

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

**PERSPECTIVAS DEL DIRECTOR  
DE INVERSIONES**

**CÉNTRENSE EN LOS FUNDAMENTALES PARA  
SORTEAR LAS TURBULENCIAS DE LOS MERCADOS**

**TEMA DEL MES**

**NO HAY CICLO ECONÓMICO GLOBAL  
SINCRONIZADO**

Research  
& Macro  
Strategy

## PERSPECTIVAS DEL DIRECTOR DE INVERSIONES

## Céntrense en los fundamentales para sortear las turbulencias de los mercados

PASCAL BLANQUÉ, Director de inversiones del Grupo

VINCENT MORTIER, Director de inversiones adjunto del Grupo

Los inversores se enfrentan a un contexto de inestabilidad. De cada a 2019, pensamos que será primordial centrarse en tres aspectos:

**1. ¿De la desaceleración económica hacia dónde?** Es momento de analizar hacia dónde va la economía tras la desaceleración sincronizada que descuenta actualmente el mercado. **El escenario central no es una recesión económica central.** La economía estadounidense sigue registrando un excelente crecimiento y, salvo que se cometa algún error importante en la política (ya sea por parte de la Fed o de Trump), debería de seguir creciendo bien, aunque a menor ritmo. La desaceleración es mayor en Europa, ya que esta sufre las consecuencias de varios problemas políticos (Brexit, Italia y más recientemente Francia). Sin embargo, cuando algunos de los riesgos remitan o desaparezcan (relajación de las tensiones comerciales, caída del precio del petróleo, elecciones al Parlamento Europeo en mayo), vemos una posible estabilización de la situación económica durante el año, con la previsión de que el crecimiento se desacelere, pero manteniéndose por encima de su potencial en 2019 y 2020. En los mercados emergentes, la situación es más variada: se espera que algunos países se desaceleren (China) y que surjan algunos casos positivos (p. ej., Indonesia). En general, seguimos viendo un entorno económico favorable, siendo las disputas comerciales y los factores geopolíticos los principales riesgos que deben tenerse en cuenta.

**1. ¿Se tomará un respiro la Fed o seguirá subiendo los tipos?** No compartimos la opinión de algunos de que la Fed va a mantener los tipos a partir de ahora, a pesar del endurecimiento de las condiciones financieras, ya que las presiones salariales no han desaparecido y la credibilidad de la Fed se vería dañada si el mercado percibiese que se ha visto frenada debido a las recientes interferencias políticas. Por otra parte, creemos que la Fed rebajará sus objetivos de endurecimiento monetario, puesto que las subidas de tipos ya están afectando a los beneficios corporativos y las condiciones financieras son más restrictivas. Los pasos que siga la Fed también tendrán consecuencias para otros bancos centrales: al BCE le resultará más difícil subir los tipos si la Fed suspende su endurecimiento monetario. No vemos una normalización de los tipos de interés en la zona euro en 2019 y 2020. En los mercados emergentes, algunos bancos centrales que endurecieron su postura en 2018 podrían volver a una posición más neutral/suave, ante la moderación de las condiciones de inflación y la menor presión que soportan sus divisas.

**1. Mercados emergentes: ¿tormenta perfecta o ejemplo de recuperación?** Los mercados emergentes han hecho frente a varios obstáculos: la subida de tipos estadounidenses, la fortaleza del dólar estadounidense y problemas específicos. Las perspectivas podrían estabilizarse en el primer semestre y mejorar más adelante si la Fed modera más su política. Nuestro escenario central es un «aterrizaje suave» posible en China, puesto que el país cuenta con margen político. Los factores específicos (especialmente en Latinoamérica) y las perspectivas del comercio global serán cruciales.

**En resumen, creemos que el riesgo global sigue siendo asimétrico mientras se recalculan las expectativas de crecimiento y se realizan los correspondientes ajustes de las primas de riesgo, hasta una recuperación del valor generalizado. Sin embargo, esta recuperación del valor y la gradual conjunción positiva de factores (moderación de la senda de los tipos estadounidenses, techo del dólar, desaceleración del crecimiento estadounidense) auguran una progresiva exposición a los mercados emergentes.** Por tanto, recomendaríamos empezar el año con prudencia con respecto a los activos de riesgo y estar preparados para aprovechar cualquier oportunidad que surja del reajuste de precios actual. En los mercados emergentes, sugerimos entrar paso a paso, mientras que en los mercados desarrollados, conforme el ciclo avanza, el foco podría orientarse hacia más **activos de calidad**, evitando los activos saturados o sobreendeudados y los segmentos menos líquidos del mercado. En renta fija, los inversores deberían mantener una posición neutral en duración estadounidense para ayudar a reducir la volatilidad del mercado en general. En crédito, **la reciente ampliación de los diferenciales podría volver a ofrecer oportunidades, pero de forma selectiva**, ya que el endurecimiento de las condiciones de financiación, las necesidades de refinanciación y el elevado apalancamiento de muchas empresas hacen que esta clase de activos sea vulnerable. Los inversores a largo plazo deberían volver a centrarse en los fundamentales para buscar activos valiosos en un entorno de mayor volatilidad.

\* ME = Mercados emergentes, MD = Mercados desarrollados BCE = Banco Central Europeo



## Ideas de alta convicción

### MULTIACTIVOS

Creemos que los inversores deberían mantener una exposición direccional limitada a la renta variable y el crédito, debido al menor impulso del crecimiento, los riesgos geopolíticos y la escasa confianza de los inversores. Seguimos enfocados en la diversificación de carteras en la renta variable regional. Los mercados emergentes atraen nuestra atención, ya que el fin del ciclo de endurecimiento de la Fed está próximo y las valoraciones son bajas. En renta fija, sugerimos una exposición a los bonos del Tesoro de EE. UU. y una exposición prudente al crédito, con la oportunidad de aumentarlas en 2019.

### RENTA FIJA

Tenemos una posición neutral con respecto a la duración en EE. UU. Vemos poco valor en los tipos de los países core de Europa. Nos mantenemos prudentes con respecto al crédito, ya que los fundamentales se mantienen relativamente estables, pero los diferenciales podrían seguir bajo presión, debido al aumento de las necesidades de financiación. Seguimos prefiriendo los emisores corporativos menos endeudados. En cuanto a los bonos de mercados emergentes, somos más optimistas, ya que el mercado parece más sólido, a pesar de la presión a la que se ven sometidos los activos de riesgo.

### RENTA VARIABLE

En EE. UU., el crecimiento de los beneficios se está ralentizando debido a las presiones sobre los precios y la desaceleración económica. Esto también supone un obstáculo para la renta variable de los países de la UE, mientras que nuestro optimismo va en aumento con respecto a los mercados emergentes. A escala global, ante la incertidumbre que prevalece, seguimos prefiriendo las empresas de calidad con balances sólidos y valoraciones atractivas. En Europa, la calidad «a precios bajos» se concentra ahora más en los valores cíclicos que en los defensivos, que se vieron favorecidos por un repunte en los tres últimos meses. Creemos que los inversores deberían analizar la oportunidad de acciones concretas más que los sectores.

## MACRO

## Bancos centrales: de vuelta a las políticas de gestión del riesgo

DIDIER BOROWSKI, Director de análisis macroeconómico

MONICA DEFEND, Directora de estrategia, Directora adjunta de análisis

PHILIPPE ITHURBIDE, Director global de análisis

El año 2017 se cerró con una recuperación global sincronizada, con la probabilidad de que las presiones inflacionistas obliguen a los bancos centrales a normalizar su política monetaria más rápido de lo esperado. La posibilidad de un error político se ha convertido en una obsesión para los inversores. Pero este riesgo ya parece haber quedado atrás. En primer lugar, el año 2018 se cierra con el riesgo de una desaceleración global sincronizada; en segundo lugar, la inflación subyacente ha sido menor de lo esperado, incluso en el punto álgido del ciclo economías prácticamente en pleno empleo. Por último, las condiciones de financiación de las empresas se han endurecido en Estados Unidos y en Europa.

Un estudio reciente muestra que una subida imprevista de los tipos de interés oficiales, por pequeña que sea (25 pb), puede tener un gran impacto en la inversión empresarial, especialmente en empresas jóvenes cuya capacidad de endeudamiento depende del valor de sus avales. En términos generales, esto también podría aplicarse probablemente a las empresas más endeudadas. Y, entre las economías más avanzadas, la situación más preocupante se da en EE. UU.

**Por tanto, no hay motivos justificados para una «sorpresa monetaria».**

En un entorno global muy incierto, parece imponerse un enfoque de «gestión del riesgo». La inflación no constituye una amenaza real si el crecimiento se ralentiza; actualmente supone un riesgo mayor normalizar la política monetaria demasiado rápido que mantener los tipos de interés sin cambios.

**Fed:** la menor decepción relacionada con el crecimiento daría lugar a una «pausa monetaria».

**ECB:** el reciente deterioro de las economías de la zona euro y la ausencia de presiones inflacionistas impiden cualquier normalización de los tipos de interés oficiales. Sobre todo porque el BCE también sopesa seriamente ampliar su programa de préstamos a largo plazo al sector bancario (TLTRO) para aliviar la presión que sufren los bancos (especialmente los italianos, que se ven perjudicados por las subidas de los rendimientos de la deuda pública).

**Banco de Inglaterra:** la política monetaria sigue supeditada al resultado del *Brexit*. El alto grado de incertidumbre obliga a que se impongan *statu quo* a corto plazo.

**Banco de Japón:** al contrario de lo que preveíamos hace unos meses, no hay endurecimiento monetario a la vista. La subida del tipo del IVA (el 1 de octubre de 2019) probablemente aumente los riesgos. El gobernador del Banco de Japón comunicó recientemente la posibilidad de una mayor flexibilidad en caso necesario, reduciendo aún más los tipos de interés, hasta territorio negativo o incluso comprando activos.

La falta de endurecimiento monetario (significativo) en las grandes economías avanzadas en 2019 no significa que la liquidez vaya a volver este año. El balance de la Fed seguirá reduciéndose, mientras que el del BCE ya no aumenta más.

Por tanto, desde el punto de vista financiero, los inversores han perdido la protección que ofrecían los programas de compra de activos de los bancos centrales. Por otra parte, el cambio de actitud de varios bancos centrales, incluida la Fed, probablemente reducirá el temor a una recesión o continuación de la fuerte desaceleración y tranquilizará a los mercados financieros.

“El reajuste de los activos de riesgo ha ido demasiado lejos al descontar un escenario muy negativo.”

## El punto de vista de los estrategas.

### Desvinculación entre el riesgo a corto y largo plazo

Aunque reina la incertidumbre y las condiciones económicas y financieras son cambiantes y poco seguras, nos atenemos a nuestra lista de control de evaluación del riesgo para medir la exposición global al riesgo, que sigue siendo equilibrado. Nuestra evaluación del riesgo se centra en la contribución de indicadores a corto plazo (incluidas las condiciones financieras) y de más indicadores a medio plazo (incluidas las valores ajustadas al riesgo, la velocidad de circulación del dinero y la acumulación total de deuda con respecto al crecimiento). Los **indicadores a corto plazo** destacan que **la intolerancia al riesgo de los inversores** ha aumentado últimamente por el deterioro de crédito (alto rendimiento en el sector energético) y la ampliación de los diferenciales. Las condiciones financieras se han endurecido en Europa, mientras que se deterioran paulatinamente en EE. UU. Teniendo en cuenta los fundamentales microeconómicos y macroeconómicos, **confirmamos que el reajuste de los activos de riesgo ha ido demasiado lejos al descontar prácticamente niveles de recesión**. Aun previendo un alivio en poco tiempo, a medio plazo **detectamos un equilibrio precario entre la generación de crecimiento (PIB)/estímulo monetario (velocidad de circulación del dinero) y el estímulo fiscal (acumulación de deuda) en un momento de subida de los tipos reales**. Por tanto, una moderación de la Fed estaría justificada. La diferencia entre **la actitud con respecto al riesgo (negativa)** y **los fundamentales (todavía positivos)** justifica la posibilidad de un alivio de los activos a corto plazo; sin embargo, en 2019 habrá que tener en cuenta la **reducción del riesgo**. El primer trimestre será probablemente el primer punto de inflexión financiero tras una fase de menor crecimiento, subida de los tipos y acumulación de deuda. Sin embargo, la moderación de la Fed y la temporada de publicación de resultados del primer trimestre podrían suponer un punto de inflexión, prolongando aún más el ciclo financiero.

## MULTIACTIVOS

### Movimientos laterales

MATTEO GERMANO, Director de multiactivos

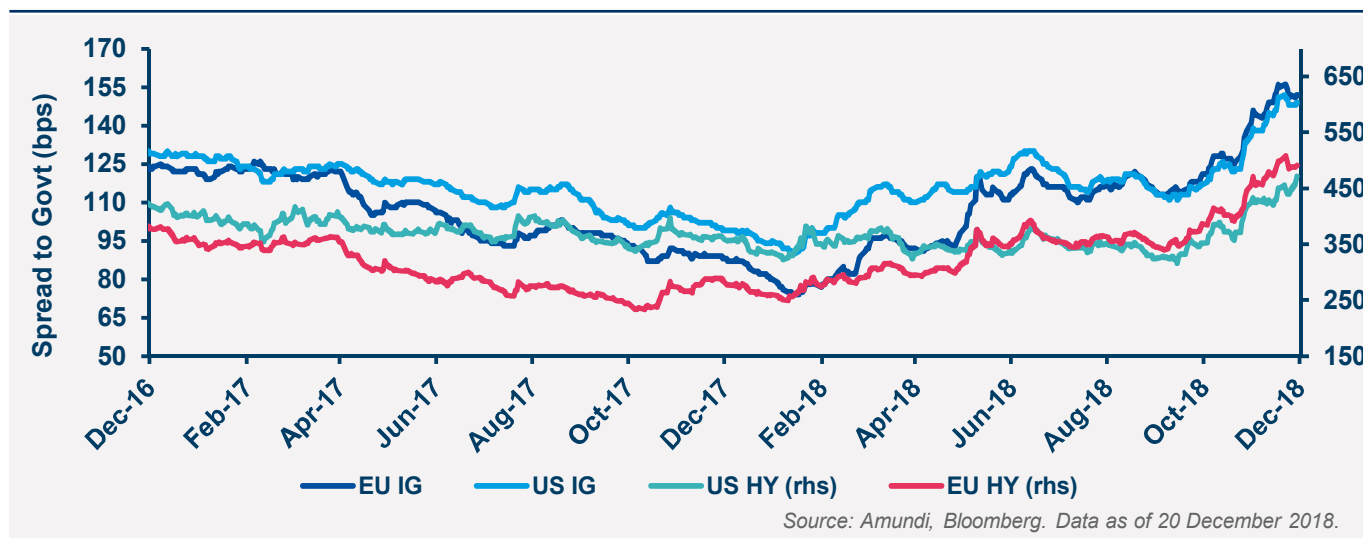
En la fase actual, vemos riesgos financieros que se reflejan en diversos factores, como una reducción de la liquidez, una ampliación de los diferenciales y revisiones a la baja del beneficio por acción. Esto perjudicará a la confianza primero, endureciendo después las condiciones financieras y afectando finalmente a la economía real. La combinación de generación del crecimiento del PIB, el estímulo monetario y el estímulo fiscal (acumulación de deuda) en un momento de subida de los tipos reales ofrece un equilibrio frágil, y creemos que la Fed compensará con cuidado los diferentes riesgos. La Fed ha pasado a depender más de los datos y creemos que la volatilidad de los activos de riesgo va a continuar, reflejando ese equilibrio precario. A más largo plazo, puede que seamos más optimistas, de forma selectiva, especialmente si los bancos centrales suavizan su postura desde el punto de vista estructural y la temporada de publicación de resultados confirma los sólidos fundamentales.

#### Ideas de alta convicción

A corto plazo, mantenemos una **postura defensiva global por lo que respecta a la asignación de riesgo**, debido a una combinación de factores que favorecen un enfoque direccional muy prudente: la pérdida de impulso de la expansión global, que esperamos se mantenga a corto plazo; el aumento de los riesgos geopolíticos y específicos, que eleva la incertidumbre sobre las respuestas políticas, así como la fragilidad de la confianza de los inversores. Creemos que los inversores deberían centrarse en la diversificación de carteras, apostando de momento por un posicionamiento relativo para reducir la exposición global riesgo. En noviembre, nos volvimos más prudentes con respecto a las acciones estadounidenses, en los mercados emergentes, donde ahora tenemos una perspectiva negativa. Esto se debió a un deterioro en nuestras previsiones en cuanto al impulso del crecimiento, los beneficios y la actividad de recompras. En Europa, los fundamentales positivos, las valoraciones razonables y el entorno económico todavía favorable para las materias primas en la última carrera por los activos de riesgo justifican el mantenimiento de una actitud táctica con respecto a los materiales básicos. Asimismo, seguimos prefiriendo el value de la zona euro antes que el mercado en general para obtener exposición defensiva, basándonos en las valoraciones y factores técnicos. Seguimos apostando por la renta variable japonesa, aunque con menos convicción. El mercado mantiene unas valoraciones bajas, con un pequeño posicionamiento, exposición limitada a los riesgos geopolíticos y solidez, a pesar de la temporada de resultados nada excepcional. La renta variable de los mercados emergentes ha registrado un enorme reajuste de precios este año, lo que nos lleva a preguntarnos si estamos cerca de un nivel de entrada. Teniendo en cuenta los diversos obstáculos y puntos débiles, creemos que el estímulo político en China logrará respaldar la economía, por lo que nos aproximaremos gradualmente a este mercado con una perspectiva más direccional en el sector interno chino

“Los altos riesgos financieros abogan por el mantenimiento de una posición defensiva en los activos de riesgo a corto plazo, mientras que somos más optimistas a medio plazo.”

#### Diferenciales de crédito





(cuya mejor representación está en el HSCEI\*). **En la renta fija**, últimamente somos más optimistas con respecto a la duración en EE. UU. También mantenemos una preferencia por los bonos del Tesoro de EE. UU. frente a los bonos federales alemanes (a cinco años) y creemos que los inversores deberían apostar por un aumento de su exposición a los tipos estadounidenses (nominales y reales) si se registran mejores niveles de entrada. **En crédito**, creemos que en 2019 surgirán oportunidades tácticas, debido a la ampliación de los diferenciales, pero nos mantenemos a la defensiva a corto plazo, ya que la ralentización económica y el deterioro de los fundamentales podrían provocar una mayor ampliación de los diferenciales, con una reducción estacional de la liquidez del mercado.

## Riesgos y cobertura

La atención se centra en los riesgos geopolíticos y riesgos bajistas del crecimiento. Recomendamos una diversificación eficaz de la cartera y unos colchones de liquidez para aprovechar los mejores niveles de entrada que habrá en 2019. Los inversores deberían mantener las coberturas estructurales para reducir los riesgos financieros y suavizar la ola de ventas de los activos de riesgo, con preferencia por los activos considerados «refugios seguros»: el oro, el yen japonés frente al dólar estadounidense y el dólar australiano, u opciones para cubrir una ampliación de los diferenciales en el sector del *high yield*.

## RENTA FIJA

# Buscando oportunidades en el crédito con cuidado

ERIC BRARD, Director de renta fija  
YERLAN SYZDYKOV, Director de mercados emergentes  
KENNETH J. TAUBES, Director de gestión de inversiones de EE. UU.

## Evaluación general

Tras la fuerte subida de los rendimientos reales provocada por la normalización de la política de la Fed, en los dos últimos meses los bonos del Tesoro estadounidense han repuntado ante la preocupación política y la desaceleración económica. En poco tiempo, el mercado pasó de descontar entre tres y cuatro subidas a menos de una subida de tipos en 2019. En esta senda irregular de los tipos de interés, los bonos corporativos y los bonos de los mercados emergentes sufrieron fuertes salidas de capital. Los diferenciales de crédito han registrado un fuerte reajuste, descontando en nuestra opinión una probable recesión y no solo una desaceleración. Los mercados emergentes han comenzado últimamente a mostrar cierta solidez, una posible señal inicial de la vuelta de la confianza de los inversores. La cuestión fundamental para los inversores en renta fija es hasta dónde puede llegar la Fed con las subidas de tipos, ante el endurecimiento de las condiciones de financiación al que ya asistimos. Creemos que estamos cerca del momento en el que la Fed adoptará una postura más neutral, lo que reducirá cierta presión sobre el dólar estadounidense y relajará las condiciones de liquidez. Si nuestro escenario central se confirma, es probable que la Fed se tome un descanso el año que viene y hay indicios de relajación de las tensiones comerciales, por lo que creemos que la reciente caída del crédito de los mercados desarrollados y la deuda de los mercados emergentes constituye una oportunidad para reconstruir la exposición a valoraciones más atractivas, pero de forma muy gradual y selectiva.

## Bonos de mercados desarrollados

La desaceleración cíclica de las economías, junto con las incertidumbres del mercado, tienden a ejercer presiones a la baja sobre las curvas de tipos. Entre los mercados desarrollados, preferimos los tipos estadounidenses. En Europa, mantenemos una posición neutral con respecto a los mercados periféricos. Aunque ha habido avances en Italia, preferimos ser prudentes, manteniéndonos a la expectativa, ya que esperamos que se mantenga una cierta prima de riesgo. Vemos oportunidades en la tasa de equilibrio de inflación, ya que el crecimiento se sitúa por encima del potencial y la brecha de producción se está cerrando rápidamente. En los bonos corporativos, durante el segundo semestre del año, los diferenciales descontaron las subidas de tipos y el aumento del apalancamiento corporativo, generando niveles de entrada atractivos en algunos emisores. En Europa, las nuevas emisiones podrían ser oportunidades para volver a entrar en el mercado. Sin embargo, el crédito en euros seguirá volátil, ya que la incertidumbre política es alta y el crecimiento europeo se está desacelerando, con riesgos que tienden a la baja (riesgos internos y externos, teniendo en cuenta que Europa está bastante expuesta a la desaceleración china). En EE. UU., el crédito ofrece un valor moderado, ya que los fundamentales se mantienen relativamente estables, pero el crédito a largo plazo ofrece algunos riesgos. Sugerimos apostar por las emisiones más líquidas en *investment grade* y en segmentos específicos del mercado del *high yield* (las calificaciones de una B ofrecen más oportunidades de selección).

“Se esperan algunos niveles de entrada en los bonos de los mercados emergentes, principales beneficiarios de la moderación de la postura de la Fed en 2019.”

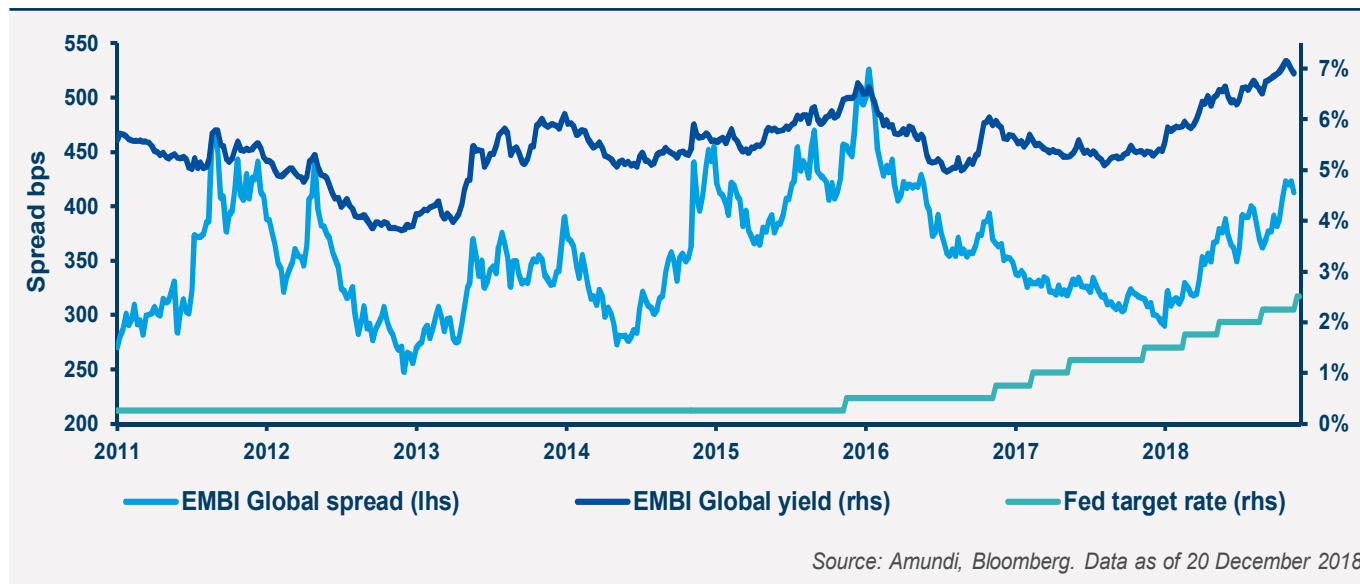
## Bonos de mercados emergentes

La confianza se ha vuelto más positiva últimamente con respecto a los mercados emergentes, debido a que la Fed ha moderado su postura más de lo previsto y a que la disputa comercial entre China y EE. UU. se ha relajado. El entorno técnico es favorable tanto para la deuda emergente en divisa local como externa, pero por ahora preferimos la deuda en divisa fuerte, ya que estamos seguros de que la clase de activos ofrece rentabilidades positivas a medio plazo (el rendimiento de la deuda externa de los mercados emergentes es superior al rendimiento en divisa local por primera vez desde 2009), al tiempo que protege a los inversores frente al riesgo de divisas. Somos más optimistas con respecto a países con un menor riesgo político (la agenda política de los mercados emergentes en 2019 está muy saturada), los menos expuestos a las disputas comerciales y los que ofrecen un carry más elevado.

## Divisas

La presión al alza sobre el dólar estadounidense probablemente empezará a desvanecerse el año que viene. En Europa, preferimos las divisas escandinavas (coronas sueca y noruega) al euro, ya que las primeras están más protegidas frente a las tensiones políticas del euro. La libra esterlina podría seguir viéndose afectada por la volatilidad, ya que el riesgo excepcional de la crisis política sigue vigente.

## Los bonos de los mercados emergentes y la política de la Fed



## RENTA VARIABLE

## Más optimistas acerca de los mercados emergentes

ALEXANDRE DRABOWICZ, Director adjunto de renta variable  
YERLAN SYZDYKOV, Director de mercados emergentes  
KENNETH J. TAUBES, Director de gestión de inversiones de EE. UU.

## Evaluación general

Tras la ola de ventas de octubre y el ligero repunte de noviembre, los mercados volvieron a números rojos a principios de diciembre, ya que el temor acerca de las futuras perspectivas de crecimiento dominaron la confianza del mercado. EE. UU. se suma ahora a la lista de países en zona de corrección, aunque es bastante improbable que haya una nueva caída sin que la economía entre en recesión. Es posible que haya un repunte de alivio, provocado posiblemente por una moderación de la postura de la Fed. Una pausa de la Fed también debería favorecer a los mercados emergentes, que están ya en territorio bajista. Por tanto, somos más optimistas con respecto a las acciones de los mercados emergentes, aunque creemos que aún no es el momento de aumentar considerablemente las asignaciones de riesgo, ya que las perspectivas económicas y geopolíticas generales siguen siendo inciertas. En general, seguimos centrados en la calidad a un precio razonable.



## Europa: política frente a valoraciones

En Europa, la incertidumbre adicional que han supuesto las protestas de los «chalecos amarillos» en Francia contribuye a la confianza ya de por sí baja debido al Brexit y los problemas presupuestarios de Italia. Los analistas ascendentes (bottom-up) parecen coincidir bastante en sus previsiones de beneficios y es probable que las revisiones coincidan a la baja. Las acciones europeas descuentan una mayor desaceleración del crecimiento, pero desde luego no una recesión. En este entorno, seguimos creyendo que un claro enfoque en la calidad de las empresas y la sostenibilidad del crecimiento de los beneficios resulta clave, ya que los aumentos de costes añaden presión a los beneficios europeos. La rotación a favor de los sectores defensivos en detrimento de los cíclicos ha sido brutal: es difícil ir detrás de este movimiento, ya que las valoraciones de los defensivos se sitúan a niveles relativamente elevados. Seguimos viendo buenas oportunidades en ciertos valores, pero evitamos las grandes perspectivas sectoriales. La confianza se sitúan en mínimos históricos y el repliegue técnico de posiciones podría continuar, a pesar de que las valoraciones en Europa resultan cada vez más atractivas.

## EE. UU.: es momento de reducir la tendencia cíclica

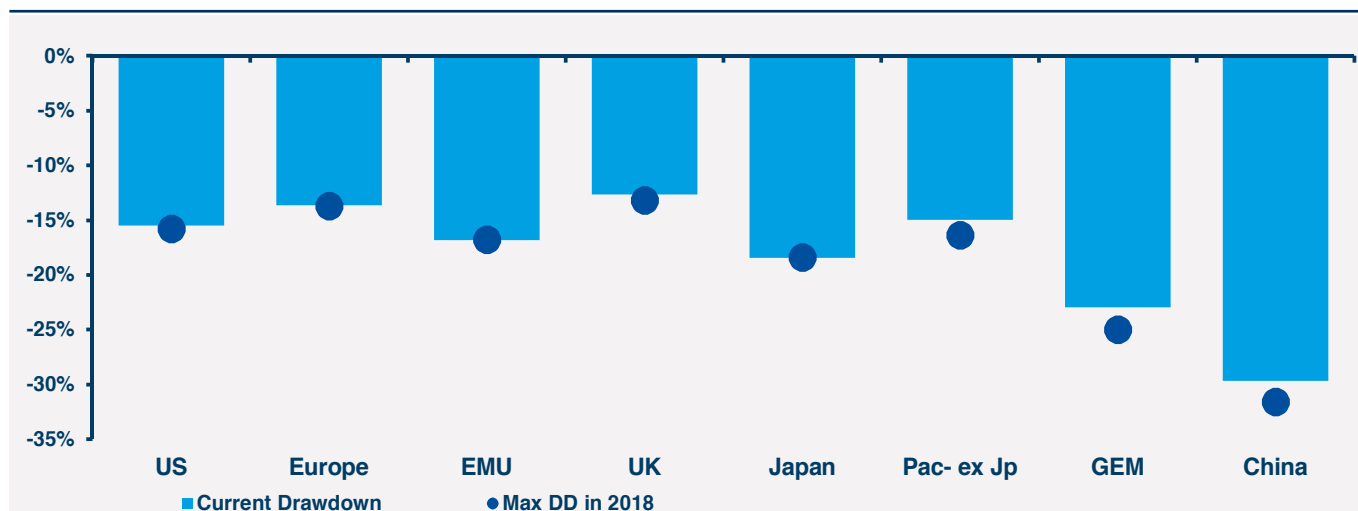
Ante los crecientes indicios de desaceleración del crecimiento económico y de los beneficios, la principal pregunta es si el ciclo ha finalizado o se está estabilizando. En nuestra opinión, por lo que respecta a sectores como el de bienes de equipo, bancos o semiconductores, el mercado espera un buen comportamiento de los mismos mediante una desaceleración, para compensarlos después con un reajuste positivo que muchos de ellos merecen por sus modelos de negocio mejorados y más estables comparado con los ciclos anteriores. Ante esto, nos hemos vuelto más precavidos con respecto a los sectores cíclicos, en los que nos centramos en los valores cíclicos de mayor convicción, los que cuentan con mayor respaldo de su valoración y que son más capaces de superar con éxito una desaceleración. Además, tras la corrección del sector tecnológico, nos inclinamos por aumentar el sesgo por la tecnología y la calidad que pueden soportar las presiones de fin de ciclo, reduciendo al mismo tiempo nuestro sesgo cíclico como ya hemos comentado.

“La calidad sigue en primera línea en Europa y EE. UU. Los mercados emergentes están tocando mínimo, ya que la moderación de la postura de la Fed podría respaldar una recuperación el año que viene.”

## Mercados emergentes: mejora de las perspectivas

El mercado ha comenzado a descontar una ligera desaceleración del crecimiento estadounidense y menos subidas de tipos por parte de la Fed, lo que probablemente provocará una caída del dólar, generando así un entorno más constructivo para las acciones de los mercados emergentes. Creemos que los mercados emergentes mostrarán una mejora aceptable tanto en los beneficios como en las valoraciones; el entorno de las valoraciones es cada vez más atractivo, independientemente de los diferentes escenarios. En la renta variable de los mercados emergentes, desde el punto de vista táctico preferimos a China (apostamos por los sectores de tecnología y energía), ya que la mayoría de las preocupaciones por las tensiones comerciales parecen estar ya descontadas y el estímulo político chino podría ser suficiente para impedir una nueva desaceleración del crecimiento. Creemos que Rusia es un país atractivo, gracias a las valoraciones históricamente bajas de sus acciones, pero es fundamental estar atentos al impacto de las sanciones. De momento preferimos mantenernos fuera de países con un alto riesgo político (como Turquía y Argentina).

## Caídas generalizadas



Source: Bloomberg. As of 31 December 2018. MSCI Indexes total return in local currency. Drawdown: The peak-to-trough decline during a specific record period of an investment, fund or commodity, usually quoted as the percentage between the peak and the trough.

**Asignación de activos: perspectivas de las distintas clases.**

	Cambio en 1 mes	---	--	-	0	+	++	+++
Renta variable frente a deuda pública	→				■			
Renta variable frente a deuda privada	↗					■		
Deuda privada frente a deuda pública	↗				■			
Duración	↗				■			
Petróleo	↘				■			
Oro	→					■		
Tesorería en EUR	→			■				
Tesorería en USD	→				■			

La tabla de arriba muestra la evolución de los diferentes activos en un horizonte de tres a seis meses, basada en las perspectivas expresadas en el comité de inversión global más reciente. Las perspectivas, los cambios en las perspectivas y las opiniones sobre la evolución de las clases de activos reflejan la evolución prevista (+/-) y la solidez de las convicciones (+/+/+++).

**Perspectivas relativas y convicciones por clase de activos principal**

	Clase de activos	Cambio de opinión en 1 mes	Infraponderación:	Neutral	Sobreponderación
<b>DEUDA PÚBLICA</b>	EE. UU.	↗			●
	Bonos ligados a inflación de EE. UU.	↗			●
	Core en euros	→	●		
	Periféricos euro	→		●	
	Reino Unido	→	●		
	Japón	→	●		
<b>DEUDA PRIVADA</b>	IG EE. UU.	→		●	
	Investment grade euro	↗		●	
	HY EE. UU.	→	●		
	High yield europeo	→			●
	Deuda emergente global en divisa fuerte	→		●	
	Deuda emergente global en divisa local	→		●	
<b>RENTA VARIABLE</b>	EE. UU.	↘		●	
	Zona euro	→		●	
	Reino Unido	→		●	
	Japón	↘			●
	Pac. ex. Japón	→		●	
	ME globales	↗			●

**Divisas y activos reales**

<b>DIVISAS</b>	EUR/USD	↗
	EUR/GBP	→
	EUR/JPY	→
	USD/JPY	→
<b>ACTIVOS REALES</b>	Sector inmobiliario	→
	Infraestructuras globales	→
	Deuda privada	→

**LEYENDA**

- ↘ Revisión a la baja
- No varía
- ↗ Revisión al alza
- Infraponderación
- Neutral
- Sobreponderación

Fuente: Amundi, 20 de diciembre de 2018. Las perspectivas de rentabilidad de tres a seis meses se refieren a puntos de vista de análisis basados en rentabilidades previstas por clase de activos. El presente material representa una evaluación del entorno de mercado en un momento determinado y no pretende ser un pronóstico de acontecimientos futuros ni una garantía de resultados futuros. El lector no podrá basarse en esta información como análisis, asesoramiento de inversión o recomendación con respecto a ningún fondo o valor en particular. Esta información se proporciona a título exclusivamente ilustrativo y formativo y puede variar. **Esta información no representa la cartera o la asignación de activos real actual, pasada o futura de ningún producto Amundi.**

## TEMA DEL MES

# No hay ciclo económico global sincronizado

DIDIER BOROWSKI, Director de análisis macroeconómico

Finalizado el 4/1/2019

### Lo esencial

**Uno de los temas principales para comenzar 2019 es la desaceleración económica global sincronizada.** Este es el claro mensaje que han enviado las recientes encuestas PMI. El crecimiento global parece perder fuelle, mientras que los riesgos globales siguen contribuyendo al clima de incertidumbre. En las economías desarrolladas, todas las miradas están puestas en el ciclo en EE. UU. y la caída de los índices ISM. Mientras tanto, en los países emergentes, el foco se centra lógicamente en China, cuya economía sigue mostrando indicios de ralentización a principios de este año.

**Sin embargo, las apariencias engañan.** Sobre todo porque los indicios de desaceleración se refieren principalmente a la fabricación (que está más expuesta lógicamente al comercio global), un sector que tenderá a disminuir con el tiempo. Además, hemos de recordar que 2018 comenzó con una expansión global aparentemente sincronizada, ¡pero qué poco duró! Ahora parece que el ciclo global tocó techo a finales de 2017, por lo que no deberíamos apresurarnos a la hora de emitir un juicio sobre 2019. Varias economías se han desacelerado o se están desacelerando por diferentes motivos. Y algunos de los factores que influido en los últimos meses han desaparecido (el petróleo se ha desplomado en torno a un 30% desde principios de octubre). EE. UU. y China han acordado en una tregua comercial que conviene mantener a ambas partes, dado el empeoramiento de las perspectivas. **En este entorno, la aparente sincronización del ciclo global podría ser breve.** Mientras que EE. UU. y China se están desacelerando gradualmente, el resto del mundo aún podrían registrar «ciclos autónomos». Tanto más cuanto porque las políticas monetarias van a moderarse: mediante una flexibilización (China) o con una menor restricción (Estados Unidos).

Echemos un vistazo a las principales tendencias que afectan a las principales regiones.

**En Estados Unidos,** la caída de 5 puntos de índice ISM de fabricación —que ha marcado en diciembre su nivel más bajo desde noviembre de 2016— sugiere que la desaceleración será más grave de lo esperado, debido especialmente a que los diferenciales de crédito se han reducido considerablemente en las últimas semanas. El cierre de la administración y la corrección bursátil han aumentado aún más la incertidumbre. Entretanto, el efecto de estímulo de las bajas de impuestos y el aumento del gasto empezará a desvanecerse pronto. Por tanto, la inversión empresarial probablemente descienda más de lo esperado (desaceleración de la demanda global, revisión a la baja de las previsiones de beneficios, mayor incertidumbre).

**Sin embargo, ninguno de estos factores sería suficiente llevar a la economía estadounidense a una recesión.** La solidez del mercado laboral probablemente continúe respaldando el consumo de los hogares. Además, parece que el crecimiento económico estadounidense va a volver a su potencial (en torno a un 1,7% y 1,8%) más pronto que tarde. La situación general es una desaceleración económica importante que, por supuesto, traerá consigo un fuerte descenso de los beneficios, aunque después de un año excepcionalmente bueno gracias al impulso de las bajadas de impuestos. Este último aspecto preocupa a los mercados de renta variable, que probablemente han empezado a dar por seguros mayores niveles de crecimiento (del PIB y de los beneficios corporativos).

**Como resultado, es probable que la Fed haga una pausa antes de lo esperado, ya que los riesgos se están volviendo asimétricos.** Aún habrá tiempo de volver a la normalización monetaria si los indicios de desaceleración no se materializan, al tiempo que la inflación empieza a acelerarse.

**En Europa,** a pesar de que la recuperación empezó después que en Estados Unidos, las economías empezaron a desacelerarse en 2018 y sigue habiendo indicios de retroceso al final del año. La brecha de productividad se ha cerrado en la mayoría de los países. **Varios factores contribuyeron al descenso del crecimiento en 2018:** el aumento de los precios del petróleo (hasta octubre), la desaceleración del comercio mundial y el menor crecimiento de las economías emergentes. **Además, la incertidumbre política en diversos frentes ha ensombrecido las perspectivas en Europa** (*Brexit*, presupuestos italianos, protestas de los «chalecos amarillos»).

- El Gobierno italiano —bajo la presión de los mercados— revisó a la baja su objetivo de déficit para 2019 (al 2,0%), con el fin de impedir el procedimiento de exceso de déficit de la UE, lo que demuestra el pragmatismo de la coalición de gobierno.



- En Francia, la crisis de los «chalecos amarillos» está afectando a la economía del país (se espera una caída de los datos del crecimiento del primer trimestre) y la situación política (las reformas probablemente serán aplazadas). No obstante, las medidas anunciadas por el Gobierno aumentarán el poder adquisitivo de los consumidores, lo que debería dar un impulso al consumo de aquí a unos meses.
- En Alemania, la decisión de Angela Merkel de no presentarse a la reelección de la CDU tras los resultados de las elecciones regionales ha puesto prácticamente punto y final a las negociaciones sobre una mayor integración de la zona euro. Sin embargo, cabe apuntar que Annegret Kramp-Karrenbauer, que tomará el relevo como líder de la CDU, coincide en muchos aspectos con Merkel.

No obstante, tendremos que esperar hasta las elecciones al Parlamento Europeo de mayo y, a la nueva legislatura, al nuevo canciller alemán y los nuevos dirigentes de las principales instituciones europeas (Comisión, BCE) para que haya avances significativos para reforzar la zona euro, por lo que hasta otoño no sucederá nada. Entretanto, las tensiones políticas hasta las elecciones de mayo son inevitables.

**El destino del Reino Unido sigue ligado al resultado del Brexit.** En nuestro escenario principal, suponemos que el plan de salida de Theresa May resulta aprobado por el parlamento británico. Esto permitirá al Reino Unido beneficiarse de un largo periodo de transición (desde marzo de 2019 hasta diciembre de 2020), sin cambios en sus normas comerciales mientras prosigue sus negociaciones con la UE. Sin embargo, no podemos descartar un «accidente» de la historia que dé lugar a un Brexit duro (véase el apartado dedicado a los riesgos y el comentario sobre inversión publicado en esta edición el 9 de enero).

**En Japón,** la economía perdió fuelle a finales de año. Sin embargo, la economía japonesa está prácticamente aislada de los efectos de la guerra comercial entre EE. UU. y China, ya que sus exportaciones a ambos países suponen solo el 3% del PIB japonés. Como aspecto positivo, resulta alentador señalar que las empresas japonesas prevén aumentar su gasto en inversión hasta niveles que no se registraban desde 2007, a pesar de las amenazas que pesan actualmente sobre el comercio global. El mercado laboral registra su mayor tensión desde 1974 y los salarios suben al ritmo más rápido en 20 años. La subida del IVA prevista para octubre de 2019 (del 8% al 10%) probablemente eleve el consumo antes de surtir efecto sobre el gasto de las familias una vez que se aplique el aumento.

**En China,** la creciente amenaza proteccionista ha debilitado la economía y aumentado el riesgo de «aterrizaje forzoso». Esta preocupación se ve alentada por el descenso por debajo del nivel de 50 del índice PMI de fabricación en diciembre y la desaceleración de la producción industrial. Aunque las autoridades chinas cambiaron radicalmente el rumbo de su política económica en el verano, al aplicar medidas contracíclicas para estabilizar su divisa, esto aún no ha surtido gran efecto. China utilizará todos los resortes disponibles para evitar un aterrizaje forzoso. Además, vale la pena recordar que tiene mayor margen al respecto que Estados Unidos. Por tanto, seguimos esperando una desaceleración controlada de la economía china. Por último, el acuerdo alcanzado entre los presidentes Trump y Xi en la cumbre del G20 el 1 de diciembre debería aliviar las tensiones entre ambos países en los próximos meses.

**En otras economías emergentes,** el deterioro de la situación interna —especialmente como resultado de los riesgos que supone el proteccionismo de EE. UU.— puede seguir lastrando la confianza empresarial y de inversión (especialmente en el norte de Asia y México). Sin embargo, otros países seguirán cubriendo sus necesidades de infraestructuras (Indonesia y Filipinas, por ejemplo). Es probable que el consumo se mantenga fuerte en los países que rozan el pleno empleo. Algunas economías emergentes siguen débiles (Argentina, Sudáfrica), mientras que la recesión de Turquía se agravó al principio del año, conforme a lo previsto. **No obstante, debemos mencionar que dos de los factores que desestabilizaron las economías emergentes en 2018** (la subida de los tipos a largo plazo y la revalorización del dólar) **ya no son un problema:** los tipos a largo plazo han bajado y el dólar ha dejado de subir, lo que relajará la presión sobre los países con más deuda denominada en dólares. Además, debe tenerse en cuenta que el potencial de crecimiento nominal de las economías emergentes es, en general, mucho más alto que el de las economías desarrolladas, lo que en teoría debería permitirles devolver su deuda con mayor facilidad.

**A escala global,** la presencia de diversas fuentes de riesgo (sobre todo políticas) tiene a aumentar la incertidumbre general, lo que podría pesar considerablemente sobre las condiciones de inversión. **Las tensiones entre EE. UU. y China por el comercio, Oriente Medio y la inestabilidad política en Europa no se van a resolver pronto,** como tampoco sucederá con los demás grandes problemas (deuda elevada, crecimiento débil, riesgo del clima, desigualdades que afectan a las democracias occidentales). Por consiguiente, los cimientos en los que se basa actualmente el crecimiento son frágiles y serían especialmente vulnerables a una subida repentina de los tipos de interés (aumento de las primas de riesgo).

Esta fragilidad preocupa especialmente porque los bancos centrales y los gobiernos de muchos países apenas tienen margen de maniobra en este momento: no hay muchos países que podrían aplicar una política contracíclica como respuesta a un shock, de hecho cada vez son menos.

- En particular, **la política fiscal procíclica de EE. UU. deja poco margen de maniobra** en caso de retroceso, especialmente con un Congreso ahora dividido (los demócratas se hicieron con el control de la Cámara de Representantes, mientras que los republicanos han ampliado su mayoría en el Senado).
- **En Europa, no hay mucho margen de maniobra por lo que respecta a la política fiscal o monetaria.** Aunque el BCE no ha empezado de verdad a normalizar su política monetaria, el crecimiento ya se está desacelerando. En 2019 no esperamos ninguna subida de tipos del BCE.

**Las tensiones comerciales son importantes y el comercio global no despierta, pero no significa que el crecimiento global vaya a desplomarse.** La alteración de las cadenas de valor provocada por la guerra comercial está cambiando el comercio internacional de bienes en beneficio de China. El comercio de servicios está creciendo, las economías siguen estrechamente interrelacionadas y Donald Trump está aislado en la escena internacional. Cabe destacar especialmente que los intereses de los regímenes populistas/nacionalistas no son necesariamente convergentes: muchos de ellos dependen del resto del mundo para su desarrollo (Europa del Este, Turquía y Brasil, entre otros). Por último, las tendencias del consumo suelen a aumentar en los países emergentes conforme estos evolucionan.

**Por tanto, es más probable que las economías registren ciclos económicos más autónomos en el futuro, porque dependerán más de su demanda interna.** Lo que es más probable que suceda si los riesgos políticos se dan en la mayoría de los continentes, ya que en realidad no hay ningún motivo para se produzcan de manera simultánea. En un mundo con una creciente inestabilidad política, cabe esperar que los ciclos económicos se desvinculen más a menudo.

**En resumen, dada las perspectivas inciertas tanto de Estados Unidos como de China, los riesgos siguen inclinándose a la baja. Aunque claramente no podemos descartar una desaceleración global larga y sincronizada, creemos firmemente que las economías emergentes y avanzadas probablemente volverán a desvincularse a finales del año.**

## Factores de riesgo

DIDIER BOROWSKI, Director de análisis macroeconómico

PHILIPPE ITHURBIDE, Director global de análisis

La tabla siguiente muestra factores de riesgo con las probabilidades críticas (es decir, no basadas en el mercado). También desarrolla los posibles efectos del mercado.

Riesgo n.º 1

40%  
de  
probabilidades

### Nueva intensificación de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China

**Análisis** | EE. UU. y China cesaron sus hostilidades tras un acuerdo provisional entre el presidente Trump y el presidente Xi durante las reuniones del G20 en Argentina. La subida de los tipos arancelarios previsto para enero de 2019 quedó suspendida y la amenaza de una serie adicional de aranceles al resto de las importaciones estadounidenses procedentes de China (por valor de 267.000 millones de dólares) también parece haberse postergado, mientras que se reanudaron las negociaciones, con indicios de que China aceptará algunos de los compromisos antes del plazo de 90 días. Esto contribuirá al menos a reducir algunos riesgos bajistas a corto plazo, ante la menor preocupación por los efectos directos en el comercio y la ligera recuperación de la confianza desde niveles muy deprimidos. No obstante, este acuerdo aún es temporal y resolver los problemas podría llevar mucho más tiempo, ya que hay muchos temas complicados. No cabe descartar una confrontación mucho más grave entre EE. UU. y China. No podemos descartar una confrontación grave entre ambos países.

**Impacto en el mercado** | Las tensiones comerciales han empezado a hacer mella en confianza empresarial (especialmente en el sector fabricación) y en la economía china. Posteriormente, algunos proyectos de inversión privada probablemente se hayan aplazado. Aun sin que se llegue a una guerra comercial a gran escala, el comercio global, que ya ha empezado a ralentizarse, podría desacelerarse aún más. Una reacción en cadena causaría un descenso del comercio mundial, al de bienes tiempo que agravaría las presiones inflacionarias locales (principalmente en EE. UU.) a corto plazo, arrinconando a los bancos centrales. Esto provocaría un aumento general aversión al riesgo (miedo a una crisis global). En definitiva, en una mayor confrontación solo habría perdedores.

Riesgo n.º 2

20%  
de  
probabilidades

### Fuerte desaceleración en Europa

**Análisis** | El crecimiento del PIB de la zona euro se desaceleró a solo el 0,2% intertrimestral en el tercer trimestre, tras el 0,4% del primer y segundo trimestres de este año y el 0,7% del tercer y cuarto trimestre de 2017. Aunque la debilidad del tercer trimestre se debió en gran parte a factores negativos temporales (un fuerte descenso de la producción de automóviles en Alemania debido a un nuevo régimen de pruebas de emisiones), el impulso de crecimiento en el cuarto trimestre es menor de lo esperado hace unos meses. El escenario central sigue siendo una continuación de la recuperación a un ritmo algo superior al potencial, pero los riesgos tienden a la baja, especialmente a corto plazo. En efecto, la combinación de continua tensión política interno y factores negativos externos (en particular, una pérdida de impulso de EE. UU. y/o China) podría hacer que el crecimiento siga cayendo. Los precios más bajos del petróleo son actualmente un factor de apoyo en 2019. Sin embargo, una inversión de esta tendencia sería otro obstáculo para la economía europea.

**Impacto en el mercado** | Puesto que al BCE le quedarían pocas herramientas para hacer frente a una desaceleración y que costaría mucho decidir un estímulo fiscal coordinado debido al complejo contexto político e institucional europeo, una fuerte desaceleración sería muy negativa para los activos europeos y el euro.

Riesgo n.º 3

15%  
de  
probabilidades

### La inestabilidad política en Italia, con nuevas tensiones en los diferenciales de la deuda soberana en la zona euro

**Análisis** | El Gobierno de coalición italiano (entre el Movimiento Cinco Estrellas y La Liga) ha mantenido unas relaciones muy tensas con la UE hasta hace poco. El Gobierno revisó a la baja su objetivo de déficit, con un menor deterioro presupuestario en 2019 (2,04% frente al 2,4%). No es un ajuste estructural, pero gracias a su revisión, la Comisión Europea ha decidido no poner en marcha ahora un procedimiento de exceso de déficit. Las relaciones con la Comisión Europea han mejorado al menos de momento. Los datos que van llegando sobre la contracción del crecimiento económico en el tercer trimestre y los débiles indicadores principales coincidentes correspondientes al cuarto trimestre aumentaron los riesgos de otra caída. Ante el débil crecimiento previsto (esperamos que el PIB crezca un 0,5% en 2019), las tensiones con la Comisión Europea volverán a aparecer inevitablemente conforme avance el año.

**Impacto en el mercado** | En nuestra opinión, no hay riesgo sistémico. Por un lado, la subida de los rendimientos de los bonos italianos ha endurecido las condiciones financieras locales y eso supone un lastre para el crecimiento del PIB italiano. Pero por otra parte, el hecho de que no se curse un procedimiento de exceso de déficit supone un cierto alivio a corto plazo. Sin embargo, las perspectivas a largo plazo apenas han variado. En nuestra opinión, los riesgos siguen limitándose al país. Hay que tener en cuenta que el BCE dispone de herramientas contra el contagio que podría utilizar para impedir que otros mercados periféricos se viesen afectados. Todo esto debería frenar el riesgo de contagio a los diferenciales soberanos periféricos y a los diferenciales de crédito corporativo.



Riesgo n.º 4

**15%**  
de  
probabilidades

### **Brexit sin acuerdo**

**Análisis** | El *Brexit* ha generado gran cantidad de noticias desde que el Gobierno británico alcanzó un acuerdo con la UE el 25 de noviembre de 2018. Los acontecimientos más destacados se han producido desde principios de diciembre: la «enmienda Grieve», que dio a los diputados mayor poder con respecto al proceso del *Brexit* si no se obtiene el voto favorable a un acuerdo sobre el *Brexit*; la decisión del Gobierno británico de aplazar la ratificación del acuerdo por el parlamento británico, dado que iba a fracasar por un amplio margen (con una nueva votación prevista para el 15 de enero de 2019); la confirmación por parte del Tribunal de Justicia Europeo de que el Reino Unido puede revocar unilateralmente el artículo 50; el fracaso de la moción de confianza entre los diputados conservadores sobre la primera ministra, Theresa May. Desde mediados de diciembre, varios anuncios sobre las medidas de planes de contingencia en caso de que haya un *Brexit* sin acuerdo. En nuestra opinión, estos acontecimientos (a pesar del último) han reducido considerablemente las probabilidades de que el Reino Unido abandone la UE en marzo de 2019, con o sin acuerdo (aunque el escenario de salida con un acuerdo sigue siendo el más probable) y han incrementado las probabilidades de que el Reino Unido siga siendo parte de la UE después de marzo de 2019, prolongando la incertidumbre sobre cómo se llevará a cabo el *Brexit* (si es que se lleva a cabo). En definitiva, creemos que hay un 60% de probabilidades de que lleguemos a la fecha límite del *Brexit* con un acuerdo. Otorgamos un 15% de probabilidades al escenario de salida sin acuerdo. Y suponemos un 25% de probabilidades a que la incertidumbre se prolongue.

**Impacto en el mercado** | En cualquier caso, la senda hacia la ratificación del acuerdo probablemente será difícil y puede por tanto provocar tensión por el momento. En caso de que el resultado sea finalmente desfavorable para el Reino Unido, la libra esterlina se debilitaría y el PIB crecería por debajo de la tendencia. Pero si se aprueba un acuerdo, la libra esterlina se revalorizaría y la inversión empresarial probablemente se beneficiaría de una disminución de la incertidumbre.

Riesgo n.º 5

**15%**  
de  
probabilidades

### **Continuación del contagio en los países emergentes**

**Análisis** | Los mercados emergentes ha vivido dificultades desde principios de año, afectados por (1) las subidas de tipos de la Fed y la fortaleza del dólar estadounidense, (2) la retórica de guerra comercial, (3) el endurecimiento de las condiciones monetarias internas (los bancos centrales de muchos mercados emergentes han subido sus tipos oficiales) y (4) el deterioro de las perspectivas de varios países de forma simultánea (Argentina, China, Turquía y Sudáfrica). En efecto, aunque el riesgo sistémico es menor que en el pasado (debido a la menor vulnerabilidad de los países emergentes), la mayoría de los activos de los mercados emergentes sufrieron caídas en 2018. Que la Fed esté a punto de poner fin a su ciclo de endurecimiento y que el dólar estadounidense haya tocado techo son buenas noticias para los mercados emergentes en 2019. Sin embargo, una intensificación de la guerra comercial entre EE. UU. y China provocaría un contagio mayor (porque las cadenas de valor están muy integradas).

**Impacto en el mercado** | Los diferenciales de crédito y los mercados de renta variable se verían muy perjudicados, sobre todo las divisas emergentes, que se verían sometidas a la presión de nuevas salidas de capitales. Sin embargo, los países emergentes no son un bloque homogéneo y el mercado se deteriorará más en los países más vulnerables, ya sea debido a posiciones externas deficientes o a unas condiciones fiscales y políticas débiles. De momento, sigue haciendo falta cierta precaución con respecto a los mercados emergentes, pero las probabilidades de riesgo se han reducido. En efecto, creemos que los mercados emergentes ya han descontado la mayoría de las malas noticias y, en cierto momento, debería volver a resultar atractivos.

Riesgo n.º 6

**15%**  
de  
probabilidades

### **Recesión en EE. UU.**

**Análisis** | Las recientes encuestas indican que la economía estadounidense ha empezado a desacelerarse en el cuarto trimestre. Creemos que el crecimiento estadounidense seguirá desacelerándose en lo sucesivo, especialmente por lo que respecta a la inversión. Debido al cierre de la administración, no se espera que los demócratas y los republicanos alcancen un acuerdo a corto plazo. Todas las miradas se centran en la Reserva Federal, la cual probablemente se tomará una pausa antes de lo esperado.

**Impacto en el mercado** | Los mercados probablemente se mostrarán más prudentes con respecto a las expectativas de crecimiento para 2020, ya que la desaceleración podría ser más pronunciada y los indicios económicos serán cada vez más dispares a medida que avanza el ciclo. La mejor opción para los inversores es limitar la exposición al crédito, diversificar la cartera de manera inteligente y adoptar una gestión de duración flexible (prácticamente neutral por ahora). En cuanto a la renta variable, la selección de temáticas, sectores y emisores únicos será cada vez más relevante.

Riesgo n.º 7

**15%**  
de  
probabilidades

### **Un «aterrizaje forzoso» o un estallido de la burbuja del crédito de China**

**Análisis** | El crecimiento económico chino se está desacelerando, pero las autoridades trabajan sin descanso para estimular la economía (mediante la gestión de la divisa, las políticas monetarias y fiscales), por lo que se espera que la economía siga resistiendo bien. A pesar de ello, el modelo económico del país es frágil: el exceso de crédito es visible y la deuda corporativa no financiera se ha disparado desde la Gran Crisis Global. La buena noticia es que la relación entre la deuda NFC y el PIB ha empezado a disminuir desde fines de 2017. Seguiremos muy de cerca la evolución de la deuda privada china, especialmente si la economía se desacelera. Mientras tanto, una tregua con EE. UU. con respecto a las tensiones comerciales podría permitir a China ganar tiempo muy valioso para ajustar sus medidas políticas y gestionar mejor los riesgos a corto plazo. En caso de aterrizaje forzoso o estallido de la burbuja del crédito, las autoridades chinas serían incapaces de impedir una mayor depreciación del yuan.

**Impacto en el mercado** | Un aterrizaje forzoso vinculado a un estallido de la burbuja del crédito tendría un impacto muy negativo y su efecto dominó sería tremendamente desastroso: vulnerabilidad de los sistemas bancarios (en China y otros países), vulnerabilidad del sistema financiero global, vulnerabilidad relacionada con la deuda pública y privada de China, impacto negativo en el comercio regional y mundial y, por tanto sobre las materias primas y los países emergentes, efectos sobre las divisas de países exportadores de materias primas, de los países avanzados y de los países emergentes, etc.

Riesgo n.º  
810%  
de  
probabilidades**Crisis política grave en Europa**

**Análisis** | La política europea resulta cada vez menos previsible, debido al auge de varias fuerzas políticas antisistema en varios países. En septiembre, la coalición de gobierno radical italiana anunció unos presupuestos para 2019 que incumplía las normas europeas, abriendo así una fase de tensión con el resto de la zona euro. En Francia, cuya situación era estable desde las elecciones presidenciales de 2017, los movimientos sociales repentinos y violentos cogieron por sorpresa al Gobierno a finales de 2018 y parecían una seria amenaza al menos para la continuación de su programa de reforma de la oferta. Aunque menos preocupante ahora mismo, el panorama político también resulta incierto en Alemania (debido al cambio de liderazgo al frente del partido CDU de Angela Merkel y la incertidumbre sobre el futuro de la coalición de gobierno) y en España (debido a la falta de una mayoría suficiente en el Parlamento y el reciente auge de un partido de extrema derecha). En general, la combinación de una firme actitud contra los inmigrantes y la frustración con las instituciones europeas parecen estar dando un fuerte impulso a los partidos políticos antisistema, y las elecciones europeas de mayo de 2019 se consideran un indicador importante de sus avances.

**Impacto en el mercado** | Ante el contexto económico todavía positivo, no creemos que estos acontecimientos vayan a desencadenar una nueva fase de crisis sistémica en Europa. Las fuerzas políticas antisistema están en condiciones de gobernar países (como Italia) han demostrado su deseo de culpar a las instituciones políticas europeas y tratar de modificarlas, pero no salir de la zona euro. Sin embargo, las continuas noticias sobre problemas políticos seguirán generando estrés en los mercados en 2019, mientras que la dificultad de entender las instituciones europeas para los inversores externos implica que los activos europeos continuarán soportando una prima de riesgo político específico. Puede que continúe la volatilidad en los diferenciales entre la deuda pública italiana y los bonos federales alemanes (*Bund*).

## CONTEXTO MACROECONÓMICO

### Nuestras convicciones y nuestros escenarios

DIDIER BOROWSKI, Director de análisis macroeconómico  
PHILIPPE ITHURBIDE, Director global de análisis

En este apartado ofrecemos un resumen de nuestro escenario central y nuestros escenarios alternativos



#### Escenario central (75% de probabilidades): el crecimiento mundial se ralentiza de forma gradual pero segura

- **El crecimiento se está ralentizando en todo el mundo:** 2018 había comenzado con la temática de la sincronización de la recuperación global. Pero no por mucho tiempo. Desde la primavera, las medidas proteccionistas adoptadas por Donald Trump han cambiado la situación. Las economías emergentes, algunas de las cuales están muy endeudadas en dólares, se han debilitado debido a la revalorización generalizada de la moneda estadounidense. La depreciación de sus monedas ha generado inflación en sus países y ha hecho que sus bancos centrales endurezcan su política monetaria, lo que ha afectado a unas economías ya perjudicadas por las salidas masivas de capital. La zona euro también ha empezado a ralentizarse. Por tanto, 2019 comienza con una desaceleración sincronizada global, con riesgos a la baja. Sin embargo, un nuevo factor que ha surgido últimamente ha sido la caída del precio del petróleo, que debería dar un impulso a las economías europeas y a los países de los mercados emergentes importadores de crudo, como India y Turquía.
- **Comercio mundial:** el comercio global sigue debilitándose; comenzó en 2018 en torno al 5% interanual y en octubre de creció un 3,6% interanual. El discurso proteccionista ha lastrado la confianza económica, especialmente en Europa. Dicho esto, la incertidumbre está lastrando la inversión y afectando a las cadenas de valor que se han desarrollado en paralelo a la expansión del comercio mundial de los últimos 15 años. Sin embargo, la tregua entre China y EE. UU. (Tras la última reunión del G20 en Argentina) ha dado paso a una situación inmediata más positiva de lo esperado: la subida adicional de los aranceles de EE. UU. para China, del 10% al 25%, prevista para el 1 de enero de 2019 con un aplazamiento de 90 días (1 de marzo de 2019).
- **Estados Unidos:** la economía se ha visto impulsada por una política fiscal muy laxa, pero el impacto de esta debería reducirse paulatinamente este año. Esperamos que el crecimiento se reduzca hasta su potencial de aquí a principios de 2020, lo que en la práctica significa que la economía estadounidense perderá 1 punto porcentual de aquí a fin de año. En efecto, hemos revisado a la baja nuestra previsión de crecimiento, del 2,7% al 2,4% en 2019, y del 2,0% al 1,8% en 2020 (así, el crecimiento interanual se ralentizaría del 3,1% en el cuarto trimestre de 2018 al 2,1% en el cuarto trimestre de 2019). Esta situación tendrá un impacto negativo en los beneficios corporativos, especialmente si las presiones inflacionistas se hacen realidad para entonces, lo cual es posible, dado que la economía roza el pleno empleo. Confirmamos nuestra expectativa de que es muy improbable que la economía entre en recesión en 2019, pero la cuestión del fin de ciclo probablemente volverá a plantearse en algún momento antes del próximo verano, cuando el impacto multiplicador fiscal se desvanezca y los efectos del endurecimiento monetario se dejen notar.
- **Zona euro:** el mes pasado, revisamos ligeramente a la baja nuestras previsiones de crecimiento. A pesar de que la recuperación ha empezado mucho después que en EE. UU., las economías nacionales empezaron a desacelerarse en 2018. La brecha de producción se ha cerrado en la mayoría de los países e Italia es el único país de la zona euro (excluyendo a Grecia) cuyo PIB no ha recuperado los niveles anteriores a la crisis. Varios factores han contribuido a la desaceleración del crecimiento en 2018: la ralentización del comercio mundial y el elevado precio del petróleo hasta octubre han sido los aspectos más destacados. Además, las incertidumbres políticas han enturbiado la situación (*Brexit*, presupuestos italianos). La posibilidad de un cambio de coalición en Alemania tras la derrota de los dos principales partidos de coalición de gobierno (CDU y SPD) en las elecciones regionales supone el fin de la era Merkel. La pérdida del liderazgo de la canciller puede obstaculizar las iniciativas de reforzar la integración de la zona euro que estaban siendo estudiadas. Es probable que haya que esperar a las elecciones europeas de mayo de 2019 y a un nuevo parlamento, una nueva Comisión Europea, un nuevo canciller en Alemania y una aclaración sobre el liderazgo de las instituciones de la UE (Comisión, BCE) para avanzar significativamente en el fortalecimiento de la UE y la zona euro. En Italia, los datos que van llegando sobre la contracción del crecimiento económico en el tercer trimestre y los débiles indicadores principales coincidentes correspondientes al cuarto trimestre aumentaron los riesgos de otra caída, lo que llevó al Gobierno a rebajar el tono del discurso.
- **Reino Unido:** la situación política en el Reino Unido es muy inestable, con una votación parlamentaria prevista para el 15 de enero. Al final, todo dependerá del escenario (véase el apartado de factores de riesgo y nuestro comentario sobre inversión publicado sobre este tema el 9 de enero).



- **China:** el crecimiento económico chino se está desacelerando, pero las autoridades trabajan sin descanso para estimular la economía (mediante la gestión de la divisa, las políticas monetarias y fiscales), por lo que se espera que la economía siga resistiendo bien. A pesar de ello, el modelo económico del país es frágil: el exceso de crédito es visible y la deuda corporativa no financiera se ha disparado desde la Gran Crisis Global. La buena noticia es que la relación entre la deuda NFC y el PIB ha empezado a disminuir desde fines de 2017. Mientras tanto, una tregua con EE. UU. con respecto a las tensiones comerciales debería permitir a China ganar tiempo muy valioso para ajustar sus medidas políticas y gestionar mejor los riesgos a corto plazo. En caso de aterrizaje forzoso o estallido de la burbuja del crédito, las autoridades chinas serían incapaces de impedir una mayor depreciación del yuan.
- **Inflación:** se espera una recuperación gradual de la inflación subyacente, que sigue en niveles bajos en esta fase del ciclo en las economías avanzadas. No obstante, la ralentización de la inflación de los últimos años tiene un carácter fundamentalmente estructural (ya que está ligada a los factores de la oferta, mientras que el componente cíclico de la inflación se ha debilitado (con un aplanamiento de la curva de Phillips). Es probable que la inflación subyacente solamente repunte ligeramente en las economías avanzadas. Una «sorpresa inflacionista» sigue siendo posible con el repunte de los salarios (Estados Unidos, zona euro), pero no duraría mucho (debido a la falta de capacidad de fijación de precios) y arrastraría los márgenes corporativos más que los precios de venta finales, aún más si el crecimiento global flojea. La situación es distinta en los mercados emergentes, en los que las presiones inflacionistas son mayores en muchos países, ante lo cual muchos bancos centrales han elevado sus tipos oficiales.
- **Precios del crudo:** los precios del petróleo se han desplomado: de 86 dólares el barril Brent a 4 de octubre hasta 60 dólares a principios de enero. El principal desencadenante al propio inicio de la caída fue el gran número de exenciones realizadas la Administración estadounidense a diferentes países con respecto a las sanciones impuestas a las exportaciones de petróleo de Irán. La ligera reducción de la producción de los países miembros de la OPEP y no miembros de la OPEP decidida a principios de diciembre, junto con el temor a una desaceleración económica más pronunciada, están manteniendo los precios del petróleo en niveles bajos.
- **Los principales bancos centrales flexibilizan su política monetaria:** la Fed probablemente hará una pausa en sus subidas de tipos, antes de lo esperado (para este año solo prevemos una única subida de tipos). El BCE ha terminado sus compras de activos mensuales a finales de diciembre, tal como anunció. Pero continuará reemplazando los valores que vencen (entre 160.000 y 200.000 millones de euros en 2019), sin aclarar su política de reinversión para mantener cierta flexibilidad. El BCE no tiene margen de maniobra para normalizar su política monetaria, debido a la desaceleración económica y la ausencia de inflación.



## Escenario de riesgo bajista (20% de probabilidades): fuerte desaceleración económica debido a una guerra comercial, una crisis geopolítica o un repentino reajuste de las primas de riesgo.

- El riesgo de nuevas medidas proteccionistas de EE. UU. (Incluso tras el plazo de 90 días acordado durante la reunión del G20), seguidas de represalias del resto del mundo, sigue siendo alto. China y la UE están especialmente expuestas a este riesgo.
- La incertidumbre sobre las crecientes tensiones comerciales (principalmente entre EE. UU. y China) en un contexto de riesgos geopolíticos, crisis en varias economías emergentes importantes (p. ej., Turquía, Argentina), riesgo político en Brasil, una desaceleración en China y tensiones políticas en Europa (deterioro de la situación presupuestaria en Italia, *Brexit*) lleva a las empresas a mantenerse prudentes.

### Consecuencias:

- De mantenerse igual todo lo demás, una guerra comercial reduciría el comercio global y provocaría una ralentización sincronizada y sostenible del crecimiento y, a corto plazo, inflación. Dicho esto, la guerra comercial generaría una rápida desinflación al provocar un *shock* en la demanda global.
- Un reajuste repentino del riesgo de los mercados de renta fija, con un aumento generalizado de los diferenciales sobre la deuda pública y la deuda privada, tanto en las economías avanzadas como en los emergentes, y una reducción de la liquidez del mercado.
- Miedo a una recesión en EE. UU.
- En el peor de los casos, aunque es muy improbable, volverían a recurrir a herramientas no convencionales, como la ampliación de sus balances.



## Escenario de riesgo alcista (5% de probabilidades): repunte del crecimiento global en 2019

**Donald Trump cambia de postura, reduciendo las barreras al comercio y entablando negociaciones bilaterales con China. A nivel interno, la cuestión del aumento del gasto en infraestructuras podría volver a situarse en el fondo y prolongar el ciclo en los Estados Unidos.**

- Aceleración impulsada por la inversión empresarial y un repunte del crecimiento global.
- La política fiscal procíclica de EE. UU. genera una aceleración mayor de lo esperado del crecimiento interno. Tras un descenso, el crecimiento vuelve a acelerarse en la zona euro. El crecimiento vuelve a recuperarse en China, gracias a la combinación de políticas de estímulo.
- Los bancos centrales reaccionarían tarde para mantener inicialmente unas condiciones monetarias flexibles.

### Consecuencias:

- Una aceleración del crecimiento mundial elevaría las expectativas de inflación, lo que obligaría a los bancos centrales a sopesar la normalización de sus políticas monetarias más rápidamente.
- Una subida de los tipos oficiales reales, especialmente en EE. UU.

## Contexto macroeconómico por región

### Estados Unidos

#### Posible aumento de los indicios desiguales

- El crecimiento económico se mantiene por encima del potencial, lo que es compatible con una desaceleración gradual. Conforme el ciclo se prolonga, aumentan las probabilidades de que haya indicios desiguales de mejora de los datos.
- Creemos que la demanda interna seguirá siendo el motor principal de crecimiento, con un cambio en su composición favorable a la prevalencia del consumo por encima de otras inversiones.
- La confianza empresarial sigue siendo sólida, aunque los datos muestran una moderación de las intenciones de gasto en bienes de equipo y una desaceleración de las inversiones residenciales y no residenciales.
- El mercado laboral sigue fuerte, con un repunte del crecimiento salarial y unos costes laborales más coherentes con esta fase de ciclo.
- Las perspectivas de inflación siguen siendo buenas, con pequeñas presiones inflacionistas internas, con el IPC y el IPC subyacente, del 2,2% en ambos casos.
- La Fed celebró su reunión el 19 de diciembre, aplicando la esperada de tipos (que se sitúan ahora entre el 2,25% y el 2,50%); el comunicado ofreció unas perspectivas más prudentes. El gráfico de puntos presupone dos subidas de tipos en 219.
- La reunión del G20 de diciembre supuso la reapertura de las negociaciones entre China y EE. UU., aplazando cualquier aumento de la tensión por 90 días.

### Factores de riesgo

- El endurecimiento la Fed influye en los segmentos sensibles a los tipos de interés (vivienda, crédito al consumo)
- Endurecimiento repentino, prolongado y fuerte de las condiciones financieras
- Los aranceles y las represalias tienen un impacto negativo en la economía, tanto directamente (los precios) como indirectamente (la confianza)
- Riesgos geopolíticos vinculados a un endurecimiento de la política del Gobierno de EE. UU.

### Zona euro

#### La recuperación continúa, a pesar de unas cifras decepcionantes y los crecientes riesgos políticos.

- El crecimiento fue muy inferior a lo esperado en 2018. Los factores negativos pasajeros, como el sector del automóvil alemán, fueron un motivo, pero no el único. La subida de los precios del petróleo (hasta octubre), las tensiones comerciales y los riesgos políticos también influyeron. La recuperación continuará, pero a un ritmo más lento de lo que se esperaba (la previsión de crecimiento para 2019 volvió a reducirse, del 1,6% al 1,5%).
- Se alcanzó un acuerdo sobre los presupuestos italianos, pero Francia sufrió graves protestas sociales en el cuarto trimestre, y los riesgos políticos siguen siendo muy elevados en 2019.

- Movimientos de protesta política más fuertes.
- Apreciación del euro.
- Riesgos externos (sobre todo el riesgo de una guerra comercial)

### Reino Unido

#### Mucha incertidumbre antes del *Brexit*

- A pesar de la incertidumbre sobre cómo se llevará a cabo el *Brexit*, el mercado laboral sigue muy fuerte y los salarios reales han vuelto a situarse en territorio positivo. La caída de los precios del petróleo contribuirá a frenar la inflación.
- Aun así, el *Brexit* está lastrando la confianza y la inversión. La ratificación del parlamento británico del acuerdo negociado con la UE en noviembre es muy incierta y hay muchos escenarios posibles, aunque creemos que un «*Brexit* sin acuerdo» es el menos probable.

- «*Brexit* sin acuerdo»
- El déficit por cuenta corriente sigue siendo muy elevado

### Japón

#### La generosa política fiscal debería de limitar el riesgo bajista del crecimiento económico

- Las medidas de reconstrucción tras los desastres naturales, junto con la climatología suave, probablemente impulsen el crecimiento económico actual. Una importante reducción de las existencias supondría un estímulo para la producción, mientras que la recuperación de los visitantes extranjeros beneficiaría a las economías regionales.
- El *Tankan* del Banco de Japón reveló la solidez de la confianza empresarial, a pesar de un sinfín de incertidumbres fuera de Japón. El plan de gasto del capital para este año registró su mayor ritmo de expansión.
- Tras los presupuestos complementarios para 2018 destinados a paliar los desastres y reforzar las infraestructuras, el Gobierno aprobó medidas para evitar cualquier revés económico después de la subida del IVA prevista para octubre de 2019. Este estímulo, junto con el aumento de los ingresos y las políticas económicas ya anunciadas, probablemente contrarrestarán la mayor parte del impacto negativo de la subida del impuesto.

- La Administración estadounidense va a endurecer su postura en las negociaciones comerciales con Japón a partir de enero



## China

- La economía siguió desacelerándose, mientras que las autoridades políticas señalaron que mostrarían una actitud más proactiva en 2019, tras la Conferencia de Trabajo Económico anual.
- Por ahora, las tensiones comerciales entre EE. UU. y China parecen preocupar menos, ya que ambas partes han retomado las negociaciones, mientras que China ha adoptado varias medidas, presumiblemente acordadas en la reunión del G20, incluida la importación de granos de soja de EE. UU., una reducción temporal de los aranceles a los automóviles estadounidenses y una mayor protección de la propiedad intelectual.
- Sin embargo, las exportaciones parecen estar disminuyendo, aunque quizá no tanto como se temía.
- Entretanto, los anteriores intentos de desapalancamiento siguieron pesando sobre la demanda interna, especialmente en el sector del automóvil en los últimos meses.
- Hay indicios de que el respaldo de las políticas surte efecto en la economía, pero todavía es pronto.
- Mirando hacia delante, esperamos nuevas medidas políticas y unos efectos más visibles. Al menos, el renminbi parece haberse estabilizado en las últimas semanas.

## Factores de riesgo

- **Sigue la incertidumbre acerca de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China**
- **Errores políticos en la gestión de los riesgos a corto plazo y la transición estructural**
- **Ruido geopolítico relacionado con Corea del Norte**

## Asia (excepto Japón y China)

- Como cabría esperar por todo el revuelo causado por la intensificación del problema comercial entre China y EE. UU., el crecimiento en la región se debilitó, debido principalmente a la demanda externa. Hemos revisado a la baja nuestras previsiones del PIB, de forma generalizada en toda la región.
- Los datos de la inflación de la región continuaron a ser buenos. Por último, la inflación en Filipinas cayó con fuerza, del 6,7% al 6,0% interanual, mostrando un ritmo de convergencia con el objetivo más rápido de lo esperado. La inflación de la India volvió a sorprender a la baja, con un 2,3% interanual en noviembre, por el crecimiento negativo de los precios de los alimentos.
- El BSP y el BI se tomaron un respiro recientemente tras su contundente ciclo de subida de tipos. El Banco de Tailandia subió su tipo de interés oficial en diciembre, tras cambiar su postura con respecto a la política monetaria.
- En los últimos dos meses, la opinión pública asistió a un enfrentamiento entre el RBI y el Gobierno de la India. Antes de las elecciones, al Gobierno le gustaría que el RBI fuese más proactivo para que los bancos públicos faciliten las condiciones de crédito para las pymes.

- **Perspectivas de crecimiento revisadas a la baja en la región.**
- **La inflación sigue siendo muy favorable. En Filipinas, ha empezado a bajar con fuerza**
- **BSP y el BI se tomaron un respiro recientemente en su ciclo de subida de tipos**
- **El Banco de la Reserva de India (RBI) señala intromisiones por parte del Gobierno**

## Latinoamérica

- Las cifras del PIB del tercer trimestre de 2018 publicadas recientemente destacan un panorama macroeconómico desigual en la región: Brasil y Perú se aceleraron más de lo esperado, mientras que Colombia, Chile y México se ralentizaron.
- En cuanto a la inflación, el entorno general se ha mantenido favorable. En México, la inflación confirmó finalmente la inversión de la tendencia en noviembre, con una desaceleración más pronunciada, del 4,7% interanual. En Perú, la inflación siguió subiendo, al 2,2% interanual, pero se mantuvo dentro del objetivo del banco central.
- Los principales bancos centrales de la región mantuvieron su política monetaria sin cambios en sus recientes reuniones, mientras que Banxico volvió a subir sus tipos oficiales 25 pb, hasta el 8,25%, en diciembre.
- Desde el punto de vista fiscal, la noticia más destacada fue la publicación de los presupuestos mexicanos para 2019, para evaluar la posición fiscal del nuevo Gobierno. Las cifras mostraron unos presupuestos prudentes, incluso en sus previsiones de la evolución del PIB, la inflación y el peso mexicano.

- **Brasil sigue en la senda de recuperación**
- **La inflación se ha vuelto más favorable en México**
- **Endurecimiento de la política monetaria en México**
- **Los presupuestos mexicanos han mostrado cierta prudencia fiscal**

## EMEA (Europa, Oriente Medio y África)

### Rusia: prevemos un crecimiento interanual del 1,7% para 2018 y algo inferior para 2019

- A pesar de la amenaza de posibles sanciones de EE. UU. en el futuro, el escenario macroeconómico sigue siendo favorable. Rusia será uno de los pocos países de los mercados emergentes con «superávits gemelos» en 2019, mientras que acumula activos en el Fondo Soberano de Inversión.
- El banco central podría volver a subir los tipos en el primer trimestre de 2019, dependiendo de la debilidad del rublo, las expectativas de inflación y los riesgos externos.

### Sudáfrica: salida de la recesión, pero sin milagro

- Sudáfrica salió de la recesión en el tercer trimestre gracias a la recuperación de los sectores de fabricación y servicios. Por lo que respecta al gasto, el consumo de los hogares se recuperó, al igual que las existencias, mientras que la inversión pública y privada se redujeron. La contribución de las exportaciones netas también resultó negativa.
- En cuanto al conjunto de políticas, el margen de maniobra es muy escaso. El SARB ha subido sus tipos y no cabe descartar que tenga que volver a subirlos en 2019.

### Turquía: prevemos una inflación de dos dígitos y una recesión en 2019

- El marcado endurecimiento de los tipos de interés, el repunte en la lira turca, la caída del precio del petróleo y la aplicación de medidas discrecionales con respecto a algunos bienes han propiciado un cierto respiro a la inflación. Sin embargo, no es probable que esta disminuya por debajo del 20% hasta dentro de varios meses.
- En este contexto, el poder adquisitivo de las familias y los márgenes corporativos marcan niveles mínimos. Por tanto, esperamos una fuerte reducción de la actividad en la segunda mitad de 2018 y una recesión del PIB del 1% en 2019.

- **Caída en el precio del petróleo, aumento de las sanciones de los EE. UU. y más tensiones geopolíticas**
- **Mayor aversión al riesgo, demandas sociales cada vez mayores, falta de reformas estructurales**
- **Una flexibilización demasiado rápida del banco central, un enfriamiento de la política presupuestaria y una desaceleración de la actividad en la zona euro**

## Perspectivas macroeconómicas y de mercado

Perspectivas macroeconómicas (8 de enero de 2019)						
Medias anuales (%)	Crecimiento del PIB real %			Inflación (IPC interanual, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
EE. UU.	2,9	2,4	1,8	2,4	2,3	2,3
Japón	0,7	1,0	0,6	1,0	0,7	1,3
Zona euro	1,9	1,5	1,5	1,8	1,7	1,7
Alemania	1,7	1,6	1,7	1,9	1,7	1,6
Francia	1,6	1,4	1,5	2,1	1,6	1,5
Italia	0,9	0,5	0,6	1,3	1,7	1,7
España	2,7	2,3	1,7	1,5	1,5	2,3
Reino Unido	1,4	1,5	1,6	2,3	2,3	2,3
Brasil	1,3	2,2	2,1	3,7	4,5	4,3
Rusia	1,7	1,5	1,7	2,9	4,9	4,2
India	7,8	6,9	7,1	4,0	3,9	4,7
Indonesia	5,1	5,3	5,4	3,2	3,4	4,2
China	6,6	6,2	6,1	2,1	2,2	2,4
Turquía	2,8	-1,0	1,5	16,2	16,5	13,3
Países desarrollados	2,2	1,9	1,6	2,0	1,9	2,0
Países emergentes	4,9	4,6	4,8	4,1	3,9	3,8
Mundo	3,8	3,5	3,5	3,2	3,1	3,1

Fuente: Análisis de Amundi

Perspectivas de los tipos de interés oficiales					
	8/1/2019	Amundi 6 m	Consenso 2T 2019	Amundi 12 m	Consenso 4T 2019
EE. UU.	2,50	2,75	2,75	2,75	3,00
Zona euro	0	0	0	0	0,1
Japón	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Reino Unido	0,75	1,0	1,0	1,0	1,0

Perspectivas de los tipos largos:					
Rendimiento del bono a 2 años					
	8/1/2019	Amundi 6 m	Futuro 6 m	Amundi 12 m	Futuro 12 m
EE. UU.	2,56	2,80/2,90	2,57	2,80/2,90	2,53
Alemania	-0,58	-0,50/-0,40	-0,55	-0,50/-0,40	-0,52
Japón	-0,14	-0,20/0,00	-0,13	-0,10/0,10	-0,15
Reino Unido	0,75	0,80/1,00	0,77	0,80/1,00	0,75

Rendimiento del bono a 10 años					
	8/1/2019	Amundi 6 m	Futuro 6 m	Amundi 12 m	Futuro 12 m
EE. UU.	2,72	2,90/3,10	2,73	2,90/3,00	2,74
Alemania	0,23	0,35/0,55	0,30	0,35/0,55	0,36
Japón	0,00	0,15/0,25	0,04	0,10/0,20	0,07
Reino Unido	1,26	1,40/1,60	1,32	1,40/1,60	1,37

Perspectivas de las divisas					
	9/1/2019	Amundi 6 m	Consenso 2T 2019	Amundi 12 m	Consenso 4T 2019
EUR/USD	1,15	1,18	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	108	109,0	111,0	107	108,0
EUR/GBP	0,90	0,90	0,89	0,88	0,88
EUR/CHF	1,13	1,17	1,15	1,18	1,16
EUR/NOK	9,77	9,30	9,48	9,20	9,30
EUR/SEK	10,24	10,00	10,10	9,80	9,85
USD/CAD	1,32	1,30	1,30	1,30	1,29
AUD/USD	0,72	0,73	0,73	0,70	0,74
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,70
USD/CNY	6,81	6,80	6,90	6,70	6,80

## Publicaciones recientes

### DOCUMENTOS DE TRABAJO



#### *The Alpha and Beta of ESG investing*

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE — Análisis cuantitativo — Amundi, Lai LY — Directora de análisis ESG — Amundi, Vincent MORTIER — Director de inversiones adjunto del Grupo V — Amundi, Thierry RONCALLI — Director de análisis cuantitativo — Amundi

#### *Robust Asset Allocation for Robo-Advisors*

Thibault BOURGERON, Edmond LEZMI — Análisis cuantitativo — Amundi, Thierry RONCALLI — Director de análisis cuantitativo — Amundi

#### *BlackRock vs Norway Fund at Shareholder Meetings: Institutional Investors' Votes on Corporate Externalities*

**Marie BRIÈRE — Amundi Research - Análisis de asesoramiento, Sébastien POUGET — Toulouse School of Economics (Universidad de Toulouse), Loredana URECHE-RANGAUC — CRISEA, Universidad de Picardie Jules Verne**

#### *Exchange Rate Predictability in Emerging Markets*

Elisa BAKU — Análisis cuantitativo — Amundi

#### *Portfolio Allocation with Skewness Risk: A Practical Guide*

Edmond LEZMI, Hassan MALONGO — Análisis cuantitativo — Amundi, Thierry RONCALLI — Director de análisis cuantitativo — Amundi, Raphaël SOBOTKA — Gestión multiactivos — Amundi

### DOCUMENTOS DE DEBATE



#### *How ESG Investing Has Impacted the Asset Pricing in the Equity Market*

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE — Análisis cuantitativo — Amundi, Lai LY — Directora de análisis ESG — Amundi, Vincent MORTIER — Director de inversiones adjunto del Grupo — Amundi, Thierry RONCALLI — Director de análisis cuantitativo — Amundi

#### *Global Trade War: Where Do we Stand Now? What Impacts?*

Philippe ITHURBIDE — Director global de análisis— Amundi

#### *The living wage towards better industry practices*

Elsa BLOTIÈRE — Análisis ESG — Amundi

#### *Where will the next financial crisis come from?*

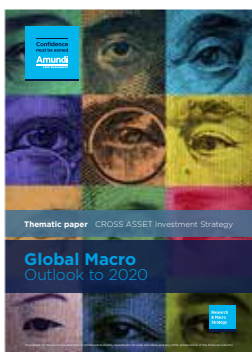
#### *Are we ready to confront it?*

Philippe ITHURBIDE — Director global de análisis— Amundi

#### *Setting objectives for your asset allocation*

ASESORAMIENTO DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DE AMUNDI — Amundi

### DOCUMENTOS TEMÁTICOS



#### *Global Macro: Outlook to 2020*

Análisis macroeconómico — Amundi

#### *Morocco: moderate economic risks*

Karine HERVÉ — Análisis macroeconómico — Amundi

#### *Central European countries: Outlook to 2020*

Karine HERVÉ — Análisis macroeconómico — Amundi

#### *French pension reform:*

#### *a Trojan horse for a better control of the State budget?*

Valérie LETORT — Estrategia de Renta fija — Amundi

## Centro de análisis de Amundi

*Top down***Asignación de activos***Bottom up***Bonos corporativos****Renta fija**

Divisas

**Mercados monetarios**

Renta variable

**Más información sobre el  
equipo de análisis de  
Amundi****research-center.amundi.com**

Políticas monetarias

Previsiones

**Estrategias de inversión**

Cuantitativo

Mercados emergentes

Bonos soberanos

Capital riesgo (*private equity*)

Sector inmobiliario

**High yield**

La información de MSCI solo podrá utilizarse para su uso interno, no podrá reproducirse ni redifundirse de ninguna forma, ni podrá servir de base o componente de ningún instrumento financiero, producto o índice. Ninguna de la información de MSCI pretende constituir asesoramiento de inversión o una recomendación para tomar (o dejar de tomar) ningún tipo de decisión de inversión y no podrá tomarse como tal. Los datos históricos y análisis no deben considerarse una indicación o garantía de cualquier análisis, previsión o pronóstico de rentabilidad futura. La información de MSCI se proporciona «tal cual» y el usuario de esta información asume todo el riesgo de cualquier uso que realice de esta información. MSCI, cada una de sus filiales o cualquier otra persona que participe en o que esté relacionada con la compilación, informatización o creación de cualquier información de MSCI (conjuntamente, las «Partes de MSCI») renuncian expresamente a todas las garantías (incluyendo, sin limitación, garantías de originalidad, exactitud, integridad, oportunidad, oportunidad, comerciabilidad e idoneidad para un fin específico) con respecto a esta información. Sin limitar nada de lo anterior, en ningún caso cualquier Parte de MSCI tendrá responsabilidad alguna por cualquier daño directo, indirecto, especial, indirecto, punitivo, consecuente (incluyendo, sin limitación, lucro cesante) o cualquier otro daño. (www.msicbarra.com).

En la Unión Europea, este documento va dirigido únicamente a la atención de inversores «profesionales» según la definición que figura en la Directiva 2004/39/CE de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros («MiFID»), a proveedores de servicios de inversión y otros profesionales del sector financiero y, según corresponda en cada normativa local, y por lo que respecta a la oferta en Suiza, un «Inversor cualificado» en el sentido de lo dispuesto en la Ley suiza de instituciones de inversión colectiva de 23 de junio de 2006 (CISA), la Ordenanza suiza sobre instituciones de inversión colectiva de 22 de noviembre de 2006 (CISO) y la Circular de la FINMA 08/8 sobre la publicidad al público en virtud de la legislación sobre instituciones de inversión colectiva de 20 de noviembre de 2008. El presente material no podrá distribuirse en ningún caso en la Unión Europea a inversores no «profesionales» según la definición que figura en la MiFID o en cada normativa local, o en Suiza a inversores que no se ajusten a la definición de «inversores cualificados» según se define en la legislación y normativa aplicables. El presente documento no va dirigido a ciudadanos o residentes de los Estados Unidos de América ni a «Personas estadounidenses», según se define este término en el Reglamento S de la SEC en virtud de la Ley de valores de EE. UU. (Securities Act) de 1933. Este documento no constituye una oferta de compra ni una incitación a la venta de un producto y no debe considerarse como una incitación ilícita o asesoramiento de inversión. Amundi no acepta ninguna responsabilidad, directa o indirecta, que pueda derivarse del uso de información incluida en este material. Amundi no será responsable en ningún caso de cualquier decisión o inversión realizada sobre la base de la información incluida en este material. La información incluida en este documento se le proporciona de forma confidencial y no debe copiarse, reproducirse, modificarse, traducirse o distribuirse sin la previa autorización por escrito de Amundi, a ningún tercero persona o entidad, en ningún país o jurisdicción que sometiese a Amundi o a cualquiera de «los Fondos» a cualquier obligación de registro en esas jurisdicciones o en la que se considere ilícito. En consecuencia, este material va destinado únicamente a la distribución en jurisdicciones en las que esté permitido y a personas que puedan recibirlo sin incumplir obligaciones legales o normativas aplicables. La información incluida en este documento se considera exacta a la fecha de publicación que figura en la primera página del mismo. Los datos, las opiniones y las estimaciones pueden variar sin previo aviso.

Usted tiene derecho a recibir información acerca de los datos personales que mantenemos en relación con usted. Puede obtener una copia de dicha información enviando un correo electrónico a info@amundi.com. Si considera que alguno de los datos que mantenemos en relación con usted es incorrecto, póngase en contacto con nosotros enviando un correo electrónico a info@amundi.com.

Documento publicado por Amundi, una «sociedad por acciones simplificada» con un capital de 1.086.262.605 euros - Gestora de carteras regulada por la AMF con el n.º GP04000036 - Domicilio social: 90 boulevard Pasteur - 75015 París - Francia - Inscrita en el Registro Mercantil de París con el n.º 437 574 452 - www.amundi.com

Créditos de las fotos: iStock by Getty Images - ansonmiao

**Jefe de redacción:****BLANQUÉ Pascal**, Director de inversiones del Grupo**Editor****ITHURBIDE, Philippe**, Director global de análisis**Editores adjuntos****BOROWSKI Didier**, Director de análisis macroeconómico**Monica**, Directora de estrategia, Directora adjunta de análisis**Idea y producción****BERGER Pia**, Análisis y estrategia macroeconómica**PONCET Benoit**, Análisis y estrategia macroeconómica