

Perspectivas macroeconómicas para el 2019: ¿provocará el fin del QE un cambio de ciclo global?

Por Laurent Clavel y Maxime Alimi



- Para 2019, esperamos que Estados Unidos experimente una ralentización cíclica, coincidiendo con el fin de las subidas de tipos por parte de la Reserva Federal en el 3% o el 3,25%.
- En la zona euro ya se observa una desaceleración económica y creemos que la política europea está contribuyendo a los riesgos a la baja. Es probable que el Banco Central Europeo mantenga la cautela y deje intactos los tipos de interés, como mínimo, hasta septiembre.
- Nuestras perspectivas sobre los activos de riesgo son menos halagüeñas, y a lo largo de 2019 pensamos que recuperaremos una posición neutral en renta variable.
- Esperamos que los rendimientos del bono alemán se mantengan en un rango de entre el 0,2% y el 0,7% en 2019 y vemos valor en los títulos del tesoro americano por encima del 3,25%.

La última vuelta del ciclo

El crecimiento de Estados Unidos correspondiente al ejercicio 2018 se situará, al parecer, en el 2,9% —el mejor dato desde 2006—. Parte de este impulso, respaldado por una espectacular expansión fiscal procíclica, todavía debería mantenerse durante algún tiempo. Sin embargo se avecinan vientos en contra, como el fin de la política monetaria expansiva, las políticas comerciales restrictivas y, lo que es más importante a nuestro juicio, el endurecimiento de las condiciones financieras. Esta situación debería provocar una desaceleración cíclica clásica hasta el 2,3% en 2019. Para 2020, la previsión actual consensuada y el Comité de Operaciones del Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) sugieren un ajuste suave pero, en nuestra opinión, son históricamente más habituales las ralentizaciones bruscas. De hecho, las economías que se enfrentan a una desaceleración suelen incurrir en un círculo vicioso de descenso de la confianza, reducción del gasto y de la inversión, y una marcada corrección de los inventarios. Aunque reconocemos que resulta muy difícil prever el momento exacto en el que se producirá una recesión, nuestras previsiones para 2020 estiman un nivel de crecimiento por debajo de su potencial para Estados Unidos, del 1,4%.

Por lo tanto, esperamos que la Reserva Federal (Fed) estadounidense ponga fin al ciclo de subidas antes del cierre de 2019, en un nivel de entre el 3% y el 3,25%, tras una subida ya prevista en diciembre y tres más el próximo año. Nuestra previsión es que, a finales de 2020, la Fed dé marcha atrás y entre en una fase de relajación.

Estancamiento político y débil resiliencia en Europa

Con un retraso de unos dos años en esta expansión cíclica —debido en gran medida a errores políticos—, lamentablemente la zona euro ya está en desaceleración. Hace un año, los sondeos empresariales sugerían que se produciría una aceleración de la actividad económica pero, tras un 2018 tremendamente decepcionante, ahora parece probable que el crecimiento de la zona euro se sitúe en el 1,9%, frente al 2,5% registrado en 2017. De cara al futuro, prevemos nuevas caídas en el crecimiento de este bloque, hasta situarse en el 1,4% en 2019, y en el 1,2% en 2020. Aunque el consumo y la construcción deberían mantenerse relativamente estables, la inversión empresarial debería disminuir debido a la pérdida de confianza de las empresas (situándose la demanda de crédito empresarial en niveles mínimos desde principios de 2014) y beneficios a la baja. Un aspecto aún más importante sería la incidencia del comercio neto en el crecimiento ante la ralentización de la demanda externa, principalmente de Estados Unidos y China, así como el descenso de la competitividad y la considerable solidez de las importaciones.

Esta menor flexibilidad debería bastar para que el Banco Central Europeo (BCE) situase el tipo para depósitos en el 0% para la primavera de 2020. Incluso con la inflación a una distancia no desdeñable del objetivo, esperamos que este movimiento se presente como una normalización y no como un endurecimiento de las condiciones, alegando que los efectos colaterales de una política de tipos de interés negativos están contrarrestando progresivamente sus beneficios. También esperamos operaciones de refinanciación específicas a más largo plazo, durante la primera mitad del próximo año.

Con todo, y a pesar de un panorama ya de por sí gris, creemos que la política europea está contribuyendo a los riesgos a la baja. En primer lugar, la saga del presupuesto italiano continúa y existe un riesgo potencial de que se produzca un contagio financiero. Tal como esperábamos, la Comisión Europea ha sugerido la apertura de un procedimiento de exceso de déficit. Si nuestra evaluación macroeconómica es correcta, en los próximos meses las entidades de crédito deberían revisar sus perspectivas y valoraciones a la baja ya que, con la disminución del crecimiento, llevará a la deuda pública a recuperar la tendencia alcista. En segundo lugar, la incertidumbre política en Reino Unido sigue siendo visiblemente elevada y somos conscientes de que es muy posible un escenario de Brexit “sin acuerdo” en el mes de marzo. Por último, aunque la administración estadounidense ha limitado sus ataques proteccionistas a China, sigue existiendo la posibilidad de que en 2019 se impongan aranceles al sector automovilístico de la Unión Europea.

China en la cuerda floja, tendencias regionales e intrarregionales divergentes en los mercados emergentes

En 2018, hemos sido testigos del cambiante efecto provocado por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, que ha pasado de repercutir en los mercados a influir en el crecimiento. Nuestro escenario principal es que los aranceles subirán del 10% al 25% el próximo año, abarcando 250 mil millones de USD de productos chinos. Esta escalada proteccionista constituye un factor clave de la desaceleración económica que esperamos registre China en 2019 (6,1% desde el nivel de entre un 6,5% y un 6,6% de este año). La repercusión comercial quedará contrarrestada en parte por una “cauta” relajación monetaria por parte de Pekín, centrada en ayudas fiscales a las familias y al sector privado.

Ante los giros estructurales experimentados por la coyuntura externa, esperamos que los responsables políticos de China “prediquen con el ejemplo” respecto a las reformas estructurales, reforzando la protección de la propiedad intelectual, liberalizando los mercados financieros, abriendo la cuenta de capital y reformando el sector empresarial. Estas transformaciones (que prevemos den lugar al primer déficit por cuenta corriente anual de China desde 1993) serán beneficiosas a largo plazo y, en 2019, contribuirán además a aplacar las tensiones con Estados Unidos.

Mientras tanto, los mercados emergentes han venido sufriendo un endurecimiento de las condiciones financieras globales (apreciación del dólar y aumento de las tises en Estados Unidos), agravado por importantes salidas de capitales. Con todo, el crecimiento económico ha demostrado una considerable resiliencia. Así, a pesar de que la retórica de guerra comercial de Estados Unidos, los sobresaltos en el ámbito de las divisas y el nuevo endurecimiento monetario son todos factores que deberían limitar la expansión de los mercados emergentes en 2019, esperamos que la demanda interna aguante y alivie parte de las presiones generadas por un descenso de los volúmenes comerciales. En particular, la demanda acumulada de grandes mercados emergentes como Brasil e India debería redundar en un crecimiento estable del PIB de las economías emergentes, del 4,6%, como en 2018. Sin embargo, esta flexibilidad global esconde tendencias regionales e intrarregionales divergentes, ya que Argentina y Turquía se encuentran en recesión, mientras que Brasil ha registrado una considerable aceleración económica.

Asignación de activos: reduciendo una marcha

El año 2018 ha sido frustrante para los inversores. A pesar de una coyuntura económica razonable y un fuerte crecimiento de los beneficios en la mayor parte del mundo, la rentabilidad de los mercados globales ha sido deficiente. En el momento de redactar este artículo, todas las principales clases de activos líquidos habían obtenido retornos totales anuales negativos. En nuestras

Perspectivas para 2018, una de las explicaciones que dimos a tales resultados era que la tendencia a un QE había comenzado a remitir, lo que ejercería presión a la baja sobre los precios de los activos y, al alza, sobre las correlaciones. Desde la segunda mitad de 2018 ha descendido de manera global el número de activos en manos de los bancos centrales, lo que ha dado inicio a una corrección que podría prolongarse durante varios años.

Si se cumple este pronóstico, 2019 podría resultar igual de difícil que 2018, motivo por el cual vamos a reducir el riesgo de la asignación de activos. Nuestras perspectivas sobre los activos de riesgo son menos positivas, y a lo largo de 2019 bajaremos nuestra posición a neutral en renta variable. En la actualidad, también mantenemos una posición infraponderada en crédito y posiciones neutras en deuda pública y efectivo.

Debido a la cauta postura adoptada por el BCE, una inflación que sigue siendo decepcionante (*breakeven* estable) y la intensificación del riesgo político en Italia, los rendimientos de los bonos alemanes deberían mantenerse en un rango de entre el 0,2% y el 0,7%. La situación de Italia ha empeorado y, nuestra expectativa es que los rendimientos de sus bonos a diez años aumenten y se sitúen por

encima del 4%. Vemos valor en los títulos del tesoro americano por encima del 3,25%, especialmente como diversificador en caso de una ralentización macroeconómica más pronunciada. Los diferenciales de crédito probablemente sigan bajo presión en 2019 debido a un elevado número de factores macroeconómicos desfavorables y a factores técnicos menos ventajosos. En particular, nos preocupa el porcentaje récord de créditos con calificación BBB dentro del sector con grado de inversión, que amplía el espectro del riesgo de rebaja de la calificación a alto rendimiento (*high yield*).

Por lo que respecta a la renta variable, se espera que nuestro escenario principal de desaceleración de la actividad económica rebaje el crecimiento de ventas y que los márgenes de beneficios estén sometidos a una presión cada vez mayor. Nuestra expectativa es que el crecimiento de los beneficios por acción alcance cerca de un 7% en el caso de la renta variable global. Sin embargo, la disminución del exceso de liquidez, los tipos a corto en Estados Unidos al alza, y el posible incremento de las primas de riesgo de la renta variable, impulsados por una mayor volatilidad y por una confianza de los inversores más débil, son todos factores que sugieren posibilidades limitadas de que se produzca una expansión de múltiplos.



El presente documento se dirige y está destinado exclusivamente a clientes profesionales de conformidad con las normas MiFID (Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros).

La información, opiniones, estimaciones y previsiones expuestas en el mismo tienen exclusivamente una finalidad informativa y, en ningún caso, están dirigidas a clientes minoristas y/o inversores finales. Dicha información está destinada a clientes profesionales y contrapartes elegibles, presumiéndose, por tanto, la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos y el de sus clientes. Igualmente, la información reseñada no supone asesoramiento en materia de inversión ni una promoción financiera ni invitación o recomendación de adquisición o inversión, ni constituye, por sí misma, una base para la toma de decisiones inversoras ni supone una garantía de rentabilidad futura de inversiones financieras. El mercado financiero es fluctuante y está sujeto a variaciones y los tipos de cambio pueden sufrir oscilaciones que incidan directamente en la rentabilidad de las inversiones, tanto al alza como a la baja. El receptor de esta información debe tener presente que la evolución de las variables económicas y los valores de los mercados financieros pueden cambiar significativamente y ser diferentes a los análisis e indicaciones que figuran en este documento.

AXA Investment Managers no asume responsabilidad alguna por cualquier acto u omisión derivada del mal o incorrecto uso de la información facilitada, declinando toda responsabilidad por el uso incorrecto o inadecuado del documento.

AXA INVESTMENT MANAGERS GS LIMITED SUCURSAL EN ESPAÑA, tiene su domicilio social en Madrid, Paseo de la Castellana núm. 93, 6ª planta, se encuentra inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, hoja M-301801, y se encuentra registrada en la CNMV bajo el número 19 como ESI del Espacio Económico Europeo con Sucursal.