



# La brújula de los mercados

Octubre de 2018

## PERSPECTIVAS DE MERCADO PARA ESTE MES

- El crecimiento global es sólido, pero ya ha pasado su punto álgido y comienza a ser más desigual de unos países a otros. Las debilidades en algunas economías emergentes, como las de Turquía o Argentina, contrastan con el crecimiento de Estados Unidos, por encima de su potencial.
- La política (Italia, el Brexit, la política exterior y comercial de Estados Unidos) seguirá siendo un importante factor de riesgo. El crecimiento en Estados Unidos y China se moderará pero seguirá siendo vigoroso. Las buenas cifras de actividad interna en la zona euro amortiguan los riesgos provocados por las menores exportaciones.
- Previsiblemente, tanto la Reserva Federal como el BCE mantendrán su política de normalización, mientras ya se aprecian indicios de incremento de la inflación subyacente.
- A pesar de estos riesgos, la confianza y el posicionamiento nos impulsan a otorgar algo más de peso a la renta variable y el crédito, lo que ya se reflejó en la estrategia cautelosa de asignación de activos que asumimos este verano.



Redactado por:

### EQUIPO DE MACROECONOMÍA Y ESTUDIOS DE MERCADO

Un equipo de 13 analistas con bases en París, Colonia, Trieste, Milán y Praga, realiza análisis macroeconómicos y financieros cualitativos y cuantitativos.

El equipo traduce puntos de vista macroeconómicos y cuantitativos en ideas de inversión que se integran en el proceso de inversión.

### EE. UU.

- ⊕ Creación intensa de empleo y recuperación de los salarios
- ⊕ Los resultados de las encuestas son optimistas a pesar del desarrollo de la guerra comercial
- ⊕ Fuerte inflación subyacente
- ⊕ La Reserva Federal muestra un compromiso firme de seguir subiendo los tipos»

### REINO UNIDO

- ⊕ El PMI manufacturero sorprende al alza
- ⊕ Buen comportamiento de las ventas minoristas
- ⊖ Incertidumbre en las negociaciones sobre el Brexit

### EUROZONA

- ⊕ Los factores para un crecimiento sólido se mantienen intactos
- ⊕ El BCE adopta una política de normalización cauta: primera subida de los tipos para otoño de 2019
- ⊖ Los principales indicadores se moderaron en septiembre
- ⊖ Riesgos: situación en Italia y descalabro del Brexit

### JAPÓN

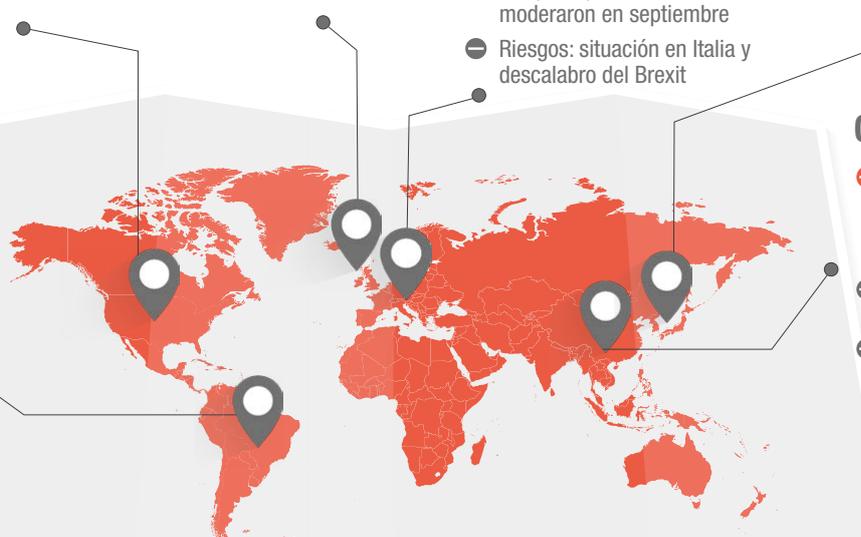
- ⊕ Estados Unidos y Japón formalizan negociaciones sobre el comercio
- ⊖ Se esperan datos decepcionantes de producción industrial en T3
- ⊖ La encuesta Tankan arroja mayor moderación

### AMÉRICA LATINA

- ⊕ El FMI aumenta el paquete de crédito a Argentina
- ⚠ Bolsonaro y Haddad lideran las elecciones brasileñas
- ⊖ Argentina: El PIB real desciende en un 4,2% interanual en el T2 y el banco central sube los tipos al 65%

### CHINA

- ⊕ Las tensiones comerciales se recrudecen pero el Gobierno prevé amortiguar su impacto en el crecimiento
- ⊖ Los PMI manufactureros se moderan
- ⊖ La inversión se desacelera



## DIRECCIÓN DE AVANCE A CORTO PLAZO

- Hemos reducido la sobreponderación de la liquidez en favor de una leve sobreponderación de la renta variable. Mantenemos una posición infraponderada en deuda soberana en la zona euro.
- En lo que se refiere al crédito, pasamos de una posición corta a neutral, pero solo en el corto plazo.
- La deuda soberana denominada en dólares o en euros de los mercados emergentes más sólidos se perfila como una oportunidad.



Renta fija

Renta variable

Liquidez

### Renta variable

- Corto plazo más constructivo. La prolongada fase de recuperación de Estados Unidos y unos rendimientos aún contenidos orientan nuestra estrategia hacia la sobreponderación de la renta variable.
- Asignación equilibrada entre UEM y Estados Unidos (ligera sobreponderación) debido al persistente clima de riesgo político de la UE. Sobreponderación de Japón, Suiza, Reino Unido, el valor y la calidad.
- Neutralidad con respecto a los mercados emergentes y cautela con la renta variable de China (riesgos de la guerra comercial).

### Renta fija

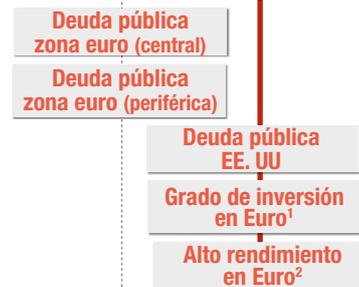
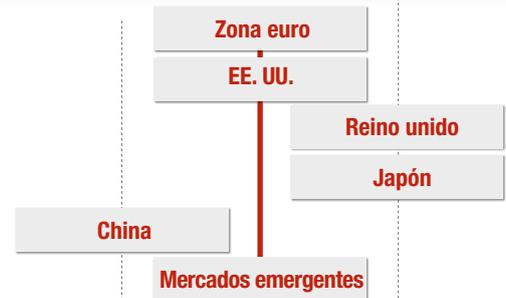
- Una rentabilidad real baja otorga margen al alza a los rendimientos de los principales títulos.
- Tras conocerse que la previsión de déficit de Italia aumenta para 2019-2021, se espera que los bonos BTP se mantengan bajo presión.
- Una demanda vigorosa, unida al menor apoyo del BCE, impulsará diferenciales algo más elevados de la deuda corporativa.

### Duración

- En vista de las previsiones de subida de tipos, seguimos manteniendo una duración corta.

### Divisas

- La inquietud en torno al comercio, Italia y el Brexit limitará el cambio EUR/USD a corto plazo.
- Más a largo plazo, sin embargo, los vientos en contra que afectan al USD se notarán en los resultados económicos de Estados Unidos (todavía altos pero en declive) y elevarán el doble déficit.
- Prosiguen las presiones sobre las divisas de los mercados emergentes. Los fundamentales, bastante aceptables en general, contribuirán a evitar una crisis generalizada en los mercados emergentes.



Duración

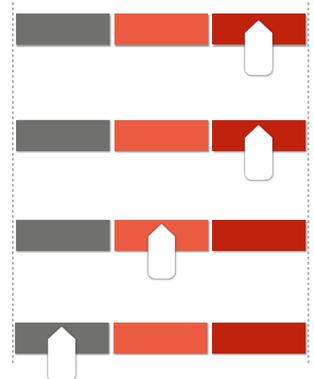
Euro frente a USD

Yen frente a USD

## NO PERDER DE VISTA

- La ley de presupuestos para 2019 genera tensiones políticas entre la UE e Italia.
- Aumentan las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.
- Resurge la crisis de los mercados emergentes tras una fuerte apreciación del dólar estadounidense.
- Las tensiones entre Estados Unidos e Irán elevan con carácter permanente los precios del petróleo por encima de 80 USD.

<sup>1</sup> Deuda corporativa de alta calidad.  
<sup>2</sup> Deuda corporativa de menor calidad.



Riesgo mínimo Riesgo máximo

### EL NUEVO BORRADOR DE PRESUPUESTOS DE ITALIA PONE A PRUEBA A LOS MERCADOS

La semana pasada, el Gobierno italiano anunció una revisión al alza de sus objetivos presupuestarios. El déficit ascenderá al 2,4% del PIB en 2019 y se mantendrá a ese nivel al menos hasta 2021. El Gobierno saliente se había marcado como objetivo de déficit el 0,9% para 2019 y un presupuesto equilibrado para 2020. Se prevén tensiones con la Comisión Europea (a la que el gobierno italiano debe enviar el borrador de presupuestos antes del 15 de octubre), aunque la puesta en marcha de un procedimiento de déficit excesivo antes de final de año supondría un paso sin precedentes. Por otra parte, las agencias de calificación probablemente reaccionarán durante las próximas semanas, con rebajas en las calificaciones y perspectivas de la deuda soberana italiana. A corto plazo, la ratio deuda-PIB continuará cayendo ligeramente, a pesar del déficit anunciado. No obstante, si no se rebaja el déficit en los próximos años, el nivel de endeudamiento podría empeorar sensiblemente. Los bonos BTP acusaron llamativamente el anuncio del nuevo déficit presupuestario. La incertidumbre política se mantendrá hasta los comicios europeos de mayo de 2019. Sin embargo, no se han definido claramente los detalles del presupuesto, que siguen siendo objeto de negociaciones entre el gobierno y la Comisión Europea.

**10 de octubre**  
El Parlamento Italiano decide del proyecto de presupuesto

**26 de octubre**  
S&P revisa su notación sobre Italia

**30 de noviembre**  
La Comisión europea toma su decisión sobre el proyecto de presupuesto

**15 de octubre**  
El proyecto de presupuesto se envía a la Comisión europea

**Fin de octubre**  
Moody's revisa su notación sobre Italia

**31 de diciembre**  
Fecha tope para aprobar el presupuesto por el parlamento italiano

Fuente: Italian and European legislation, Octubre de 2018.

## GLOSARIO

**ENCUESTA TANKAN:** es un estudio económico de empresas japonesas publicado por el Banco Central de Japón y se utiliza para formular la política monetaria. Abarca miles de empresas japonesas, a las que se pregunta por la situación y las tendencias actuales del entorno empresarial y de sus respectivos sectores, así como sus previsiones de actividad comercial para el siguiente trimestre. Es una encuesta realizada por el Banco de Japón.

**DISCIPLINA FISCAL EN LA ZONA EURO:** la estabilidad de la zona euro depende de que los países mantengan sus finanzas públicas en orden. Para poder coordinar las políticas fiscales, cada año, la Comisión Europea determina si los planes presupuestarios de cada país se ajustan al objetivo de mantener la deuda bajo control o, en el caso de países muy endeudados, como Italia, de ir reduciéndola paulatinamente. A fin de evaluar el nivel adecuado de equilibrio presupuestario, la Comisión tiene en cuenta el nivel de endeudamiento del país —expresado como porcentaje del PIB— y el comportamiento de su economía. Los países en situación de desaceleración temporal del crecimiento pueden permitirse un déficit mayor, aunque en ningún caso por encima del 3% del PIB.

**ESTILO DE CALIDAD:** estrategia de inversión consistente en priorizar a las empresas con ganancias elevadas y estables y el crecimiento de dividendos.



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

Este documento se basa en información y opiniones que Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio considera fiables. No obstante, no se afirma ni garantiza, de forma implícita o explícita, que dicha información y opiniones sean exactas o completas. Las opiniones expresadas en este documento constituyen únicamente la apreciación de Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio y pueden cambiar sin previo aviso. No constituyen ninguna evaluación de estrategias o inversiones en instrumentos financieros. El presente documento no constituye una oferta, solicitud o recomendación para comprar o vender instrumentos financieros. Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio y Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio declinan toda responsabilidad por cualquier decisión de inversión basada en este documento. Generali Investments puede haber tomado y puede tomar en el futuro decisiones de inversión relativas a las carteras que gestiona contrarias a los puntos de vista expresados en este documento. Se prohíbe la reproducción, total o parcial, de este documento sin consentimiento previo de Generali Investments Partners 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. Generali Investments es una marca comercial de Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Investments Luxembourg S.A. y de Generali Investments Holding S.p.A..