al segundo trimestre, el crecimiento de las ventas y beneficio ha continuado moderándose respecto a trimestres previos, en parte explicado por un efecto base que dificultaba la comparativa pero también explicado por la desaceleración económica que se viene percibiendo. El **tono cauteloso** por parte de las compañías a la hora de guiar al mercado sigue siendo la tónica predominante, así como el **emplazamiento a la segunda parte del año** para ver un mejor comportamiento de las cuentas de resultados.

Con todo, seguimos inmersos en un mercado en el que el volumen de renta fija mundial con tipos de interés negativos se ha incrementado exponencialmente hasta los 15 Trn USD y los bancos centrales continúan con un alto nivel acomodaticio, con lo que la inversión en activos reales, como la renta variable, ofrece un binomio rentabilidad-riesgo mejor balanceado en el medio plazo.

¿Cuál es el posicionamiento de Caja de Ingenieros Gestión?

En Caja de Ingenieros Gestión creemos que **la mejor forma de generar valor a largo plazo es a través de la gestión activa de calidad**. El *Active Share* determina hasta qué punto las posiciones de nuestros fondos de inversión difieren de las de su índice de referencia o *benchmark*. Si bien a corto plazo ello puede generar divergencias en los retornos, estamos convencidos que tratar de **evitar errores derivados de seguir el comportamiento del resto de inversores es clave para un mejor comportamiento a largo plazo** tanto en términos de rentabilidad como en términos de riesgo.

Por tanto, teniendo en cuenta cuál es **nuestra filosofía de inversión**, nuestros fondos deben necesariamente desviarse de su índice de referencia. Muestra de ello, en la siguiente tabla podemos observar cuán activas son las carteras de nuestras estrategias de renta variable:

Estrategia	Active Share
Fonengin ISR	94,50%
CI Renta	92,20%
CI Global	90,60%
CI Environment ISR	88,90%
CI Emergentes	82,10%
CI Iberian Equity	80,60%
CI Bolsa Euro Plus	74,90%
CI Bolsa USA	69,00%

Fuente: Caja Ingenieros Gestión

Estamos convencidos de la importancia de evitar que el factor emocional influya en nuestra toma de decisiones (finanzas del comportamiento) y es por ello que nos ceñimos a nuestra metodología de inversión, basada en el análisis riguroso y con horizonte en el largo plazo. A colación, merece la pena remarcar que la volatilidad medida en términos de variación de los precios de los activos (aunque no en los fundamentales) es beneficiosa para los gestores activos ya que nos ofrece la capacidad de invertir a mejores precios gracias a las ineficiencias que se generan en el mercado a corto plazo durante los episodios de pánico generalizado. En este punto no es baladí recordar que, en semanas como las que nos encontramos, **la liquidez presente en el mercado se drena especialmente en periodos como agosto**, lo cual no hace más que amplificar la magnitud de los movimientos de las cotizaciones, tanto en un sentido como en otro, y que en la mayoría de ocasiones no están argumentados bajo un ángulo fundamental ni con una perspectiva a medio/largo plazo.

Consideramos que las turbulencias que se han producido en los mercados son coyunturales y no deberían implicar un cambio de tendencia a corto plazo. La falta de discriminación inicial por parte del mercado genera oportunidades en las compañías de calidad, que constituyen la parte núcleo de nuestras carteras y donde la fuerte expansión de múltiplos de los últimos dos trimestres había llevado a las cotizaciones a niveles exigentes en términos de valoración. Haciendo uso de la liquidez elevada que mantenemos en las diferentes estrategias, estamos aprovechando las caídas **para incorporar nuevas ideas de inversión y para incrementar de forma selectiva el peso en las ideas en las que tenemos un mayor grado de convicción**, con el **objetivo de seguir generando retornos positivos anualizados en el largo plazo**.



DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÈDIT DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.