

T4 2017

## Investment View

Una lenta subida de tipos de interés



# Resumen

## Perspectiva general

- A pesar de la intensificación de las tensiones geopolíticas en torno a Corea del Norte y la agitación política en Washington, aún existe margen para una expansión sincronizada a escala global. Paralelamente, las presiones inflacionistas seguirán bajo control. Incluso en EE. UU., donde el mercado laboral ya está muy ajustado, hasta 2018 habrá subidas evidentes de los precios más visibles.
- En este contexto, los principales bancos centrales, a excepción del Banco de Japón, proseguirán con su proceso de normalización gradual de la política monetaria.
- Si bien la inminente decisión del BCE de reducir sus compras de activos en 2018 ya ha provocado un aumento de los rendimientos en Europa y ha dado el pistoletazo de salida a la recuperación del euro, los mercados siguen infravalorando en gran medida el ritmo de las subidas de los tipos en EE. UU.
- Según nuestras previsiones, predominará una tendencia al alza moderada sobre los rendimientos, con preferencia por los bonos corporativos de alta calidad crediticia de la zona euro frente a la deuda pública. Creemos que hay margen para obtener ganancias adicionales en la renta variable europea y japonesa. Por su parte, el dólar estadounidense parece dirigirse hacia una fase de recuperación temporal.
- La deuda soberana de los países del sur de Europa probablemente experimente dificultades durante los próximos meses como consecuencia de las ambiciones independentistas de Cataluña y la incertidumbre política en Italia asociada a las elecciones de 2018.

## Visión de la macroeconomía

- A pesar de los riesgos políticos, el crecimiento económico global no se ha visto frenado porque la recuperación del mercado laboral ha continuado apuntalando el consumo. En el futuro, la demanda de inversiones debería empezar a hacerse perceptible gradualmente. Al tiempo, es probable que la inflación permanezca bajo control.
- En EE. UU., el crecimiento sostenido y el bajo nivel de desempleo —en cifras de récord— no se han visto acompañados de un alza de la inflación, debido en gran parte, a factores temporales. El aumento de la inflación en 2018 permitirá a la Reserva Federal cumplir su plan de endurecimiento monetario gradual.
- La recuperación de la zona euro se basa en la fuerte actividad interna. El crecimiento probablemente superará el potencial en 2017 y en 2018. Según nuestras previsiones, el BCE iniciará un proceso suave de reducción de compras en enero de 2018. No es de esperar una primera subida de los tipos hasta 2019.
- Después del XIX Congreso Nacional del Partido Comunista de China, creemos que la política tenderá más hacia cuestiones estructurales. No obstante, solo es de prever una ralentización gradual del crecimiento del PIB, ya que la política fiscal está lista para hacer de colchón frente a un enfriamiento más importante.

## Deuda pública

- Los mercados de deuda pública de EE. UU. y la zona euro siguieron una evolución similar durante buena parte del tercer trimestre. En conjunto, la curva estadounidense se allanó ligeramente y la curva de la zona euro aumentó su pendiente de manera marginal.
- Como los factores fundamentales que impulsan el rendimiento a ambos lados del Atlántico no se van a alterar, únicamente prevemos un ligero aumento del rendimiento durante el cuarto trimestre.
- Los diferenciales de los bonos periféricos navegaron por aguas tranquilas durante el tercer trimestre, a excepción de los portugueses, que se beneficiaron de una sorprendente mejora de la calificación. Los próximos acontecimientos políticos previsiblemente pesarán en la deuda pública de los países del sur de Europa. Es poco probable que se mantenga la actual autocomplacencia, por lo que se prevé una ampliación de los diferenciales.

### Deuda corporativa

- Los mercados de deuda corporativa a ambos lados del Atlántico presentaron una tendencia similar durante el tercer trimestre. Si bien los diferenciales se mantuvieron básicamente estables, el nivel de rentabilidad de la deuda corporativa siguió descendiendo como consecuencia de la reducción de los rendimientos subyacentes.
- A corto plazo, es de esperar que la deuda corporativa se mantenga estable. No obstante, en el futuro, la desaparición del apoyo del BCE y el aumento de la rentabilidad de la deuda pública prevista probablemente desencadenarán una ampliación de los diferenciales.
- Las obligaciones financieras sénior se verán más expuestas al aumento de los diferenciales de la deuda soberana previsto en las cercanías de las elecciones generales italianas. Por todo ello, pensamos que este tipo de títulos rendirán por debajo de los no financieros hasta más adelante en 2018.

### Divisas

- El aumento superior al 10 % en el cambio EUR/USD desde mediados de abril parece haber llegado muy lejos y con demasiada rapidez, en comparación con los cambios en el diferencial de rentabilidad y otros enfoques de valoración más amplios. Es probable que se produzca una corrección moderada del cambio EUR/USD durante el próximo trimestre.
- Sin embargo, durante el año que viene el euro probablemente recuperará su fuerza. En consecuencia, creemos que una apreciación temporal del dólar estadounidense es una oportunidad para explotar la actual exposición al USD.
- La incertidumbre asociada al brexit previsiblemente eclipsará la subida de los tipos por parte del Banco de Inglaterra prevista para noviembre, por lo que es probable que el euro tienda a apreciarse frente a la libra.
- El yen sigue vinculado inversamente a los rendimientos estadounidenses y esa es la principal razón por la que preveemos un incremento adicional del cambio USD/JPY durante los próximos trimestres.

### Renta variable

- A pesar del alza de otros elementos del mercado, somos positivos en cuanto a la renta variable en un horizonte de doce meses.
- La zona euro y Japón son nuestras regiones favoritas, ya que son más cíclicas y están más baratas. Las políticas monetarias, el aumento de los beneficios y las expectativas de estabilización de la inflación suponen una ayuda adicional.
- En lo que respecta a los mercados emergentes, mantenemos una postura neutra a corto plazo y constructiva a medio plazo como consecuencia de unas valoraciones atractivas y un aumento del PIB más rápido. Favorecemos a India, Corea y los países más pequeños del centro y este de Europa, y mantenemos una posición prudente sobre China.
- El mercado estadounidense experimentará una reducción de los estímulos monetarios y una subida de los costes unitarios de personal. A un plazo más corto, un rendimiento real bajo y un adecuado crecimiento amortiguarán en cierto modo estos fenómenos. Mantenemos nuestra infrponderación.
- Riesgos: rentabilidad más alta de lo previsto, tensiones geopolíticas y auge de los partidos populistas en Italia.

[www.generali-investments.com](http://www.generali-investments.com)

La información contenida en el presente documento tiene como único fin ofrecer datos generales sobre los productos y servicios de Generali Investments Europe S.p.A. Società di gestione del risparmio. No debe entenderse en ningún caso como una oferta, recomendación o incitación a suscribir unidades/títulos de empresas de inversión colectiva en valores mobiliarios, ni como una oferta de servicios de inversión. No está vinculada a ningún contrato o compromiso, ni pretende constituir la base de estos. Tampoco debe considerarse una recomendación explícita o implícita de estrategia de inversión ni un instrumento de asesoramiento en esta materia. Antes de suscribir una oferta de servicios de inversión, cada cliente potencial debe recibir todos los documentos que disponga la normativa en vigor. El cliente debe leer con atención dichos documentos antes de hacer cualquier elección de inversión. Generali Investments Europe S.p.A. Società di gestione del risparmio, que actualiza periódicamente el contenido de este documento, no asumirá ninguna responsabilidad en relación con los posibles errores u omisiones, ni con daños o perjuicios derivados del uso inadecuado de la información en él facilitada. Por otra parte, la rentabilidad registrada en el pasado por un producto no constituye una garantía sobre los resultados futuros. No se ofrece ninguna garantía sobre la correspondencia aproximada entre la rentabilidad futura y la rentabilidad que se menciona en este documento. Se recomienda consultar la normativa en vigor, disponible a través de nuestra página web [www.generali-invest.com](http://www.generali-invest.com). El cliente debe leer atentamente el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que recibirá antes de suscribir la inversión, y el folleto informativo al que puede acceder en nuestra página web ([www.generali-investments.com](http://www.generali-investments.com)) o a través de los distribuidores. Generali Investments es una marca comercial de Generali Investments Europe S.p.A. Società di gestione del risparmio. Generali Investments pertenece a Generali Group, creado en 1831 en Trieste bajo el nombre Assicurazioni Generali Austro-Italiache.