

4 bill. USD

Reservas de divisas acumuladas por el Banco Popular de China tras la crisis financiera
Páginas 2-3

+0,5%

Tasa de crecimiento (anualizado) en EE.UU. durante el primer trimestre, la menor desde el primer trimestre de 2014
Página 4

50,1

Cifra oficial del PMI manufacturero de China para el mes abril, indicando una escasa expansión de la actividad
Página 5

0,71x

Ratio precio/valor contable (PVC) de los bancos europeos a finales de abril, superior al 0,60x de febrero
Página 6

-8,3%

Depreciación del dólar frente al euro desde finales de noviembre hasta principios de mayo
Página 8

1,6%

Evolución del índice MSCI World en abril (en USD)
Página 10

15,6%

Impresionante subida de los precios de la plata en abril
Página 11

400-600 bp

Exceso de rentabilidad que ofrecen actualmente el *high yield* y los bonos soberanos emergentes respecto a la deuda pública sin riesgo
Página 12

El riesgo vuelve a atraer la atención al mejorar el ánimo en Europa y los mercados emergentes

Mayo 2016

Perspectivas

Los bancos centrales se enfrentan a un test de credibilidad



César Pérez Ruiz,
director de inversiones,
Pictet Wealth Management

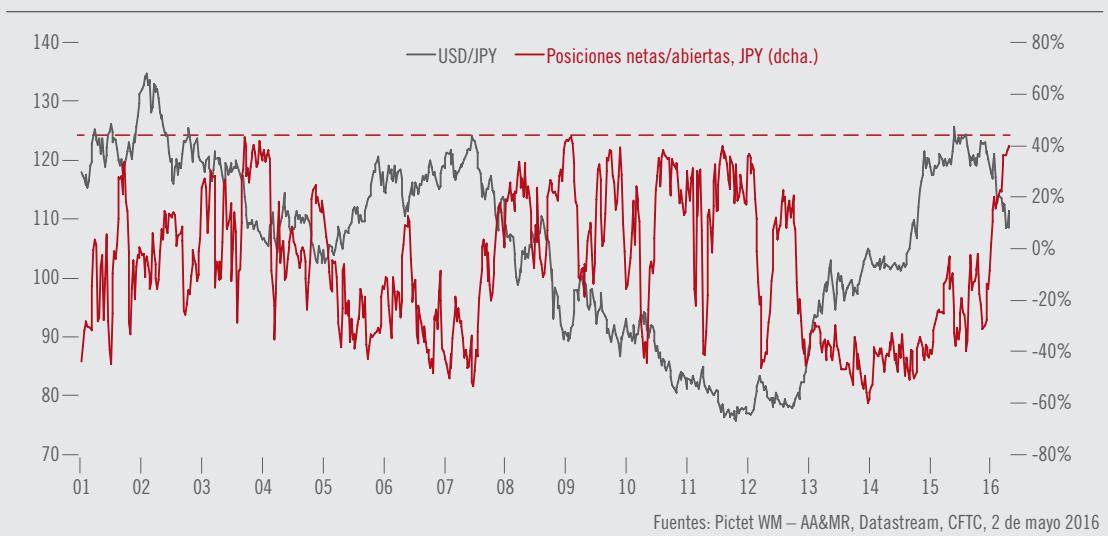
Los bancos centrales contribuyeron a detener la crisis financiera (empezando por el programa de relajación cuantitativa de la Reserva Federal americana, lanzado a finales de 2008), con sucesivos recortes de tipos que han ayudado a las empresas y los hogares de Occidente a desendeudarse. El Banco de Japón (BoJ) y el Banco Central Europeo (BCE) adoptaron políticas agresivas más adelante, cuando la recuperación estadounidense ya estaba en curso. El compromiso de los bancos centrales con sus mandatos ha sido fundamental para respaldar las valoraciones del mercado, pero estas políticas monetarias desincronizadas han causado volatilidad en los mercados. Al mismo tiempo, la credibilidad de los bancos centrales está en riesgo pues la inflación permanece crónicamente baja en gran parte del mundo desarrollado y el crecimiento económico global es flojo, a pesar de casi ocho años de políticas cada vez más acomodaticias.

La segunda tanda de operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO II) del BCE, anunciada en marzo, es un buen ejemplo del papel que desempeña la credibilidad de los bancos centrales a la hora de impulsar el sentimiento de los mercados. El pasado mes de diciembre, el BCE introdujo tipos de interés negativos para los depósitos en un intento de reactivar la inflación y el crecimiento. Pero pronto resultaron evidentes las repercusiones que tendrían los tipos negativos sobre los márgenes de los bancos, ya sometidos a fuertes presiones. El BCE abordó esta cuestión con el TLTRO II tres meses más tarde. El TLTRO II no sólo contribuye a flexibilizar las condiciones monetarias y respaldar los flujos de crédito hacia el sector privado (al menos marginalmente) sino que además alivia la presión de los tipos negativos sobre los márgenes de los bancos, "pagándoles" en realidad por conceder préstamos. Lo más importante de todo es que los detalles técnicos del TLTRO II, junto con otras nuevas medidas adoptadas por el BCE, como la compra de deuda empresarial, afianzan la impresión de que el BCE seguirá manteniendo una política caracterizada por un enfoque flexible, pero determinado, para estabilizar la economía europea.

Ya en julio de 2012, el comentario del presidente del BCE Mario Draghi de que el banco central haría "todo lo necesario" para preservar el euro marcó un punto de inflexión decisivo en la crisis de deuda soberana de la zona euro. Ahora el BCE está utilizando sus herramientas para impulsar el crédito y ayudar al sector bancario. Los títulos bancarios han reaccionado de forma positiva, y hay indicios de que las políticas del BCE están empezando a tener efecto en la economía real: los flujos de crédito de la zona euro crecieron durante el primer trimestre a su ritmo más rápido desde 2011.

En cambio, las políticas monetarias de Japón han dado resultados mixtos hasta ahora. Los tipos de interés negativos (introducidos en enero) no han evitado que el yen siga apreciándose, y los recientes datos de la inflación plantean serias dudas en cuanto a la capacidad del BoJ para alcanzar su objetivo de inflación del 2% en un futuro próximo. En su reunión de abril, el BoJ se vio presionado para realizar otro esfuerzo con vistas a estimular la economía y/o adoptar un enfoque flexible respecto a los tipos de interés negativos, como el BCE. Finalmente el BoJ decidió no actuar, corriendo el riesgo de sembrar aún más confusión sobre sus mecanismos de respuesta y desencadenar un ascenso mayor y desestabilizador del yen. El gobernador del BoJ Haruhiko Kuroda justificó esta inacción señalando que hará falta tiempo para que "afloren" los efectos combinados de la relajación cuantitativa y de los tipos de interés negativos. Lamentablemente, el mercado ha reaccionado elevando la prima de riesgo de los activos japoneses, mientras la continua apreciación de la moneda está presionando aún más al BoJ para que actúe más adelante.

CREDIBILIDAD DEL BOJ EN JUEGO: VARIACIONES % DE LOS TIPOS DEL USD FRENTE AL YEN Y DE LAS POSICIONES NETAS EN YENES



El Banco Popular de China (PBoC) también ha sufrido importantes presiones. Tras la crisis financiera de 2008, intervino con fuerza en los mercados de divisas para mantener bajo el yuan, acumulando unas reservas de 4 billones de USD en este proceso. Pero su gestión del renminbi ha resultado más incierta últimamente, y el valor de la moneda ha estado fluctuando. Por consiguiente, se han registrado importantes salidas de capitales y el PBoC ha tenido que volver a emplear parte de sus reservas para defender su moneda. Esto explica las convulsiones en los mercados a principios de este año. Es posible que la situación se haya estabilizado por ahora, gracias a mayores controles de capitales, pero aún debe restablecerse plenamente la confianza en la formulación de políticas chinas.

Por lo tanto, las políticas de los bancos centrales seguirán siendo cruciales para la estabilidad de los mercados. La pérdida potencial de credibilidad de estas políticas es el mayor riesgo al que se enfrentan los mercados actualmente.

Pensamos que los bancos centrales continuarán intentando elevar el crecimiento y la inflación. Para hacerlo, tendrán que proceder mediante prueba y error, empleando medidas no convencionales dado que ahora tienen poco (si es que tienen) margen para reducir los tipos de interés sin provocar consecuencias imprevistas. Por esta razón, los bancos centrales han empezado a insistir cada vez más en la necesidad de actuar también en el frente fiscal, bien sea aplazando una subida prevista del impuesto al consumo en Japón, o reduciendo impuestos e incrementando el gasto en infraestructuras en Europa. Algunos dirigentes incluso se han atrevido a mencionar el "helicóptero de dinero", un nuevo experimento en el que los bancos centrales emitirían dinero para financiar el gasto público, en vez de comprar bonos en el mercado abierto, como se ha hecho estos últimos años en el marco de los programas de relajación cuantitativa. A diferencia de los tipos de interés, el "helicóptero de dinero" tendría la ventaja de no depender de un aumento de los créditos para funcionar. Esto sería más fácil de aplicar en Japón donde ya se han usado cupones en el pasado en una campaña de "usarlo o perderlo". Sería mucho más difícil ponerlo en práctica en Europa, como ha señalado recientemente Mario Draghi. Independientemente de lo que ocurra, podemos estar seguros de que los bancos centrales continuarán aplicando políticas que presten apoyo. Lo que hace falta es que los mercados no se impacienten con ellos.

Europa se consolida, EE.UU. decepciona y China concede un respiro

Los datos macroeconómicos de fuera de Europa han sido relativamente robustos. Pero hemos rebajado ligeramente nuestra previsión de crecimiento para EE.UU., y aunque China ha evitado un duro aterrizaje, seguimos preocupados por la cantidad de crédito que se está inyectando en la economía.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi y Frederik Ducrozet

🏰 *Mientras nos sentimos alentados por las noticias de la zona euro, que se ha beneficiado de la generosidad del BCE, la efectividad de las medidas radicales del banco central para consolidar el crecimiento está siendo cuestionada en Japón.*

En su reunión de política monetaria de abril, la Fed se mostró circunspecta sobre la fecha de su próxima subida de tipos. La reciente debilidad del dólar, un repunte del mercado, ciertas estadísticas laborales decentes y una disminución de las tensiones en los mercados emergentes sugieren que la Fed podría permitirse una actitud menos conciliadora, pero las débiles previsiones de inflación y el nivel habitualmente bajo del PIB del primer trimestre ofrecieron cierta justificación para la cautela. Quizá la Fed también prefiera esperar el resultado del referéndum británico sobre el Brexit (23 de junio) antes de decidir sus próximas medidas. Nuestro escenario económico central para 2016-17 prevé la permanencia del Reino Unido en la UE, pero el resultado del referéndum es muy incierto. En la zona euro, los indicadores adelantados, como el del crecimiento del crédito y el de los directores de compras siguen siendo relativamente alentadores.

Los precios del petróleo volvieron a bajar brevemente tras el fracaso de la reunión de Doha para reducir la producción de petróleo a finales de abril, pero repuntaron rápidamente hacia los 45 USD, lo que indica que los precios alcanzaron un mínimo cíclico en torno a 30 USD a principios de año. Esto está dando un empujón favorable a ciertos mercados emergentes, mientras que la mejora generalizada del ánimo de los inversores implica que los flujos de capitales hacia mercados emergentes están recuperándose. En China se observaron ciertas señales alentadoras en abril, entre ellas un repunte de los datos de exportaciones y beneficios industriales. No obstante, la acumulación de deuda en el sector privado chino sigue siendo lógicamente una fuente de nerviosismo.

La apreciación del yen desde que el Banco de Japón (BoJ) introdujo tipos de interés negativos sobre los depósitos en enero ya sugería una pérdida de confianza en la capacidad del BoJ para controlar la moneda y estimular la inflación. A finales de abril, el BoJ optó por no seguir actuando de forma significativa en este frente. Aunque el BCE ha tomado medidas para compensar los efectos de los tipos negativos sobre depósitos en los bancos de la zona euro, el aparente fracaso de los tipos negativos del BoJ debe cuestionar la conveniencia de ciertas políticas monetarias radicales para respaldar el crecimiento.

La Fed podría esperar hasta septiembre para subir sus tipos

Los datos de PIB americano confirmaron que el crecimiento fue especialmente débil en el primer trimestre, un 0,5% intertrimestral anualizado, es decir, la menor tasa de crecimiento trimestral desde el primer trimestre de 2014. El crecimiento siguió frenado por unas exportaciones netas negativas, caída de la inversión en el sector petrolero y menor acumulación de existencias. Una desaceleración del crecimiento del gasto por consumo y una brusca contracción de la inversión en bienes de equipo también fueron factores negativos importantes durante el trimestre. Lamentablemente, parece que a la economía americana aún le falta impulso. Pero las condiciones financieras se han flexibilizado desde enero, el efecto de la caída de la inversión en el sector petrolero irá disminuyendo y las perspectivas del consumo y la vivienda siguen relativamente buenas. Seguimos pensando que es improbable que la economía americana sufra una grave desaceleración este año y en realidad esperamos un notable repunte del crecimiento del PIB en el segundo y en el tercer trimestre. No obstante, hemos rebajado nuestra previsión de crecimiento medio anual para 2016 del 2,0% al 1,8%. Sigue siendo una tasa relativamente buena, en línea con el crecimiento potencial de la economía (ahora en torno al 1,75%).

El comunicado del Federal Open Market Committee (FOMC)

PIB REAL DE EE.UU. Y COMPONENTES: CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO

	<i>Peso relativo</i>	T2 15	T3 15	T4 15	T1 16
Consumo privado	68,4%	+3,6%	+3,0%	+2,4%	+1,9%
Inversión residencial	3,4%	+9,3%	+8,2%	+10,1%	+14,8%
Inversión no residencial	12,7%	+4,1%	+2,6%	-2,1%	-5,9%
Gasto público	17,8%	+2,6%	+1,8%	+0,1%	+1,2%
Demanda interna final	102,3%	+3,7%	+2,9%	+1,7%	+1,2%
Exportaciones	12,6%	+5,1%	+0,7%	-2,0%	-2,6%
Demanda final	114,9%	+3,8%	+2,7%	+1,3%	+0,8%
Acumulación inventarios (contrib.)	0,6%	+0,0%	-0,7%	-0,2%	-0,3%
menos Importaciones	15,5%	+3,0%	+2,3%	-0,7%	-0,2%
PIB	100%	+3,9%	+2,0%	+1,4%	+0,5%

Fuente: Pictet WM - AA&MR, BEA

del 27 de abril dejó la puerta abierta a una posible subida en junio, pero no indicó si esta posibilidad se estaba considerando más seriamente que antes. Es improbable que los flujos de datos mejoren de forma decisiva antes de la reunión de junio del FOMC. Por otra parte, el referéndum británico sobre el Brexit tendrá lugar el 23 de junio, una semana después de la reunión. Aunque una subida en junio (o julio) sigue siendo posible, ahora pensamos que el escenario más probable es que el FOMC permanezca a la espera en junio y suba sus tipos una sola vez en 2016, probablemente en septiembre. Para 2017, seguimos esperando tres nuevas subidas de 25 pb.

La inflación en la zona euro no repuntará hasta finales de año

El PIB real de la zona euro se aceleró notablemente en el primer trimestre (+0,6 intertrimestral, tras +0,3% en el 4º trimestre) superando al de la mayoría de los demás países desarrollados. Esta resistencia notable frente a un entorno global complicado ha sido una vez más el resultado de una fuerte demanda interna, el principal motor de crecimiento de la zona euro desde hace más de dos años. El consumo de los hogares debería seguir respaldado por la constante mejora de las condiciones del

Los indicadores adelantados nos permiten mantener nuestra previsión superior al consenso de un crecimiento del 1,8% en la zona euro en 2016

mercado laboral. Y el gasto en inversión se ha recuperado por fin desde finales del año pasado, al mejorar las perspectivas gracias al apoyo del BCE. En el primer trimestre el crédito bancario al sector privado creció a su mayor ritmo desde 2009 y la última encuesta del BCE sobre préstamos bancarios hace prever una nueva mejora a pesar de los efectos adversos de los tipos de interés en la rentabilidad de los bancos. Aunque persisten los riesgos bajistas a corto plazo, sobre todo debido al débil crecimiento global y la incertidumbre política en Europa, hemos mantenido nuestra previsión superior a la del consenso de un crecimiento del PIB de la zona euro del 1,8% en 2016.

La inflación volvió a caer en territorio negativo, a -0,2% en abril, pero una sobre-reacción del BCE no es probable, por diversos motivos. Primero, corrigiendo la volatilidad de las vacaciones de Pascua en los datos de la inflación IAPC, la inflación subyacente presenta una tendencia ligeramente ascendente desde hace más de un año, alcanzado en torno a un 1% según nuestras estimaciones. Segundo, las previsiones del personal del BCE se rebajaron notablemente en marzo y ahora resultan conservadoras por primera vez en años. Tercero, la subida de los precios del petróleo debería compensar con creces el fortalecimiento de la moneda hasta que empiecen a notarse

los efectos base más adelante este año.

En resumen, los indicadores económicos y de precios están consolidándose, ratificando el mensaje del BCE de que las medidas de estímulo están funcionando. Pero se necesita más tiempo, como señaló Mario Draghi, y durante los próximos meses, esperamos que el BCE se centre en la implementación de su programa de estímulo de marzo, incluyendo TLTRO II y compras de bonos corporativos en el 2º trimestre.

La economía china se estabiliza

Los datos chinos del mes pasado respaldan nuestra opinión de que se evitará un duro aterrizaje, al menos en el corto plazo, e incluso sugieren cierto riesgo alcista respecto a nuestra previsión de crecimiento del PIB real del 6,5% en 2016. El PIB real creció un 6,7% interanual en el primer trimestre, algo menos que el 6,8% del último trimestre de 2015. El índice oficial de los directores de compras manufactureros (PMI) bajó ligeramente a 50,1 en abril (50,2 en marzo) pero se mantuvo en territorio expansivo, al igual que el PMI no manufacturero (servicios y construcción), que bajó de 53,8 en marzo a 53,5 en abril. Mientras que el sector servicios sigue creciendo con fuerza, la desaceleración del sector manufacturero parece haber disminuido.

Las autoridades han estado haciendo lo correcto para estabilizar el renminbi, que se ha apreciado un poco frente al USD, aunque con la ayuda de la reciente debilidad del USD frente a la mayoría de las monedas, debido a la actitud más conciliadora de la Fed. Por consiguiente, las salidas de capital de China se han reducido un poco, aunque siguen siendo elevadas. Otro factor que favorece el sentimiento respecto a China es que los resultados empresariales han sido mejores de lo esperado.

Pero la cantidad de crédito que se está inyectando en la economía sigue siendo una preocupación. La financiación social total (conjunto de préstamos a la economía) aumentó a 2,3 billones RMB en marzo frente a los 780.000 millones de febrero, menos que el máximo de 3,4 billones RMB de enero, pero aún es excesiva. Preocupa que la actividad en el sector de la banca en la sombra, mal controlada, se haya fortalecido. El rápido crecimiento del crédito para financiar inversiones en infraestructuras aumentará los desequilibrios de la economía. La estabilización del crecimiento económico también se ha logrado en parte mediante la reflación del sector inmobiliario. Los graves problemas estructurales de China distan mucho de estar resueltos, aunque ciertos datos generales positivos están dando un respiro a los mercados, atenuando de momento sus preocupaciones sobre China.

Aún queda cierto potencial en la renta variable europea pero las valoraciones son altas

Las distorsiones del mercado y brotes de volatilidad en distintas clases de activos siguen creando oportunidades para el enfoque táctico por el que nos inclinamos ahora. Nuestra postura táctica actual viene determinada principalmente por el moderado potencial alcista que vemos en la renta variable europea y por dudas respecto a la deuda pública *core* ante unos datos de inflación y de crecimiento que van subiendo.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet y Alexandre Tavazzi

MERCADOS FINANCIEROS

Evolución en % de los índices financieros en monedas locales. Datos al 29.04.2016

		Indice	Desde el 31.12.2015	Mes anterior
Renta variable EEUU*	USD	S&P 500	1.7%	0.4%
Renta variable Europa*	EUR	STOXX Europe 600	-5.3%	1.9%
R.V. mercados emergentes*	USD	MSCI Emerging Markets	6.4%	0.6%
Bonos soberanos EEUU*	USD	ML Treasury Master	3.2%	-0.1%
Bonos corp. <i>investment grade</i> EEUU*	USD	ML Corp Master	5.3%	1.3%
Bonos corp. <i>high yield</i> EEUU*	USD	ML US High Yield Master II	7.3%	4.0%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index global**	-2.2%	0.3%
Materias primas	USD	Reuters Commodities Index	4.8%	8.3%
Oro	USD	Gold Troy Ounce	21.6%	4.7%

Fuentes: Pictet WM - AA&MR, Datastream, Bloomberg

* Dividendos/cupones reinvertidos ** final marzo 2016

 La perspectiva de los bancos europeos parece haber mejorado en abril a raíz de los recientes comunicados de política monetaria del BCE y la volatilidad del mercado ha disminuido. Pero la inacción del Banco de Japón frente a la fortaleza del yen ha puesto a prueba la paciencia de los inversores.

Sigue habiendo potencial en la renta variable y en los bonos en euros

El reciente aumento de los rendimientos de los bonos indica que los inversores creen que la economía y los mercados financieros se han estabilizado, aunque el aumento de los rendimientos sigue resultando moderado, especialmente si se compara con el repunte de los precios del petróleo desde que alcanzaron lo que parece un mínimo cíclico en torno a 30 USD por barril en enero. Aunque se ha producido un cierto repunte de la inflación subyacente, el mercado no está descontando aún nuevos aumentos de los tipos a largo plazo. Por consiguiente, estimamos que las rentabilidades de los bonos de referencia a 10 años podrían ser negativas este año.

La creciente confianza también puede apreciarse en una reducción de los diferenciales de los bonos corporativos. Los mercados de crédito europeos han contado con la ayuda

del Banco Central Europeo (BCE), en particular cuando éste anunció que compraría bonos corporativos de un amplio abanico de sectores. Por lo tanto, hay motivos para permanecer optimistas acerca del crédito europeo, al menos en el corto plazo. Los diferenciales del *high yield* de EE.UU. aumentaron notablemente a principios de este año debido a las perspectivas aparentemente nefastas de los sectores de energía y minería. Los diferenciales han disminuido desde entonces, pero los bonos estadounidenses sin grado de inversión siguen resultando atractivos en un entorno caracterizado por un crecimiento moderado pero constante, junto con bajas tasas de inflación y de incumplimiento.

Los resultados empresariales del primer trimestre a ambos lados del Atlántico dieron varias sorpresas positivas con respecto a unas expectativas flojas en general, aunque el ritmo de crecimiento de los beneficios siguió siendo mediocre en sectores tales como tecnología y comercio minorista. Pensamos que estamos cerca del pico de un repunte de la renta variable, pero que los índices de la renta variable europea en general tienen aún potencial para registrar nuevos avances a raíz del

fuerte apoyo proporcionado por el BCE al sector bancario. Gracias a los bancos, las previsiones de beneficios de las acciones europeas han mejorado notablemente, y los títulos energéticos también podrían contribuir de forma moderada a elevar los índices de renta variable europea. Pero las acciones europeas están cotizando actualmente a un ratio precio-beneficio (PER) previsto superior a 15x, por encima de la media histórica de 13x. Los PER previstos de las acciones estadounidenses también superan su media histórica. En ausencia de un cambio significativo en los fundamentales económicos, creemos que será difícil que los índices de renta variable europea experimenten un repunte más que moderado (incluso teniendo en cuenta sobrerreacciones del mercado). Manteniendo nuestra postura táctica, creemos que los riesgos asociados al "Brexit" ya se han descontado ampliamente en el valor de la libra esterlina, pero seguimos neutrales en general en renta variable británica a la espera del referéndum sobre el Brexit del 23 de junio.

¿Recuperará terreno la renta variable europea?

La adopción de tipos negativos en Europa y Japón penalizó a sus respectivos sectores bancarios y mercados de renta variable. Tras la explicación detallada del plan de compra de bonos del BCE por parte de Mario Draghi, ahora parece que las medidas anunciadas por el BCE el 10 de marzo son más favorables para el sector financiero de lo que se pensó inicialmente. El correspondiente declive de la tensión del crédito ha permitido una recuperación de los títulos bancarios europeos desde el 10 de marzo. Las valoraciones de los bancos aumentaron de un ratio Precio/Valor contable (PVC) de 0,6x en febrero a 0,71x a finales de abril. La

recuperación del precio de mercado de los bancos europeos desde el 10 de marzo ha permitido al índice Stoxx Europe 600 superar al S&P500 en moneda local a lo largo de ese mismo período. La diferencia de rentabilidad en lo que va de año entre estos dos índices se redujo del 3,8% a principios de abril al 1,8% a finales. Esta diferencia podría reducirse aún más, dado que el PVC medio de los bancos europeos desde junio 2012 es de 0,85, lo que implica cierto potencial de revalorización.

A pesar del ajuste de las valoraciones al alza, no vemos ningún cambio en el entorno global de los mercados de renta variable. Los mercados han subido sin un aumento correspondiente de las previsiones de beneficios, mientras que las valoraciones están cerca de sus picos anteriores en 17,9x, 15,9x y 12,9x, respectivamente, para el S&P500, Stoxx Europe 600 y Topix. Por lo tanto, mantenemos nuestra postura táctica, dado que las valoraciones elevadas deberían limitar el potencial de nuevas ganancias.

La volatilidad de la renta variable se atenúa y las materias primas repuntan

Habiendo alcanzado niveles elevados, la volatilidad implícita de la renta variable empezó a atenuarse en Europa en abril, bajando del 23% al 20%, aproximándose al nivel del 15% de EE.UU. Esto se tradujo en un repunte de la renta variable europea. El Stoxx Europe 600 rindió un 1,9% en abril. El rango de rentabilidad de otros mercados de renta variable fue estrecho, de -0,5% en el caso del TOPIX japonés a +1% en el del índice MSCI Emerging Markets (en USD). La correlación entre las rentabilidades de las acciones y los bonos sigue siendo negativa. Los tipos de interés negativos de los bonos soberanos japoneses a 10 años continuaron impulsando a los inversores hacia una

duración más larga: los bonos japoneses a 30 años rindieron 5,3% en abril y 26,4% durante los cuatro primeros meses de 2016. En abril la mejor clase de activos fueron las materias primas, que subieron casi un 10%, gracias al aumento de un 19% de los precios del petróleo. Los precios del oro subieron otro 4,7% en abril.

El BOJ decepciona a los mercados

El 28 de abril, el Banco de Japón mantuvo su política monetaria sin cambios. Esto fue una gran decepción para los inversores extranjeros, que habían dejado de vender acciones japonesas de forma agresiva a la espera de la reunión de política del BOJ. El yen se volvió a apreciar tras la reunión del BOJ, llegando a 108 por USD el 29 de abril, frente a la media de 121 en 2015. La fuerte subida del yen ha empezado a hacer mella en los beneficios empresariales, que han sido objeto de constantes revisiones a la baja desde septiembre 2015. Las actuales previsiones de crecimiento de los beneficios del 16,3% para el ejercicio que finaliza en marzo 2017 parecen difíciles de lograr sin el apoyo de un yen más débil. Los datos macroeconómicos son también flojos. La inflación general ha vuelto al 0%, lo que demuestra que sigue habiendo presiones deflacionistas, y el crecimiento anual del PIB real es inferior al 1%, lo que dificulta el cumplimiento del objetivo de PIB de las autoridades japonesas para 2020, sobre todo porque las reformas estructurales a largo plazo aún no se han materializado. A pesar de unas valoraciones poco exigentes en relación con otros mercados de renta variable desarrollada, el TOPIX japonés está luchando por repuntar, situándose aún un 16% por debajo de su pico de noviembre 2015.

Los bancos centrales a la espera

En los últimos meses, los bancos centrales más importantes han

permanecido "a la espera". Tras el amplio programa de estímulo revelado el 10 de marzo, el BCE ha señalado que es improbable que tome nuevas medidas expansivas en los próximos meses. Mientras tanto, la Fed ha adoptado una postura muy cautelosa, reduciendo las probabilidades de una subida de tipos inminente. El Banco de Japón ha decidido mantener invariable su política a pesar de la reciente apreciación del yen y ha vuelto a ampliar el plazo para alcanzar su objetivo de inflación del 2%. En consecuencia, la divergencia de políticas monetarias se ha detenido, al menos temporalmente. Dado el entorno "risk-on" actual, las monedas de alto rendimiento se enfrentan a fuertes obstáculos. Los datos de EE.UU. tendrán que mejorar a lo largo de los próximos meses para convencer a la Fed de que vuelva a dar prioridad a las condiciones domésticas al determinar su política monetaria.

La reunión de Doha no favorecerá el reajuste

El intento fallido de alcanzar un acuerdo sobre la congelación de la producción entre los miembros de la OPEP y Rusia en la reunión de Doha a principios de abril confirma lo poco que se puede esperar de la OPEP en términos de reducción de la oferta de petróleo. Al mismo tiempo, la resistencia del mercado del petróleo sugiere que esto no importa realmente. Lo que importa es la fortaleza de la demanda, que se ha visto respaldada por la mejora del sentimiento favorable al riesgo, el ritmo del declive de la producción de países no miembros de la OPEP, y posibles interrupciones imprevistas de la producción de petróleo.

El debilitamiento del dólar ayuda a las monedas emergentes

La persistente debilidad del USD ha marcado a los mercados desde finales del año pasado. Esta debilidad, atribuida a la caída de las expectativas de subidas de tipos en EE.UU. ha contribuido a reavivar el apetito de riesgo, impulsando a la vez a las monedas emergentes. Algunos opinan que en la última reunión del G20 celebrada en febrero en Shanghai, los líderes mundiales acordaron que era necesario evitar una competencia de divisas para calmar a los mercados financieros. Pero la caída del USD complica los esfuerzos por reactivar las economías europeas y japonesa.

-8,3%

Salvo un respiro durante la volatilidad del mercado a principios de año, el USD cayó -8,3% frente al euro entre finales de noviembre y principios de mayo, después de que los datos económicos mixtos de EE.UU. hicieran que la Fed se volviera más cautelosa sobre el ritmo y el alcance de la normalización de la política monetaria. El USD también ha bajado frente a las monedas de ciertos países productores de materias primas, incluyendo Canadá, desde principios de año.

+15,4%

Con Brasil hundiéndose en la recesión y la crisis política, el real fue cayendo frente a otras divisas importantes durante gran parte de 2015. Pero los problemas de la moneda parecen haber tocado techo en el otoño pasado, pues el real subió 15,4% frente al USD desde finales de septiembre hasta finales de abril y 12,5% frente al euro. Entre los motivos de esta subida están unos de los más altos tipos de interés de las grandes economías, la percepción de que está a punto de resolverse de algún modo la crisis política, y un repunte de los precios de las materias primas.

18,1%

Al igual que Brasil, Sudáfrica se vio afectada por el declive de las materias primas en 2015 y la dirección de la política se ha convertido en un problema importante. Una reorganización inexplicada del gabinete por parte del presidente Jacob Zuma en diciembre y el hecho de que éste superara una moción de censura en abril ejercieron más presión sobre el rand. Pero estos factores han sido contrarrestados por la debilidad del USD junto con una mejora del sentimiento global (y de los precios de las materias primas), que han dado lugar a una apreciación del rand frente al USD de un 18,1% entre el 19 de enero y finales de abril.

-10,7%

Un declive de la actividad manufacturera en abril, el primero en tres años, aumentó la presión sobre la libra esterlina, que ha cedido terreno a medida que se acerca el referéndum del 23 de junio sobre la permanencia del Reino Unido en la UE. La creciente confianza de que el país permanecerá en la UE impulsó a la libra en abril, pero unos datos económicos decepcionantes, en parte atribuibles a la incertidumbre en torno al referéndum, han seguido lastrando la libra. En conjunto, la libra ha bajado 10,7% frente al euro entre el 23 de noviembre y el 2 de mayo.

+9,9%

El 3 de mayo, el euro alcanzó 1,16 USD, un máximo de 9 meses. El tipo de cambio ponderado del euro también ha avanzado, subiendo 9,9% frente a una cesta de 38 monedas entre mediados de abril de 2015 y principios de mayo. A la marcha atrás de la Fed en sus planes de subidas de tipos de interés deben añadirse ciertas señales de que la recuperación de la zona euro está por fin adquiriendo impulso. En el primer trimestre el crecimiento del PIB fue mayor en la zona euro (0,6% intertrimestral) que en EE.UU. No obstante, **el rally del euro contrasta con una serie de medidas de relajación masiva, incluyendo la ampliación y extensión de su programa de compra de bonos.**

-3,1%

En agosto pasado, el Banco Popular de China (PBoC) ajustó su política cambiaria, causando una brusca caída del renminbi *offshore*. La moneda sufrió aún más al aumentar las dudas sobre el estado de la economía china y las salidas de capitales se intensificaron. Pero en enero el PBoC sorprendió a los especuladores monetarios al reducir la liquidez del renminbi *offshore*. Ciertas señales de que la economía china está estabilizándose han rebajado también las expectativas de que las autoridades chinas intenten recurrir a una mayor depreciación del renminbi, al menos de momento. **El renminbi cayó 3,1% frente al USD entre finales de agosto de 2015 y finales de enero de 2016, pero después ha vuelto a subir un 1,5% al 2 de mayo.**

12,9%

Aunque el Banco de Japón (BoJ) anunció en enero tipos de interés negativos sobre los depósitos, el yen se ha apreciado frente al USD, subiendo 12,9% en los cuatro primeros meses de 2016.

La persistente actitud acomodaticia de la Fed que ha debilitado al USD parece haber superado los mayores esfuerzos del BoJ, que podría estar quedándose sin munición en su batalla para estimular la inflación y el crecimiento. La decisión del BoJ a finales de abril de no rectificar su política de tipos negativos o ampliar la flexibilización monetaria dio lugar a una nueva subida del yen.

8,1%

Mientras que los mercados emergentes iban perdiendo atractivo, la lira turca se ha considerado una de las monedas emergentes más vulnerables debido a su persistente déficit por cuenta corriente, elevada inflación, políticas monetarias complejas y poco ortodoxas, empeoramiento de **la política nacional y un tenso entorno geopolítico. Pero últimamente la política monetaria de EE.UU. y Europa ha contribuido a aumentar la liquidez a nivel mundial y estimulado el apetito de riesgo de los inversores, desencadenando un rally de las monedas emergentes, incluyendo la lira.** También favorecida por un crecimiento económico mejor de lo esperado, la lira subió 8,1% frente al USD entre el 21 de enero y el 2 de mayo, aunque sigue más baja que hace un año.

Otro mes positivo para los activos de riesgo

Impulsada por los bancos, la renta variable europea aventajó a sus rivales, mientras los bonos corporativos generaban sólidas rentabilidades en abril. La deuda emergente repuntó también durante el mes.

Renta variable

El repunte se generaliza

Más sectores en vías de recuperación

Abril fue otro mes positivo para la renta variable, generando el índice MSCI World un 1,6% (en USD). Los sectores relacionados con materiales y energía evolucionaron especialmente bien. Los índices MSCI Latam y Eastern Europe subieron 6,0% y 3,6% respectivamente (en USD), elevando su rentabilidad de 2016 a 26,4% y 19,0%, respectivamente. El cambio real fue el repunte del sector bancario, sobre todo en Europa. Los detalles del nuevo programa de compra de bonos del BCE provocaron un declive de los diferenciales crediticios de los bancos europeos. El empujamiento de la curva de rendimientos de EE.UU. y de la UE contribuyó a un *rally* de los títulos bancarios (+8% en EE.UU. y Europa). Este repunte benefició en particular al Stoxx Europe 600, que subió 1,9% en abril. En USD, la rentabilidad del índice europeo en 2016 sigue siendo inferior a la del S&P500 (-0,1% frente a 1,7%). La evolución del Topix japonés sigue siendo negativa, con -1,6% en los cuatro primeros meses de 2016, pues el yen fuerte afecta al crecimiento de los beneficios.

Aún no se ha producido la subida prevista de los beneficios de los sectores de energía y materias primas, pero los analistas han empezado a revisar al alza sus previsiones de beneficios de bancos europeos, previendo un crecimiento del beneficio por acción de 3,4% para el mercado en general en 2016. En EE.UU. y Japón se prevé un aumento de los beneficios de 0,7% y 17,6%, respectivamente. Pese a los mejores beneficios previstos, con unos PER de 17,9x para el S&P500, 15,9x para el Stoxx 600 y 12,9x para el Topix, las valoraciones siguen altas respecto a la media de 15 años.

Renta fija

Sube el rendimiento de la deuda pública desarrollada

Los rendimientos soberanos aumentaron en abril debido a la subida de precio del petróleo y un entorno "risk-on".

Los rendimientos de la deuda pública subieron en abril, salvo en Japón. El rendimiento del Bund alemán a 10 años aumentó 12 puntos básicos (pb) al 0,27% a finales de abril y el del US Treasury a 10 años subió 6 pb al 1,83%. Lo mismo pasó en la periferia de la eurozona, con aumentos de 15 pb en Italia y 4 pb en España. El alza generalizada de los rendimientos se debe a varios factores positivos. Primero, el precio del petróleo subió un 20% terminando el mes a más de 45 USD/barril; segundo, el índice general del USD se mantuvo estable durante el mes; tercero, los mercados de renta variable y de crédito experimentaron un *rally* mientras aumentaba el apetito de riesgo. Los comunicados conciliadores del BCE y de la Fed respaldaron esta tendencia. Reflejando estos factores impulsores de los mercados, el *breakeven* de inflación subió notablemente, a la vez que los precios del petróleo, al 1,72%. Pero el tono conciliador de la Fed sorprendió a los mercados e hizo recaer las expectativas de subidas de tipos en EE.UU., compensando el alza de las tasas *breakeven*. Los rendimientos del US Treasury a 10 años no deberían situarse por encima del 2% hasta que la Fed no se muestre dispuesta a volver a subir los tipos. Los rendimientos de la deuda pública emergente siguieron bajando en este entorno favorable, con el índice JP Morgan Emerging Market Bond Global rindiendo 1,9% (incl. cupones) en USD y 1,7% en moneda local.

Bonos corporativos

El crédito de EE.UU. supera al de la zona euro

El high yield (HY) de EE.UU. se benefició del encarecimiento del petróleo en abril. Las últimas medidas del BCE favorecieron al HY en euros.

El *investment grade* (IG) y el *high yield* subieron notablemente en abril. El índice Bank of America Merrill Lynch (BofAML) US HY avanzó un 4%, alcanzando los rendimientos 7,8% gracias al encarecimiento del petróleo. En el índice HY, los sectores de energía y metales y minería evolucionaron notablemente, con rentabilidades (incl. cupones) de 12,6% y 11,3%, respectivamente. El avance del BofAML US IG (1,4%) fue más generalizado.

En Europa, los detalles del programa de compra de bonos corporativos por parte del BCE influyeron en la evolución del crédito. Tres elementos son destacables: 1) podrán incluirse bonos de aseguradoras y de filiales bancarias de empresas no financieras (por ej., divisiones financieras de empresas de automóviles). 2) el BCE puede comprar bonos de filiales establecidas en la eurozona pero con casas matrices extranjeras. 3) se incluirán bonos calificados IG por al menos una agencia, implicando que ciertos bonos de índices HY serán elegibles.

Estos detalles hicieron caer los rendimientos de bonos del BofAML EUR IG a poco más de 1% por primera vez en un año. El BofAML EUR HY rindió más del 2% gracias al repunte del sector bancario, con rendimientos 39 pb más bajos, al 4,76%.

El HY US supera al HY EUR en lo que va de año pero la tendencia podría cambiar al empezar el programa del BCE y acercarse la subida de tipos de la Fed.

Hedge funds

¿Spreads de fusión o de crédito?

Los gestores multiestrategia event-driven siguen prefiriendo la estrategia de arbitraje de fusiones al crédito a pesar de los recientes acontecimientos en el mercado.

Los gestores multiestrategia *event-driven* siguen considerando la estrategia de arbitraje de fusiones como una gran oportunidad para la generación de alfa, tal como demuestra su constante y creciente exposición a esta estrategia en los últimos meses. Pero el atractivo nivel de *spreads* y la disposición de las empresas a invertir grandes cantidades de efectivo han sido eclipsadas por recientes fracasos de operaciones, tales como la fusión de Allergan y Pfizer, la caída de los volúmenes en M&A en el primer trimestre de 2016 y de la confianza a nivel de directivos.

La exposición al crédito ha bajado durante los dos últimos años, pues los gestores están aprovechando el repunte del precio del petróleo y la actitud acomodaticia de la Fed para deshacer posiciones. Otro elemento favorable ha sido la inclusión de bonos corporativos de la eurozona en las compras de activos del BCE. Pero en el área *distressed* hay pocas oportunidades por ahora. La mayoría de las empresas siguen teniendo capacidad de refinanciación, como demuestra el alto nivel de nuevas emisiones. La creciente tasa de incumplimiento y las rebajas de calificaciones crediticias indican que el repunte podría deberse más a factores técnicos, y es probable que haya más empresas en dificultades a pesar de la desaceleración prevista de las subidas de tipos de la Fed.

Metales preciosos

Plata en el candelero

Los mercados financieros suelen referirse a la plata como el "oro de beta elevada" u "oro del pobre". Por lo tanto, la reciente apreciación de la plata no debe sorprender dada la firme evolución del oro.

Abril fue un buen mes para el oro, cuyos precios subieron un 4,9% por onza en USD. Pero fue un mes estelar para la plata, que se revalorizó un 15,6%.

Como la plata tiende a estar muy correlacionada con el oro (desde 1980 la correlación presenta una media móvil a 12 meses de 0,70), no es de sorprender que la evolución de ambos apunte en la misma dirección. La demanda industrial es el factor diferenciador clave entre estos dos metales preciosos. La demanda industrial representa menos del 10% de la demanda total de oro, pero más del 50% de la demanda total de plata. Por consiguiente, los precios más elevados de los metales industriales tienden a favorecer a la plata más que al oro. De ahí que a menudo se considere la plata un metal híbrido, en parte precioso, en parte industrial.

En consecuencia, es probable que la mejor evolución experimentada por la plata últimamente refleje la reciente mejora del panorama de la demanda industrial, originada sobre todo por la estabilización de China. Pero el incremento de la carga de deuda implica que los inversores deben mantenerse cautos respecto al apoyo político que ha estado sustentando la demanda en China.

Divisas

El BoJ permanece a la espera

A pesar de haber rebajado sus previsiones de crecimiento e inflación y alargado el plazo para alcanzar su objetivo de inflación del 2%, el Banco del Japón (BoJ) no modificó en abril su política monetaria.

El consejo de política monetaria del BoJ optó por no modificar su política en su reunión del 28 de abril, pero el banco central rebajó sus previsiones de crecimiento (en un porcentaje acumulado de -0,9% desde el ejercicio fiscal 2105 al ejercicio 2017) y de inflación. Aunque el cambio de la previsión de inflación para 2017 fue pequeño (1,7% frente al 1,8% estimado por el BOJ en enero), se ha alargado el marco temporal para alcanzar el objetivo de inflación del 2% del "primer semestre del ejercicio 2017" a "durante el ejercicio fiscal 2017".

El *status quo* por el que ha optado el BoJ en abril sorprende un poco, sobre todo teniendo en cuenta la reciente apreciación del yen japonés y las crecientes preocupaciones por las limitadas opciones que le quedan al BoJ para cumplir su mandato de inflación.

Como era de esperar, los mercados de divisas reaccionaron impulsando el yen al alza. Junto con las negociaciones salariales que podrían producir resultados decepcionantes, las probabilidades de que el BOJ cumpla su objetivo de inflación durante el ejercicio 2017 parecen escasas sin una mayor flexibilización monetaria. Es probable que también se necesiten medidas fiscales. Para abril 2017 está prevista una segunda subida del impuesto al consumo, que probablemente afectará al crecimiento.

Inversión en bonos: protección o rentabilidad, ¿hay que elegir?

Aunque la deuda soberana *core* debería seguir protegiendo las carteras, las últimas medidas del BCE podrían impulsar los bonos corporativos europeos. Los bonos emergentes en divisas fuertes también tienen buen potencial de rendimiento sin riesgo de cambio para el inversor.

Lauréline Chatelain, estratega junior, distribución de activos e investigación macroeconómica, Pictet Wealth Management

La combinación de renta variable y renta fija en una cartera equilibrada ha producido históricamente una mejora en términos de riesgo (ventaja de diversificación) pero también de rentabilidad cuando bajan los rendimientos a largo plazo. Como los bonos soberanos *core* suelen tener una correlación negativa con la renta variable en períodos de tensión, una cartera equilibrada reduce la volatilidad. La renta fija cumple dos misiones: 1) como la renta variable, su fin es producir una rentabilidad positiva. 2) sirve para proteger a los inversores frente a crisis del mercado y riesgos sistémicos.

Papel protector de los bonos soberanos *core*

El atractivo de rendimiento de la deuda soberana *core* ha ido desvaneciéndose, con los *US Treasuries* a 10 años en poco más de 1,80% al final de abril y el *Bund* a 10 años en menos de 0,30%. Pero el papel protector de los bonos

soberanos se mantiene, pues en períodos de tensión financiera su precio sube en paralelo a la caída de los rendimientos. Desde julio 2007, los mercados de renta variable han atravesado 20 períodos de turbulencias de duración variable, y en 16 de ellos los *US Treasuries* a 10 años han tenido una rentabilidad total positiva. Del 1 de diciembre 2015 al 11 de febrero 2016 –período en el que el S&P 500 cayó 12,6%– los *US Treasuries* a 10 años rindieron 4,9%. Pero los bonos soberanos *core* también pueden registrar rentabilidades negativas al mismo tiempo que las acciones, con el episodio más reciente durante el *taper tantrum*, cuando la perspectiva de que la Fed se mostrara menos acomodaticia llevó a una caída del 5,6% en el S&P 500 y del 5,1% en la rentabilidad total de los *US Treasuries* a 10 años del 22 de mayo al 24 de junio 2013.

Pero no se prevé necesariamente una repetición. Esperamos que la Fed continúe asegurando que procederá cauta y lentamente con la subida de tipos, mientras los precios bajos del petróleo y el efecto rezagado de la apreciación del USD, junto con el lento crecimiento salarial, deberían mantener el gasto por consumo personal básico en EE.UU. (referencia de inflación para la Fed) por debajo del objetivo de 2% este año, reduciendo el riesgo de que la Fed se quede retrasada (y tenga que actuar de repente para que la inflación no se dispare). Los riesgos permanecen, pues los problemas de abaratamiento de las materias primas y la

desaceleración de China podrían resurgir y el referéndum sobre el Brexit en junio podría causar turbulencias en Europa. Creemos que los *US Treasuries* a 10 años seguirán desempeñando su papel protector este año aunque con rentabilidades totales escasas. Con un crecimiento nominal del PIB americano de 3,24% interanual en T1 2016 y con el tipo de los *Fed funds* (tipo objetivo de la Fed) en niveles bajos, el rendimiento del bono a 10 años debería subir en los próximos años, según nuestras expectativas de crecimiento continuo del PIB nominal y política monetaria más restrictiva. Con nuestras proyecciones para los tipos a corto plazo (ver informe Horizonte otoño 2015), la rentabilidad total esperada para los próximos diez años de los *US Treasuries* y los *Bunds* a 10 años se sitúa en 1,5% y -0,5%, respectivamente.

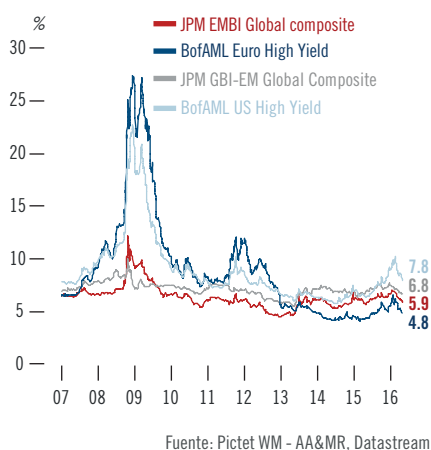
En busca de rentabilidad

Dados los bajos rendimientos de los bonos soberanos de referencia, sin duda hay incentivos para que los inversores asuman más riesgo a fin de lograr rentabilidades más altas en renta fija. Los títulos de renta fija más rentables son para los inversores dispuestos a asumir riesgo de crédito (incumplimiento del emisor), incluidos los emisores corporativos *investment-grade* (IG) y *high-yield* (HY). Otra opción es la deuda emergente denominada en moneda local o fuerte (en general USD). El *high-yield* y la deuda soberana emergente ofrecen 400-600 pb más que sus respectivos homólogos sin riesgo (*US Treasuries* y *Bunds* alemanes) (ver gráfico 1).



Lauréline Chatelain
Distribución de activos e investigación
macroeconómica

GRÁFICO 1: RENDIMIENTOS DE LA DEUDA SOBERANA EMERGENTE Y CRÉDITO HIGH-YIELD (ENE. 2007-ABR. 2016)



1. Crédito USD frente a EUR

Los bonos corporativos IG son más seguros que sus equivalentes HY, pues los emisores IG casi nunca incumplen. Los índices IG de Bank of America Merrill Lynch (BofAML) USD y EUR registraron rentabilidades totales ligeramente positivas del 1 de diciembre 2015 al 11 de febrero 2016, el último período de tensión en el mercado financiero, mientras que los índices HY BofAML USD y EUR rindieron -7,8% y -5,6%, respectivamente. Así pues, los bonos corporativos IG son más rentables que la deuda soberana *core* con menor riesgo. Pero, desde el 11 de febrero 2016, el segmento HY ha repuntado más que el IG, pues el HY USD ha obtenido una rentabilidad total de 13,2% y el HY EUR de 7,4%. El precio más alto del petróleo y una Fed conciliadora explican este giro, provocando un paso hacia el riesgo beneficioso tanto para el crédito como para la renta variable.

Algunos factores –sobre todo la política monetaria y los niveles de deuda empresarial– ayudan a explicar la divergencia entre los índices EUR y USD y el posicionamiento potencialmente mejor del HY e IG EUR.

Política monetaria. Un catalizador positivo para el crédito europeo es la política monetaria acomodaticia del BCE. En marzo 2016, el BCE anunció un nuevo plan de operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO II) destinado a compensar a los bancos por prestar dinero. El BCE decidió también comprar directamente bonos IG emitidos por empresas no bancarias en la zona euro. Este programa de compra de deuda empresarial debería ser favorable también para el HY EUR, con el BCE dispuesto a comprar papel de empresas calificado IG al menos por una agencia, incluso si la media es *sub-investment grade*. El índice HY EUR de BofAML se ha beneficiado de la tregua en el sector bancario (22% de los bonos del índice provienen de bancos), debida en parte a las últimas medidas del BCE.

Ciclo de deuda y exposición a energía. Las empresas americanas se han beneficiado de unos rendimientos en mínimos históricos para emitir bonos, creando un endeudamiento excesivo, sobre todo las relacionadas con el *boom* del petróleo de esquisto. Moody’s espera que la tasa de incumplimiento efectiva del HY USD aumente del actual 4,1% a casi 6% a final de año. El HY USD sigue muy correlacionado con el precio del petróleo, pues el

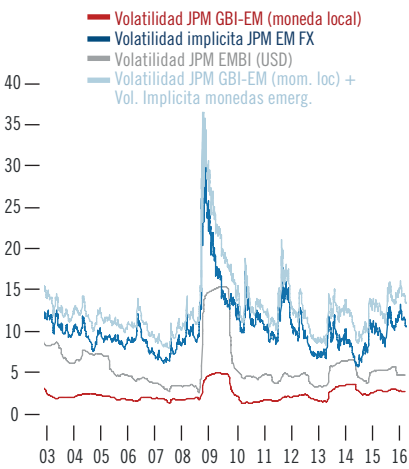
sector energía representa un 12% del índice BofAML US HY. La subida del precio del petróleo explica su rentabilidad superior frente al HY EUR desde febrero. Pero aunque el precio del petróleo aguante por encima de 40 USD/barril, el mayor número de incumplimientos podría agravar el temor de los inversores y llevarlos a exigir primas de riesgo más altas. En cambio, la tasa de incumplimiento del HY EUR se sitúa en 2,7% y apenas debería subir este año. A diferencia de EE.UU., las mejoras de calificación siguen superando a las rebajas en HY EUR. El índice HY EUR tiene una baja exposición a energía (6% del total de bonos HY EUR) y por ello sigue menos correlacionado con el precio del petróleo.

2. Deuda soberana emergente

La deuda soberana emergente (EM), como el crédito, es muy sensible al precio de las materias primas, al USD y a la economía china. Desde mediados de febrero, el precio del petróleo repunta, el USD ha bajado desde su máximo de 2015, y China está impulsando el crédito. Son factores favorables para la deuda soberana EM, aunque los catalizadores para decisiones de inversión entre deuda emitida en monedas fuertes y deuda en moneda local sean algo distintos.

Exposición por países. Hay disparidades notables en la composición de los índices de bonos emergentes según estén denominados en USD o moneda local. El índice JP Morgan en moneda

GRÁFICO 2: VOLATILIDAD DE LOS ÍNDICES DE BONOS SOBERANOS EMERGENTES EN MONEDAS LOCALES Y FUERTES (ENE. 2003-ABR. 2016)



Fuente: Pictet WM - AA&MR, Datastream

local (EM-GBI Global Composite) está muy expuesto a Latinoamérica: México y Brasil representan 36% del total y solo hay 15 países representados. Pero el índice JP Morgan en monedas fuertes (JPM EMBIG Global Composite) contiene 65 países. Esta diversificación reduce el riesgo idiosincrásico y, por ejemplo, la exposición a la saga política brasileña. Esencialmente, invertir en deuda en moneda local exige un profundo conocimiento de

la situación de cada país emisor. Pero la política monetaria de la Fed y la inflación en EE.UU. son factores más importantes en la deuda EM en monedas fuertes, pues el rendimiento de los bonos EM en USD consiste en el de los *US Treasuries* más un diferencial crediticio que representa la probabilidad de incumplimiento del país emisor.

Exposición al riesgo. Es más arriesgado invertir en deuda emergente en moneda local que en monedas fuertes, por el riesgo de cambio de la primera. Por ello, la volatilidad actual ha de añadirse a la volatilidad subyacente de la deuda al determinar su atractivo subyacente (ver gráfico 2). El año pasado, el real brasileño cayó casi 50% frente al USD: esa gran variación redujo a la mitad la rentabilidad de la deuda brasileña en moneda local para los inversores americanos. Aunque las monedas emergentes han subido en las últimas semanas, podrían volver a depreciarse frente al USD si la Fed sube los tipos, aunque creemos que ese tipo de reacción será probablemente menos drástica que en 2015. La deuda EM en monedas

fuertes debería verse menos perjudicada por la renovada fortaleza del USD.

Conclusión

Los bonos soberanos *core* deberían conservar su función protectora en caso de nuevas tensiones en el mercado, pues no prevemos ningún bajón serio similar al *taper tantrum*. Pero estos bonos refugio pueden no aportar rentabilidades anuales atractivas en los próximos 10 años, dejando a los inversores en busca de alternativas con mayor rendimiento y mejores rentabilidades totales, como el crédito corporativo y la deuda soberana EM. En el HY, los diferenciales sobre el tipo sin riesgo son suficientemente altos para proteger a los inversores si la tasa de incumplimiento aumenta hacia 5% en Europa y 6% en EE.UU., aunque esta última cifra equivale a la previsión de Moody's para final de 2016. En el caso de la deuda soberana EM, la ausencia de riesgo de cambio directo hace que la deuda en monedas fuertes conlleve menos riesgo que la equivalente en moneda local.

Colaboradores | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Frederik Ducrozet Edición | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Terminado de redactar el 3 de mayo de 2016 | **Traducción** | Holger Albrecht, Isabel Alvarez, Juliette Blume, Keith Watson, Mario Clapis | **Disposición** | Production Multimédia | **Pictet Papel** | Impreso en papel certificado FSC

Aviso | El presente documento no está destinado a personas o entidades que sean nacionales de o residentes en o estén domiciliadas o registradas en un país o jurisdicción donde su distribución, publicación, puesta a disposición o uso sean contrarios a la legislación o reglamentación vigente. La información y los datos proporcionados en el presente documento se comunican a título informativo exclusivamente, no comprometen la responsabilidad del Grupo Pictet y no constituyen en ningún caso una oferta ni una recomendación de compra, venta o suscripción de títulos o de cualquier otro instrumento financiero.

Por otra parte, la información, las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente documento reflejan una evaluación a la fecha de su publicación inicial y pueden ser objeto de cambios sin previo aviso. El valor y el rendimiento de los títulos o instrumentos financieros mencionados en el presente documento se basan en cotizaciones proporcionadas por fuentes habituales de información y pueden sufrir fluctuaciones. El valor bursátil puede variar en función de cambios de orden económico,

financiero o político, del plazo residual, de las condiciones del mercado, de la volatilidad y de la solvencia del emisor o de la del emisor de referencia. Además, los tipos de cambio pueden tener un efecto positivo o negativo sobre el valor, el precio o el rendimiento de los títulos o de las inversiones correspondientes, que se mencionan en el presente documento.

El contenido del presente documento es confidencial y solo podrá ser leído y/o utilizado por la persona a quien va dirigido. El Grupo Pictet no será responsable de la utilización, la transmisión o la explotación de los datos contenidos en este documento. Par consiguiente, cualquier forma de reproducción, copia, divulgación, modificación y/o publicación del contenido será exclusivamente bajo la responsabilidad del destinatario del presente documento, eximiendo de toda responsabilidad al Grupo Pictet. El destinatario del presente documento se compromete a respetar las leyes y las reglamentaciones aplicables en las jurisdicciones en las que pueda tener que utilizar los datos reproducidos en este documento.

El presente documento ha sido emitido por el Grupo Pictet. Esta publicación y su contenido pueden citarse a condición de que se indique la fuente. Todos los derechos reservados. Copyright 2016.

El crecimiento previsto en la zona euro para 2016 se nivela con el de EE.UU.

Los datos decepcionantes del PIB estadounidense del primer trimestre implican que hemos rebajado nuestra previsión de crecimiento en EE.UU. al 1,8% en 2016— el mismo nivel que para la zona euro, cuyos datos han sido bastante positivos.

Los datos de los gráficos y tablas de esta página son al 29 de abril de 2016.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Tasas de crecimiento del PIB	Estimaciones Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	2.4%	2.4%	1.8% (2.0%)	2.0% (2.4%)
Zona euro	0.9%	1.5%	1.8% (1.5%)	1.7% (1.6%)
Suiza	1.9%	0.9%	1.1% (1.1%)	1.6% (1.5%)
Reino Unido	2.9%	2.3%	2.0% (2.0%)	2.3% (2.2%)
Japón	-0.1%	0.5%	0.6% (0.6%)	0.5% (0.5%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasil	0.1%	-3.9%	-3.7% (-3.8%)	0.9% (0.6%)
Rusia	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

Inflación (IPC) Media anual salvo Brasil fin de año	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	1.6%	0.1%	1.6% (1.3%)	2.4% (2.2%)
Zona euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.3%)	1.5% (1.4%)
Suiza	0.0%	-1.1%	-0.6% (-0.6%)	0.2% (0.2%)
Reino Unido	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	1.8% (1.7%)
Japón	2.7%	0.8%	0.2% (0.0%)	1.8% (1.6%)
China	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasil	6.3%	9.0%	6.9% (7.1%)	5.5% (5.6%)
Rusia	7.8%	15.5%	7.0% (7.5%)	5.7% (5.7%)

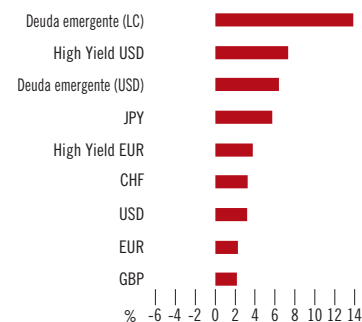
*Fuente: Consensus Economics Inc

TIPOS DE INTERÉS

	Cortos (3 meses)	Largos (10 años)
EEUU	0.50%	1.8%
Zona euro	0.00%	0.3%
Suiza	-0.75%	-0.3%
Reino Unido	0.5%	1.6%
Japón	-0.1%	-0.1%
China	2.10% (1 año)	2.4% (5 años)
Brasil	14.25%	12.5%

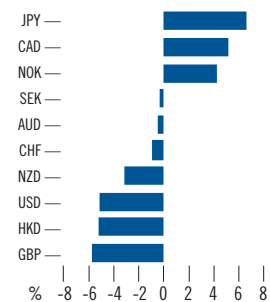
MERCADOS RENTA FIJA

Rentabilidad desde 31.12.2015

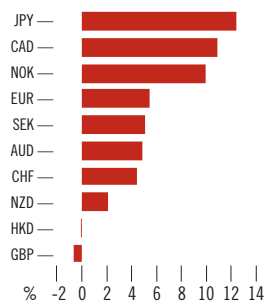


VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO (DESDE 31.12.2015)

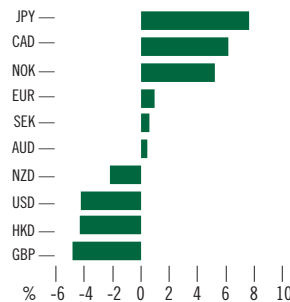
Respecto al EUR



Respecto al USD

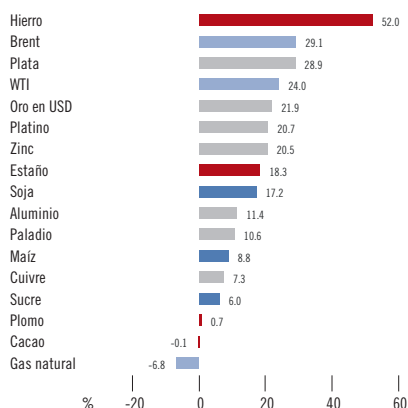


Respecto al CHF

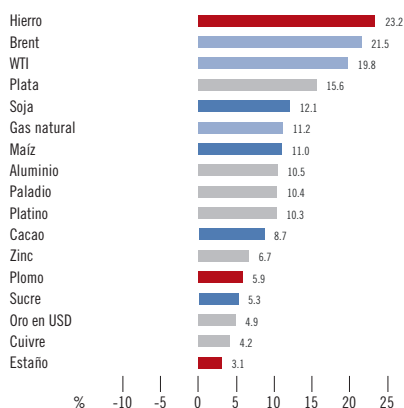


MATERIAS PRIMAS

Evolución desde el 31.12.2015



Evolución mes anterior



MERCADOS RENTA VARIABLE

Rentabilidad desde 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	1.5%	-3.8%	-2.9%	2.1%
S&P 500*	1.7%	-3.5%	-2.6%	2.4%
MSCI Europe*	0.2%	-5.0%	-4.1%	0.8%
Tokyo SE (Topix)*	-1.6%	-6.7%	-5.8%	-1.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	0.9%	-4.3%	-3.4%	1.5%
SPI*	-1.6%	-6.7%	-5.8%	-1.0%
Nasdaq	-4.6%	-9.6%	-8.7%	-4.1%
MSCI Em. Markets*	6.4%	0.9%	1.8%	7.0%
Russell 2000	-0.4%	-5.6%	-4.7%	0.2%

* Dividendos reinvertidos

SECTORES DE ACTIVIDAD

Rentabilidad desde 31.12.2015	EEUU	Europa	Mundial
Industria	5.8%	-0.6%	4.8%
Tecnología	-3.7%	-9.6%	-3.7%
Materiales básicos	7.6%	5.9%	12.2%
Telecomunicaciones	10.7%	-8.8%	5.7%
Sanidad	-3.7%	-11.0%	-4.4%
Energía	11.4%	7.1%	13.0%
Servicios públicos	11.8%	-2.0%	7.5%
Finanzas	-2.8%	-14.3%	-4.0%
Consumo básico	3.3%	-2.6%	3.3%
Consumo discrecional	1.0%	-9.4%	-1.4%

