

Asignación de activos

Nuestras convicciones

PHILIPPE ITHURBIDE, *Director global de investigación, estrategia y análisis*

¿Cuáles son las novedades de las últimas semanas?

En las últimas semanas continuó la calma, con la desaparición de prácticamente todos los riesgos políticos en Europa y unos indicadores económicos alentadores e incluso optimistas en todos los países.

1. El crecimiento continúa

Las encuestas de confianza y los indicadores económicos siguen mostrando que el crecimiento global continúa, al seguir impulsado por la demanda interna. En **Estados Unidos**, las estimaciones del PIB muestran un claro repunte en el segundo trimestre: tras un primer trimestre relativamente débil (que fue revisado al alza del 0,9% al 1,2%), el crecimiento gana terreno. Según las previsiones, las tasas de crecimiento anualizado del PIB se situarían entre el 2,2% (Fed de Nueva York) y el 3,7% (Fed de Atlanta) en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo marcó su nivel más bajo en diez años (4,4%, frente a la tasa de desempleo a largo plazo estimada en el 4,7% según la Fed). Esto no preocupa a los mercados financieros, ya que la inflación también está cayendo (1,9% de inflación subyacente). Misma confianza en el crecimiento en **Europa**, con más mensajes positivos procedentes de la inversión.

Incluso **Japón** está mejorando. La economía creció a un ritmo anual del 2,1% en el primer trimestre de 2017, y ya van cinco trimestres consecutivos de expansión (por encima de la previsión mediana del 1,7%). Por consiguiente, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento para 2017 del 1,0% al 1,2%, pero mantenemos sin cambios nuestra previsión para 2018.

2. Moody's rebaja la calificación crediticia de China

Moody's ha rebajado recientemente la calificación crediticia de China, de AA3 a A1. Esta decisión se basó en la sensación de que «*la solidez financiera de China sigue disminuyendo, al aumentar la deuda y desacelerarse el crecimiento potencial*» (véase nuestro artículo de la edición del mes pasado del *cross asset*). Moody's señala que «*es probable que el continuo avance de las reformas transforme la economía y el sistema financiero con el tiempo, pero no evita un importante aumento adicional de la deuda y el consiguiente incremento de los pasivos contingentes para el Gobierno*». El empeoramiento de la calificación de China no ha tenido efecto en los mercados financieros y tampoco repercutirá de forma importante en la economía china:

- La rebaja de la calificación afecta únicamente a los bonos en divisa extranjera, es decir, menos del 1,5% del total de bonos en circulación. Los inversores extranjeros solo poseen el 4% de la deuda pública china.
- Aunque Moody's rebajó la calificación crediticia de China, la agencia de calificación también revisó al alza las perspectivas, de negativas a estables.
- Las cuatro principales agencias de calificación chinas han mantenido una calificación superior de la deuda soberana, lo que tranquiliza a los titulares nacionales de la deuda china.

En general, la decisión de Moody's no ha provocado ninguna tensión, aunque sus comentarios sobre la deuda y el crecimiento a largo plazo no son totalmente tranquilizadores, opiniones que compartimos desde hace mucho tiempo.

3. La inflación avanza, aunque sigue contenida

Aunque en general la inflación ha aumentado en todo el mundo (debido principalmente a un efecto básico relacionado con el petróleo), la inflación subyacente sigue bajo control y las expectativas de inflación permanecen fijas. El BCE sopesa incluso una (nueva) revisión a la baja de sus expectativas de inflación de la zona euro. El petróleo se ha estabilizado en una horquilla de entre 50 y 55 dólares, pero sabemos de sobra que la oferta estadounidense resulta fundamental y podría llevar el petróleo a una horquilla más

“ Las encuestas de confianza y los indicadores económicos siguen mostrando que el crecimiento global continúa, al seguir impulsado por la demanda interna ”

“ Moody's rebaja la calificación crediticia de China. Una decisión sin consecuencias, ¿verdad o mentira? ”

Junio de 2017

baja de entre 40 y 50 dólares. Un motivo de preocupación para los países productores (Venezuela está al borde de un estallido, es decir, del impago), pero una buena noticia para países consumidores como China e India.

4. ¿Se ha eliminado el riesgo político en la zona euro y empieza a aparecer en Estados Unidos?

Los riesgos políticos han desaparecido prácticamente de los radares en **Europa** tras la victoria electoral del candidato proeuropeo Emmanuel Macron en Francia y su programa que enarbola reformas, la «flexiseguridad» y la progresiva eliminación de los déficits públicos.

- Las elecciones legislativas tuvieron lugar en **Francia** el 11 y el 18 de junio. El partido del nuevo presidente lideró las encuestas, con el 31% de la intención de voto, por delante del Frente Nacional con un 19%, la derecha con un 18%, Francia Insumisa con un 14% y el Partido Socialista con un 7%. Obtuvo la mayoría absoluta en la Asamblea Nacional.
- En **Alemania**, Angela Merkel ha aumentado su ventaja en las encuestas para las elecciones que tendrán lugar el 24 de septiembre: la CDU-CSU obtendría el 34% de los votos, el SPD el 31% y AfD (extrema derecha) el 9%, los Verdes el 7%, La Izquierda (extrema izquierda) el 7% y el FDP (partido liberal) el 6%.
- En **Italia**, la situación sigue siendo compleja, pero no es necesariamente preocupante. Es compleja porque las divisiones son importantes y, según las encuestas, el Partido Demócrata y el Movimiento 5 Estrellas estarían casi empatados, con un porcentaje de entre el 25% y el 30% cada uno. Como sabemos, el líder del Movimiento 5 Estrellas quiere abandonar el euro, pero carecerá de apoyos para organizar un referéndum. El escenario más probable sigue siendo una coalición entre el Partido Demócrata (Matteo Renzi) y Forza Italia. Dicho de otro modo, no hay riesgo sistémico, ya que como sabemos Italia es sin duda el país más acostumbrado y hábil del mundo para conseguir formar coaliciones. Cabe apuntar que la Comisión Europea ha suavizado también su actitud con respecto al déficit italiano.
- En **Grecia**, el parlamento aprobó la mayoría de las medidas exigidas por los acreedores, lo que allanaría el camino para el pago necesario para atender las necesidades del verano, algo positivo.
- Por su parte, **Portugal**, ha salido del procedimiento europeo del exceso de déficit.

En **Estados Unidos**, la creciente presión sobre la Administración Trump (por las acusaciones de influencia de Rusia) se hace evidente y la posibilidad de «destitución» gana terreno. Por el momento, los republicanos, que tienen una mayoría cómoda en la Cámara de Representantes (el 55% de los escaños) probablemente se opondrían a un procedimiento de destitución en la Cámara. Solo es probable que cambien de opinión si la popularidad de Donald Trump se desplomase. Recordemos que una «destitución» no significa el fin de la presidencia. Según la constitución, la Cámara de Representantes lleva adelante el procedimiento si se aprueban por mayoría simple los cargos anteriormente aprobados en una comisión. A continuación, el procedimiento pasa al Senado, donde se necesita el voto por mayoría de dos tercios para destituir al presidente.

Otro motivo de preocupación es la capacidad de Donald Trump para aprobar su programa, especialmente sus propuestas de política fiscal. Evidentemente ha obtenido el acuerdo de la Cámara de Representantes para derogar el denominado «Obamacare», pero el Senado aún tiene que tomar una decisión. La Casa Blanca presentó su propuesta de presupuestos el 23 de mayo, que incluye fuertes recortes del gasto público, pero parece que apenas hay probabilidades de que el Congreso apruebe el plan fiscal durante el verano. Dicho de otro modo, no se espera gran cosa en el plano fiscal hasta el otoño. También puede añadirse que la continua investigación sobre la posible influencia rusa en las elecciones presidenciales podría ralentizar (o incluso congelar) las negociaciones entre los miembros del Congreso sobre cuestiones fiscales. En resumen, es evidente que el riesgo político y el riesgo para la política fiscal han aumentado.

5. Las políticas monetarias se restringen, aunque siguen siendo flexibles...

En **Estados Unidos**, se esperan dos subidas de los tipos en 2017 (una en junio y otra en septiembre o diciembre). Esto nos parece creíble y sin gran riesgo para la economía estadounidense y los mercados financieros, a menos que la Administración Trump sea incapaz de aplicar la política fiscal propuesta: la **Fed** únicamente podría adoptar una

“ La inflación avanza, pero se mantiene bajo control ”

“ Los riesgos políticos han desaparecido prácticamente de los radares de la zona euro ”

“ Las probabilidades de que el Congreso apruebe la ley fiscal durante el verano son escasas ”

“ La política fiscal estadounidense probablemente no sufrirá ningún cambio importante hasta el otoño ”

Junio de 2017

política más restrictiva si la política se flexibiliza. Estados Unidos no puede tener una política monetaria restrictiva, una política presupuestaria y una política tributaria neutral al mismo tiempo. Se trata de una cuestión especialmente importante para los mercados de renta fija y los mercados de renta variable, sobre todo porque la Fed prevé también revisar su política de compra de activos y realizar las primeras operaciones para reducir su balance. Los últimos informes del FOMC revelaron que la Fed planeaba introducir «techos» a las cantidades de dólares de los títulos del Tesoro y agencias que se mantendrían en circulación cada mes (es decir, dejaría de reinvertir la totalidad del papel que llega a vencimiento). Estos «techos» serían reevaluados cada tres meses. Esto significa que los restantes inversores tendrán que absorber el exceso de papel y que el mercado estará cada vez menos administrado/protegido. Los 427.000 millones de dólares en títulos del Tesoro estadounidense en manos de la Fed vencerán en 2018 y 357 en 2019, algunos de los cuales (que la Fed decida) no se reinvertirá. Actualmente, hay un consenso generalizado en torno a que el anuncio de un cambio en la política de reinversión podría producirse durante el cuarto trimestre de 2017. Cabe esperar un repunte de los tipos a corto y largo plazo en Estados Unidos.

El **BCE** ha modificado recientemente su comunicación, debido al equilibrio de los riesgos. El BCE confía en la recuperación económica y la inflación. Según algunas de sus declaraciones, es razonable confiar en que mantendrá los tipos bajos durante un lago periodo de tiempo, «*mucho más allá de la fecha límite de la política de compras netas de activos*». El debate sobre la reducción del programa de compras está vivo y no cabe descartar que el BCE debata los futuros cambios antes de que termine el año.

Las estrategias de inversión se mantienen a escala global

De lo anterior podemos deducir varias conclusiones principales.

En primer lugar, **nuestra preferencia por los activos arriesgados debería mantenerse**. Los riesgos políticos han disminuido considerablemente en Europa y la preocupación por la inflación se ha visto compensada en parte por la mejora de las condiciones del crecimiento.

Sin embargo, **no hay que bajar la guardia. La baja volatilidad, la menor correlación entre las acciones, la caída de los diferenciales de la deuda soberana, el menor nivel de los CDS soberanos; todo parece indicar que el riesgo general se ha reducido, pero por supuesto las cosas no son tan sencillas, especialmente si relacionamos el riesgo con las valoraciones**. Se sabe desde hace mucho tiempo que el entorno de bajos tipos de interés ha trastocado las valoraciones: los tipos de interés a largo plazo se sitúan muy por debajo de sus valores de equilibrio (es decir, los niveles calculados excluyendo la expansión cuantitativa de los bancos centrales) y cualquier debate sobre la expansión cuantitativa pone en cuestión el nivel de los tipos de interés y los rendimientos de los bonos. Dicho de otro modo, el entorno actual no puede ocultar el riesgo asimétrico de estos diferenciales: las probabilidades de ampliación son mucho mayores ahora que las de ajuste, especialmente en mercados con una liquidez limitada.

Aunque debemos tener en cuenta la presencia de riesgos asimétricos, seguimos prefiriendo claramente la deuda corporativa europea (más que la deuda soberana). La búsqueda de diferenciales se ha traducido en un acceso sumamente favorable de las empresas a la refinanciación: las empresas ya no son muy sensible a las subidas inmediatas de los tipos de interés (si estas tienen lugar), lo que supone sin duda un alivio de 18 a 24 meses. Tanto en Estados Unidos como en Europa, las tasas de impago implícitas y reales son bajas y probablemente lo seguirán siendo.

La búsqueda de rentabilidad y el mejor comportamiento económico, así como las futuras reformas del mercado laboral, son factores que ofrecen algo más de interés a la deuda corporativa europea, la deuda cotizada y la deuda privada. La búsqueda de rentabilidad resulta menos cómoda ante los debates sobre las políticas monetarias, pero mucho más confortable con respecto a la solidez y los beneficios de las empresas. Dadas nuestras expectativas con respecto al BCE (mantenimiento de los tipos bajos y aplicación de una expansión cuantitativa suficiente en cuanto al volumen de compra de activos), creemos que estas inversiones siguen siendo muy coherentes de momento.

La presencia del riesgo asimétrico también influye en los mercados de renta variable. Por eso motivo, desde hace un tiempo preferimos la zona euro, así como Japón y los mercados emergentes, antes que EE. UU. (cuyas valoraciones son

“ La Fed podría cambiar su política de reinversión en el cuarto trimestre de 2017 ”

“ El BCE podría señalar una reducción de su programa de compras de activos antes de fin de año ”

“ Todo parece indicar que el riesgo general ha disminuido ”

“ Un mejor crecimiento del PIB, políticas monetarias flexibles y búsqueda de movimientos de diferenciales y rendimientos = un interés creciente por la deuda corporativa, la deuda cotizada y la deuda privada ”

Junio de 2017

excesivamente elevadas). Los bajos precios de las materias primas y especialmente del petróleo son señales de alarma evidentes para algunos países, pero no debe olvidarse que las áreas de crecimiento de los países emergentes (especialmente Asia) son consumidores de materias primas.

Como tampoco ignoramos el hecho de que las políticas monetarias se vuelven más restrictivas en la práctica (tipos de interés en Estados Unidos) o en las expectativas (expansión cuantitativa en Estados Unidos y especialmente en Europa). Se limita a determinados países y a menudo está condicionado por otros elementos. En particular, el endurecimiento monetario de la Fed nos parece fuertemente vinculado al futuro de la política fiscal y, por tanto, no hay motivos para esperar grandes cosas de momento. De forma similar, el debate sobre la expansión cuantitativa europea va en aumento, pero los tipos de interés van a seguir en niveles muy bajos y el BCE seguirá comprando una cantidad muy superior al volumen de emisiones netas de la zona euro (que está disminuyendo). Además, el riesgo político se ha reducido. **En otras palabras, no quedan motivos para mantener una duración estructuralmente corta en los países periféricos de la zona euro.**

Por una vez, no tenemos una perspectiva muy concreta sobre los tipos de cambio. Los «desajustes» no nos parecen importantes de momento y las tendencias actuales no abogan necesariamente por grandes movimientos. Algunas divisas seguramente se habrán debilitado por el endurecimiento del contexto interno (especialmente el real brasileño y la lira turca), otras se han visto favorecidas por la mayor dinámica de crecimiento (el rublo ruso), otras parecen demasiado débiles tomándose un respiro (la libra esterlina ante los desafíos y las negociaciones del *Brexit*, por ejemplo), pero se espera que los tipos de cambio del dólar estadounidense, el yen japonés y el euro se muevan muy poco a corto plazo (aunque una ligera preferencia por el euro parece razonable).

“

Desde hace un tiempo preferimos el euro, así como Japón y los mercados emergentes, antes que EE. UU.”

“

No hay ningún motivo importante para mantener una posición corta en la deuda de los países periféricos”

“

El real brasileño y la lira turca débiles, el rublo más sólido y la libra esterlina se toma un respiro, ¿sesgo positivo para el EUR?”

En la siguiente tabla se resumen nuestras asignaciones de activos para las carteras de renta fija, renta variable y multiactivos:

Tipo de cartera		
> Carteras de renta variable	> Carteras de renta fija	> Carteras diversificadas
<ul style="list-style-type: none"> • Sobreponderación máxima: renta variable de la zona euro frente a la estadounidense • Sobreponderación en Japón y los mercados emergentes con respecto a EE. UU. • Sobreponderación en el factor <i>value</i> • Selección de sectores en Europa <ul style="list-style-type: none"> - Sobreponderación: tecnología, energía - Neutral: REIT - Infraponderación: suministros públicos, salud, finanzas • En los mercados emergentes: <ul style="list-style-type: none"> - Sobreponderación: Perú, Rusia, México - Infraponderación: Taiwán, Grecia, Turquía, Sudáfrica, Chile - Neutral: China India, Filipinas, Tailandia 	<ul style="list-style-type: none"> • Ligera sobreponderación en activos de riesgo • Infraponderación de la deuda pública, excepto la estadounidense (neutral) y la de los países periféricos (sobreponderación) • Sobreponderación en el crédito europeo • Sobreponderación en el crédito de EE. UU. • Posición larga en el sector financiero en Europa, aunque seguimos siendo selectivos: bonos de «beta elevada» en la zona euro, bonos de «beta baja» en EE. UU. • Duración: Posición general neutral/corta, con un sesgo corto en los segmentos de tipos negativos y un sesgo largo en los países periféricos • Duración corta en la libra esterlina y el yen japonés • Posición larga en bonos reales de EE. UU. y en euros • Deuda emergente: <ul style="list-style-type: none"> - Sobreponderación en la deuda en divisa fuerte (posición larga en el USD) - Continuó la reconstitución de la parte de deuda denominada en divisa local (ahora sobreponderada también) • Reducción de la posición larga en el dólar estadounidense frente al euro y al yen japonés • Pocas posiciones largas en divisas de materias primas 	<ul style="list-style-type: none"> • Sobreponderación en la renta variable de la zona euro • Posición larga en el factor <i>value</i> en Europa • Posición larga en el factor calidad en EE. UU. • En general positivos en la renta variable japonesa • Infraponderación en la deuda pública de EE. UU. • Duración general corta en la parte de renta fija • Mantenimiento de la sobreponderación (y duración larga) en los bonos periféricos en euros con respecto a los <i>core</i> • Ligera sobreponderación en los bonos del Tesoro estadounidense • Bonos corporativos: positivos en HY e IG, Europa y EE. UU.; posición larga en los sectores financiero e industrial • Sobreponderación en la deuda de mercados emergentes denominada en divisa fuerte frente a la deuda local • Divisas: posición ligeramente larga en USD y JPY • Se han mantenido algunas posiciones de macrocoberturas: volatilidad y bonos del Tesoro estadounidense • Perspectiva positiva sobre el punto de equilibrio de inflación (todas las regiones)

Asignación de activos

Tema del mes

¿Puede convertirse el comercio global en un motor de crecimiento con el consumo, la inversión y las políticas presupuestaria y tributaria?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Director global de investigación, estrategia y análisis*

La zona euro acelera su ritmo de crecimiento, lo que refuerza nuestra opinión sobre los activos de riesgo de la región. La inversión se recupera de forma gradual, el consumo se mantiene sólido y las perspectivas de respaldo fiscal: presupuestaria y tributaria mejoran las perspectivas. El elemento que falta es el comercio.

El crecimiento económico se está acelerando, especialmente en la zona euro, y cabe ser relativamente optimistas

En efecto, los motores del crecimiento vuelven a aparecer uno por uno. No es nada espectacular de momento, pero la tendencia resulta interesante.

- **El consumo**, ya de por sí muy sólido, se mantiene a un ritmo sostenido. La baja inflación, los bajos tipos de interés, pero también la capacidad de los países europeos de corregir las desigualdades (un estado del bienestar eficiente), redistribuir la riqueza y suavizar los sustos han fortalecido a la zona del euro durante el periodo de crisis. Sin embargo, la rigidez del modelo presenta un defecto y es que desacelera las fases de recuperación. En resumen, la actividad económica en la zona euro está protegida durante las fases de crisis, pero ralentiza la fase de crecimiento. Esto explica en parte el retraso que lleva la zona euro desde 2009 (con respecto a EE. UU., por ejemplo) y el otro motivo es, por supuesto, una segunda crisis, la crisis de deuda.
- **La inversión**, muy débil desde la Gran Recesión, también se ha recuperado ligeramente.
- **Las políticas fiscales y tributarias** están en proceso de contribuir un poco más a la actividad económica, gracias a 1) los márgenes de maniobra que ha dejado la caída de los tipos de interés (y que las elecciones francesas no han puesto en peligro), 2) una mayor voluntad de luchar mejor contra la extensión de las desigualdades, visibles durante la pasada década, y 3) el abandono gradual de la austeridad, que por una parte ya no es necesaria y, por otra parte, no ha demostrado su ineficacia, especialmente en el plano político y social.
- **Las exportaciones**, el último motor del crecimiento, se han estancado bastante en la última década, especialmente desde 2001. La evolución sigue siendo débil, excepto quizá en una región del mundo, Asia.

Cabe apuntar que en los últimos años, el crecimiento –en niveles bajos– ha dependido principalmente (o exclusivamente) del consumo. Es en ese sentido que la transmisión de inversiones, las políticas fiscales y posiblemente el comercio mundial resultan fundamentales, ya que esto tiene consecuencias importantes para los activos financieros:

Todo esto reafirma a los inversores –entre los que nos encontramos– que han decidido seguir sobreponderando la renta variable (y los activos de riesgo) de Europa a pesar del clima electoral en Francia.

- Los valores cíclicos probablemente se beneficiarán de la situación.
- Las temáticas *value* siguen siendo relevantes, especialmente comparado con los mercados estadounidenses.
- Las perspectivas del crecimiento están mejorando.

Lo esencial

La zona euro acelera su ritmo de crecimiento, lo que refuerza nuestra opinión sobre los activos de riesgo de la región. La inversión se recupera de forma gradual, el consumo se mantiene sólido y las perspectivas de respaldo fiscal y tributario mejoran las perspectivas. El elemento que falta es el comercio. ¿Contribuirá pronto a la aceleración del crecimiento?

No estamos seguros, debido a los obstáculos estructurales que hemos señalado en este artículo. En lo que respecta al comercio mundial, la «nueva normalidad» para los próximos 15 años podría parecerse más o menos a los últimos cinco años (un crecimiento del comercio mundial muy inferior al crecimiento de la economía mundial) y no a los 30 años anteriores a este periodo (cuando el crecimiento del comercio mundial era muy superior al crecimiento el PIB mundial).



Las políticas fiscales y están en proceso de contribuir un poco más a la actividad económica ”



El entorno actual refuerza a los inversores –nosotros también– que han decidido seguir sobreponderando la renta variable europea a pesar del clima electoral en Francia. ”

Junio de 2017

¿Puede el comercio global acelerar estas tendencias con la inversión?

En primer lugar, volvamos a los factores determinantes de la reducción del comercio mundial. Pueden señalarse al menos diez factores de contracción (para más información, consúltese nuestro Trabajo de debate: *The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?*, Amundi DP serie n.º 22, mayo de 2017).

1. El menor potencial de crecimiento. El potencial de crecimiento se ha reducido a escala global, tanto en Europa como en Japón, Estados Unidos, China y la mayoría de los países emergentes. Los factores estructurales «importantes» que explican esta caída son, entre otros, i) la disminución de la población en edad de trabajar y/o la reducción de las tasas de actividad, ii) el fuerte aumento de las desigualdades, lo que afecta gravemente al potencial de crecimiento económico, iii) la reducción o el estancamiento de la renta disponible real (aquí sí que vemos los posibles efectos de los salarios y las políticas tributarias), iv) el impacto de la carga de la deuda (frenados por los altos niveles de deuda, muchos países no pueden hacer frente a los ciclos económicos igual que en el pasado).

1. La debilidad de la inversión, ya que la inversión es uno de los factores clave del desarrollo del comercio. Algunos creen que esto se debe a la gravedad de la crisis financiera y la falta de crédito disponible para las nuevas empresas. Otros apuntan a la debilidad de la demanda interna, mientras también hay que sugiere que la culpa la tienen las tendencias demográficas generales.

2. Sería difícil rebajar aún más los aranceles, lo que explica el estancamiento en los avances realizados en la reducción de los aranceles y la liberalización de las políticas comerciales. Las negociaciones del GATT y la OMT tuvieron como resultado importantes reducciones de los aranceles después de la II Guerra Mundial. Desde principios de la década de 1990, los porcentajes medios de los países emergentes se han reducido tres cuartas partes, hasta situarse por debajo del 10%. Los aranceles entre las economías avanzadas se han dividido por dos y actualmente se sitúan por debajo del 2,5%. Sin embargo, desde la crisis financiera de 2008, los aranceles se han mantenido en general estables entre los países emergentes, con reducciones bastantes modestas entre los países avanzados. Los aranceles se han reducido considerablemente a lo largo de las últimas dos o tres décadas. Al ser ya tan bajas, los acuerdos comerciales tienen un menor impacto y sirven más para establecer un marco comercial que para incrementar los volúmenes.

3. Aunque los aranceles siguen reduciéndose, las medidas no arancelarias se han incrementado desde 2012. Las medidas no arancelarias incluyen todas las medidas que restringen o distorsionan los flujos comerciales, como los subsidios a las exportaciones, las cláusulas nacionales en los contratos públicos y las restricciones a la concesión de licencias, las transferencias de tecnología o la inversión extranjera directa. La crisis financiera y periodo conocido como la «gran recesión» (2008-2010) ha tenido importantes consecuencias para el comercio. Puede demostrarse fácilmente que los países aplican más políticas comerciales restrictivas durante las recesiones o los periodos en los que son menos competitivos. En los últimos años, han sido los países del G20 (con EE. UU. y Rusia a la cabeza) los que han introducido medidas no arancelarias a una escala masiva. No debe sobrevalorarse el papel de las medidas no arancelarias porque, en general, su impacto en el volumen del comercio mundial ha sido relativamente modesto y la media estimada de los equivalentes arancelarios de todas las medidas se han mentido bajos. Sin embargo, existe una tendencia clara. Alemania, Reino Unido, China y Francia, por ejemplo, que tenían unas 50 medidas no arancelarias en 2009 han creado unas 200 desde entonces. En cuanto a Estados Unidos y Rusia, ahora contaban con más de 600 medidas no arancelarias (EE. UU.) y más de 500 (Rusia) en 2016 (frente a menos de 100 cada uno en el año 2009). Lo que sorprende es que desde 2009, el número de medidas discriminatorias en el comercio mundial ha superado con creces a las medidas para promover la liberalización comercial.

4. La moderación de la inversión extranjera directa también ha incidido en parte en el bajo crecimiento del comercio. Los datos empíricos suelen sugerir que la inversión extranjera directa y el comercio mantienen una relación complementaria. Tras la fuerte tendencia de la década de 1990, la inversión extranjera directa se ha reducido en los últimos años, un factor que explicaría también la modesta expansión del comercio mundial.

“ Los aranceles ya no bajan y las medidas no arancelarias proliferan ”

Junio de 2017

5. Una tendencia hacia la producción local influye en los volúmenes comerciales.

La interacción dinámica entre comercio e inversión extranjera es el elemento fundamental de la globalización, ya que las inversiones en el extranjero generan comercio, pero también pueden reducirlo. En las últimas décadas, muchas empresas han adoptado también estrategias de proximidad al consumidor. Esta proximidad implica que ha habido un cambio hacia la producción local, lo que supone una reducción del comercio. Lo que ha sucedido es que en los siglos XX y XXI, hemos pasado de un modelo de comercio que ayuda a «vender» bienes a un comercio que ayuda a «fabricar» productos (un fenómeno al que se denomina cadena de valor global). En las últimas décadas, la rápida integración de los mercados emergentes en la economía mundial ha estimulado la expansión de las cadenas de valor globales. Este proceso de fragmentación de la producción transfronteriza parece encontrarse en una fase avanzada, ya que los costes laborales en los principales mercados emergentes han aumentado. Las empresas han vuelto a fijarse en los riesgos de las cadenas de suministro largas y tienden cada vez más a producir dentro de los mercados de exportación.

6. El desarrollo de los servicios, especialmente los servicios financieros, incide de forma muy importante.

Decidir exportar productos al extranjero implica pensar en los importantes costes iniciales que conlleva, como un análisis del mercado de exportaciones y el establecimiento de redes de distribución internacional. La necesidad de capital circulante suele ser muy superior, debido a los largos plazos que conllevan las transacciones internacionales. Las empresas tuvieron que lidiar con estos problemas y costes cuando empezaron a contribuir a la globalización y, excepto para los nuevos actores, estos están bien identificados y ya están amortizados. También cabe destacar que los envíos internacionales tardan más tiempo que los envíos dentro del país, por lo que los productores deben soportar costes de producción antes de obtener ingresos. Las empresas exportadoras solicitan a los bancos garantías y avales de pagos. El desarrollo del sector financiero se ha considerado siempre un factor importante para impulsar las capacidades de la exportación en varios sectores industriales. La financiación desempeña dos papeles clave: proporciona capital circulante para respaldar las transacciones comerciales internacionales y es un medio que reduce los riesgos en los pagos. Los sistemas bancarios están muy desarrollados en todos los países: i) ya no es necesario buscar bancos extranjeros para atender estas necesidades, al contrario que en el pasado cuando predominaban los bancos estadounidenses y británicos; ii) sin embargo, desde la crisis financiera, estos avances han sufrido un parón que no está facilitando el comercio tanto como antes; iii) en todo el mundo, también en los mercados emergentes, la tasa de endeudamiento se ha incrementado significativamente y más de dos tercios de los países registran una deuda privada en relación con el PIB de más del 100%, un umbral que limita la actividad y el comercio. Si el tercio de países con un ratio inferior al 100% cubriese la brecha, el impacto en el comercio sería marginal.

7. El papel de China en el comercio mundial ha cambiado significativamente a lo largo de la última década.

Durante más de 20 años, China fue el principal proveedor de bienes de consumo para el mundo. En consecuencia, el rapidísimo desarrollo de China ha incrementado la oferta y la demanda de comercio. Durante este periodo, esta evolución ha funcionado como un *shock* para la oferta global. Contribuyó a la caída de los precios relativos de los bienes intercambiables y estimuló el comercio mundial. China se convirtió rápidamente en el mayor consumidor de materias primas (véase el gráfico siguiente y el anexo). Salvo de petróleo y gas, China es el mayor consumidor mundial de la mayoría de las materias primas. Antes de la Gran Recesión, China aumentó considerablemente la capacidad de sus exportaciones. Se especializó en sectores que requerían mucha mano de obra, al tener una ventaja competitiva en lo que se refiere a la producción. Esta estrategia de crecimiento basada en las exportaciones provocó la rápida expansión de la base de fabricación del país, lo cual impulsó el crecimiento del comercio mundial. Sin embargo, estos factores están disminuyendo: el reequilibrio actual de la economía china y el cambio en su modelo hacia una economía centrada más en el consumo que en las exportaciones han reducido gradualmente el crecimiento de las exportaciones de China. Así es cómo la elasticidad de los ingresos de la demanda de importaciones chinas se ha reducido considerablemente, contribuyendo a la caída del comercio mundial. Las importaciones y las exportaciones cayeron con fuerza, al igual que las

“

La evolución de la producción local afecta al volumen del comercio internacional

”

“

El reequilibrio actual de la economía china, el paso de un modelo centrado en las exportaciones a otro modo centrado en el consumo ha reducido gradualmente el crecimiento de las importaciones, las exportaciones y las cuotas de mercado de China

”

Junio de 2017

cuotas de mercado. Esto se debe al bajo nivel de competencia durante este periodo, especialmente en las subidas salariales, la llegada de nuevos competidores y la revalorización del tipo de cambio efectivo real en China (de aproximadamente al 25% desde 2005). Puede simplemente que el sector chino de las exportaciones (el 10% de las exportaciones mundiales) se halle en una fase avanzada (las exportaciones en relación con el PIB han venido disminuyendo desde 2010). Su capacidad de exportaciones se ha reducido paulatinamente como resultado de su desarrollo y el aumento de sus costes de producción (China ya no es realmente competitiva si se compara con Vietnam o México, por ejemplo). Su modelo de crecimiento ha evolucionado y ya no está vinculado al crecimiento mundial.



El auge del comportamiento proteccionista y la hostilidad hacia el comercio libre y la globalización han contribuido al declive del comercio ”

8. La estructura del comercio mundial ha cambiado. Los datos empíricos muestran que los efectos de composición han influido de forma importante en la desaceleración del comercio mundial. En primer lugar, el cambio en la actividad económica de las economías avanzadas a las economías emergentes, que en general tienen elasticidades comerciales más débiles, ha tenido un impacto negativo en la elasticidad del comercio mundial. Este factor de composición geográfica es responsable de aproximadamente la mitad de la reducción de la elasticidad del comercio mundial en los últimos años. En segundo lugar, vemos que las elasticidades comerciales también se han reducido en la mayoría de los países. La composición de los efectos de la demanda ha lastrado también el comercio mundial.

9. El aumento del comportamiento proteccionista y la hostilidad con respecto al libre comercio y la globalización se han convertido en realidades tangibles.

En él vemos que los países emergentes o en desarrollo son más favorables al libre comercio y que EE. UU. no le ve muchas al mismo, ni en términos de creación de empleo ni mucho menos en cuando a perspectivas de subidas salariales. La tentación de «comprar productos nacionales» (y ahora incluso locales), una característica tradicional de los japoneses, se ha expandido ahora a los demás continentes.

Los diez factores que explican la contracción del comercio mundial y las perspectivas de desarrollo

Factor de contracción del comercio mundial	Motivo	Factores de inversión de la tendencia	¿Es una inversión de la tendencia creíble?
1. Menor crecimiento potencial	El crecimiento global está reduciendo el crecimiento del comercio global	Uso intensivo de políticas económicas favorables al crecimiento	Sí y no, porque los factores fuertes (demografía, desigualdades, peso de la deuda, etc.) han reducido el potencial de crecimiento
2. Debilidad de la inversión	La inversión es un potente motor del comercio entre países	Bajos tipos de interés, perspectivas de beneficios, etc.	Sí, porque la inversión vuelve a repuntar
3. Bajos niveles de los aranceles	Los aranceles se han reducido, pero los acuerdos comerciales ahora establecen más restricciones comerciales más de lo que reducen los aranceles	Una nueva ola de comercio libre	En realidad no, salvo en el caso de los acuerdos comerciales entre países emergentes, cuyos aranceles son de media cuatro o cinco veces superiores a los de los países desarrollados
4. Proliferación de medidas no arancelarias	Los países, especialmente Estados Unidos y Rusia, han generado nuevas medidas no arancelarias durante la última década, lo que representa una barrera (moderada) para el comercio	Un cambio en las actitudes proteccionistas	No. Esta tendencia parece muy consolidada en muchos países
5. Disminución de la inversión extranjera directa	Los flujos de inversión extranjera directa suelen venir acompañados de flujos comerciales	Una recuperación de la inversión extranjera directa	Sí
6. Mayor uso de la producción local	El deseo acercarse a los consumidores locales, la necesidad de producir más barato y la decisión de producir localmente eliminan por definición parte del comercio	Los productores que deciden producir en sus propios países, la decisión de producir en un país y luego exportar... Incentivos fiscales, los salarios en el extranjero resultan menos atractivos para los productores, ¿calidad del producto?	Probablemente ni siquiera con incentivos fiscales.

Junio de 2017

7. La evolución de los sectores financieros locales	El uso de los servicios financieros locales evita el comercio de los servicios	Falta de confianza en las instituciones locales	No
8. El nuevo papel de China y el nuevo modelo de crecimiento	Los cambios en el modelo de crecimiento de China y los niveles salariales ya no son tan competitivos	Un nuevo cambio de modelo	No, no hay riesgo... China actúa para lograr un crecimiento más equilibrado y diversificado...
9. Cambio de patrones en el comercio mundial	Un crecimiento mucho mayor en los países emergentes, con menos elasticidades comerciales	Colapso de los países emergentes, sin transmisión de los «nuevos países frontera»....	No muy creíble... La tendencia actual es una tendencia muy fuerte
10. Hostilidad hacia la globalización	El comportamiento proteccionista se extiende, al igual que la desconfianza en la globalización, especialmente en los países avanzados, un poco menos en los países emergentes y prácticamente nada en los países en desarrollo.	Una nueva confianza en la globalización	Muy improbable, ya que los efectos negativos son ahora claramente visibles (empleo, salarios, distribución de la riqueza, etc.)

Conclusión

En general, el comercio mundial ya no es un factor de crecimiento y entre los muchos factores que explican el crecimiento tan débil del comercio (el aumento del proteccionismo y el uso masivo de medidas no arancelarias, el nuevo papel de China, la escasa inversión, el suelo registrado por los aranceles, etc.), algunos de ellos, y no son pocos, son estructurales. Esto sugiere que la «nueva normalidad» para los próximos 15 años podría parecerse más o menos a los últimos cinco años (un crecimiento del comercio mundial inferior al crecimiento de la economía mundial) y no a los 30 años anteriores a este periodo (cuando el crecimiento del comercio multiplicaba por dos el crecimiento global). El FMI examinó la cuestión y evaluó los retos de los tres grupos de países, economías avanzadas, economías emergentes y países en desarrollo y con rentas bajas:

- **Las economías avanzadas** pueden seguir reduciendo la protección restante en sectores tradicionales como la agricultura y la industria textil, abrir sus mercados de servicios (p. ej., el transporte), hacer más coherentes sus marcos regulatorios y reducir las fronteras de la política comercial. Para conseguirlo, estos países deberían adoptar en su lugar enfoques no discriminatorios que minimicen la fragmentación y faciliten las iniciativas multilaterales.
- **Muchos países emergentes y en desarrollo**, incluidos los de Latinoamérica y el sur de Asia, pueden seguir beneficiarse de forma importante de la integración mediante la liberalización tradicional, también de forma unilateral. Debería anclar sus economías a las cadenas de valor globales, apartándose de las políticas de sustitución de importaciones y evitando el proteccionismo mediante medidas no arancelarias opacas. La reforma del comercio complementaría la solidez de la política y los marcos institucionales.
- Para promover el desarrollo y el crecimiento, la mayoría de **países con bajos ingresos** deben dar prioridad a la facilitación del comercio para integrarse en las cadenas de valor globales, especialmente mejorando sus infraestructuras comerciales y sus estructuras institucionales. También es recomendable que afronten las barreras comerciales tradicionales y promuevan la competencia en los sectores de servicios esenciales para la participación local en las cadenas de valor globales, como el transporte y los servicios de financiación. La asistencia técnica (p. ej., las organizaciones internacionales) pueden respaldar el desarrollo de las infraestructuras necesarias para esta organización comercial, identificar los efectos presupuestarios de la reforma y ayudar a ordenar y coordinar el proceso de reforma.

Un nuevo ímpetu para el comercio global exigirá nuevos acuerdos comerciales y una mayor integración de los países del hemisferio sur en la economía global. También será necesario que las tentaciones proteccionistas visibles en muchos países desaparezcan tras intereses colectivos: efectivamente, es la lucha entre las tentaciones de batirse en retirada y la cooperación internacional necesaria. **Dicho de otro modo, de ahora en adelante el crecimiento dependerá más del consumo, la inversión y la combinación de políticas, especialmente las políticas públicas, fiscales y tributarias.**

“ La «nueva normalidad» para los próximos 15 años podría parecerse más o menos a los últimos cinco años y no a los 30 años anteriores a este periodo ”

“ Para promover el desarrollo y el crecimiento, la mayoría de países con rentas bajas deben priorizar la facilitación del comercio para integrarse en las cadenas de valor globales ”

“ Un nuevo ímpetu para el comercio global exigirá nuevos acuerdos comerciales y una mayor integración de los países del hemisferio sur en la economía ”

Junio de 2017

Asignación de activos

Tablas resumen

Asignación de activos: perspectivas y convicciones de las distintas clases.

	Cambio en un mes	---	--	-	0	+	++	+++
Renta variable/deuda pública	→						□	
Bonos corp./deuda pública	→						□	
Renta variable/bonos corp.	→					□		
Duración	→				□			
Bonos corporativos	→					□		
Petróleo	↘				□			
Oro	→				□			
Liquidez EUR	→			□				
Liquidez USD	→					□		

Asignación de activos: perspectivas relativas y convicciones por clase de activos principal

	Cambio en 1 mes	---	--	-	0	+	++	+++
Renta variable	Renta variable estadounidense	→						
	Renta variable japonesa	→					□	
	Renta variable euro	→					□	
	Renta variable británica	→				□		
	Pacífico excepto Japón	→					□	
	Renta variable emergente	→					□	
Deuda pública	Bonos EE. UU., corto plazo	→		□				
	Bonos EE. UU., largo plazo	→						
	Euro core, corto plazo	→			□			
	Euro core, largo plazo	→				□		
	Periféricos euro	→					□	
	Bonos británicos	→			□			
	Bonos japoneses	→			□			
Bonos corp.	IG EE. UU.	→					□	
	HY EE. UU.	→					□	
	IG EURO	→					□	
	HY EURO	→					□	
	Deuda emergente en divisa fuerte	→					□	
	Deuda emergente en divisa local	→				□		
Divisas	USD	↘				□		
	EUR	→				□		
	JPY	→				□		
	GBP	→						□

La tabla siguiente representa el horizonte de inversión de seis a doce meses. Los cambios reflejan las perspectivas expuestas en nuestra última reunión del comité de inversión. Las distintas líneas ofrecen las perspectivas relativas de cada una de las clases de activos principales y las perspectivas absolutas de las divisas y las materias primas. Las perspectivas, los cambios en las perspectivas y las opiniones sobre las clases de activos reflejan la evolución prevista (+/-) y la solidez de las convicciones (+/+/+++). Son independientes de las limitaciones y las consideraciones relativas a la construcción de las carteras.

Estrategias de macrocobertura

	Cambio en 1 mes	0	+	++	+++	
Posición larga en bonos del Tesoro de EE. UU.	→		□			La elección de E. Macron como presidente de Francia y la perspectiva de que obtenga la mayoría absoluta en las elecciones legislativas ha eliminado prácticamente el riesgo político francés para los mercados financieros. Los debates sobre el fin de la expansión cuantitativa (en EE. UU., la Fed estaría preparada para reducir su balance) o la reducción de los programas de compra (el BCE prepararía una nueva reducción de su programa de compra de activos) son, junto con el endurecimiento de la política monetaria y los riesgos de comunicación que lleve a la confusión, son los riesgos más importantes en la actualidad. Mantenemos algunas estrategias de macrocobertura para abordarlos en caso necesario, incluyendo estrategias de posiciones largas en estrategias y posiciones largas en los títulos del Tesoro estadounidense.
Posición larga en Bunds	→	□				
Posición larga en USD	→		□			
Posición larga en JPY	→	□				
Posición larga en volatilidad	→		□			
Posición larga liquidez USD	→		□			
Posición larga en oro	→	□				
Posición larga en TIPS EE. UU.	→	□				
Posición larga en opciones de venta de renta variable	→		□			

La tabla siguiente representa un horizonte de inversión a corto plazo, de uno a tres meses. Los cambios (columna 2) reflejan las perspectivas expuestas en nuestra última reunión del comité de inversión. Las líneas expresan nuestra aversión al riesgo y nuestras estrategias de macrocobertura. Deben analizarse en relación con las tablas de asignación de activos. Una perspectiva negativa en cuanto a asignación de activos no supone una cobertura. Una perspectiva temporalmente negativa (negativa a corto plazo, pero positiva a medio plazo) podría llevarnos a proteger la cartera, sin afectar a nuestras perspectivas a largo plazo. La aplicación de la estrategia se expresa mediante una posición (+) y la escala de la posición se expresa mediante una escala gradual (+/+/+++). Estas estrategias son independientes de las limitaciones y las consideraciones relativas a la construcción de la cartera inicial sujeta a protección. Son posiciones superpuestas.

Factores de riesgo

PHILIPPE ITHURBIDE, *Director global de investigación, estrategia y análisis*

La tabla siguiente muestra factores de riesgo con las probabilidades asignadas. También desarrolla los efectos del mercado más creíbles.

[RIESGO n.º 1] Decepción con el conjunto de políticas de EE. UU.

[PROBABILIDAD] **75%**

ANÁLISIS La elección de Donald Trump supuso un gran cambio en la filosofía de EE. UU., menos determinado ahora por la lógica de ser el «policia del mundo» y más egocéntrica. Más allá de este cambio importante, la cuestión era también si la política económica se modificaría de forma importante, especialmente mediante la política fiscal e impositiva. ¿Cómo sería la política monetaria que acompañaría a estos cambios? Todas estas preguntas son cruciales. Sabemos que se prevé rebajar impuestos e impulsar el gasto en infraestructuras, pero no estas medidas no se financiarán por sí mismas, ya que el Congreso de EE. UU. (aunque de mayoría republicana) no desearía respaldar incondicionalmente al nuevo presidente con respecto a estas cuestiones. Donald Trump anunció algunas medidas importantes hace unas semanas, incluida la rebaja del impuesto de sociedades. De ser aprobada, los efectos de esta rebaja fiscal probablemente se dejarán sentir en muchos ámbitos, como la repatriación de los beneficios y los planes de inversión en suelo estadounidense. Debemos estar muy atentos a los acontecimientos.

IMPACTO EN EL MERCADO De ser aprobadas por el Congreso, es probable que las medidas anunciadas den un impulso a los mercados de renta variable y provoquen una subida de los tipos a corto y largo plazo. Así pues, la Fed podría seguir adelante con su ciclo de endurecimiento monetario. En cambio, si no se aprueban, cabe esperar una gran decepción en los mercados financieros, los cuales, en nuestra opinión, esperaban demasiado del presidente estadounidense. Tendremos que estar muy pendientes a las negociaciones con el Congreso.

[RIESGO n.º 2] Italia: ¿será el siguiente paso un referéndum sobre el *Italexit*?

[PROBABILIDAD] **15%**

ANÁLISIS El nombramiento de un Gobierno de tecnócratas (encabezado por Paolo Gentiloni) y la prolongación del programa de compra de activos del BCE tranquilizaron a los mercados financieros italianos, pero ahora lo que importa es la revisión de la ley electoral a medida que se aproximan las elecciones generales. Previstas inicialmente para febrero de 2018, los mercados financieros temen, por un lado, un adelanto de las elecciones (¿durante la segunda mitad de 2017?), las cuales se saldarían con una victoria del «populista» Movimiento Cinco Estrellas y, por otro lado, la celebración de un referéndum sobre la pertenencia a la Unión Europea (*Italexit*). El auge del populismo (sinónimo del rechazo al sistema, del rechazo a los partidos tradicionales, del auge del proteccionismo, del rechazo a la globalización, de la rabia contra la creciente desigualdad, del rechazo a la centralización, de la hostilidad a las reformas de los sistemas sociales, etc.) también es una realidad en Italia y en muchos otros países. Existe un riesgo de cambio importante después de cinco años de relativa estabilidad política. Ese sería sin duda el peor escenario, que inicialmente podría provocar inestabilidad o una crisis política y, desde luego, la suspensión de las reformas. Recordemos, no obstante, que el Movimiento Cinco Estrellas es más antisistema que antieuropeo. Sin embargo, los italianos se cuentan entre los europeos menos entusiastas con respecto al euro. Dicho esto, la mera celebración referéndum sobre Europa provocaría una gran incertidumbre.

IMPACTO EN EL MERCADO La perspectiva de elecciones anticipadas traería consigo un periodo de inestabilidad política. Es una mala noticia para este país, cuyo crecimiento económico va a la zaga (especialmente comparado con España, su mercado «comparable»). Sin embargo, su deuda está protegida por el programa de expansión cuantitativa del BCE, que contribuye a impedir la fuga de los inversores (que buscan rendimientos y diferenciales). En caso de que referéndum sobre el *Italexit* (todavía inconstitucional, de momento), el mercado de renta fija italiano supondría un riesgo específico y los diferenciales de los tipos de interés se deteriorarían aún más debido al encarecimiento del riesgo italiano. La inestabilidad política también debilitaría significativamente sus mercados de renta variable y de tipos de interés.

[RIESGO n.º 3] Malinterpretación de las intenciones de la Fed... 0 error de cálculo por parte de la Fed

[PROBABILIDAD] **30%**

ANÁLISIS Dados los conflictos entre la Administración Trump y Janet Yellen, es muy dudoso que la presidenta de la Fed sea confirmada en el cargo para un segundo mandato (su primer mandato finaliza en 2018). Trump ha criticado la «autocomplacencia» de la política monetaria y los republicanos también han expresado su hostilidad contra Yellen, especialmente por lo que respecta a sus posiciones sobre la regulación, cuya reducción es una prioridad para el presidente Trump. Una mala interpretación de las intenciones y las decisiones de la Fed y es un factor de riesgo importante desde hace mucho tiempo. Con un crecimiento del PIB de en torno al 2%, la inflación próxima al 2% y el desempleo en el nivel actual, en un ciclo normal el tipo de los fondos federales estaría mucho más alto que ahora. La Fed se encuentra técnicamente «por detrás de la curva». Esto es aún más cierto cuando, en la mitad de los casos (seis de las últimas doce veces) desde 1945, a los ciclos de endurecimiento monetario les siguió una recesión económica en EE. UU. en un plazo de dos años. Eso es sin duda lo que teme el mercado en caso de que la Fed actúe demasiado rápido y, sobre todo, con demasiada contundencia. De momento, la Fed sigue actuando de forma precavida. No ha modificado sus perspectivas con respecto al crecimiento, la inflación o la política de tipos de interés desde que Donald Trump llegó al poder. Dicho de otro modo, no ha hecho nada que confirme las esperanzas de un «efecto Trump» sobre la situación en Estados Unidos. A pesar de todo, se espera que la Fed suba sus tipos dos veces de aquí al final de 2017. Sin embargo, cabe ser precavidos: la Fed debe evitar cualquier error de comunicación. Los mercados podrían reaccionar mal

Junio de 2017

Factores de riesgo

si los tipos suben prematuramente, excesivamente o sin un motivo justificado, o en caso de algún imprevisto importante. Cuanto mayor sea el estímulo fiscal y tributario, mayores probabilidades tendrá la Fed para subir sus tipos oficiales sin provocar demasiados daños en los mercados financieros.

IMPACTO EN EL MERCADO Si la Fed actúa con torpeza, podemos esperar una fuerte caída de la renta variable y un contagio a los mercados emergentes, que ya se han debilitado. Una situación así provocaría una ampliación de los diferenciales y los tipos de interés entre Europa y EE. UU., y debilitaría de nuevo el euro: dos factores favorables para los activos de riesgo europeos.

[RIESGO N.º 4] **Un «aterrizaje forzoso» de China o el estallido de la burbuja del crédito** [PROBABILIDAD] **20%**

ANÁLISIS El modelo de negocio chino ha cambiado en la última década. El crecimiento ya no depende tanto de las exportaciones como antes y la demanda se ha convertido en el primer motor del crecimiento. Esta evolución presenta algunos inconvenientes: existen indicios de un exceso de crédito, la deuda se ha disparado, la competitividad industrial se ha deteriorado y la mejora de la productividad se está reduciendo. Para simplificar, el crecimiento potencial se ha reducido. La pregunta no es si el crecimiento futuro y potencial será más bajo. Se da por supuesto. Sino más bien si el crecimiento corre el riesgo de caer con fuerza (y muy) por debajo de su potencial (entre el 3% y el 5% actual frente al 10% de hace 15 años). Debe prestarse mayor atención a la situación de la deuda privada china, ya que varios parámetros de la deuda se han tornado especialmente preocupantes en los últimos años, como el ratio en relación con el PIB y su evolución a largo plazo. Se trata de uno de los indicadores preferidos del Banco de Pagos Internacionales, que lo considera el mejor indicador de una crisis financiera. La evolución de este indicador desde hace menos de diez años no resulta muy tranquilizadora.

IMPACTO EN EL MERCADO Un escenario así (aterrizaje forzoso, estallido de la burbuja del crédito) tendría un impacto muy negativo y su efecto dominó sería tremendamente desastroso: vulnerabilidad de los sistemas bancarios, vulnerabilidad del sistema financiero, vulnerabilidad de la deuda pública y privada de China, impacto sobre las materias primas y los países emergentes, impacto sobre las divisas de países exportadores de materias primas, de los países avanzados y de los países emergentes... La Fed interrumpiría su «ciclo de endurecimiento» y el BCE mantendría su política de expansión cuantitativa.

[RIESGO N.º 5] **Desplome del crecimiento mundial** [PROBABILIDAD] **15%**

ANÁLISIS Un aterrizaje forzoso de la economía china supondría un desplome del crecimiento global, pero otras circunstancias son posibles. El continuo descenso de los precios de las materias primas y el comercio global, una política monetaria excesivamente restrictiva de EE. UU. y la debilidad estructural de la actividad económica europea están despertando los temores a una caída del crecimiento global. Hasta ahora, la desaceleración de los países emergentes ha sido un hecho palpable, mientras que los países «avanzados» llevan ya cuatro años avanzando. Los «países avanzados» podrían sufrir otra desaceleración como efecto secundario de los países emergentes (caída de las exportaciones), otro descenso de la inversión, el empleo, etc., en resumen, de la demanda interna (principalmente el consumo privado), actualmente el principal motor del crecimiento.

IMPACTO EN EL MERCADO Dejando a un lado el uso de políticas económicas expansionistas (especialmente la política fiscal), podríamos enfrentarnos a una guerra de divisas, entre los países emergentes por lado y entre los países avanzados y los países emergentes por otro. Cabe esperar un pésimo comportamiento de los activos de riesgo, la renta variable y el crédito.

[RIESGO N.º 6] **Una recesión en EE. UU.** [PROBABILIDAD] **20%**

ANÁLISIS Esperamos un crecimiento del 2% en 2017 (frente al 1,6% en 2016), seguido de una ligera aceleración en 2018 (2,2%). En este momento, una recesión en Estados Unidos no es una posibilidad, pero la falta de margen de maniobra de la Fed resulta preocupante. La situación actual es totalmente diferente a la de 2004-2006. En esos dos años, la Fed logró subir los tipos de interés 17 veces —un total de 425 puntos básicos—, obteniendo así un margen que pudo utilizar rápidamente cuando sobrevino la crisis financiera. Hoy en día el contexto no puede ser más distinto. La Fed va a la zaga del ciclo económico y la estabilidad financiera y, en menor medida, el dólar estadounidense no puede permitirse subidas así de los tipos de interés. Lo que también preocupa es la incertidumbre acerca de la futura política económica. Llevada al extremo, el proteccionismo (y su impacto en México y China, principalmente), un estricto plan contra la inmigración (con una reducción de la fuerza laboral y la población, así como un incremento de los costes laborales) y la renegociación de los tratados comerciales podrían hacer prever una recesión. Pero es improbable que este programa se apruebe tal cual.

IMPACTO EN EL MERCADO Una recesión en EE. UU. sería catastrófica para la economía global y, a pesar de gozar de mejor salud, Europa no podría evitar sus efectos. Los tipos a corto plazo se mantendrían bajos durante un periodo prolongado y la Fed, sin margen en lo que respecta a la política monetaria convencional, no tendría más opción que recurrir a una cuarta fase de expansión cuantitativa. Podemos esperar un impacto muy negativo sobre los activos de riesgo y, especialmente el mercado estadounidense, en un escenario de burbuja. El impacto inicial será negativo y la falta de credibilidad de los bancos centrales seguramente añadiría volatilidad e inquietud. Hay que contar con nuevos e importantes desequilibrios presupuestarios.

Junio de 2017

Factores de riesgo

[RIESGO N.º 7] Fuerte devaluación del yuan

[PROBABILIDAD] 10%

ANÁLISIS Hasta ahora, China ha utilizado la política monetaria, la política presupuestaria, la política fiscal y la política de ingresos como herramientas de estímulo, cuidándose de utilizar la política cambiaria. La adopción de una política proteccionista en Estados Unidos sería letal, las autoridades chinas serían incapaces y no estarían dispuestas a seguir esta política cambiaria, debido sobre todo a que el yuan no está especialmente infravalorado. Las autoridades chinas se vieron obligadas a intensificar los controles de capitales en enero, una decisión contraria a sus planes a largo plazo. Más allá de las consecuencias inmediatas sumamente negativas para los mercados financieros, una devaluación brusca (de al menos el 10% en un día) se interpretaría, sin duda, como que se admite la debilidad del conjunto de la política económica. Un riesgo muy bajo, pero potencialmente muy dañino, porque el mayor reto para China ahora es abrir su cuenta de capital: atraer a inversores internacionales supone aceptar una política monetaria menos independiente, un tipo de cambio más volátil, diferentes normas entre el mercado *onshore* y el mercado *offshore*, unos flujos de capitales más volátiles, unos mercados administrados con menor facilidad más dependientes de los inversores internacionales, una mayor transparencia sobre la situación de las empresas y, especialmente, de las empresas de propiedad estatal... En resumen, un cambio bastante radical en materia de gobierno. Una fuerte devaluación del yuan sería una pésima decisión.

IMPACTO EN EL MERCADO En este tipo de escenario, cabría esperar una caída importante en los mercados. Una devaluación sorpresa supondría el inicio de una guerra de divisas más intensa, especialmente en Asia. Las políticas monetarias se relajarían significativamente para evitar la revalorización de las divisas. Un golpe para el euro y para la economía europea, porque las divisas de los mercados emergentes suponen una parte significativa de su tipo efectivo.

[RIESGO N.º 8] Una desaceleración importante en las economías emergentes y/o los precios de las materias primas

[PROBABILIDAD] 20%

ANÁLISIS La caída de los precios de las materias primas, el descenso del crecimiento chino y el próximo cambio en la política monetaria (y la política comercial) son factores que, durante los últimos años, han alentado los temores a una repetición de la crisis de 1997-1998 (cuando los mercados emergentes se desplomaron de forma generalizada). Hemos de recordar que los mercados emergentes llevan sufriendo tensiones desde que EE. UU. puso fin a sus programas de expansión cuantitativa. Asia ha sido capaz de resistir dichas tensiones, alentada por la fortaleza de la economía china y su capacidad para superar las dificultades, y porque es básicamente una región consumidora de materias primas. En ocasiones, los indicadores adelantados de actividad e impagos corporativos han puesto a los mercados en máxima alerta, pero los recursos empleados por los mandatarios chinos (rebajas de los tipos de interés y de las reservas bancarias obligatorias, inyección de liquidez, medidas fiscales e impositivas, mantenimiento de la política monetaria, etc.) lo arreglan todo al final. El riesgo es que la demanda interna se frustre y que las políticas económicas resulten totalmente ineficaces. Sin embargo, este riesgo ha disminuido en los últimos meses: estos mercados se han revitalizado especialmente por factores como la subida de los precios del petróleo (mayor cohesión en la OPEP); la revisión al alza del crecimiento en Estados Unidos, Japón y Europa; el «sentido común» de la Fed; y la entrada de capital (excepto en el caso de China). Los temores a una vuelta al proteccionismo por parte de Estados Unidos han reavivado la preocupación por los resultados económicos de muchos países emergentes.

IMPACTO EN EL MERCADO Aunque la caída de los precios del petróleo es una ventaja para los países avanzados consumidores de materias primas, cuesta creer que esos países estuviesen totalmente aislados. Con el declive de los precios de las materias primas y la desaceleración de la actividad económica, debemos contar con la continua caída de las divisas de los mercados emergentes así como con salidas de capitales de dichos mercados. Hay que elegir clases de activos de países avanzados y refugios seguros.

[RIESGO N.º 9] Los problemas tras el *Brexit* debilitan al Reino Unido durante un periodo prolongado

[PROBABILIDAD] 70%

ANÁLISIS «*Todo tiene un precio. Los británicos deben saberlo*», afirmó Wolfgang Schäuble. «*No queremos debilitar a Gran Bretaña. Pero tampoco queremos debilitar al resto de Europa. Después de su salida, Gran Bretaña no debe gozar de ventajas que no tengan otros países*». Angela Merkel reiteró que los británicos no deben «hacerse ilusiones» acerca del proceso del *Brexit*. El tono ha quedado marcado. Según las estimaciones, Reino Unido podría «perder» entre el 2,5% y el 9,5% de su PIB en este escenario. Los volúmenes y los costes del comercio se verían afectados, especialmente en los sectores de los servicios financieros, químico y automovilístico, todos ellos plenamente integrados en la UE. Para el Reino Unido, el riesgo reside en su futura capacidad de comerciar libremente en el mercado único (el mercado de servicios, para ser más exactos), adquirir la independencia que desea sin las limitaciones de la UE. Parece improbable y, en cualquier caso, eso es lo que está en juego en las continuas negociaciones. Quedan algunos puntos delicados, como el acceso al mercado único y la factura del divorcio que el Reino Unido tendrá que pagar a la UE, la cual se estima en 60.000 millones de euros.

IMPACTO EN EL MERCADO En ese caso, cabría esperar un mayor debilitamiento de la libra esterlina y del PIB a largo plazo de la economía británica, dos factores que podrían prolongar el *statu quo* monetario. Sin duda, los activos financieros de la zona euro también se debilitarían.

Junio de 2017

Factores de riesgo

[RIESGO N.º 10] Una nueva crisis en Europa relacionada con el *Brexit*

[PROBABILIDAD] **20%**

ANÁLISIS Desde el punto de vista puramente económico, no es probable que el *Brexit* incida demasiado en la UE. Los más perjudicados serían aquellos que mantienen estrechos lazos con el Reino Unido, especialmente Irlanda, pero también Luxemburgo, Bélgica, Suecia, Malta y Chipre, si nos atenemos a la naturaleza de las exportaciones, los flujos de inversión directa y el sector financiero. El riesgo es principalmente político: que otros países europeos preconicen una Europa «a la carta» y/o muestren divisiones profundas sobre cómo gestionar la salida del Reino Unido. Pero a día de hoy no es así, ya que los países de la UE de los 27 actúan de momento con una sola voz. Gestionar la salida del Reino Unido de la UE equivale a gestionar el divorcio más difícil de la historia. Una cosa es segura: pone a prueba de forma importante (una vez más) la capacidad de Europa de gestionar una crisis, convencer a Europa de que tiene un plan para sí y eliminar cualquier intento de una Europa «a la carta» que pudiera surgir en cualquier país de la UE. De producirse, una nueva crisis europea podría ser letal, a menos que se dé un salto importante hacia el federalismo, algo muy improbable). Téngase en cuenta que las negociaciones con el Reino Unido tienen lugar en medio de un año electoral en Francia y Alemania, lo que probablemente no sea el contexto político ideal. Será necesario reconciliar a los europeos con la idea de Europa y, en particular, tranquilizar a los euroescépticos, lo que no será fácil.

IMPACTO EN EL MERCADO Los efectos negativos son de sobra conocidos: ampliación de los diferenciales de la deuda soberana y del crédito, el aumento de la volatilidad; solo que esta vez vendrían acompañados de un fuerte debilitamiento del euro. Una nueva crisis podría confirmar perfectamente los escenarios de que el bloque se está rompiendo o, al menos, la salida de los países más débiles. A menos que el escenario de salida suponga una tentación para los más fuertes, algo bastante verosímil, porque terminarán cansándose –desde el punto de vista político– de respaldar económica y financieramente a los países en dificultades.

[RIESGO N.º 11] Mayor inestabilidad financiera

[PROBABILIDAD] **50%**

ANÁLISIS En los últimos años, las políticas de los bancos centrales han permitido el regreso de la estabilización financiera. Los tipos a corto y largo plazo más bajos, la menor volatilidad y los diferenciales de crédito más reducidos son factores que han propiciado un entorno de mayor estabilidad. Téngase en cuenta, sin embargo: (i) La estabilidad tiene un elemento forzado que no se debe subestimar. Los bancos centrales no pueden resolver todos los problemas por sí mismos (empleos, inversión, crecimiento, etc.) y, si las condiciones actuales no mejoran mucho más, podría generarse un cierto grado de desilusión o decepción, lo que a su vez sería una fuente de inestabilidad. (ii) Las políticas monetarias han llegado al límite, tanto los tipos negativos como la expansión cuantitativa, y no cabe esperar gran cosa de ellas. La respuesta macroeconómica provendría finalmente de la política fiscal e impositiva y, tradicionalmente, el gasto público tiene menos factores de estabilización de los mercados financieros que los bajos tipos de interés. (iii) Por último, las diversas elecciones previstas en Europa afectan siempre a la volatilidad de los activos financieros.

IMPACTO EN EL MERCADO Una mayor inestabilidad financiera provocaría un aumento de la volatilidad y de los diferenciales del crédito, especialmente en Europa, donde el mercado laboral es más débil y los riesgos políticos y sociales son mayores.

[RIESGO N.º 12] Crisis de liquidez

[PROBABILIDAD] **20%**

ANÁLISIS Aparte de los escenarios de riesgo expuestos anteriormente, que podrían provocar la liquidación de posiciones y/o carteras, vale la pena volver a recordar que las restricciones de la liquidez prevalentes abogan por una mayor precaución. Desde la crisis financiera de 2008, el declive de los inventarios de los bancos de inversión, las restricciones normativas que han obligado a los grandes actores a comprar y mantener grandes cantidades de bonos, la reducción de las operaciones por cuenta propia y las actividades de creación de mercado, y el dominio de los bancos centrales mediante los programas de expansión cuantitativa han «drenado» los mercados de renta fija y cerrar una posición o cartera lleva más tiempo ahora (siete veces más tiempo que antes de la crisis financiera de 2008 si nos fiamos de un estudio del Banco de Inglaterra realizado hace algo más de dos años). Aunque los diferenciales del precio de oferta y demanda se han reducido desde la crisis financiera (debido a la caída de los tipos de interés), los volúmenes de negociación se han reducido significativamente, al igual que la velocidad de ejecución, dos grandes reflejos de la liquidez o la ausencia de la misma. Recuerden que cuanto menos líquidos son los mercados menos reflejan sus precios los fundamentales, más pueden ser manipulados, mayores son los riesgos de contagio, mayor y más inestable es la volatilidad y menor es su capacidad para absorber sorpresas negativas. Algo para nada alentador.

IMPACTO EN EL MERCADO Esto debe tenerse en cuenta a la hora de tomar decisiones de inversión, así como en las restricciones de la construcción de cartera y las pruebas de tensión. Cabe esperar planes de salida o de macrocobertura para los segmentos menos líquidos de las carteras o aquellos que probablemente serán menos líquidos en una crisis. El programa de compra de activos del BCE está provocando una reducción de la liquidez (negativo), pero también está contribuyendo a mantener baja la volatilidad (positivo)... Las preocupaciones volverán a salir a reducir en cuanto el debate sobre el fin de la expansión cuantitativa sea noticia, una tendencia que seguramente irá en aumento a partir de ahora.

Junio de 2017

Factores de riesgo

[RIESGO N.º 13] **Colapso bancario**

[PROBABILIDAD] **5%**

ANÁLISIS Este riesgo nos parece muy exagerado. Es verdad que los tipos negativos están penalizando a los bancos, el coste del capital sigue siendo elevado (lo que refleja en realidad el peso de las pasadas crisis) y que los temores a una nueva crisis, la incertidumbre acerca de la regulación y la dificultad de los inversores para diferenciar entre bancos y entre sistemas bancarios siguen influyendo. Sin embargo, no somos pesimistas. Los bancos de 2017 tienen poco que ver con los bancos de 2008 o 2011: no solo han conseguido grandes cantidades de capital, sino que el sistema anticrisis del BCE está ahora muy consolidado, con la supervisión bancaria y las pruebas de tensión. Además, las líneas de acceso a la liquidez del BCE han reducido drásticamente el riesgo específico y el riesgo sistémico durante más de dos años. La vuelta del crecimiento es ahora un activo. También cabe observar que en los últimos trimestres —y especialmente desde la elección de Donald Trump—, buena parte del universo de renta fija ha vuelto a situarse en territorio positivo y hemos asistido a un pronunciamiento de la curva de tipos; ambas cosas son ventajas evidentes para los beneficios de los bancos. En resumen, la situación ha mejorado considerablemente.

IMPACTO EN EL MERCADO Entre los factores que provocan debilidad, la incapacidad de distinguir entre bancos y entre sistemas bancarios es sin duda el más preocupante: cualquier rumor o dificultad en relación con los bancos genera olas de inquietud, ampliaciones de los diferenciales y un desplome de los valores bancarios. No es necesario entrar en detalles sobre las repercusiones para la estabilidad financiera o las economías si se produjese alguna quiebra bancaria.

[RIESGO N.º 14] **Los riesgos políticos se intensifican**

[PROBABILIDAD] **70%**

ANÁLISIS Desde el punto de vista geopolítico, los mercados se encuentran actualmente en un contexto complicado: Siria, el Estado Islámico, Turquía, los ataques terroristas y los flujos migratorios son algunos de los factores que debilitan los vínculos diplomáticos entre países, especialmente en Europa. Estados Unidos entró oficialmente en este debate al elegir a Donald Trump y con la perspectiva de la deportación de inmigrantes. No esperen que estos problemas y conflictos constantes se resuelvan rápidamente. La inclusión de los riesgos geopolíticos en las carteras (ofreciendo sistemáticamente estrategias de macrocobertura) cobra un mayor sentido ahora.

IMPACTO EN EL MERCADO Sin duda, habrá picos periódicos de tensión y volatilidad. Los riesgos geopolíticos actuales están claramente identificados y son muy concretos. El alcance de otros riesgos políticos resulta más difícil de predecir, incluidas las consecuencias del nuevo rumbo que adopte la diplomacia estadounidense. ¿Es probable que esta combinación de factores afecte a las perspectivas de crecimiento o a los mercados financieros? No hay nada claro de momento, pero la probabilidad es muy alta.

[RIESGO N.º 15] **Los riesgos políticos se intensifican (calendario electoral, populismo, etc.)**

[PROBABILIDAD] **30%**

ANÁLISIS Desde el punto de vista político, los mercados se encuentran actualmente en un contexto muy complicado. En 2017 tendrán lugar muchas citas electorales, algunas especialmente importantes: elecciones generales en Alemania en el otoño de 2017. Lo más intrigante/preocupante es el auge de los partidos extremistas (partidos de extrema derecha en los países del núcleo central de Europa y partidos de extrema izquierda en los países periféricos) y del populismo, que tiene su reflejo en cuestiones relacionadas con el proteccionismo, la política contra la inmigración y en favor del déficit público. Inevitablemente, algunos partidos se sentirán tentados por estos problemas para complacer a un electorado cada vez más sensible a la creciente desigualdad y la carga fiscal. Históricamente, esas políticas (especialmente el proteccionismo) provocan generalmente fases de crecimiento muy débil (o nulo) y mayor inflación. Estas fases de estancamiento económico y déficit público importante llevan inevitablemente a periodos de recesión e inestabilidad política y financiera. Europa se enfrenta también a la perspectiva de referéndums en países como Francia e Italia. Tras las recientes elecciones (España, Italia, Austria y especialmente Francia), este riesgo se ha reducido: ningún país europeo ha otorgado el poder a un partido de extrema derecha y, sin infravalorar la importancia de estos partidos o esta tendencia, contamos con la posibilidad de un eje francoalemán reforzado.

IMPACTO EN EL MERCADO Los riesgos políticos actuales están claramente identificados, pero los interrogantes sobre el gobierno y el futuro liderazgo de la UE parecen mucho más relevantes ahora que el auge del proteccionismo y los deseos difusos de salir de Europa. Es el mal menor. Pero, ¿afectará esto a las perspectivas de crecimiento o a los mercados financieros? La respuesta es no.

[RIESGO N.º 16] **Un repunte sostenible y significativo de los rendimientos de los bonos europeos**

[PROBABILIDAD] **20%**

ANÁLISIS Desde la crisis financiera, los tipos a largo plazo han bajado significativamente. La búsqueda de rendimientos en este desierto tan bajo o negativo apuesta por tres oasis de diferenciales: la deuda emergente, la deuda privada y la deuda de alto rendimiento (*high yield*). Especialmente desde 2016, el riesgo de los rendimientos más altos de los bonos proviene de Estados Unidos, no de la zona euro. El alza de los tipos a largo plazo de EE. UU. puede deberse a cinco factores principales: (i) una mejora significativa de las perspectivas de crecimiento; (ii) un endurecimiento más contundente de las políticas de tipos de interés, (iii) el «verdadero» fin de la expansión cuantitativa (la no sustitución de los bonos que vencen), (iv) un resurgimiento de la inflación y/o (v) un desmantelamiento a gran escala de la política fiscal e impositiva. Todos estos factores (la realidad, las medidas anunciadas o temidas) han cobrado fuerza en Estados Unidos. Por lo que respecta a EE. UU., esperamos una prolongación del ciclo de crecimiento actual (que flaquea desde hace varios trimestres), pero no la

Junio de 2017

Factores de riesgo

llegada de un nuevo ciclo de crecimiento. La Fed está subiendo sus tipos, se esperan políticas fiscales y tributarias más expansionistas, lo que justifica los movimientos al alza de los tipos a largo plazo, pero, en nuestra opinión, resulta excesivo confiar en una subida permanente y significativa de los tipos a largo plazo estadounidenses, una conclusión aún más cierta por lo que respecta a la zona euro: la situación en cuanto al crecimiento, la inflación, el ciclo de la política monetaria, el programa de expansión cuantitativa del BCE y la capacidad (relativamente) escasa para volver a poner en marcha el motor económico mediante la política presupuestaria y fiscal protegen de forma eficaz a los mercados europeos frente a las subidas de los tipos en Estados Unidos. Protegerá, pero desde luego no será suficiente para evitar una subida de los tipos a largo plazo (crecimiento más sólido, ligera subida de los índices de precios, debate sobre el fin de los tipos negativos y los programas de expansión cuantitativa del BCE, nuevas medidas presupuestarias y fiscales más favorables al crecimiento, etc.), ya que todos estos factores bastarán seguramente para impulsar al alza los tipos.

IMPACTO EN EL MERCADO Una subida desmedida de los tipos a largo plazo sería una mala noticia para las economías sensibles (sobre todo Francia y Alemania). Sin duda, sería peor en Estados Unidos, cuya sensibilidad a los tipos de interés a largo plazo ha aumentado con el reapalancamiento de las empresas, lo que debilita el crecimiento y aboga por una futura caída de los rendimientos de los bonos. También cabe apuntar que toda subida de los tipos a largo plazo supone un obstáculo para la política monetaria y para el potencial de subida de los tipos de interés de la Fed. Otro motivo para dudar de una subida sostenible e importante de los rendimientos de los bonos estadounidenses.

Contexto macroeconómico

AMÉRICA		FACTORES DE RIESGO
ESTADOS UNIDOS	<p>Crecimiento del primer trimestre decepcionante, la incertidumbre sobre la política fiscal persiste</p> <ul style="list-style-type: none"> > El decepcionante crecimiento económico del primer trimestre (1,2%) no es suficiente para echar por tierra el ciclo. Las encuestas económicas siguen apuntando a un panorama favorable y el mercado laboral está fuerte. > Los problemas políticos de Donald Trump tampoco están poniendo en riesgo el ciclo de expansión. Tan solo hacen que le resulte más difícil cumplir sus promesas electorales, aunque en cualquier caso es probable que los republicanos alcancen un acuerdo sobre las rebajas fiscales. Por otra parte, las tentaciones proteccionistas de Trump y los republicanos en la Cámara de Representantes parecen haberse frenado por la fuerte resistencia. 	<ul style="list-style-type: none"> > Gran incertidumbre en relación con las decisiones de la nueva Administración > Potencial de crecimiento obstaculizado en un futuro inmediato («estancamiento secular») > Deterioro de los márgenes corporativos
BRASIL	<ul style="list-style-type: none"> > La inflación se ha reducido considerablemente y el BCE se ha embarcado en un ciclo de relajación monetaria que probablemente va a mantener si todo lo demás continúa igual. > Los indicadores de actividad económica están mejorando. > La recuperación ha sido cortada de raíz por un nuevo episodio en la crisis política, que una vez más afecta directamente al presidente, y por nuevas revisiones a la baja de la calificación de la deuda soberana. 	<ul style="list-style-type: none"> > Relajación de la política fiscal, especialmente con una reforma muy pequeña de las pensiones. > Fuerte caída del real > Caída en recesión
EUROPA		
ZONA EURO	<p>El riesgo político retrocede tras las elecciones presidenciales francesas</p> <ul style="list-style-type: none"> > Los indicadores económicos siguen sorprendiendo al alza (algunos de ellos se sitúan en niveles máximos de varios años). Hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento al 1,6% para 2017 y al 1,5% para 2018, desde los porcentajes anteriores del 1,5% y el 13%. Aun así, el ciclo económico en Europa va a la zaga del ciclo en EE. UU. y todavía no está en condiciones de generar presiones inflacionistas. De momento, la inflación subyacente se mantiene estable y ligeramente por debajo del 1% anual. > El riesgo político se ha reducido, pues el resultado de las elecciones presidenciales francesas ha eliminado el riesgo de <i>Frexit</i> que preocupaba a los mercados. La incertidumbre política continúa en Italia (cuyas elecciones están previstas para mayo de 2018 como muy tarde) con una fuerte dosis de euroescepticismo, pero el escenario más probable es que Italia siga estando gobernada por una coalición proeuropea. Por su parte, no es probable que las elecciones generales alemanas de septiembre provoquen ninguna alteración en los mercados. 	<ul style="list-style-type: none"> > Riesgo político (auge de los partidos protesta, <i>Brexit</i>) > Contagio de las dificultades económicas y/o financieras de los países emergentes. > Aumento del riesgo geopolítico
REINO UNIDO	<p>La economía está comportándose mejor de lo esperado. Pero la incertidumbre política está empezando a tener consecuencias.</p> <ul style="list-style-type: none"> > El resultado de las elecciones previstas para el 8 de junio es muy incierto. En este momento, la falta total de claridad sobre las relaciones futuras con la UE y las difíciles negociaciones que vendrán acabarán por minar la confianza y perjudicar a la economía. > La economía está empezando a debilitarse con el aumento de la inflación derivado de la depreciación de la libra esterlina y la incertidumbre relacionada con las perspectivas futuras. En 2017-18 se aplicará una política fiscal ligeramente expansionista (a diferencia de los dos años anteriores) y el Gobierno dispone de cierto margen para flexibilizar su política en caso necesario. 	<ul style="list-style-type: none"> > Impacto de la incertidumbre relacionada con el <i>Brexit</i> > Los déficits público y exterior siguen siendo muy elevados
ASIA		
CHINA	<p>China: un efecto estabilizador sobre la economía global y las divisas en 2017 y puede que también en 2018</p> <ul style="list-style-type: none"> > Creemos que la estabilización de la economía china continuará durante todo 2017 y al entrar en 2018. > Los motivos de la estabilización económica de China son tanto ascendentes como descendentes. Tanto el gasto privado en bienes de capital como el gasto público se encuentran en ciclos expansivos y están superando las previsiones del mercado. > La estabilización económica china mayor de la prevista (de 2016 a 2018) está provocando una recuperación global, que beneficia claramente a los sectores cíclicos, las materias primas y los mercados emergentes. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contribución a la estabilización de la economía y las divisas globales en 2017 y probablemente también en 2018 > El ciclo global se está prolongando gracias a la estabilización de la economía china entre 2016 y 2018
INDIA	<p>India: motor de crecimiento constante para Asia en 2017, a pesar de la desmonetización</p> <ul style="list-style-type: none"> > La desaceleración del gasto discrecional, las ventas de coches y las cosechas de invierno fue menos grave de lo previsto tras la desmonetización. Sin embargo, fue más evidente en el sector de la construcción > Nuestro escenario básico apunta a una prolongada moderación de la inflación en 2017. Creemos que las medidas de desmonetización solo tendrán un efecto pasajero sobre el crecimiento y la inflación. > Los principales problemas sobre la disputa en torno al impuesto a los bienes y servicios se han resuelto y es probable que el impuesto se aplique en julio de 2017. 	<ul style="list-style-type: none"> > El crecimiento de India está en condiciones de mantenerse tras la desmonetización > Prolongada moderación de la inflación
JAPÓN	<p>La recuperación continúa, con un crecimiento por encima del potencial.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La economía se beneficia de la mejora del ciclo industrial y del ciclo comercial internacional en Asia. El desempleo se encuentra en su nivel más bajo en 20 años, pero el descenso de los salarios (en términos reales) podría afectar al gasto en consumo. El plan de estímulo fiscal y la rebaja del impuesto de sociedades son factores de apoyo importantes. Pero es probable que el crecimiento se ralentice en 2018 con respecto a 2017, año para el que las previsiones se han revisado al alza. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposición a China > Política de tipos de interés negativos

Junio de 2017

Previsiones macroeconómicas y financieras

PREVISIONES MACROECONÓMICAS

- **Estados Unidos:** continúan la expansión y la mejora del mercado laboral. Las dificultades políticas de Donald Trump no suponen un peligro para la continuación del ciclo. Las rebajas fiscales se aplicarán probablemente antes de las elecciones de mitad de mandato de 2018 lo que podría ayudar a que el crecimiento se estabilice en torno al 2%.
- **Japón:** el crecimiento sorprendió al alza en el primer trimestre (2,1%). Se trata del quinto trimestre consecutivo de expansión. La política fiscal sigue siendo un motor de crecimiento y la política del Banco de Japón está permitiendo preservar las condiciones de la política monetaria flexible. Sin embargo, el crecimiento del PIB nominal es muy bajo, debido a la caída de los precios (defactor del PIB) y la remuneración real de los empleados disminuyó por segundo trimestre consecutivo. Es probable que el crecimiento se desacelere.
- **Zona euro:** la recuperación se afianza. La confianza se encuentra en su nivel más alto desde 2011, lo que indica una mejora de la economía con unas condiciones monetarias que siguen siendo laxas, a pesar de la subida de los tipos de interés. Es importante seguir presentado atención al riesgo político (especialmente en Italia).
- **Brasil:** el crecimiento del PIB del primer trimestre fue del -0,4%, una cifra mejor que la del trimestre anterior (-2,5% interanual). Sin embargo, esta mejora puede explicarse principalmente por la restitución de las existencias. Hemos revisado al alza nuestra previsión para 2017, del -0,5% anterior al 0%. Seguimos siendo precavidos debido a la debilidad de la demanda y la incertidumbre política, así como las reformas presupuestarias.
- **Rusia:** para el primer trimestre de 2017 se ha previsto una subida del PIB del 0,5% en términos interanuales, comparado con el 0,3% interanual del cuarto trimestre de 2016 de la estimación preliminar. Esta cifra refuerza nuestra hipótesis de vuelta al crecimiento positivo en 2017. Sin embargo, debido a la falta de información sobre los componentes en el momento de escribir y a la fragilidad de los indicadores económicos, mantenemos nuestra cifra de crecimiento del 1% interanual en 2017.

Medias anuales (%)	Crecimiento del PIB real %			Inflación (IPC interanual %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EE. UU.	1,6	2,0	2,0	1,3	2,5	2,3
Japón	1,0	1,2	1,0	-0,1	0,3	0,9
Zona euro	1,7	1,6	1,5	0,2	1,5	1,2
Alemania	1,8	1,7	1,6	0,4	1,6	1,4
Francia	1,2	1,4	1,3	0,3	1,3	1,1
Italia	0,9	1,1	1,1	-0,1	1,2	1,1
España	3,2	2,3	1,6	-0,2	1,3	1,2
Reino Unido	1,8	1,5	1,3	0,6	2,5	1,9
Brasil	-3,6	0,0	1,4	8,7	4,4	5,4
Rusia	-0,2	1,0	1,8	7,0	4,5	5,1
India	7,5	7,6	7,6	5,4	5,2	5,2
Indonesia	5,0	5,2	5,2	4,5	4,5	4,5
China	6,7	6,4	6,0	1,2	1,5	1,4
Turquía	2,9	3,4	2,5	7,8	10,1	8,9
Países desarrollados	1,6	1,8	1,7	0,7	1,8	1,7
Países emergentes	4,0	4,3	4,4	4,1	3,9	3,5
Mundo	3,0	3,2	3,2	2,6	3,0	2,7

Fuente: Análisis de Amundi

PERSPECTIVAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

- **Fed:** la Fed volverá a subir el tipo de los fondos federales en junio. Al final del año, la Fed anunciará que empezará a no reinvertir los activos en su poder que vayan venciendo.
- **BCE:** la expansión cuantitativa continuará a un ritmo de 60.000 millones de euros al mes hasta diciembre de 2017. El BCE anunciará probablemente dentro de unos meses que el ritmo de la expansión cuantitativa se reducirá en 2018. El tono de los comunicados será cada vez menos suave, pero no cabe esperar muchos cambios concretos hasta que no se registre una aceleración de la inflación subyacente.
- **Banco de Japón:** mantendrá la política de control de la curva de tipos y probablemente no modificará el objetivo de los tipos.
- **Banco de Inglaterra:** el Banco de Inglaterra no subirá sus tipos si la situación económica empeora.

	2/6/2017	Amundi + 6 m	Consenso 4T 2017	Amundi + 12 m	Consenso 2T 2018
EE. UU.	1,00	1,50	1,50	1,75	1,85
Zona euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Reino Unido	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

PERSPECTIVAS DE LOS TIPOS LARGOS:

- **Estados Unidos:** a medida que el ciclo vaya llegando a su fin, la curva de tipos seguirá aplanándose. La cuestión de la sustitución entre las subidas de los fondos federales y la reducción del balance será fundamental.
- **Zona euro:** es probable que los tipos a largo plazo suban con el abandono gradual por parte del BCE de sus políticas sumamente laxas. Las tasas de equilibrio de inflación siguen en niveles (excesivamente) deprimidos.
- **Reino Unido:** el empeoramiento de los indicadores de actividad debería ejercer una cierta presión a la baja sobre los rendimientos británicos.
- **Japón:** el Banco de Japón controla el extremo largo de la curva y probablemente está a favor de un descenso de los rendimientos de los bonos a corto plazo.

Rendimiento del bono a 2 años

	2/6/2017	Amundi + 6 m	Futuro + 6 m	Amundi + 12 m	Futuro + 12 m
EE. UU.	1,28	1,40/1,60	1,44	1,60/1,80	1,57
Alemania	-0,72	-0,80/-0,60	-0,71	-0,80/-0,60	-0,64
Japón	-0,15	-0,20/-0,00	-0,15	-0,20/-0,00	-0,13
Reino Unido	0,11	0,00/0,20	0,14	0,00/0,20	0,19

Rendimiento del bono a 10 años

	2/6/2017	Amundi + 6 m	Futuro + 6 m	Amundi + 12 m	Futuro + 12 m
EE. UU.	2,15	2,40/2,60	2,27	2,40/2,60	2,38
Alemania	0,27	0,40/0,60	0,43	0,60/0,80	0,55
Japón	0,06	0	0,09	0	0,15
Reino Unido	1,04	1,00/1,20	1,14	1,00/1,20	1,26

PERSPECTIVAS DE LAS DIVISAS

- **EUR** con el abandono gradual del BCE de sus políticas sumamente laxas, es probable que el euro esté más alto al final del año.
- **USD:** el dólar estadounidense ha vuelto al nivel registrado durante las elecciones estadounidenses. Las nuevas decepciones sobre las futuras medidas de estímulo podrían seguir lastrando el dólar estadounidense.
- **JPY:** el yen sigue estando infravalorado. En un entorno de volatilidad sumamente baja, el yen japonés podría ser interesante a efectos de cobertura de riesgo.
- **GBP:** tenemos un sesgo negativo con respecto a la libra esterlina, que probablemente seguirá afectada por el deterioro gradual de la economía.

	2/6/2017	Amundi + 6 m	Consenso 4T 2017	Amundi + 12 m	Consenso 2T 2018
EUR/USD	1,13	1,15	1,10	1,20	1,12
USD/JPY	110	115,00	115,00	110,00	115,00
EUR/GBP	0,87	0,90	0,87	0,90	0,88
EUR/CHF	1,09	1,05	1,10	1,05	1,11
EUR/NOK	9,50	9,20	8,99	9,00	9,23
EUR/SEK	9,73	9,60	9,41	9,40	9,71
USD/CAD	1,35	1,37	1,35	1,40	1,33
AUD/USD	0,74	0,72	0,74	0,70	0,75
NZD/USD	0,71	0,70	0,68	0,70	0,71