

## Edición Especial – Elecciones en Estados Unidos: Entrevista con Jeffrey Sherman, Deputy CIO de DoubleLine Capital LP, y Steven Friedman Macroeconomista Senior de MacKay Shields LLC

La conferencia tuvo lugar el 14 de octubre de 2020. Todos los comentarios de mercado e información se refieren al periodo previo a dicha fecha

### Conclusiones principales

- Una victoria contundente para los demócratas podría resultar en políticas mejor coordinadas. Aún si Trump gana, es poco probable que los republicanos logren controlar ambas cámaras del congreso, por lo que es probable que continúe el confrontamiento actual.
- Independientemente del ganador de las elecciones, habrá más gasto fiscal. La pregunta del billón de dólares es si generará inflación y conducirá a tipos de interés más altos.
- Actualmente existe una coordinación significativa entre las autoridades fiscales y monetarias, lo que significa que el público lleva una menor parte de la carga de la deuda.
- Si bien la elección es de gran interés y nos dirá mucho sobre la política fiscal en los próximos años, siempre es un juego arriesgado tratar de posicionar las carteras a la espera de un resultado determinado.

### ¿Qué es lo que piensan sobre las políticas económicas actuales del presidente Donald Trump y de su contrincante Joe Biden?

**Jeff:** Si bien hemos visto varios tipos de políticas fiscales discutirse, lo que realmente necesitamos es una mayor cooperación entre las dos cámaras del congreso. Es necesario que haya un acuerdo entre los republicanos y los demócratas, que fue lo que vimos en torno al gasto fiscal por valor de 2,2 billones de dólares con la Ley CARES en marzo. Si vemos una victoria contundente por parte de los demócratas, en la que terminen dominando las tres cámaras - la Presidencia, el Senado y el Congreso - podría haber un esfuerzo más coordinado para impulsar la implementación de nuevas políticas. Una victoria avasallante en cualquier dirección es lo que está buscando el mercado, de tal forma que en los próximos meses se disipe la gran incertidumbre que hemos tenido.

**Steven:** Estoy de acuerdo con Jeff. Si Trump se recupera y termina ganando las elecciones, es poco probable que los republicanos logren controlar ambas cámaras legislativas, por lo que podríamos ver una continuación del enfrentamiento que tenemos actualmente en Washington DC. Por lo que tendría menor confianza en que haya un apoyo fiscal suficiente para la economía, mientras intenta recuperarse de la crisis de Covid-19. Si Biden gana y los demócratas logran ganar avasalladoramente, esto abriría la puerta al apoyo a corto plazo para la economía. Biden también tiene en mente planes fiscales bastante expansivos, que podrían proporcionar un impulso económico a más largo plazo.

### Hablando de una victoria “total” por parte de los demócratas, a la que se le ha denominado “ola azul”. ¿Qué implicaría esto para los inversores?

**Jeff:** Una "ola azul" probablemente resultaría en un ligero deterioro de la rentabilidad empresarial, simplemente debido al aumento de los impuestos. Sin embargo, ambas partes gastan. La idea de que los demócratas son el partido que gasta y los republicanos son ultraconservadores en lo fiscal, fue desmentida por las políticas de reducción de impuestos y la ley laboral de hace un par de años. Independientemente de quien gane el gasto aumentará. La administración de Donald Trump ha dejado que el dinero fluya libremente y los estímulos es de lo único de lo que se ha hablado en la ciudad últimamente, por lo que no veo que nada cambie en este sentido si es reelegido. La pregunta del billón de dólares es si esto crearía alguna forma de

inflación que conduzca a tipos de interés más altos. Pero eso aún está por verse, ya que estamos en un shock deflacionario en este momento. En última instancia, independientemente del ganador, veremos niveles de deuda significativamente más altos.

**Steven:** De nuevo, estoy de acuerdo con Jeff, ambos candidatos gastan. Hemos visto déficits mayores con Trump, y con Biden probablemente veríamos también mayores déficits. Biden tiene grandes iniciativas que requieren un gran gasto, las cuales no podrían financiarse únicamente con el aumento de impuestos, por lo que el déficit tendría que aumentar. Tiene algunas ideas aceptables sobre infraestructura y educación, que podrían impulsar el crecimiento económico en el futuro. Trump puede que sea un fanático de la política fiscal expansiva, pero si gana y no tiene el control del congreso, veo limitadas posibilidades de que logre concretar iniciativas con gasto significativo en los próximos dos años. Probablemente se centraría en áreas como la inmigración y la política comercial, donde tiene cierta independencia del Congreso.

## En relación con las infraestructuras, ¿es probable que estas sean un factor clave en el gasto?

**Jeff:** Se ha hablado de las infraestructuras desde las elecciones de 2016. Ambas partes participaron en gran medida en las discusiones, pero nunca vimos ninguna acción concreta por parte del presidente Trump: la mayor parte del gasto público se concentró en los recortes de impuestos corporativos. Creo que podríamos ver más planes de infraestructura pública con los demócratas, pero es demasiado pronto para saberlo.

## Ambos mencionaron déficits crecientes, ¿debería preocupar a los inversores esta creciente montaña de deuda?

**Jeff:** Estamos probando que tanto se pueden presionar los límites. La deuda de Estados Unidos finalmente superó el 100% del PIB y el gasto va a continuar, pero debe haber una válvula de escape. Por lo general, esto se manifiesta en la inflación o la moneda. Si se van a realizar gastos, estos deben enfocarse en las personas que actualmente están viéndose perjudicadas, a través de la creación de empleo, la educación o la formación profesional. La infraestructura parece la opción más obvia, ya que requiere grandes cantidades de capital y hará uso de mano de obra de calidad, además de poder proporcionar un efecto multiplicador de dinero muy fuerte.

**Steven:** La Reserva Federal básicamente ha absorbido la deuda necesaria para financiar la Ley CARES, y también absorberá lo que sea necesario para un seguimiento de tamaño similar. Nos encontramos en un entorno en el que existe una coordinación significativa entre las autoridades fiscales y monetarias, lo que significa que el público asume una menor parte de la carga de la deuda. Queda por ver cómo esto puede afectar al mercado, pero como se mencionó, los mercados de divisas podrían ser la válvula de escape eventual, así como los tipos más altos.

**Jeff:** Steven le dio al blanco allí. Powell sigue diciendo que es "fiscal, fiscal, fiscal". En donde básicamente implica: "imprime el dinero y yo lo compraré". Por lo que, la monetización de la deuda parece muy probable.



## Trump ha hablado mucho de la Fed; ¿Podría una victoria de Biden cambiar la dinámica actual?

**Steven:** A pesar de las críticas de Trump a la Fed, la Fed hizo un trabajo extraordinario manteniendo su independencia. La coordinación fiscal y monetaria, de la que Jeff y yo hemos hablado, fue decisión de la Fed, y no resultado de la presión ejercida por la administración de Trump. La Fed actuó agresivamente en respuesta a la crisis, lo que limitaría las críticas que la eventual administración de Biden podría dar. Además, el cambio del marco normativo de la Fed para fomentar la inflación por arriba del 2%, a cambio de mejores resultados en el mercado laboral, parece ser lo correcto en este entorno. También es políticamente inteligente, ya que es este el tipo de estrategia que los demócratas podrían respaldar.



## Por último, en relación con la elección ¿tienen algún consejo en cuanto al posicionamiento de las carteras?

**Jeff:** Los inversores no deberían de intentar posicionar su cartera pensando en un desenlace electoral determinado, dada la sorpresa de la última vez. De cara al futuro, los desafíos para el mercado de renta fija no se derivan de las elecciones, sino de los niveles de rendimiento que se ofrecen hoy en día. Hay algunos sectores del mercado que simplemente no ofrecen el valor que debería reflejar su riesgo. Desde una perspectiva de oferta y demanda, si tuviéramos una oferta de bonos superior a la que la Fed puede comprar, esto fácilmente podría presionar a los tipos de interés. Por otro lado, si el dólar se debilita, esto podría desalentar algunas inversiones en EE. UU. Hay muchos escenarios que podríamos ejemplificar, en donde independientemente del resultado de la elección, los tipos de interés podrían subir más. Como señaló Steven, la Fed está dispuesta a permitir que la inflación se eleve un poco más de lo normal. El mercado de renta fija se ha dado cuenta de esto y la curva se ha pronunciado. Por lo tanto, deberíamos de enfocarnos en las áreas donde la Fed no está impactando directamente, como en los bonos que no son del Tesoro o los bonos corporativos de grado de inversión. Hay oportunidades en el sector financiero apalancado, pero hay que tener cuidado. También se avecinan oportunidades dentro del mercado hipotecario, debido a la indulgencia de este. Algunos títulos de crédito deteriorados finalmente generarán oportunidades en el próximo año.

**Steven:** Es correcto. Si bien las elecciones son de gran interés y nos dirán mucho sobre la política fiscal en los próximos años, al final del día, seguimos teniendo una postura de política monetaria extremadamente favorable. Por lo menos, no tenemos que preocuparnos por la contracción fiscal, y este apoyo a la economía será suficiente para avanzar. En cuanto al virus, es de esperarse que para esta época del año próximo estemos hablando de una vacuna eficaz y ampliamente distribuida. Por lo tanto, este es un entorno en el que vemos que la expansión se puede consolidar, y en el que se podría volver a añadir riesgo a las carteras. Sobre lo que mencionaba Jeff, debemos distinguir entre los activos que la Fed ha adoptado con los que ha dejado huérfanos. Las oportunidades se encuentran en las áreas huérfanas, como el alto rendimiento, los ABS subordinados y la deuda de los mercados emergentes.

Nordea Asset Management es el nombre funcional del negocio de gestión de activos que llevan a cabo las entidades jurídicas, Nordea Investment Funds S.A. y Nordea Investment Management AB ("Entidades Legales") y sus sucursales, filiales y oficina de representación. El presente documento está destinado a proporcionar información sobre las capacidades específicas de Nordea. **El presente documento (cualquier opinión u opiniones expresadas) no representa asesoramiento de inversión**, y no constituye una recomendación para invertir en cualquier producto financiero, estructura o instrumento de inversión ni para formalizar o liquidar cualquier transacción ni participar en alguna estrategia de negociación en particular. Este documento no es una oferta de compra o venta, ni una solicitud de una oferta para comprar o vender ningún valor o instrumento o participar en cualquier estrategia comercial. Dicha oferta solo podrá efectuarse mediante un memorándum de oferta o cualquier otro acuerdo contractual similar. Por consiguiente, la información contenida en el presente documento será sustituida en su integridad por dicho memorándum de oferta o acuerdo contractual en su forma definitiva. Así pues, toda decisión de inversión deberá fundamentarse en exclusiva en los documentos jurídicos definitivos, entre otros, y si procediese, el memorándum de oferta, el acuerdo contractual, cualesquiera folletos pertinentes y el último Documento de Datos Fundamentales para el inversor (cuando sea aplicable) relativo a la inversión. La adecuación de una inversión o estrategia dependerá de la situación y los objetivos completos de un inversor. Nordea Investment Management AB recomienda a los inversores que evalúen de manera independiente las inversiones y estrategias particulares, animándoles también a la búsqueda de asesoramiento de asesores financieros independientes cuando el inversor lo considere relevante. Cualquier producto, valores, instrumentos o estrategias discutidos en este documento pueden no ser adecuados para todos los inversores. Este documento contiene información procedente de diversas fuentes. Si bien la información incluida en el presente documento se considera correcta, no se puede realizar manifestación ni ofrecer garantía alguna sobre la exactitud o integridad de dicha información, y los inversores deberán recurrir a otras fuentes para tomar una decisión de inversión bien fundada. Los futuros inversores y contrapartes deberán analizar con sus asesores profesionales fiscales, jurídicos, contables o de cualquier otro tipo los posibles efectos de cualquier inversión que pudiesen realizar, por ejemplo, los posibles riesgos y beneficios de dicha inversión. Asimismo, los futuros inversores o contrapartes deberán entender plenamente la potencial inversión, así como cerciorarse de que han realizado una evaluación independiente sobre la conveniencia de dicha inversión potencial basada únicamente en sus propios propósitos y metas. Las operaciones relacionadas con instrumentos derivados y divisas pueden estar sujetas a importantes fluctuaciones que podrían repercutir en el valor de la inversión. **Las inversiones en mercados emergentes conllevan mayor riesgo. El valor de la inversión puede fluctuar significativamente y no está garantizada. Las inversiones en instrumentos de capital y de deuda emitidos por bancos corren el riesgo de estar sujetas al mecanismo de bail-in, como previsto por la Directiva Europea 2014/59/UE (lo que significa que los instrumentos de capital y de deuda podrían ser amortizados, asegurando pérdidas apropiadas por los acreedores no-garantizados de la entidad).** Asset Management ha decidido asumir los costes de análisis externo, lo que implica que dichos costes pasarán a estar cubiertos por las comisiones ya existentes (Comisiones de Gestión y/o Administración). Documento publicado y creado por las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management. Las Entidades Legales están debidamente licenciadas y supervisadas por la Autoridad de Supervisión Financiera en Suecia y Luxemburgo respectivamente. Las sucursales, filiales y oficina de representación de las Entidades Legales están debidamente licenciadas y reguladas por la autoridad de supervisión financiera local de su respectivo país de domiciliación. Fuente (salvo indicación diversa): Nordea Investment Fund S.A. A menos que se indique lo contrario, todas las opiniones expresadas son aquellas de las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de las sucursales, filiales y empresas afiliadas de las Entidades Legales. Este material es confidencial y no puede ser reproducido o distribuido sin permiso previo y no debe ser distribuido a inversores particulares ni a otros inversores a los que no aplique la regulación respectiva. El presente documento está dirigido a inversores profesionales y, en ningún caso, podrá ser reproducido ni divulgado sin consentimiento previo y no debe facilitarse a inversores privados. Las referencias a sociedades u otras inversiones mencionadas en el presente documento no podrán considerarse como una recomendación al inversor para comprar o vender, y sólo se incluyen a título informativo. El nivel de beneficios y cargas fiscales depende de las circunstancias de cada individuo y puede cambiar en el futuro. © Las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de sus sucursales, filiales y/o oficina de representación de las Entidades Legales