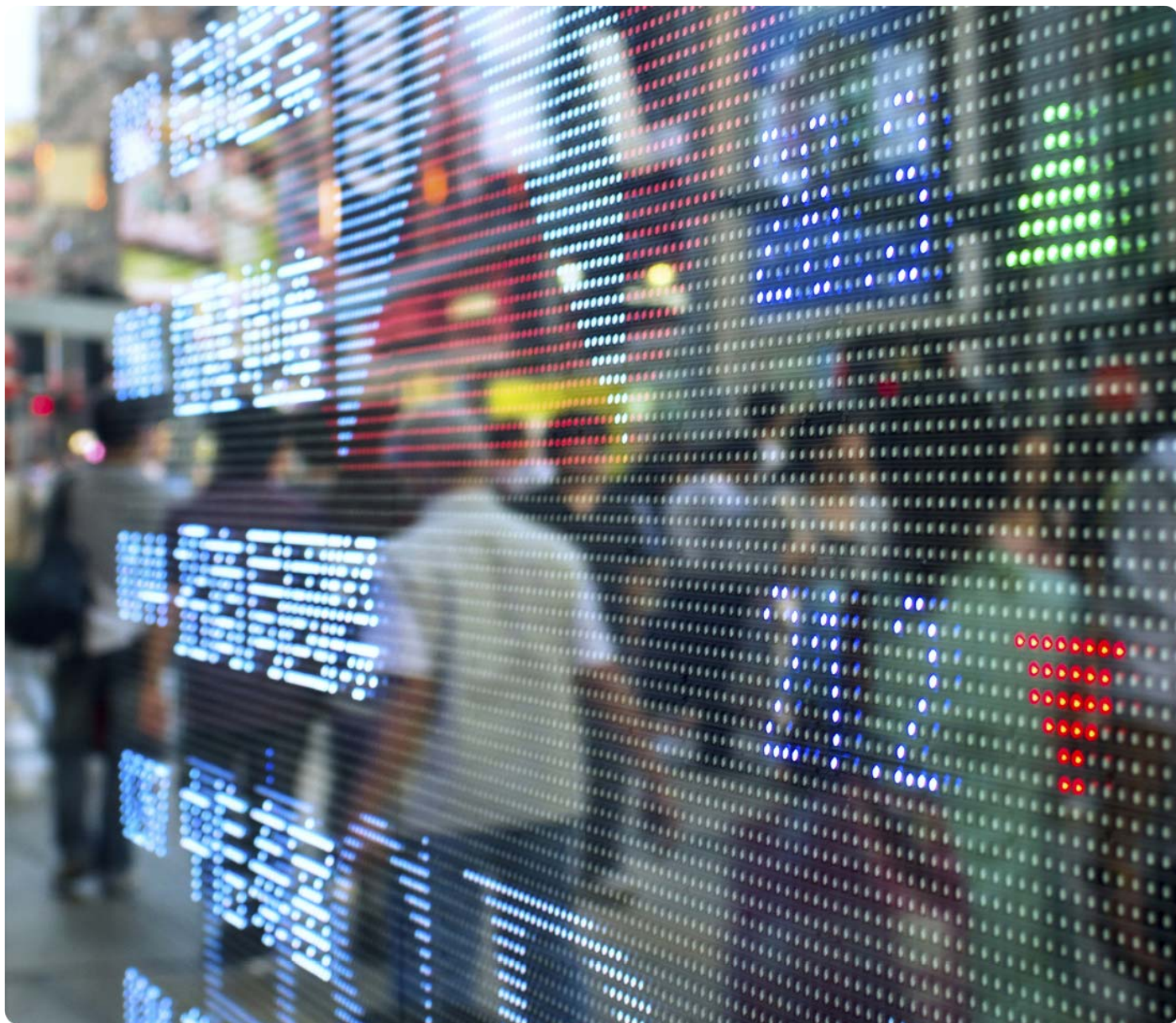


Perspectivas para 2018

La renta variable es nuestra clase de activo preferida. El entorno fundamental es el mejor que hemos visto en años, con sólidos datos macroeconómicos y un crecimiento de los beneficios superior al 10% en este año y el siguiente.

- El crecimiento global se ha robustecido gracias a la contribución de los mercados emergentes y del gasto de inversión
- Aun cuando la actividad económica real cobra fuerza, la inflación continúa en niveles bajos, si bien se prevé que aumente algo
- Prevemos un alza gradual, no exenta de ocasional volatilidad, de los rendimientos de la deuda pública, siendo así que los mercados continúan muy atentos a la evolución de la política monetaria
- Nos inclinamos por una exposición a las acciones cíclicas atendiendo a los sólidos datos macroeconómicos, el mayor rendimiento de los bonos y unos precios de las materias primas estables o ligeramente más altos.



Perspectivas para 2018: El crecimiento está aquí para quedarse

Ideas principales

- La coyuntura económica global no había sido tan propicia desde hace, como mínimo, diez años. Tras dos años ralentizándose, el crecimiento mundial retomó a finales de 2016 una trayectoria ascendente.
- El crecimiento no tiene visos de flaquear e incluso podría registrar una cierta aceleración, ya que desde 2008 no se apoyaba en una base tan amplia. El crecimiento no sólo es generalizado entre todos los sectores, sino también entre los distintos países y componentes de la demanda.
- Aun cuando la actividad económica real cobra fuerza, la evolución de las variables nominales sigue desconcertando. La inflación de precios y salarios continúa en niveles bajos y el crecimiento de la productividad es exiguo. Estos dos factores serán decisivos el próximo año, siendo necesario que resurjan para que cobre impulso el crecimiento nominal.
- Los mercados emergentes están participando en el crecimiento global sincronizado. La clave ha estado en la considerable dinamización del sector exterior, pero de un tiempo a esta parte también la demanda interna ha empezado a contribuir al crecimiento.
- La renta variable es nuestra clase de activo preferida. Su entorno fundamental es el mejor que hemos visto en años, con sólidos datos macroeconómicos y un crecimiento de los beneficios superior al 10% en este año y el siguiente. Al mismo tiempo, los reducidos niveles de inflación evitarán un rápido endurecimiento de la política monetaria.
- Los niveles de valoración no son impedimento para que los mercados bursátiles se anoten nuevas subidas. La relación entre la cotización de las acciones y los beneficios de las empresas (PER) es elevada, pero no extrema si tenemos en cuenta el momento en el ciclo de beneficios. En comparación con los activos de renta fija, las valoraciones de la renta variable rondan sus medias históricas, cuando no se sitúan en niveles más atractivos. Esto último sucede, sobre todo, en los casos de la zona euro y Japón.
- Esperamos una subida gradual, no exenta de ocasional volatilidad, de los rendimientos de la deuda pública, siendo así que los mercados siguen muy atentos a la normalización de la política monetaria. Puesto que pensamos que la Reserva Federal seguirá subiendo tipos y que el BCE los mantendrá sin cambios, es muy probable que asistamos a un aplanamiento adicional de la curva de rendimientos estadounidense y a una modesta acentuación de la curva del bono de referencia en euros (el *Bund* alemán).
- Si bien no prevemos un estrechamiento notable de los diferenciales en los mercados de deuda empresarial, la inflexión en la trayectoria de la política monetaria, lo ajustado de las valoraciones y la escasa liquidez indican una mayor probabilidad de que se registren episodios de cierta ampliación de los diferenciales. Los activos de renta fija orientados al crecimiento o con una menor sensibilidad a la variación de los tipos de interés deberían, en términos de rentabilidad total, comportarse mejor que el conjunto del mercado de renta fija.

Perspectivas económicas

- El entorno de crecimiento global más favorable de los últimos 10 años.
- El crecimiento se apoya en todos los sectores, países y componentes de la demanda.
- Inflación y crecimiento de la productividad, dos factores clave de cambio.
- El riesgo político aún es importante en EE.UU. y mínimo en Japón.

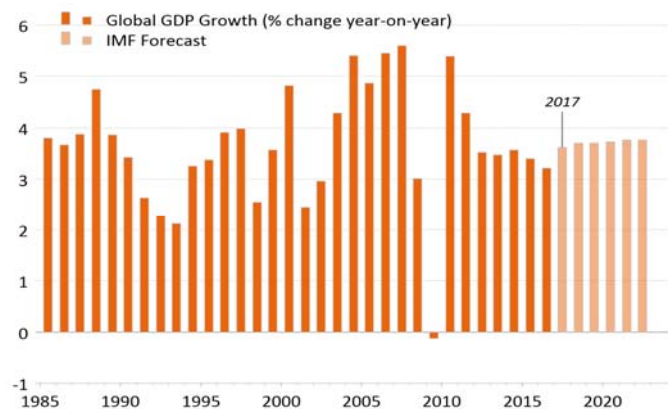
El crecimiento económico global cuenta con una base amplia

La coyuntura económica global no había sido tan propicia desde hace, como poco, diez años. Tras dos años ralentizándose, el crecimiento mundial retomó a finales de 2016 una trayectoria ascendente. En cierto sentido, lo que impulsó el crecimiento global hasta su máximo de los últimos seis años fue la conjunción de la aceleración del crecimiento de los beneficios, la mayor confianza empresarial y el aumento del gasto de inversión.

El crecimiento del PIB mundial ha estado comprendido entre el 3% y 3,5% en este período. En los últimos dos trimestres el crecimiento mundial se situó en el rango del 3,7%–3,8%, tasas que es probable que se repitan en el cuarto trimestre de 2017 y el primero de 2018. Como se ha dicho, el fuerte aumento de la confianza empresarial, unido al impulso de los beneficios, está generando un repunte importante en el ciclo del gasto de inversión. De hecho, de la impresión de que en los últimos meses el comportamiento de la inversión ha superado las previsiones y, dada la continua mejora de los indicadores de confianza empresarial, todo indicaría que en el futuro inmediato seguirá haciéndolo. La consecuencia directa de la intensificación del capital sería el incremento de la productividad, la cual también crecería indirectamente al sustituir bienes de capital por sus versiones más recientes y en virtud tanto de una mayor actividad innovadora como de una mayor disposición a desplazar recursos hacia áreas más productivas. En suma, que esperamos una mejora estructural en el crecimiento de la productividad global de unos 0,5 puntos porcentuales desde su nivel actual en torno al 0,8%, lo que aún estaría bastante por debajo del nivel del 2% del período 2002–2007. Esta mejora del crecimiento de la productividad global debería ayudar a impulsar el crecimiento real del PIB a niveles algo superiores a los observados en los últimos seis años. Ahora bien, aun siendo más optimistas ahora al respecto, persisten muchos factores de incertidumbre sobre estas perspectivas de crecimiento de la productividad, que es precisamente por lo que la importancia marginal de este factor será determinante en 2018 y años posteriores.

Estamos convencidos de que el crecimiento global difícilmente flaqueará, ya que desde 2008 no se apoyaba en una base tan amplia. El crecimiento no sólo es generalizado entre todos los sectores, sino también entre los países, lo que seguramente explica por qué el comercio mundial se reactivó tan enérgicamente el pasado año y por qué los mercados emergentes han podido sumarse al proceso. Al unirse el mundo emergente al desarrollado en la recuperación se ha generado un soporte fundamental para sostener el crecimiento. Es más, ahora son perceptibles más fuentes de crecimiento, tanto en el mundo desarrollado como en el emergente. El crecimiento en China quizás se esté desinflando, pero cada vez más y más economías de mercado emergentes más pequeñas se han sumado a la recuperación gracias a unas condiciones de financiación más asequibles y a la mejora del crecimiento del crédito. En el mundo desarrollado ha sido crucial que la inversión empresarial acompañase al gasto de consumo para sostener la demanda. Tanto el gasto de consumo como de inversión crecen con fuerza, al tiempo que la política fiscal tiende a ser más expansiva. Esto significa que todos los componentes de la demanda están respaldando el crecimiento.

Gráfico 1: Previsible impulso adicional del crecimiento global desde los niveles actuales



Source: Thomson Reuters Datastream, IMF, NN Investment Partners

La inflación podría repuntar levemente, en especial fuera de la zona euro

Aun cuando la actividad económica real cobra fuerza, la evolución de las variables nominales sigue desconcertando, ya que la inflación salarial y la de precios en general siguen en niveles bajos. La inflación será, junto con el crecimiento de la productividad, un factor de importancia decisiva.

Se ha hablado mucho del enigma que constituye la inflación y de todos los factores temporales y estructurales asociados con ella. Lo que ha quedado claro es que la relación histórica entre la rigidez del mercado laboral y las tensiones de precios y salarios (la famosa «curva de Phillips») ha cambiado. En consecuencia, está siendo difícil entender o prever en qué condiciones económicas podría realmente empezar a aumentar la inflación. Y, con ello, aun más difícil de lo normal para los inversores anticipar las medidas de los bancos centrales. Siendo así, los mercados se han vuelto mucho más sensibles a las dinámicas de la inflación a corto plazo. Dada la importancia que tiene la tendencia de los ingresos nominales de cara a superar el lastre que supone la deuda global, así como para determinar hasta dónde podrán seguir creciendo con fuerza los beneficios empresariales y en qué grado podrán los bancos centrales normalizar el sesgo de sus políticas, es fácil de entender que los mercados modifiquen marcadamente su perfil en función de cómo evolucionen las expectativas de inflación. Hemos observado que un solo dato de inflación puede inducir a los mercados a abandonar un posicionamiento orientado a sacar partido de políticas reflacionistas para adoptar otro dirigido a la búsqueda de rentabilidad, y de vuelta al primero.

Gráfico 2: ¿Remontarán finalmente los salarios?



Source: Thomson Reuters Datastream, NN Investment Partners

Las expectativas de inflación se han situado en los mercados desarrollados por debajo de los objetivos de los bancos centrales. En el caso de Japón, las expectativas llevan más de dos décadas bastante por debajo del 2%; hasta hace pocos años, eran incluso inferiores a cero. Existe un riesgo importante

de que las expectativas de inflación hayan caído también en Europa por debajo del objetivo. Incluso en EE.UU. hay riesgo de que tiendan a la baja, aunque en mucho menor grado que en Europa. La probabilidad de que las expectativas de inflación se sitúen en valores inferiores a los anticipados es inexistente en el caso de los mercados emergentes.

La inflación (salarial) en EE.UU. sigue siendo inferior a lo que cabría esperar para su tasa de desempleo y el crecimiento de la productividad. Aun así, apreciamos signos de mejoría. Los últimos datos de inflación sugieren una tendencia a 6 meses ligeramente por encima del 1,5%, y subiendo. Si bien el entorno es algo más favorable a permitir subidas salariales, su impacto inflacionista podría quedar atenuado por un repunte superior a lo esperado del crecimiento de la productividad. En Japón será fundamental observar el resultado de la habitual ronda de negociaciones salariales al término del primer trimestre. En los últimos años ha resultado decepcionante, pero considerando que Japón marcha a toda máquina y que el gobierno trata de persuadir a las empresas para que destinen su ingente liquidez a subir los salarios, cada vez parece más probable que éstos acabarán sorprendiendo al alza. En la zona euro el repunte de la inflación subyacente de hace unos meses parece haber remitido algo y el dato actual es del 0,9% interanual. La holgura del mercado laboral todavía es amplia; la tasa de desempleo que no «acelera» la inflación (NAIRU) podría hallarse por debajo del 8%, y las expectativas de inflación en la región han caído. Por todo ello, no tenemos muchas esperanzas de que el BCE vaya a alcanzar en los próximos dos años su objetivo de inflación fijado cerca del 2%.

Resumiendo, somos ahora más optimistas sobre la posibilidad de que el crecimiento del PIB global acabe situándose por encima de los niveles que se han registrado en los últimos seis años, habida cuenta sobre todo de la pujanza de la economía real y, también, de las incipientes mejoras que se observan en las variables económicas nominales, sobre todo fuera de la zona euro.

El panorama de la política monetaria estadounidense, ensombrecido por el impacto de los recortes de impuestos

Aunque los factores subyacentes han cambiado, seguimos pensando que lo más probable es que el crecimiento en EE.UU. supere las previsiones. Un factor importante sigue invariablemente presente, y es la probabilidad de que el optimismo de consumidores y empresas puesto de manifiesto en las encuestas (los *animal spirits*) impulse el gasto del sector privado más allá de nuestras previsiones. Al respecto, el potencial del sector empresarial es mucho mayor que el de los consumidores. La tasa de ahorro de las familias ha caído bastante desde principios de 2016 y ahora ronda el 3,5%, un nivel muy reducido en perspectiva histórica. En cambio, el sector empresarial sigue atesorando una ingente liquidez, por lo que si parte de él se destinase a gasto de inversión se incentivarían tanto la demanda como la oferta.

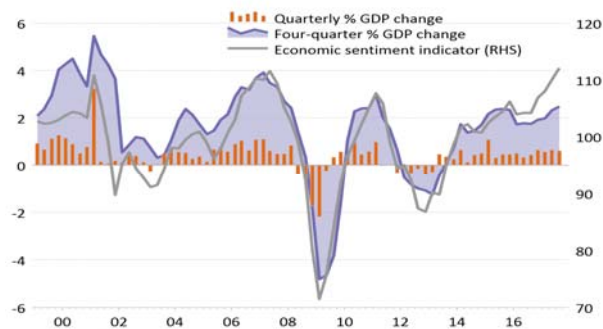
En cuanto a los riesgos de índole política y de política económica, en estos momentos parece bastante probable que haya una reforma tributaria en los próximos meses. Los republicanos se han apresurado a someter en las últimas semanas la Ley de empleo y reducciones de impuestos (*Tax Cuts and Jobs Act*) tanto al Congreso como al Senado. Tras unos cuantos traspies políticos, el Partido Republicano necesita anotarse algún tanto de cara a las elecciones legislativas de noviembre de 2018. Si bien Congreso y Senado aún han de refundir sus respectivas versiones de la propuesta de ley, la economía estadounidense bien podría experimentar un «subidón» gracias a la aplicación de medidas fiscales expansivas en el segundo semestre de 2018 y primero de 2019, con inciertos efectos sobre la economía tanto por el lado de la oferta como de la demanda. La cuestión de en qué medida aumentará la reforma tributaria el déficit presupuestario, unida a las dudas sobre hasta qué punto repuntará la inflación, generan confusión adicional sobre las perspectivas de la política monetaria estadounidense. La Reserva Federal tendrá que decidir el alcance de su reacción ante tal «subidón» antes de disponer de toda la información sobre sus efectos últimos sobre la brecha de la producción. Esto aumenta el riesgo de cometer errores al formular o instrumentar la política. En estos momentos prevemos que se aplicarán tres subidas de tipos de interés el próximo año, pero son muchos los factores de incertidumbre que pesan sobre esta previsión de referencia. También son

importante los cambios en la junta de gobierno de la Fed. El presidente Trump ya ha propuesto a Jerome Powell para la presidencia y a Marvin Goodfriend como gobernador. Si se ratifica a Goodfriend, quedarán dos vacantes más en la junta de la Fed.

El crecimiento se acelera en la zona euro

La actividad económica real en la región ha metido una marcha más en estos últimos trimestres. Mientras que antes la tasa de crecimiento apenas superaba el 1,5%, ahora parece haberse asentado en el 2,5%, lo que está muy por encima del potencial. En este contexto es comprensible que la tasa de desempleo continúe disminuyendo. A nivel regional es alentador comprobar que Italia y Francia, cuyas economías suelen rezagarse, parecen estar ahora recuperando terreno.

Gráfico 3: La zona euro crece con firmeza y la confianza es alta



Source: Thomson Reuters Datastream, NN Investment Partners

Por lo que respecta a los componentes de la demanda, tanto el gasto de consumo como el de inversión están creciendo a un ritmo adecuado. Un factor fundamental de la aceleración del crecimiento es el hecho de que la carga de la deuda del sector privado se ha reducido considerablemente, al tiempo que la tasa de ahorro privada sigue siendo relativamente elevada. Esto significa que existe amplio margen para incentivar el crecimiento a través de una reducción del ahorro propiciada por una demanda reprimida de bienes duraderos, condiciones de concesión de crédito más relajadas, bajos costes de endeudamiento, niveles crecientes de confianza y un fuerte crecimiento del empleo. En resumidas cuentas, la región se caracteriza por un bucle de realimentación bien firme entre el crecimiento de la renta y el del gasto, respaldado por el sector financiero y por la confianza. Es más, no es previsible que la política fiscal ponga trabas en esta ocasión. En cuanto a las magnitudes nominales, observamos incipientes signos de avivamiento de la inflación de precios y salarios, pero partiendo de un nivel muy bajo. Es todavía demasiado pronto para sacar conclusiones definitivas. Esperamos una subida muy gradual de la inflación subyacente, pero el objetivo no se alcanzará en los próximos dos años. Este escenario podría no llegar a tomar cuerpo en el caso de que las expectativas de inflación perdiesen su anclaje y se deprimiesen.

El BCE empezará a reducir la compra de activos a partir de enero, y hasta al menos septiembre de 2018, desde 60.000 millones de euros mensuales a 30.000 millones. El programa mantiene indefinida su duración, por lo que cabe la posibilidad de que se amplíe más allá de septiembre. Nuestro caso central contempla una reducción gradual de las compras por el BCE entre septiembre y diciembre de 2018, fecha en la que dejaría de comprar, con una primera subida del tipo de depósito en el segundo semestre de 2019. Hasta entonces esperamos un reforzamiento de la señalización de tipos de interés, así como un mayor énfasis en la gestión del balance.

Japón se beneficia de la escasa incertidumbre política

La victoria del primer ministro Shinzo Abe en las elecciones anticipadas de octubre significó que su partido mantiene la mayoría de dos tercios en la cámara baja. Con ello, el gobierno puede seguir promoviendo la reforma constitucional mientras, en el plano económico, su particular programa de política económica (*Abenomics*) parece asegurado para los próximos cuatro años. El resultado es que Japón probablemente se caracterizará por una incertidumbre política bastante menor que la de muchos otros mercados

desarrollados. *Ceteris paribus*, esto justificaría primas de riesgo ligeramente menores en Japón. Parece también bastante probable un nuevo mandato de Kuroda al frente del Banco de Japón. En consecuencia, las políticas acomodaticias del Banco de Japón seguirán aplicándose cuatro años más.

El crecimiento del PIB japonés encuentra respaldo en todos los sectores y componentes de la demanda. Las exportaciones han estado creciendo con fuerza desde principios de 2016 al calor de la aceleración del crecimiento mundial, mientras la demanda privada interna se apoya tanto en el gasto de consumo como de inversión. En este sentido, Japón tiene su propia versión del bucle de realimentación positivo entre consumo interno y renta nacional. El sector empresarial está claramente en modo expansivo, ya que el crecimiento de la inversión mantiene una tendencia ascendente y, el del empleo, su solidez. El fuerte crecimiento de los beneficios y la mejora de la confianza empresarial les prestan un importante soporte. Mientras tanto, los hogares se benefician de las crecientes rentas salariales, sugiriendo la mayor confianza de los consumidores predisposición a gastar buena parte de éstas. Por último, pero no menos importante, la economía se ha beneficiado de un considerable estímulo fiscal en los últimos trimestres y, por su parte, la política monetaria ha contribuido no poco a mantener reducidos los costes de financiación y a evitar la apreciación del yen. En resumen, parece que la economía será capaz de mantener una tasa de crecimiento alrededor del 1,5%. Lo más probable es que el crecimiento acabe superando las previsiones, ya que las expectativas de un mayor crecimiento nominal podrían reforzar el círculo virtuoso entre el consumo interno y la renta nacional.

Amplio soporte para los mercados emergentes; el riesgo de China se ha mitigado

Los mercados emergentes están participando en esta fase de crecimiento global sincronizado. El factor fundamental en el último año ha sido el mayor dinamismo del sector exterior. Esta mayor pujanza es visible en los flujos del comercio internacional, impulsados no solo por el mayor crecimiento del comercio entre mercados desarrollados y emergentes, sino también en el seno de estos últimos, lo que revela una mejora de la demanda interna en ellos. Al mismo tiempo, las condiciones financieras se han relajado de forma considerable, sostenidas por una mayor afluencia de capitales por efecto de políticas monetarias acomodaticias en mercados desarrollados, del debilitamiento del dólar estadounidense y del menor riesgo en China. A medida que los bancos de mercados emergentes dejaban de endurecer sus criterios de préstamo, la demanda de crédito aumentaba a lo largo del año. Una dinámica reforzada por la mejoría de la confianza tanto de empresas como de consumidores en mercados emergentes, apoyada esta última en el robusto crecimiento del empleo. Desde marzo se observa una mejora constante del crecimiento del crédito en estos mercados, lo que debería contribuir a que tanto el crecimiento del consumo como el de la inversión se recuperasen desde sus mínimos de varias décadas marcados en los años 2011–2016. El repunte del crecimiento del crédito, al margen de China, es un fenómeno generalizado en estos mercados, constatable en muchos de sus países principales.

Gráfico 4: Repunte del crecimiento del comercio mundial desde finales de 2016



Source: Thomson Reuters Datastream, CPB, NN Investment Partners

Por su parte, las autoridades chinas dan prioridad en su política a reducir los desequilibrios mientras mantienen controlado su efecto negativo sobre el crecimiento. El endurecimiento selectivo del crédito ha logrado estabilizar la relación deuda/PIB y se están llevando a cabo reformas para apuntalar las empresas de titularidad estatal. El peso del consumo en el PIB chino aumenta con claridad, estando impulsada su dinámica por la desigualdad salarial y por la potencia del comercio electrónico. El desarrollo urbanístico prosigue incansante, ya que las autoridades lo consideran un factor capaz de impulsar el consumo a largo plazo. La inversión en infraestructuras está desacelerándose, bien que no mucho, ya que la urbanización y el fomento de las regiones menos desarrolladas requieren aún de fuertes inversiones. El principal riesgo reside en el mercado inmobiliario, aunque el desarrollo urbanístico mantiene estable la demanda.

La tendencia positiva del crecimiento es casi general en el universo de los mercados emergentes. La mejora de la gobernanza y las reformas no son algo generalizado, pero el panorama ha mejorado en los últimos años. Los claros rezagados son Turquía y Sudáfrica, cuyas políticas poco ortodoxas y el deterioro de sus políticas económicas debido a complicaciones políticas están pasando factura a los indicadores macroeconómicos. Estos mercados seguirán expuestos a retrocesos mientras progresa la normalización de las políticas monetarias en los mercados desarrollados. Brasil es todavía una incógnita; se ha avanzado en las necesarias reformas en las pensiones. La incertidumbre seguirá siendo alta hasta las elecciones del próximo octubre.

En general, los flujos de capital dirigidos hacia mercados emergentes se han mantenido estables en los últimos meses, pese a cierta reevaluación de las previsiones de la Fed y al repunte de la inflación en mercados emergentes. Teniendo en cuenta que esperamos que la Fed seguirá una senda de subida gradual de los tipos en 2018, no vemos razones de peso para pensar que la tolerancia al riesgo de estos mercados se deteriorará mucho respecto a sus niveles actuales.

Perspectivas de mercado

El entorno actual del mercado seguramente sea el mejor que hemos visto en muchos años. Los datos de coyuntura macroeconómica indican un crecimiento sólido y siguen sorprendiendo al alza, mientras los beneficios empresariales crecen a un ritmo igual o superior al 10%. Al mismo tiempo, el reducido nivel de inflación evitará cualquier endurecimiento rápido de la política monetaria. La confianza en la política ha mejorado en los últimos meses en la zona euro y EE.UU. Además, las dinámicas de comportamiento favorecen a los activos de riesgo, pese al temor de algunos inversores a que los niveles de valoración sean excesivos. El temor a una sobrevaloración del mercado es comprensible, pero un enfoque inversor demasiado basado en el miedo puede hacer incurrir en pérdidas de oportunidad que podrían acabar erosionando el potencial de rentabilidad. Pese a los factores que infunden temor, pensamos que sigue teniendo sentido buscar exposición a activos de riesgo.

Nuestra investigación sobre los factores que influyen en las emociones y en el comportamiento del mercado sugiere que en absoluto hemos entrado en territorio negativo para los activos de riesgo. Aún no apreciamos señales claras de que los mercados puedan estar pecando de optimistas. Es más, la dirección del cambio tanto en los factores fundamentales como en los de comportamiento ha demostrado ser mejor indicador de la evolución del mercado que los niveles de valoración. Estos últimos no deberían ignorarse y a medio plazo podrían brindar ciertas posibilidades de rentabilidad, pero pensamos que las rentabilidades futuras serán tanto más robustas cuanto mayor peso se conceda al momento del ciclo económico, a los beneficios empresariales o a factores de confianza percibida y flujos de inversión. Con todas estas medidas básicamente apuntando ahora al alza, y unas noticias políticas y de política económica estables o bien algo mejores, seguimos apostando por un afianzamiento de los activos orientados al crecimiento.

Gráfico 5: La incertidumbre política ha disminuido bastante en 2017

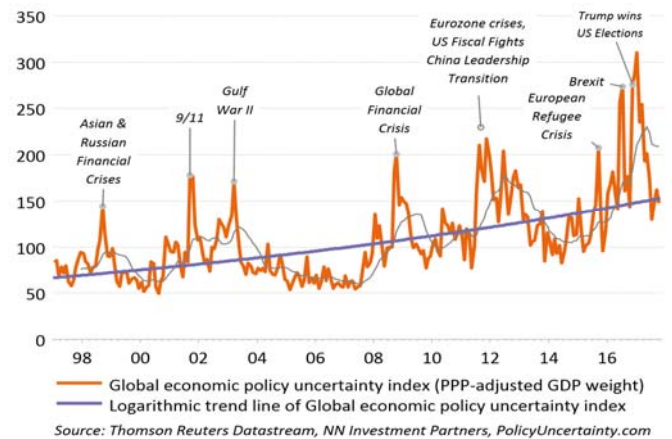
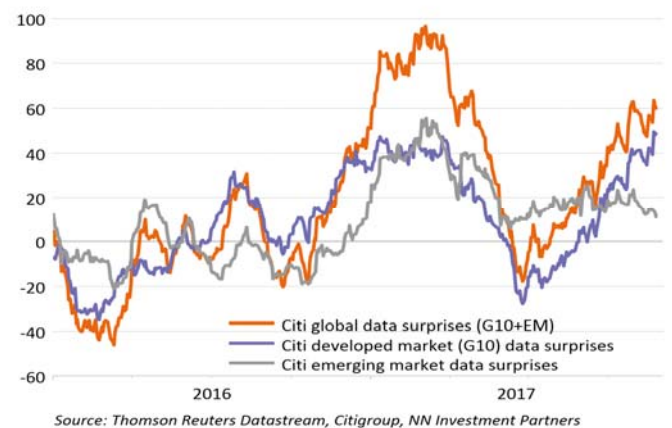


Gráfico 6: Los indicadores de «sorpresas» económicas tienden al alza



Renta variable

- Esta clase de activo se apoya en la favorable coyuntura macroeconómica y en las perspectivas de beneficios empresariales
- El crecimiento de los beneficios probablemente será el principal factor que determine la evolución del mercado
- Las expectativas sobre la política monetaria pueden lastrar los niveles de valoración
- Expresamos preferencia por los mercados bursátiles de Japón, la zona euro y mercados emergentes

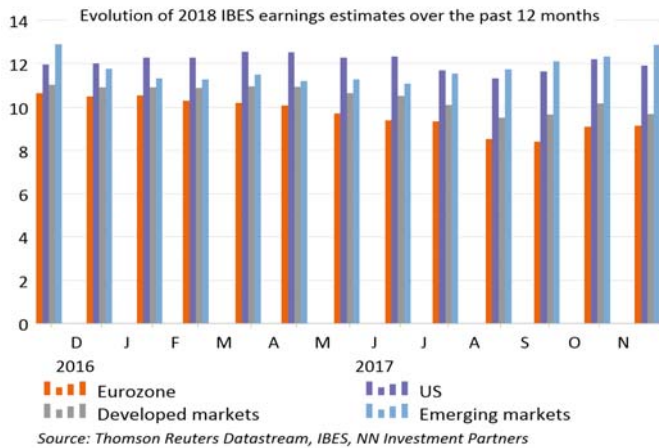
Optimismo sobre los mercados de renta variable en 2018

En líneas generales somos optimistas sobre los mercados de renta variable, que en 2018 podrían convertirse una vez más en la clase de activo más rentable. Esto responde sobre todo al vibrante entorno macroeconómico, que se caracteriza por un crecimiento robusto en todas las regiones y sectores, respaldado por consumidores, empresas y gobiernos. Esto implica que el riesgo de enfilar una recesión en los próximos 12 meses es muy bajo. En el pasado, siempre ha hecho falta una recesión para que un mercado bursátil alcista se torne en bajista.

En consonancia con estas favorables perspectivas de crecimiento, creemos que los beneficios empresariales pueden seguir creciendo por encima del 10% en todo el mundo. Los márgenes están en condiciones de ampliarse, en especial fuera de EE.UU., en la medida en que el crecimiento de los salarios sigue siendo comedido y los resultados de los sectores cíclicos se están recuperando. Los resultados de los sectores de materias primas y tecnológico desempeñarán una función crucial en esta recuperación de los

márgenes. Habrá diferencias regionales; por ejemplo, la reducción del tipo del impuesto de sociedades podría dar un impulso adicional a los beneficios de las empresas en EE.UU. La evolución de los tipos de cambio también jugará un papel importante en las perspectivas, ya que una depreciación monetaria aportaría ventajas competitivas, algo de lo que una economía dependiente de las exportaciones como Japón podría sacar partido.

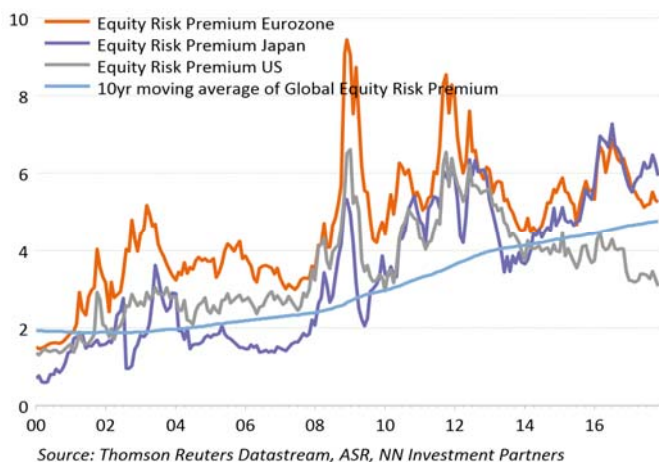
Gráfico 7: Se espera un sólido crecimiento de los ingresos en 2018



El crecimiento de los beneficios probablemente será el principal factor que impulse al mercado

Por supuesto, este entorno optimista está ya en gran medida descontado por el mercado. La prima de riesgo de la renta variable (sobre la deuda pública) se ha situado por debajo de su media de largo plazo, aun cuando todavía hay nichos atractivos en la zona euro y Japón. Al atender a medidas de valoración como los ratios precio/beneficios (PER) o el PER ajustado por el momento del ciclo se observa que han alcanzado sus niveles más altos tras la crisis. Ahora bien, tampoco se espera que éstos caigan demasiado, debido a la tendencia al alza de los beneficios empresariales y los modestos resultados ajustados por el ciclo en sectores como el financiero, el de materiales y el energético. Con todo, se hace difícil creer que vayan a subir mucho en 2018. Si acaso, la probabilidad de que los niveles de valoración se reduzcan es algo mayor que su contraria. Esto también implica que la rentabilidad esperada del mercado dependerá ante todo de la evolución de los resultados empresariales.

Gráfico 8: Las primas de riesgo de la renta variable de Japón y la zona euro mantienen su atractivo



El principal factor que puede lastrar la evolución del mercado es la política monetaria. Incluso si ésta siguiera siendo acomodaticia y no deparara sorpresas, nos hemos aproximado al punto en el que el apoyo monetario ya no da más de sí. El BCE reducirá las compras de activos y la Fed acelerará

gradualmente el ritmo de reducción de su balance y continuará su senda de alzas graduales de tipos de interés. En estos momentos prevemos tres alzas de tipos en 2018, si bien hemos de admitir que esta previsión está rodeada de incertidumbre, sobre todo porque aún se desconocen las consecuencias de la esperada reforma tributaria y del nombramiento de nuevos gobernadores en la junta de la Fed. La posibilidad de que la Fed endurezca su política más de lo esperado constituye un riesgo en particular para los mercados de renta fija, si bien podría repercutir negativamente también en los de renta variable.

Además, la política continuará apelando a la prudencia de los inversores y puede inyectar una dosis de volatilidad en los mercados. El próximo año seguramente plantearán un desafío para éstos las elecciones italianas en el primer trimestre, la reforma tributaria estadounidense y, en noviembre, las elecciones legislativas en EE.UU. La reforma tributaria, aprobada ya por el Congreso y el Senado estadounidenses, podría tener un gran impacto, por cuanto recortaría el impuesto de sociedades desde el 35% a casi el 20%. La administración Trump necesita mostrar algún logro al electorado ante las elecciones de noviembre. Las elecciones italianas también son complicadas, si bien el riesgo de un gobierno contrario al proyecto actual de la Unión Europea parece limitado. Por sí solo, cada uno de estos factores políticos puede generar volatilidad en el mercado. Sin embargo, dado su favorable entorno fundamental y de comportamiento, también parece improbable que pudiera hacerlo descarrilar de manera duradera. Los factores de comportamiento del mercado, como la confianza, han mejorado mucho en los últimos meses, haciendo que el mercado aguante mejor ante posibles acontecimientos inesperados. Por supuesto, según vimos hace poco, esto no vuelve al mercado por completo inmune a correcciones resultantes de, por ejemplo, ajustes de posiciones.

Preferencia por Japón, los mercados emergentes y la zona euro

En este entorno de fundamentales favorables pero niveles de valoración relativamente altos, y en el que persisten riesgos tanto políticos como de aplicación de políticas, nos inclinamos por Japón, los mercados emergentes y la zona euro. En Japón, los riesgos mencionados parecen mínimos ahora que la *Abenomics* tiene asegurada su continuidad. La prima de riesgo de las acciones japonesas ronda el 6%, doblando prácticamente la del mercado estadounidense, y esta mejor rentabilidad sale barata comparada con la de la zona euro. Un impulsor importante del mercado bursátil japonés es la evolución del yen; este factor seguirá presente, si bien recientemente la sensibilidad de Japón al tipo de cambio se ha reducido ligeramente.

Nos gustan los mercados emergentes por las favorables perspectivas de su demanda interna, en especial fuera de China, al tiempo que la laxitud de las condiciones financieras sostiene el crecimiento del crédito. Pensamos que, si bien China experimentará una cierta desaceleración, las autoridades no tolerarán que el crecimiento se sitúe por debajo del 6%. Por otra parte, está abordándose el elevado nivel de apalancamiento. A esto se suma que los mercados emergentes son beneficiarios netos de la recuperación del comercio mundial. Tecnologías de la información ha reemplazado al sector de materias primas como el segmento más importante del mercado. Por último, los mercados emergentes cotizan con un notable descuento del 20-25% respecto a los desarrollados. Los contratiempos podrían venir de un endurecimiento de las condiciones financieras debido a un sesgo de política monetaria más restrictivo en EE.UU. (expectativas) o de una apreciación del dólar. En el corto plazo, un posicionamiento excesivo podría lastrar la rentabilidad, ya que la renta variable de mercados emergentes constituye una posición sobreponderada de consenso.

Por último, preferimos la zona euro a EE.UU. por tres razones. En primer lugar, es un mercado más cíclico, lo que en la fase actual del ciclo debería beneficiar más a la región; segundo, ofrece una mayor prima de riesgo por renta variable y, tercero, su política monetaria favorece más al mercado que la de EE.UU. y es probable que siga siendo así durante el próximo año. Los mayores riesgos residen en la política, con las elecciones italianas en el primer trimestre, así como en el impacto de una apreciación del euro en las perspectivas de resultados empresariales.

Exposición preferente a los sectores cíclicos del mercado

Por lo que respecta a sectores, expresamos una preferencia por los activos que pueden beneficiarse del momento del ciclo. Esta estrategia se sustenta en tres elementos: firmes datos macroeconómicos, mayores rendimientos de los bonos tras el gradual endurecimiento de la política monetaria, y unos precios de materias primas y productos básicos entre estables y crecientes. De esto último se benefician obviamente los sectores energético y de materiales, al tiempo que el financiero se convierte en nuestro sector preferido en virtud de su reducido nivel de valoración, buenas perspectivas de beneficios y la correlación positiva que guarda con los rendimientos de los bonos. Puesto que esperamos un alza moderada en estos últimos, el sector financiero debería batir a los típicos sectores que se caracterizan por la búsqueda de rendimiento como servicios públicos y telecomunicaciones

Renta fija

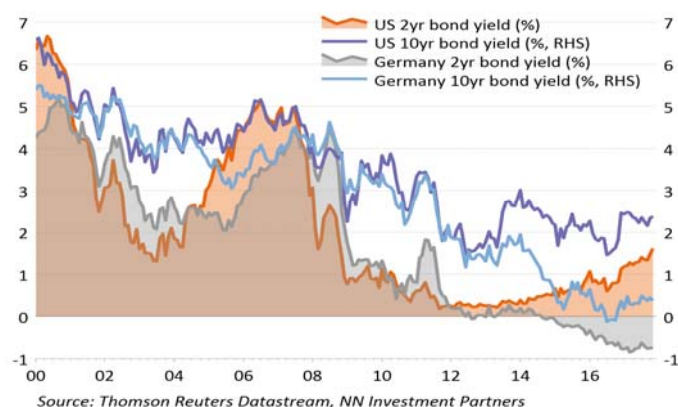
- Entorno difícil por el alza en los rendimientos y las valoraciones ajustadas
- Normalización probablemente gradual de los rendimientos de los bonos
- El sólido panorama fundamental contendrá las expectativas de impagos
- La volatilidad puede elevarse, pero no es probable que se produzca una ampliación significativa de los diferenciales

Después de años de sólidas rentabilidades en los mercados internacionales de deuda pública y de deuda de empresas, el entorno se ha vuelto bastante complicado para los inversores en renta fija. El ritmo de normalización de las políticas monetarias será sin duda clave para la rentabilidad de la renta fija en 2018.

Normalización gradual del rendimiento de los valores de deuda pública

Hasta ahora no hemos observado una tendencia alcista sostenida en los rendimientos de la deuda pública de los países desarrollados. Aunque están por encima de los mínimos de 2016, en general no hemos percibido mucho aumento. De hecho, el rendimiento del bono estadounidense a 10 años es ahora menor que a principios de año. Dicho esto, sí hemos asistido este año a períodos de rápido aumento de los rendimientos, en aquellos momentos en los que el mercado empezaba a preocuparse por la normalización de la política monetaria. De cara al futuro preveemos que los rendimientos de la deuda pública aumentarán gradualmente, aunque también que la senda de normalización de los rendimientos de los bonos en 2018 no será recta al seguir atento el mercado a la normalización de la política monetaria. Además, los datos macroeconómicos —y, en concreto, de inflación— pueden suscitar nuevas inquietudes sobre la estrategia de salida de la política monetaria... o bien contribuir a cierta relajación del mercado.

Gráfico 9: Evolución del rendimiento de los bonos a 2 y 10 años de EE.UU. y Alemania



Curva de rendimientos más acentuada en Europa y más plana en EE.UU.

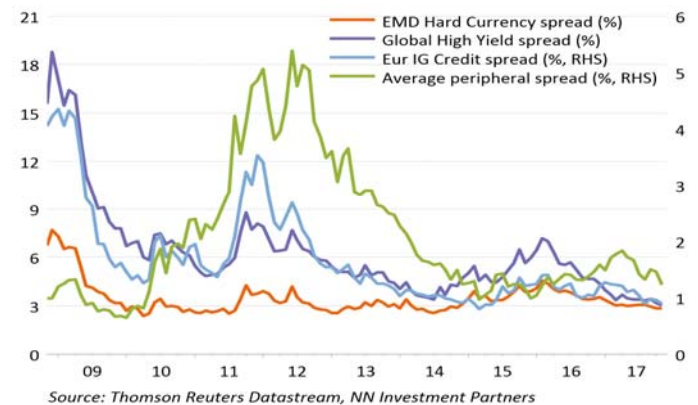
Aunque visto en una perspectiva histórica el nivel de rendimiento del bono alemán a 10 años pueda parecer bajo (en torno al 0,35%), la pendiente de la curva de tipos es bastante normal si tenemos en cuenta el diferencial de 110

puntos básicos entre los rendimientos de los bonos con vencimiento a 10 y 2 años. La curva del *Bund* se acentuó en el transcurso del año pasado, mientras que la del bono de EE.UU. fue aplanándose. En EE.UU. la curva es relativamente plana en estos momentos. La diferencia entre ambas curvas de rendimientos refleja básicamente el momento del ciclo económico en que se encuentran las dos regiones. Puesto que la Fed ha subido los tipos varias veces ya, el rendimiento del bono estadounidense a 2 años ha ido elevándose de forma constante. En cambio, al encontrarse aún el BCE lejos de su primera subida de tipos, el *Bund* a 2 años cotiza cerca de sus mínimos históricos. El extremo más largo de la curva de rendimientos guarda una correlación relativamente más estrecha con la coyuntura global que su extremo corto. Siendo así que preveemos que la Reserva Federal seguirá subiendo tipos y que el BCE los mantendrá inalterados, es muy probable que veamos un aplanamiento adicional de la curva de rendimientos en EE.UU. y una modesta acentuación de la curva alemana.

Los mercados de renta fija basados en diferenciales están expuestos a episodios de volatilidad

El entorno económico general favorece a los mercados de renta fija cuyos valores cotizan con diferenciales de rendimiento sobre la deuda pública. El favorable entorno de crecimiento se traduce en expectativas de menores tasas de impago, lo que avala que se reduzca el diferencial exigido para compensar dicho riesgo. Los diferenciales han seguido estrechándose en 2017. Aunque desde un punto de vista fundamental los bajos niveles de los diferenciales están justificados, la valoración de los mercados de deuda basados en diferenciales es en la actualidad, en comparación con el pasado, señaladamente ajustada. A estos niveles es difícil prever otro año de ajustes importantes en los diferenciales.

Gráfico 10: El potencial de estrechamiento de los diferenciales es limitado



Durante casi una década hemos observado ingentes flujos de inversión dirigirse hacia clases de activos basados en diferenciales, al embarcarse los inversores en pos de la obtención de mayores rendimientos. Ahora que se observan algunos signos de que pueda estar elevándose el rendimiento de los bonos, surge la cuestión de si esto conducirá a una reversión del ajuste de los diferenciales presenciada según vayamos pasando de la «búsqueda de rendimiento» a la «búsqueda de rentabilidad».

La combinación de diferenciales ajustados y de un prolongado período de flujos sostenidos de inversión hacia los productos basados en diferenciales apuntaría, ante las señales de una disminución de la liquidez en el mercado, a la vulnerabilidad de dichos productos basados en diferenciales. Por tanto, podríamos asistir a períodos de debilidad en estos mercados de renta fija. La historia enseña que, sobre todo en los momentos de inflexión hacia una normalización de las políticas, pueden darse episodios de cierta ampliación de los diferenciales. Ahora bien, una ampliación considerable y sostenida de éstos no suele darse sin un aumento de las expectativas de impagos. Y éstos solo aumentan en períodos de recesión. Ateniéndonos a nuestra perspectiva optimista para 2018, y sin descartar por supuesto episodios de volatilidad en el mercado, no creemos que vayan a producirse ampliaciones importantes y sostenidas de los diferenciales.

Oportunidades en las categorías orientadas al crecimiento

Con arreglo a nuestro escenario de crecimiento global saneado, inflación moderada y normalización gradual de las políticas monetarias, los activos de renta fija orientados al crecimiento o que exhiben mayor sensibilidad a la evolución de los tipos de interés deberían comportarse mejor, medido en términos de rentabilidad total, que el conjunto del mercado de renta fija. Ejemplos de esas clases de activos serían la deuda empresarial de alto rendimiento (*high yield*) y la deuda de mercados emergentes, así como categorías más especializadas como los préstamos sindicados, los bonos convertibles y modalidades alternativas de crédito. A un plazo más corto, en nuestra asignación táctica preferimos la deuda empresarial con grado de inversión antes que la *high yield* y la deuda de mercados emergentes con criterios de rentabilidad ajustada al riesgo.

Aun cuando prevemos que la inflación seguirá contenida, un repunte de la inflación mayor de lo esperado puede conducir a los bancos centrales a adoptar un sesgo más restrictivo. Esto bien podría convertirse en un factor adverso para todas las categorías de renta fija y, en particular, para la deuda de mercados emergentes. Si se produjese un deterioro considerable del entorno de crecimiento, los activos con vencimientos a más largo plazo pero con menor exposición a la evolución de los tipos de interés brindarían la mejor protección posible a los inversores de renta fija. Mantener algo de flexibilidad en sus carteras les permitiría responder ante los cambios en las circunstancias macroeconómicas y del mercado.

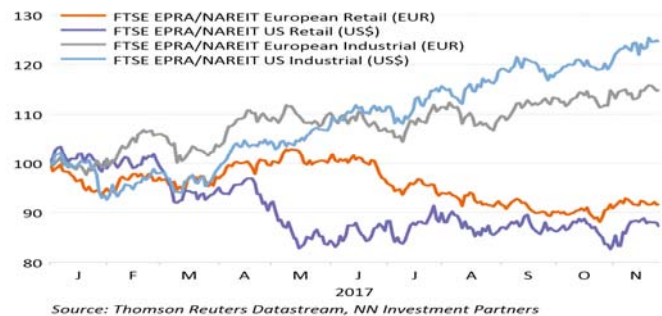
Sector inmobiliario

Perspectiva cíclica favorable pero factores estructurales adversos

Si bien las perspectivas de la coyuntura cíclica —en términos de mercado laboral, resultados empresariales, ventas minoristas y confianza— prestan soporte al mercado inmobiliario, este sector también afronta adversidades estructurales. El segmento de locales comerciales cada vez encuentra más difícil digerir la perturbación causada por la erupción del mundo digital en el comercio minorista. En este segmento se está produciendo un cambio estructural, con el desplazamiento de la actividad desde las tiendas físicas hacia las virtuales y el comercio electrónico. Este cambio, más avanzado en EE.UU., pero perceptible también en Europa, probablemente tenderá a estrechar cada vez más los márgenes empresariales del sector minorista. La rentabilidad del negocio minorista, junto con la afluencia de público, son las medidas relevantes para determinar el precio de arrendamiento de tiendas o locales. Las perspectivas del segmento inmobiliario residencial son mejores, aun cuando este segmento sea más sensible a un aumento de los tipos de interés hipotecarios.

El panorama de tipos de interés apunta por lo general a rendimientos al alza, pero los valores inmobiliarios todavía se benefician de ofrecer un rendimiento (en forma de dividendo) superior al de la deuda pública, lo que debería proporcionar cierta protección. Además, los factores adversos que afronta el sector comercial minorista son ya bien conocidos, los bancos centrales mantienen una actitud de prudencia al formular sus políticas y la exposición de los inversores a esta clase de activo es bastante limitada. Por lo tanto, somos moderadamente optimistas sobre el mercado inmobiliario.

Gráfico 11: Clara divergencia entre el segmento inmobiliario industrial y el minorista



Source: Thomson Reuters Datastream, NN Investment Partners

Materias primas

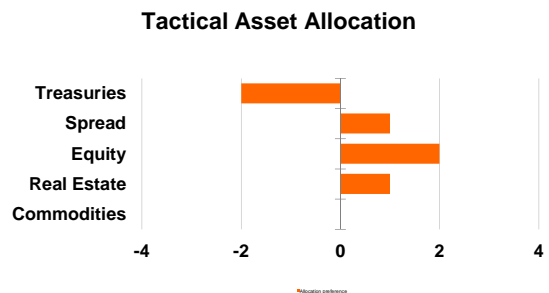
Panorama mixto para las materias primas

Las materias primas ofrecen un panorama fundamental mixto. El momento del ciclo económico global genera una demanda sostenida de materias primas. Sin embargo, el objetivo de las autoridades chinas de avanzar en el proceso de despalancamiento sugiere una ralentización en el crecimiento del crédito, que se dejará sentir sobre todo en el crecimiento de la inversión fija y la inversión en vivienda. Esto pesa en las materias primas en general y en la metales industriales en particular y solo se compensará parcialmente por la reducción en China de su excesiva capacidad industrial. Puesto que aproximadamente un tercio de la demanda de cobre está relacionada con la construcción, por ejemplo, la contracción del sector inmobiliario chino puede interpretarse como un indicador de futuras tendencias.

El precio del petróleo ha evolucionado al alza desde el verano. El alto nivel de cumplimiento de los acuerdos de extracción celebrados entre los países de la OPEP y otros no pertenecientes a la Organización, unido a la favorable dinámica cíclica, han conducido a la reducción en los excedentes de las reservas en superficie de petróleo en los países de la OCDE por debajo de la media de cinco años, una medida a la que se presta cada vez más atención y que ha estimulado la recuperación de los precios del crudo. Los países de la OPEP y otros no pertenecientes a la misma acordaron el pasado 30 de noviembre ampliar el acuerdo para recortar la producción hasta finales de 2018. Además, Nigeria y Libia se sumarán al acuerdo fijando su producción a partir del año próximo en los niveles de 2017: 1,8 y 1 millones de barriles diarios respectivamente. No obstante, se prevé una auditoría de los niveles del mercado para junio de 2018, lo que podría alterar los términos del acuerdo. Los mercados de petróleo habían descontado ya prácticamente la ampliación del acuerdo hasta finales de 2018. Los especuladores han ido reforzando sus posiciones largas al tiempo que iban cerrando las cortas. Como resultado, el posicionamiento neto largo en futuros sobre el petróleo alcanzó récords en el Brent y casi se situó en máximos en el crudo ligero (WTI). Cualquier otro acuerdo diferente al de la ampliación hasta el final de 2018 seguramente habría provocado una corrección en el precio. Con eso y con todo, persiste un riesgo importante en forma de una reversión del posicionamiento especulativo, con la consiguiente presión a la baja sobre el precio. Este sería sobre todo el caso si el mercado redirigiera su atención hacia la producción de petróleo de esquisto estadounidense y al grado de cumplimiento del acuerdo, y si se produjera una revisión del acuerdo en junio de 2018, posiblemente a instancias de Rusia.

En cuanto a los metales preciosos, nuestro posicionamiento ante el oro y la plata es neutral. Siendo así que esperamos la gradual normalización de las políticas monetarias, cabe suponer que con ello desaparecerá el soporte que proporcionan los bajos niveles de rendimiento en términos reales. Las posiciones especulativas netas largas en el metal argénteo han aumentado considerablemente, por lo que no cabe descartar el riesgo de reversión. Además de su característica de metal precioso, la plata posee también un importante componente de demanda industrial. Prevedemos que esta última se equilibrará al hacerlo los datos de producción industrial de China.

Gráfico 12: Asignación de activos preferida para 2018: preferencia por la renta variable y concentración en activos de crecimiento



Fuente: NN Investment Partners

Aviso legal

Los elementos contenidos en este documento han sido elaborados exclusivamente con fines informativos y no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o venta de valores ni participación en ninguna estrategia de inversión. A tal efecto se recomienda a los inversores que obtengan asesoramiento específico y especializado de sus asesores. El contenido de este documento se basa en fuentes de información consideradas fiables. No obstante, no se otorga garantía, aseguramiento ni manifestación alguna, expresa o tácita, sobre la exactitud o exhaustividad de esa información, por ello algunos productos o servicios se presentan a título de ejemplo, por lo que pueden no contar con una disponibilidad inmediata o con posibilidad de ser ofrecidos. Los servicios, productos y precios que pueda contener el presente documento pueden sufrir modificaciones o cambios sin previo aviso. Ni NN Investment Partners Holdings N.V. ni ninguna otra sociedad o unidad de negocio perteneciente a NN Group, ni ninguno de sus respectivos directivos, administradores o empleados aceptan obligación o responsabilidad alguna en relación con dicha información o con las recomendaciones que aquí se expresan. Toda inversión supone un riesgo. La rentabilidad registrada en el pasado no es promesa o garantía de rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y el rendimiento obtenido de las mismas puede experimentar variaciones al alza o a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. La información contenida en este documento no puede ser copiada, reproducida, distribuida o compartida con ninguna persona sin previo consentimiento por escrito. La información contenida en este documento no está destinada a la inversión o adquisición de instrumentos financieros de países donde estén prohibidos por las autoridades competentes o por la legislación aplicable (incluyendo Estados Unidos). Es responsabilidad del usuario permanecer informado y cumplir con la legislación y normativa de cualquier legislación aplicable. El presente aviso legal y cualquier pretensión que se derive o traiga causa de sus términos y condiciones se regirán por el Derecho neerlandés.
