



«¿Qué podría provocar una corrección intensa en los mercados? Conviene echar un vistazo a aquellas áreas o variables que impliquen riesgos de cola»

# Valoraciones ajustadas, ciclo más robusto

La actualización de verano del *World Economic Outlook* (WEO) del Fondo Monetario Internacional pone de manifiesto, como es habitual con cierto retraso, lo que el conjunto de analistas ya había concluido en los últimos meses: la creciente solidez de la recuperación cíclica (*A firming recovery*) en un entorno de menores -aunque aún relevantes- riesgos.

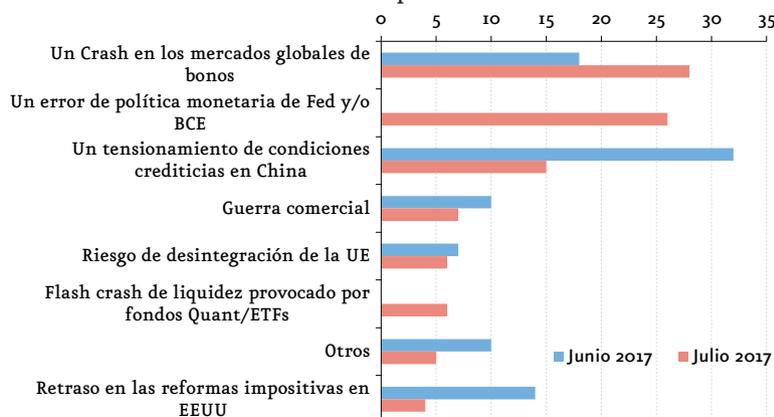
Dos son los elementos principales de la revisión del panorama económico mundial realizada por el FMI. Por un lado, la rebaja en el crecimiento esperado para el PIB de EEUU en 2017 y 2018 (del 2,3% y 2,5% al 2,1% y 2,1% respectivamente), motivada en gran medida

crecimiento esperado para la Eurozona, que podría quedarse corta de mantenerse en la segunda mitad del ejercicio el ritmo de crecimiento del PIB de los primeros dos trimestres del año. Por lo demás, pequeños ajustes al alza en el crecimiento de China, país sobre el que el Fondo se muestra escéptico a medio plazo dado el creciente apalancamiento sobre el que basa su expansión; y en economías emergentes, sobre todo en Latinoamérica, gracias a la salida de la recesión experimentada por Brasil y Argentina.

Por su cercanía a las actuales previsiones del consenso de analistas, las del FMI apenas añaden información relevante. Son una confirmación bienvenida. Quizás, lo más significativo de la actualización de verano del WEO sea, por un lado, las alusiones a los riesgos latentes a los que se enfrenta la economía mundial en los próximos trimestres y, por otro, las recomendaciones de mantenimiento de un mix de política fiscal y monetaria suficientemente acomodaticia para fomentar un mayor asentamiento de la recuperación.

Entre los riesgos, se reducen en cierta medida aquellos relacionados con la geopolítica -sobre todo en Europa- y de carácter cortoplacista, y sube en el escalafón la combinación de altas valoraciones en los mercados financieros con volatilidades deprimidas e incertidumbre elevada. Esta combinación, ante la materialización

Encuesta global a gestores de fondos sobre riesgos de cola: ¿Cuál de los siguientes considera el mayor «riesgo de cola»? Julio 2017 (% de respuestas)



Fuente: BofAML.

JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi. Twitter: @JMAafi

por la ausencia de materialización del impulso fiscal prometido por Trump. Por otro lado, la revisión al alza del

de un evento de riesgo, podría derivar en una corrección intensa en los mercados financieros con implicaciones negativas en materia de confianza de los agentes y, por ende, en la demanda agregada y las perspectivas para el avance de la actividad.

Un vistazo a los rendimientos acumulados en los primeros siete meses del año en los mercados financieros refleja una evolución especialmente alcista en la renta variable desarrollada y de economías emergentes (cerca al 15% para las primeras, y al 25% para las segundas). Las revalorizaciones en renta variable, si bien vienen acompañadas de una revisión al alza de expectativas de beneficios empresariales, se producen en un entorno de expansión de múltiplos de valoración (PER o *price to earnings ratio*) que nos sitúa, según el índice, en niveles superiores a sus medias históricas. Por otro lado, se observan retornos muy significativos en estrategias de *carry trade* en divisas de varios de estos últimos países, consistente en financiarse en una divisa que se deprecia y tiene tipos de financiación muy bajos (por ejemplo, el yen japonés), para invertir en activos en otra divisa con tipos a corto más elevados y en tendencia apreciadora (por ejemplo, el peso mexicano).

¿Qué podría provocar una corrección intensa en los mercados? Para responder a esta pregunta, conviene echar un vistazo a aquellas áreas o variables que impliquen riesgos «de cola», es decir, aquellos cuya probabilidad de ocurrencia es baja pero sus efectos potencialmente muy intensos. Como pone de manifiesto la última encuesta global a gestores de fondos de inversión realizada por Bank of America Merrill Lynch (BoFAML), los dos riesgos que preocupan en mayor medida al inicio del verano son, por un lado, un *shock* en los mercados de bonos y, por otro, un error de política monetaria por parte de la Fed y/o el BCE, entendido como un rápido tensionamiento de la misma y el abandono de condiciones monetarias acomodaticias en un entorno de aún muy reducida presión inflacionista. Ambas variables están íntimamente relacionadas con otro de los elementos de riesgo, si bien menor, citado por los gestores de fondos: una intensa y rápida reducción de la liquidez en el mercado provocada por una reversión sincronizada de posiciones en fondos de carácter y gestión cuantitativa (al estilo de la *vivida* en el verano de 2015) ::