

Perspectiva de asignación de activos para 2017

El ciclo económico se encuentra en una fase avanzada de ralentización debido a una reducción de los beneficios empresariales y un cambio lento en la tendencia del ciclo de crédito. Paralelamente, la política monetaria se halla en una encrucijada como resultado del modesto ajuste monetario aplicado por la Fed y el limitado efecto de las políticas del BCE y del Banco de Japón. La consecuencia es el aumento de los riesgos macroeconómicos a medida que madura el ciclo. Los estímulos fiscales pueden dar un vuelco a la situación si se diseñan con cuidado y se coordinan globalmente. De no ser así, el estímulo fiscal será desplazado mayormente por ajustes adicionales de las condiciones monetarias, como la subida de los tipos reales y el fortalecimiento del dólar. **Conclusión: Una rentabilidad esperada menor y una mayor incertidumbre hacen que una posición defensiva de la cartera vaya hacia clases de activos que ofrezcan protección.**

El ciclo pasa por una fase de madurez – con una incertidumbre macroeconómica creciendo

La recuperación actual es una de las más largas de la historia. Esto en sí no implica que nos estemos acercando a su fin. No obstante, observamos varias señales que advierten de que el ciclo económico se encuentra en una fase avanzada de ralentización. Existe una alta probabilidad de que la cifra de desempleo de EE. UU. roce mínimos pronto (figura 2), indicador que suele marcar el punto de inflexión tanto del ciclo económico como de la rentabilidad de los activos. Como resultado, esperamos que los riesgos macroeconómicos aumenten en 2017.

Los mercados alcistas no mueren de viejos, sino normalmente debido al deterioro de los beneficios empresariales y al cambio de tendencia en el ciclo de crédito. En la última fase del ciclo, a los mercados les gusta, por tanto, observar un crecimiento renovado de los beneficios que marque una pausa en el punto de inflexión del ciclo económico, lo que se traduce en un alza de los activos de riesgo. Se espera, de todos modos, que el repunte de los beneficios corporativos estadounidenses en el tercer trimestre sea temporal, ya que la debilidad subyacente de los márgenes y las ganancias es consecuencia en gran medida de factores más permanentes, como la debilidad de la productividad que propicia el aumento de los costes de producción (véase la figura 3).

En cuanto al ciclo de crédito, esperamos que la tendencia hacia el ajuste de las condiciones crediticias se mantenga como resultado de la normalización de condiciones monetarias y el elevado apalancamiento, especialmente entre las empresas (figura 4). Estas circunstancias en sí limitan el margen para que la ingeniería financiera aumente los beneficios empresariales. A la vista de las elevadas valoraciones absolutas y relativas, no creemos que reste mucho potencial de rentabilidad en el crédito empresarial a lo largo de los próximos 12 meses.

Figure 1: El estado del ciclo económico y la dinámica de los mercados financieros



Figure 2: La tasa de desempleo de EE. UU. como reflejo del ciclo económico: ¿cambio de tendencia?

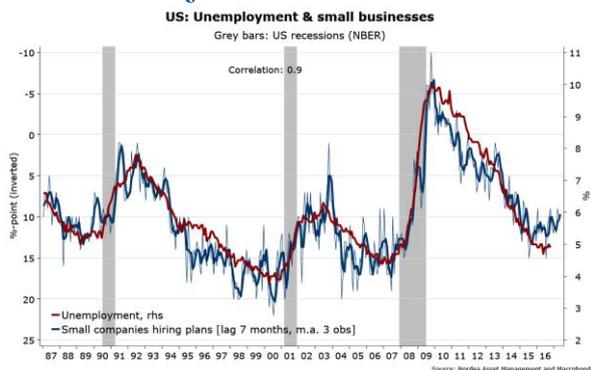
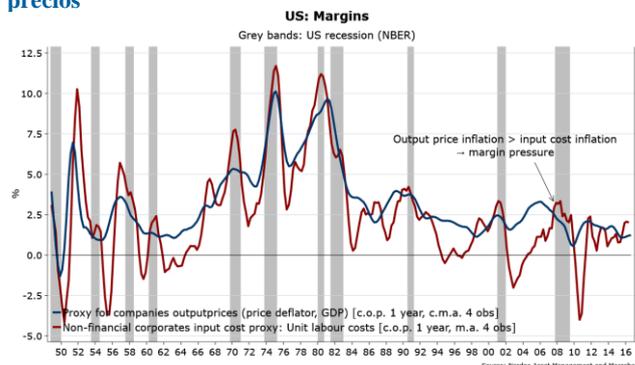


Figure 3: Los márgenes se encuentran bajo presión por la débil productividad y la capacidad limitada de fijación de los precios



El experimento de Trump: ¿Revolución fiscal?
 ¿Permitirá el programa dirigido a favorecer el crecimiento del gobierno estadounidense entrante revitalizar el ciclo económico? El alto grado de incertidumbre sigue siendo la característica más destacada del diseño de las políticas de Trump. Si el estímulo fiscal se equilibra adecuadamente y se dirige por igual a la oferta y a la demanda, con beneficios indirectos para el resto del mundo, el resultado podría ser un giro radical para bien. Si este fuera el caso, podría observarse un efecto dual, en forma de un déficit fiscal y por cuenta corriente mucho mayor en EE. UU. y un repunte del crecimiento global.

Si, por el contrario, el programa dirigido a favorecer el crecimiento se traduce en mayor proteccionismo y en un déficit público mayormente no financiado, el resultado mermaría las posibilidades de crecimiento futuro y fuera de las fronteras de EE. UU., en lugar de sentar las bases para una mejora sostenida de la senda del crecimiento. Y, naturalmente, los beneficios indirectos del estímulo fiscal de EE. UU. resultarían limitados. Los efectos colaterales negativos afectarían principalmente al resto del mundo, en especial a las economías emergentes. Como consecuencia, la divergencia del ciclo económico global aumentaría a unos niveles ya altos (figura 5), lo que daría lugar a expectativas de políticas monetarias más divergentes y crecientes riesgos financieros en forma de revalorización adicional del dólar y subidas de los tipos reales.

En estos momentos, el mercado apuesta por el primer escenario. Esta fase de "esperanza" podría tener un recorrido adicional, lo que traería consigo repuntes adicionales a corto plazo de los activos de riesgo. Pero a medida que nos acercamos al momento de la verdad, existe un lugar para las decepciones. Un déficit fiscal no financiado se topará con el rechazo de las fuerzas republicanas. Por otra parte, una parte importante de cualquier estímulo se compensará con el ajuste financiero resultante de la subida de los tipos y la revalorización del dólar. Los mercados disparan primero y preguntan después: los tipos de interés y el dólar ya han iniciado la senda alcista, sin ninguna claridad en cuanto al resultado político final. El proteccionismo tampoco se ha retirado del orden del día, por lo que en el momento de escribir estas líneas avanzamos más hacia el segundo escenario. Por todas estas razones, creemos que la deuda pública de los países más desarrollados presenta un riesgo limitado de caídas en un horizonte de 12 meses. El desplome de los tipos debería llevar asociada una cierta dosis de autocorrección, dada la debilidad de los fundamentales económicos y el alto riesgo de que la fase final resulte decepcionante.

Figure 4: El ciclo de crédito de EE. UU. ha alcanzado su punto máximo

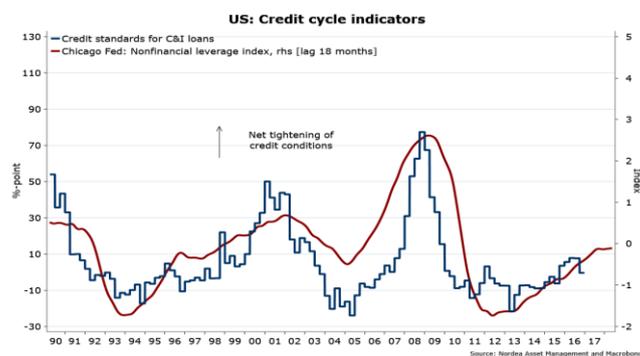


Figure 5: Acentuación de la tendencia de ciclos económicos divergentes

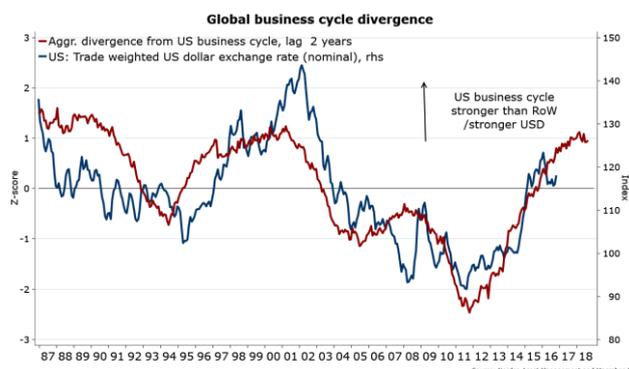
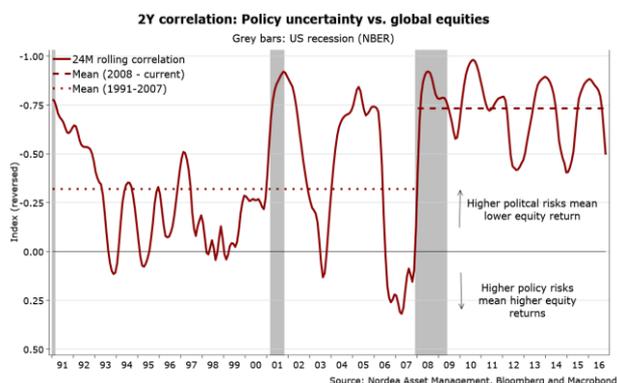


Figure 6: Riesgos políticos estructuralmente más altos tras la gran crisis financiera



Política monetaria: ¿Fin del camino?

El banco central más importante del mundo (la Fed) tiene previsto normalizar la política monetaria, mientras que los bancos centrales de la zona euro y de Japón mantienen sus políticas expansionistas, pero con consecuencias imprevistas. Ejemplo ilustrativo: los tipos de interés negativos están teniendo un importante impacto en el sector bancario. El efecto neto de estas vías divergentes se traducirá en menor apoyo monetario para colmar la laguna entre unos fundamentales aún débiles y los elevados precios de los activos. Los bancos centrales están intentando contrarrestar el déficit de crecimiento estructural con herramientas cíclicas, lo que restará inevitablemente eficacia a sus medidas de expansión.

La politización de los mercados: Acostúmbrese

No nos referimos solo a las elecciones estadounidenses. La correlación entre la incertidumbre política y los activos de riesgos ha crecido estructuralmente desde la quiebra de Lehman Brothers (véase la figura 6). Los crecientes riesgos políticos son el resultado de un menor crecimiento y una caída plurianual de la participación del factor trabajo en la renta en el mundo occidental. Estos son fenómenos estructurales, con poca probabilidad de que cambien de signo con facilidad. Este tipo de riesgos puede ser bidireccional y resulta prácticamente imposible de valorar, pero se traducirá, si el resto de las condiciones no varían, en una mayor volatilidad de los mercados financieros. 2017 no será una excepción. Europa tiene la atención puesta en elecciones a la vista importantes.

No nos referimos solo a las elecciones estadounidenses. La correlación entre la incertidumbre política y los activos de riesgos ha crecido estructuralmente desde la quiebra de Lehman Brothers (véase la figura 6). Los crecientes riesgos políticos son el resultado de un menor crecimiento y una caída plurianual de la participación del factor trabajo en la renta en el mundo occidental. Estos son fenómenos estructurales, con poca probabilidad de que cambien de signo con facilidad. Este tipo de riesgos puede ser bidireccional y resulta prácticamente imposible de valorar, pero se traducirá, si el resto de las condiciones no varían, en una mayor volatilidad de los mercados financieros. 2017 no será una excepción. Europa tiene la atención puesta en elecciones a la vista importantes.

© Nordea Asset Management y cualesquiera de sus entidades subyacentes y afiliadas. El presente documento está destinado a proporcionar información sobre las capacidades específicas de Nordea. **Este documento no representa asesoramiento de inversión alguno**, y no constituye una recomendación para invertir en cualesquiera productos financieros, estructuras o instrumentos de inversión ni para formalizar o liquidar cualesquiera transacciones ni participar en alguna estrategia de negociación en particular. El presente documento no debe considerarse una oferta de venta o una invitación para realizar una oferta de compra de valores. Dicha oferta solo podrá efectuarse mediante un memorándum de oferta o cualquier otro acuerdo contractual similar. Por consiguiente, la información contenida en el presente será sustituida en su integridad por dicho memorándum de oferta o acuerdo contractual en su forma definitiva. Así pues, toda decisión de inversión deberá fundamentarse en exclusiva en los documentos jurídicos definitivos, entre otros, y si procediese, el memorándum de oferta, el acuerdo contractual, cualesquiera folletos pertinentes y el documento de datos fundamentales para el inversor más reciente relacionados con la inversión. Este documento contiene información procedente de diversas fuentes. Si bien la información incluida en el presente documento se considera correcta, no se puede realizar manifestación ni ofrecer garantía alguna sobre la exactitud o integridad de dicha información, y los inversores deberán recurrir a otras fuentes para tomar una decisión de inversión bien fundada. Los futuros inversores y contrapartes deberán analizar con sus asesores profesionales fiscales, jurídicos, contables o de cualquier otro tipo los posibles efectos de cualquier inversión que pudiesen realizar, por ejemplo, los posibles riesgos y beneficios de dicha inversión. Asimismo, los futuros inversores o contrapartes deberán entender plenamente la potencial inversión, así como cerciorarse de que han realizado una evaluación independiente sobre la conveniencia de dicha inversión potencial basada únicamente en sus propios propósitos y metas. Las operaciones relacionadas con instrumentos derivados y divisas pueden estar sujetas a importantes fluctuaciones que podrían repercutir en el valor de la inversión. **Las inversiones en mercados emergentes conllevan mayor riesgo. El valor de la inversión puede fluctuar significativamente y no está garantizado.** Documento publicado y elaborado por sociedades matrices afiliadas adheridas a Nordea Asset Management. Nordea Investment Management AB y Nordea Investment Funds S.A., en calidad de sociedades matrices afiliadas, cuentan con la debida autorización y están supervisadas por las autoridades de supervisión financiera de Suecia y Luxemburgo, respectivamente. Las sucursales y las entidades afiliadas adheridas a Nordea Asset Management cuentan con la debida autorización y están reguladas por las pertinentes autoridades supervisoras financieras locales pertinentes en los países en los que están domiciliadas. Fuente (salvo que se indique lo contrario): Nordea Investment Funds S.A.. A menos que se indique lo contrario, todas las opiniones expresadas son las de Nordea Asset Management o de cualquiera de sus entidades subyacentes o afiliadas. Este documento no podrá copiarse ni distribuirse sin consentimiento previo. Las referencias a compañías u otras inversiones mencionadas en este documento no deberían interpretarse como recomendación de compra o venta dirigida al inversor, si bien se incluye con fines ilustrativos. El nivel de los compromisos y las ventajas fiscales dependerá de las circunstancias concretas, y podría experimentar modificaciones en el futuro.