

+61%

Ganancia acumulada del Bund a 10 años desde marzo 2009 (en euros)  
Página 2

2,5%

Nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. para el segundo trimestre  
Página 4

+3,6%

Rentabilidad del S&P500 en los cinco primeros meses de 2016  
Página 6

-34%

Resultado neto de las empresas japonesas respecto a las expectativas  
Página 7

+7,9%

Crecimiento del PIB indio en el primer trimestre  
Página 9

4,74%

Rendimiento de los bonos *high-yield* europeos a finales de mayo  
Página 10

-6,0%

Caída de los precios del oro en mayo  
Página 11

30%

Descuento respecto al valor contable con el que los bancos cotizaban a finales de mayo  
Página 13

Mejoran las perspectivas económicas en EE.UU. y Europa, pero algunos temen que los bancos europeos estén evolucionando “al estilo japonés”

Junio 2016

# Perspectivas

### Wicksell o Fisher: un siglo después, ¿quién tendrá razón?



Christophe Donay  
Responsable de distribución de activos  
y de investigación macroeconómica  
Jefe de estrategia

Los bancos centrales intervienen masivamente en los mercados financieros desde 2008. ¿A dónde nos lleva este intervencionismo? Dos economistas del siglo pasado aportan ciertos elementos de respuesta... algo perturbadores.

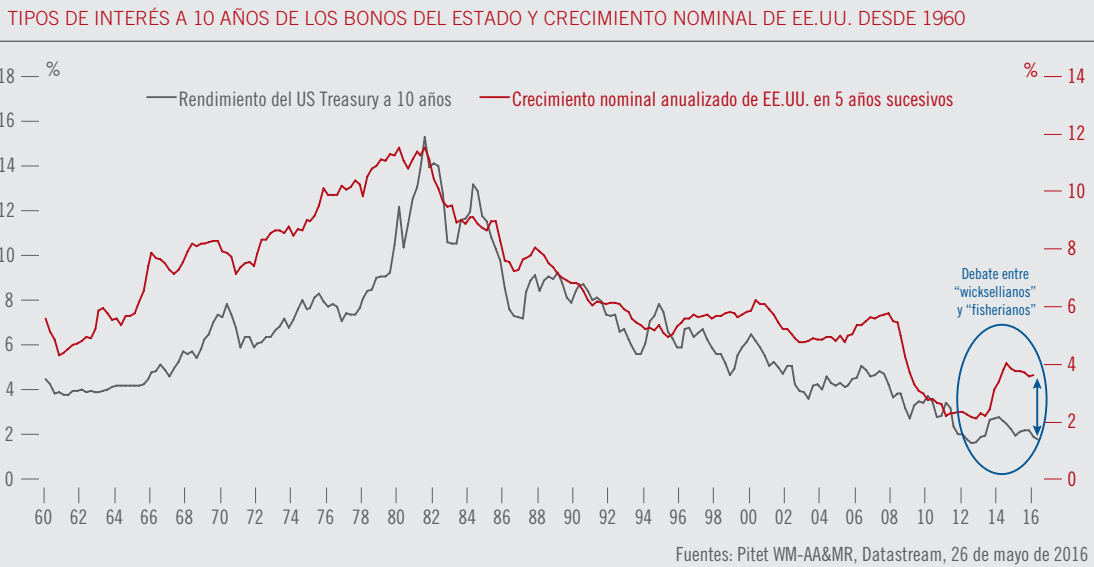
La decisión del Banco Central Europeo (BCE) de ampliar sus compras de bonos soberanos para incluir también bonos corporativos constituye el ejemplo más reciente de la intervención de los bancos centrales, tras los programas de relajación cuantitativa llevados a cabo por la Reserva Federal americana entre 2008 y 2013 y el del Banco de Japón iniciado en 2013. Estas intensas intervenciones han dado lugar a un desajuste de los mecanismos de los mercados financieros. Es cierto que la confrontación entre la oferta y la demanda es lo que determina el precio de los activos, pero el precio y la valoración de ciertos activos, en particular los bonos, ya no refleja el valor

justificado por los fundamentales económicos, dado que los objetivos de los bancos centrales como compradores de bonos difieren de los de los inversores. En efecto, mediante la relajación cuantitativa, y por lo tanto la compra de deuda pública y/o empresarial, los bancos centrales pretenden simultáneamente evitar una subida de los tipos de interés a largo plazo y financiar al menor coste tanto al Estado como a los agentes privados. En ningún caso basan su programa de compras en la valoración fundamental de los bonos. Esto da lugar a una divergencia de los tipos de mercado con respecto a su valor de equilibrio.

En 1898, el economista sueco Knut Wicksell ya había expuesto la idea de que los tipos monetarios observados en los mercados financieros podían diferir de los tipos de interés "naturales" (considerados como tipos compatibles con un nivel de precios estable) justificados por los fundamentales. Observó que cuando los tipos del mercado eran inferiores a los tipos naturales, se estimulaba la expansión económica. Desde este punto de vista, se puede decir que las políticas elaboradas por los bancos centrales durante los últimos años son "wicksellianas". En comparación, con un crecimiento nominal en torno al 3,5% (2% de crecimiento real y 1,5% de inflación), el tipo de interés "natural" de los bonos de Estado americanos ("*Treasuries*") a 10 años debería ser del orden de un 3,5% en lugar del 1,8% actual.

A principios del siglo XX, el estadounidense Irving Fisher se opuso a Wicksell. Rechazaba el concepto de tipo "natural" y, en su lugar, defendía la idea de que al cabo de tiempo el nivel de los tipos de interés siempre reflejaría la relación entre las fuerzas económicas fundamentales existentes. Tras el crac de 1929 - en el que perdió gran parte de su fortuna - Fisher intentó teorizar las crisis económicas. Explicó que los fenómenos de *boom-bust* estaban directamente relacionados con los excesos de crédito y que el estallido de la burbuja provocado por el exceso de crédito conducía de forma irremediable a la deflación por la deuda. Una de las consecuencias de la deflación por la deuda, según Fisher, consistía en una caída de los tipos de interés nominales y una subida de los tipos "reales" (en otras palabras, ajustados para tener en cuenta la deflación). Desde este punto de vista, los bancos centrales actúan hoy en día para contrarrestar el escenario "fisheriano", tratando de ayudar a los agentes económicos a desendeudarse y a la vez respaldando el precio de los activos.

Actualmente, estas dos escuelas de pensamiento vuelven a encontrarse en el posicionamiento de los inversores. Los "wicksellianos" consideran que en las circunstancias actuales, en las que los mercados están inundados de dinero proporcionado por los bancos centrales mediante la relajación cuantitativa, los tipos de interés a largo plazo de los bonos del Estado deberían experimentar una subida importante para volver a su nivel "natural". Un aumento inesperado



de la inflación podría desencadenar tal movimiento. Según los partidarios de este escenario, esto originaría un crac en la renta fija, como en 1994<sup>1</sup>. En cambio, los inversores "fisherianos" consideran que el bajo nivel de los tipos de interés de los bonos del Estado refleja la mala situación de la economía y que, por consiguiente, los bancos centrales harán todo lo posible para que los tipos de interés sigan a un nivel bajo con el fin de evitar una recaída en recesión.

Los inversores "wicksellianos" se deshacen de sus instrumentos de deuda pública mientras que los "fisherianos" los acumulan. Desde hace varios años, estos últimos llevan la ventaja ya que los *Treasuries* y Bunds alemanes a 10 años han registrado una rentabilidad acumulada de 38% y 61%, respectivamente, en moneda local desde marzo de 2009.

En cualquier caso, los bancos centrales tienen el poder de hacer bascular el mercado de renta fija. Hoy en día, algunos, como el BCE y el Banco de Japón, siguen activamente haciendo bajar el coste de financiación y favoreciendo el desendeudamiento cuando representa un obstáculo para el crecimiento.


En el futuro inmediato, la combinación de una subida de los tipos de referencia de la Reserva Federal de 25 puntos básicos durante el verano y una aceleración del crecimiento americano podría desencadenar una subida de los tipos a largo plazo en EE.UU. Por lo tanto, los *Treasuries* a 10 años presentan un riesgo asimétrico para el inversor. Si este riesgo se volviera más concreto, finalmente habría que dar la razón al bando de los "wicksellianos", tras una divergencia de casi dos años de duración entre la trayectoria del crecimiento nominal y la del tipo de interés a 10 años, que impide que los tipos recuperen su nivel "natural" (véase gráfico). Pero si se produjera una recesión en Estados Unidos a medida que los tipos volvieran a su nivel "natural" y si la Fed hiciera menos esfuerzos para impedirlo, entonces se podría considerar que los "fisherianos" estaban en lo cierto, aunque nos parece improbable que ocurra una recesión este año en vista de los datos macroeconómicos generalmente robustos en lo que respecta a la economía doméstica americana.

<sup>1</sup> El valor de los bonos varía a la inversa de la evolución de los tipos de interés a largo plazo: una subida de los tipos de interés a largo plazo da lugar a una disminución del valor de los bonos y vice versa. Hoy en día, una subida de los tipos a 10 años del 1,8% al 3,8% haría bajar el valor de los US *Treasuries* en un 17% aproximadamente.

# Los cielos sobre EE.UU. y Europa siguen relativamente despejados

Pese a los riesgos a corto plazo, mantenemos nuestra evaluación relativamente optimista de las perspectivas para las economías de EE.UU. y la eurozona, mientras que en China las autoridades hacen lo posible para que la economía “se las arregle”

*Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi y Frederik Ducrozet*

 En mayo se observó una relajación a corto plazo de las tensiones en la economía global, pues Europa en particular adquirió ímpetu y EE.UU. mejoró con firmeza tras un primer trimestre flojo.

La economía mundial se ha beneficiado de algunos vientos favorables antes de junio, que será un mes repleto de acontecimientos.

Los datos del índice de directores de compras (PMI) de la eurozona se debilitaron muy ligeramente en mayo, pero indican que la economía está firmemente asentada en territorio expansivo. La economía de Alemania está resultando sólida e incluso la perspectiva de Francia puede estar mejorando, lo que nos lleva a reafirmar nuestra previsión de un crecimiento de 1,8% en la eurozona este año. En EE.UU., el crecimiento del PIB real del 1<sup>er</sup> trimestre fue solo de 0,8%, pero el gasto por consumo –más de dos tercios de la economía americana– se mantiene fuerte, reflejando un mercado laboral boyante, y esperamos un crecimiento anualizado del PIB de 2,5% en el 2<sup>o</sup> trimestre. Al otro lado del Pacífico, las inquietudes sobre China también se han disipado de momento. El crecimiento se situó en 6,7% en el 1<sup>er</sup> trimestre, en línea con nuestra previsión para el crecimiento chino este año de 6,5%. Por otra parte, la subida del precio del petróleo a 50 \$/barril ha ayudado a Brasil y Rusia; así pues la contracción de la economía brasileña de 5,4% interanual en el 1<sup>er</sup> trimestre, aunque parezca grave, realmente fue algo mejor de lo esperado. Pero, como Rusia, Brasil continúa en recesión y afronta importantes problemas estructurales.

En otros aspectos, el respiro actual puede no durar. El creciente endurecimiento de la Fed (los mercados descuentan cada vez más una subida de tipos en junio/julio) ha causado un repunte del valor del USD y podría ejercer una presión renovada en los mercados emergentes, ya frágiles. La economía europea está mejorando, pero los niveles de inflación siguen bajos y el sector bancario continúa afectado por tipos de interés negativos para los depósitos. Japón es otra fuente de volatilidad potencial. Ni la relajación cuantitativa ni los tipos de interés negativos han servido para elevar la inflación. El Banco de Japón, que se reúne también a mediados de junio, está sometido a una intensa presión para que frene el avance del yen y el debilitamiento del crecimiento, y el Gobierno se enfrenta a exigencias de introducir más estímulo fiscal, habiendo anunciado el 1 de junio un aplazamiento de la subida del impuesto sobre el consumo prevista para el próximo abril.

### **EE.UU.: en el 2<sup>o</sup> trimestre se reanuda un crecimiento más fuerte**

Aunque revisado del 0,5% al 0,8% intertrimestral anualizado, el crecimiento de EE.UU. fue decepcionante en el 1<sup>er</sup> trimestre. Por suerte, los últimos datos disponibles apuntan a una mejora notable en el segundo. La inversión en equipos sigue

estancada y parece probable otra aportación negativa del aumento de existencias. Pero los datos de la vivienda son favorables, las cifras provisionales de comercio de abril alentadoras y –lo más importante– el crecimiento del gasto por consumo parece estar repuntando con fuerza tras su debilidad en el 1<sup>er</sup> trimestre. Seguimos esperando una mejora significativa del crecimiento del PIB americano a 2,5% aproximadamente en el 2<sup>o</sup> trimestre, en especial por el fuerte crecimiento del gasto por consumo, que podría superar 3,0% en el 2<sup>o</sup> trimestre de 2016.

El acta de la reunión de abril del FOMC, publicada en mayo, y comentarios recientes de miembros de la Fed han llevado a los mercados de futuros a esperar una subida de tipos en junio o julio. El crecimiento está mejorando sin duda, la economía americana se acerca al pleno empleo y las condiciones financieras se han relajado notablemente tras su máximo de enero. Pero las previsiones de inflación, basadas en sondeos y en el mercado, siguen bastante bajas y el dólar vuelve a subir,

---

### **Seguimos esperando una mejora significativa del crecimiento del PIB americano a 2,5% aproximadamente en el 2<sup>o</sup> trimestre**

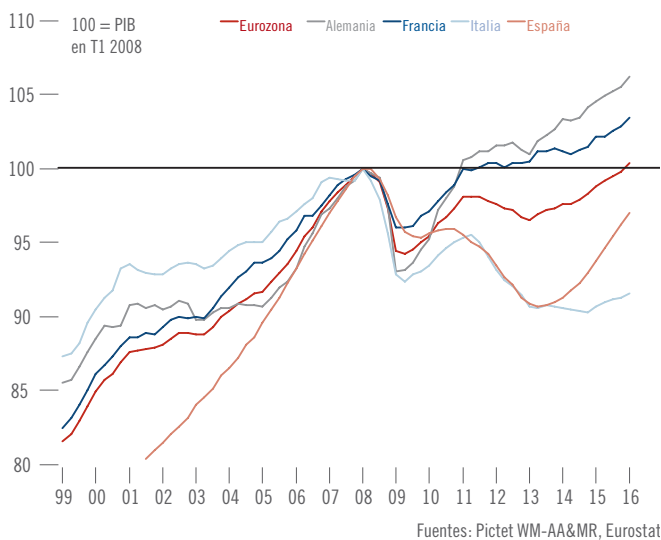
---

llevando a un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras. Además, persisten importantes riesgos de corrección, en especial los relacionados con acontecimientos económicos y financieros globales, las políticas de divisas y económicas chinas, el referéndum sobre el Brexit y las elecciones americanas en noviembre. Así pues, aunque ha aumentado la probabilidad de una subida de tipos en junio y más aún en julio, consideramos algo más probable que el FOMC espere a septiembre para actuar. En cualquier caso, creemos que es probable que la Fed se mueva con gran cautela, limitándose tal vez a una sola subida de tipos este año.

### **Las perspectivas de la eurozona siguen siendo optimistas pese a algún traspie**

Tras los fuertes datos del 1<sup>er</sup> trimestre, los últimos sondeos empresariales de la eurozona apuntan a cierto debilitamiento del ritmo de crecimiento, que significa que el crecimiento del PIB en la eurozona podría desacelerarse de más de 2% a 1,5% aproximadamente en términos anualizados en el 2<sup>o</sup> trimestre. Pero los indicadores, tanto subjetivos como objetivos, son congruentes con una demanda interna sólida, compensando en parte cualquier debilidad proveniente del exterior. En el frente fiscal, las recomendaciones de la Comisión Europea a países relativas al pacto europeo de estabilidad y crecimiento confirman que está dispuesta a prever más flexibilidad en las normas de gasto (pero a cambio de más compromiso con las

## CÓMO HAN EVOLUCIONADO LAS ECONOMÍAS DE LA EUROZONA DESDE LA CRISIS FINANCIERA



reformas). En mayo, a Italia se le concedió un margen sin precedentes para relajar la austeridad, y Portugal y España no fueron penalizados por incumplir sus objetivos fiscales. El acuerdo del Eurogrupo sobre Grecia el 25 de mayo fue positivo aunque los principales detalles de la reestructuración de la deuda se han pospuesto hasta que se complete el programa de rescate en 2018. Pero sigue habiendo riesgos a corto plazo, en particular el referéndum sobre la permanencia de Reino Unido en la UE el 23 de junio y la segunda vuelta de las elecciones generales en España tres días después. La reciente caída de la confianza empresarial fue particularmente visible en la periferia de la eurozona, por lo que requiere una estrecha vigilancia. Pero todos los riesgos citados han de materializarse para que nuestras previsiones superiores al consenso se vean cuestionadas, incluida la de crecimiento del PIB en la eurozona de 1,8% en 2016.

Por otro lado, la inflación subyacente cayó por debajo de 1% en abril en la eurozona y el crecimiento de los salarios nominales se relajó en el 1<sup>er</sup> trimestre, con los convenios en un mínimo récord de 1,4% interanual pese a señales de fortaleza en Alemania. Aunque no prevemos ningún cambio importante en la postura del BCE por ahora, es probable que sus compras de activos se extiendan más allá de marzo de 2017, tal vez forzando otro ajuste de las normas, empezando muy probablemente con un aumento de los límites por emisor en septiembre.

## La economía china se estabiliza

Los datos de China han sido algo débiles en las últimas semanas, considerando la cantidad de crédito que se ha inyectado en la economía este año, y el repunte económico atisbado en marzo no se ha sostenido. El PMI manufacturero oficial permaneció en 50,1 en mayo, invariable respecto a abril y apenas en territorio expansivo, mientras que el PMI no manufacturero (servicios y construcción) volvió a bajar a 53,1, desde 53,5 en abril y 53,8 en marzo. El crecimiento de la producción industrial retrocedió a 6% interanual en abril desde 6,8% en marzo, la inversión en activos fijos se debilitó a 10,5% en enero-abril desde 10,7% en enero-marzo, y el crecimiento de las ventas minoristas cayó a 10,1% en abril desde 10,5% en marzo. A grandes rasgos, aunque la desaceleración del sector manufacturero ha tocado fondo, el sector servicios parece estar luchando por mantener su ímpetu anterior. Esto indica que, aunque el apoyo político haya bastado para impedir un aterrizaje duro por ahora, es improbable que impulse el crecimiento desde los niveles actuales.

Además, hay señales de división entre las autoridades sobre la política económica, con críticas en un discurso del presidente Xi Jinping y, más claramente, en un artículo que cita a una "figura autorizada", que se cree es un aliado de Xi, sobre la dependencia de un creciente endeudamiento para respaldar un crecimiento económico fuerte. Este reconocimiento de que el crecimiento excesivo del crédito está acumulando problemas es significativo. Pero la tendencia ha sido recurrir a la palanca del crédito cuando el crecimiento se desacelera, y las peticiones anteriores de un cambio de la política económica hacia un mayor hincapié en las reformas estructurales han dado escaso fruto hasta ahora.

El crédito se endureció en abril. La financiación social total (préstamos a la economía en conjunto) bajó a 751.000 millones RMB, frente a los 2,3 billones RMB de marzo. Pero esto puede representar un freno tras el enorme aumento del crédito del 1<sup>er</sup> trimestre más que un cambio de política fundamental. Esperamos que las autoridades continúen aplicando las políticas de freno y reactivación actuales, utilizando el estímulo monetario y fiscal como convenga para mantener una tasa elevada de crecimiento. Por consiguiente, mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB real de 6,5% este año, en el extremo inferior del objetivo oficial de 6,5-7%.

## Vuelve el modo *risk-on*, pero con grandes obstáculos por delante

Mientras el apetito de riesgo parece estar mejorando en línea con la rentabilidad de los activos, resulta complicado navegar en los mercados ante la inminente subida de tipos de la Fed, un repunte del dólar, además de los próximos acontecimientos políticos.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet y Alex Tavazzi

### MERCADOS FINANCIEROS

Evolución en % de los índices financieros en monedas locales. Datos al 31.05.2016

	Indice	Año 2015	Mes anterior
Renta variable EEUU*	USD S&P 500	3.6%	1.8%
Renta variable Europa*	EUR STOXX Europe 600	-2.7%	2.7%
R.V. mercados emergentes*	USD MSCI Emerging Markets	2.4%	-3.7%
Bonos soberanos EEUU*	USD ML Treasury Master	3.3%	0.0%
Bonos corp. <i>investment grade</i> EEUU*	USD ML Corp Master	5.3%	-0.1%
Bonos corp. <i>high yield</i> EEUU*	USD ML US High Yield Master II	8.1%	0.7%
Hedge funds	USD Credit Suisse Tremont Index global**	-1.9%	0.3%
Materias primas	USD Reuters Commodities Index	5.7%	0.8%
Oro	USD Gold Troy Ounce	14.3%	-6.0%

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

\* Dividendos/cupones reinvertidos \*\* final abril 2016

**Pese a las altas valoraciones, seguimos viendo cierto potencial en la renta variable. Pero los riesgos de tipos de interés y la apretada agenda política nos llevan a cubrir nuestras posiciones en renta variable y limitar la duración de los bonos.**

#### El repunte del mercado tropieza con unas valoraciones elevadas

La subida de los precios del petróleo y de las materias primas en general ha contribuido a mejorar las estimaciones de beneficios de las empresas energéticas, mientras que las empresas de otros sectores cíclicos se han beneficiado de una aparente mejora de las perspectivas, al menos en los mercados desarrollados. El entorno de precios global parece estar mejorando, por lo que las estimaciones de beneficios podrían haber tocado fondo. Los resultados correspondientes al primer trimestre en Europa y, en menor grado, en el EE.UU., fueron notables por el número de noticias positivas. Los bancos han evolucionado de forma positiva en las últimas semanas. Unas señales de que la curva de rendimientos ha vuelto a empinarse mejorarían la perspectiva de beneficios de las entidades financieras, fomentando así un sentimiento más optimista.

Pero el repunte de los precios de las acciones, tras sus mínimos de febrero, ha sido mucho más rápido que la mejora de los beneficios, por lo que las

valoraciones están cerca de los máximos registrados hace más de un año. Nuestro escenario central indica que aún queda cierto potencial alcista en los mercados de renta variable, gracias a la mejora de los beneficios, lo que nos lleva a seguir tácticamente sobreponderados en renta variable. Pero con valoraciones elevadas y la coyuntura global caracterizada por restricciones del crecimiento que limitan la expansión de los múltiplos, permanecemos relativamente prudentes. De hecho, hemos empezado a cubrir nuestras posiciones en renta variable en vista de dos riesgos importantes que afrontan a corto plazo los mercados. Uno es el riesgo de que los mercados no logren descontar correctamente la próxima subida de tipos de la Fed. El otro son las posibles secuelas de numerosos riesgos políticos, que van desde el referéndum sobre el Brexit y elecciones generales en España este mes hasta el referéndum constitucional en Italia en octubre y elecciones presidenciales de EE.UU. en noviembre.

Aunque un rendimiento del *US Treasury* a 10 años en torno a 1,8% resulte atractivo desde una perspectiva europea, también hay motivos para temer que los tipos de interés reales (después de inflación) de los *US Treasuries* a largo plazo se hayan vuelto negativos, por lo que los riesgos

relacionados con los rendimientos son asimétricos. Esto no significa que estemos esperando una enorme subida de los rendimientos de los bonos, pero sí contribuye a que hayamos reducido la duración. Al mismo tiempo, los inversores siguen recibiendo una compensación por su exposición al riesgo en ciertos segmentos del mercado de bonos corporativos, en especial el *high yield*. La caída de los tipos de interés debido a la relajación cuantitativa (QE) y la perspectiva de compras de deuda empresarial por parte del BCE han dado lugar a una búsqueda de rendimiento que sigue impulsando el *high yield* europeo, por ejemplo.

En el frente de las divisas, hay riesgo de que vuelvan a aumentar las tensiones a medida que el USD repunte ante la subida de tipos de la Fed. Sin embargo, pensamos que hay limitaciones en cuanto a lo que puede hacer la Fed, ya que unos futuros repuntes potenciales del dólar ponderado debido a mejoras de la economía americana podrían desestabilizar a los deudores emergentes expuestos al USD.

#### Obstáculos previstos para la renta variable desarrollada

Los mercados de renta variable siguieron recuperándose en mayo. Unos resultados del primer trimestre mejores de lo esperado y estimaciones de beneficios más elevadas para 2016 contribuyeron al continuo repunte de los principales índices. En términos de USD e incluyendo dividendos, el S&P 500 rindió 3,6% en los cinco primeros meses de 2016, mientras que el Stoxx Europe 600 siguió en territorio negativo, generando -2,7% durante el mismo período. En cambio, afectado por decepcionantes revisiones de beneficios, Japón retrocedió 1,8%, utilizando las mismas medidas.

El crecimiento de los beneficios ha empezado a mejorar en los mercados desarrollados, contribuyendo a reducir la tensión financiera. Los diferenciales del *high yield* del sector energético

de EE.UU. se han reducido sustancialmente, mientras que los precios de los CDS de los bancos europeos se han mantenido estables. Reflejando esta mejora, la volatilidad del mercado ha disminuido. Los índices Vix y V2X bajaron de 15,7% a 14,2% y de 24% a 21%, respectivamente, en mayo. Aunque las revisiones de beneficios al alza deberían continuar gracias a unos precios de la energía más elevados, los mercados tienen que superar ciertos obstáculos en las próximas semanas y meses, para poder avanzar mucho más. Estos incluyen el referéndum sobre el Brexit el 23 de junio y las elecciones españolas el 26 de junio, un posible endurecimiento de la Reserva Federal este verano y elecciones presidenciales en EE.UU. en noviembre. Es posible que haya brotes de volatilidad en torno a estos acontecimientos a pesar de la mejora del crecimiento de los beneficios. Esto nos lleva a mantener una postura táctica en lo que respecta a la renta variable, intentando aprovechar al máximo los movimientos a corto plazo del mercado.

#### **La dispersión de rentabilidades entre clases de activos aumentó en mayo**

Los dos activos que mejor han evolucionado desde principios de año, el petróleo y el oro, registraron tendencias divergentes en mayo: el petróleo avanzó 5,4% y el oro retrocedió 6,0%. La dispersión aumentó también entre la renta variable: la de los mercados desarrollados registró fuertes rentabilidades mientras que la emergente decepcionó. El S&P500 rindió 1,8%, mientras que el MSCI Emerging Markets cedía -3,7% (en USD) y el MSCI Asia (Ex Japan) -1,3%. Los mercados emergentes se vieron afectados por el tono menos conciliador adoptado por la Fed durante el mes. Las políticas monetarias divergentes de la Fed y del BCE también dieron lugar a diferentes rentabilidades en los bonos soberanos a 10 años, con una rentabilidad

ligeramente negativa para los US Treasuries en moneda local y una nueva ganancia de 1,3% para el Bund alemán. El factor que más ha afectado últimamente a las rentabilidades de la mayor parte de las clases de activos ha sido el dólar, que se ha vuelto a fortalecer.

#### **Cierto alivio en Japón tras el debilitamiento del yen**

El TOPIX generó una rentabilidad superior a la de otros mercados de renta variable desarrollada en mayo, rindiendo 2,9%, frente al 1,8% del S&P 500 y al 2,7% del Stoxx Europe 600 (todas las rentabilidades en moneda local). Pero esta rentabilidad superior se debió principalmente a los movimientos de la divisa, pues el yen finalmente se debilitó en mayo un 3,2% tras su fortalecimiento desde el segundo semestre de 2015, lo que demuestra la fuerte correlación entre el mercado de renta variable y la moneda de Japón. La temporada de publicación de resultados del primer trimestre de 2016 fue muy negativa, ya que las empresas japonesas anunciaron unas cifras de ventas y de resultados netos un 3,8% y un 34%, respectivamente, inferiores a las expectativas. Las empresas industriales fueron las más perjudicadas por la fortaleza del yen. Como la efectividad de la política monetaria del Banco de Japón está disminuyendo, el estímulo fiscal parece ser la mejor opción para reactivar la economía, lo que explica el aplazamiento de la subida del IVA anunciada para el 1 de junio. El posible anuncio de más estímulos fiscales en las próximas semanas daría apoyo a la renta variable japonesa.

#### **La Fed se despierta (parte dos)**

La postura cautelosa adoptada por la Fed desde principios de año ha obligado a los mercados a replantearse totalmente el camino que les espera hacia la restricción monetaria. A principios de mayo, los mercados consideraban que la probabilidad de

que la Fed subiera sus tipos en junio era de apenas un 7%. Sin embargo, al mejorar la situación internacional y con unos datos más positivos en EE.UU., la Fed sorprendió a los mercados en mayo indicando que estaría dispuesta a subir los tipos posiblemente a partir de junio. Los flujos de datos favorables y la actitud más activa de la Fed ya han contribuido a una notable apreciación del USD. Y de cara al futuro, la mejora prevista de la actividad económica americana en el segundo y el tercer trimestres debería continuar favoreciendo el fortalecimiento del USD. No obstante, como seguimos pensando que solo habrá una subida de tipos de la Fed en 2016, el ritmo de apreciación del USD será sin duda menos impresionante que en años anteriores.

#### **Los cortes de producción de petróleo hacen subir los precios**

La continua fortaleza de los precios del petróleo en mayo estuvo respaldada por un número récord de cortes de producción. Aunque suelen ser de naturaleza transitoria, como los incendios forestales de Alberta, podría haber un elemento estructural en los cortes de producción actuales. Estas interrupciones de la producción son a menudo causadas por conflictos, como las de Oriente Medio, que ahora se han estabilizado en niveles más altos. Pero también es posible que los recortes de gastos de las grandes compañías petroleras y de los países productores hayan contribuido a aumentar el riesgo de interrupciones de la producción por motivos técnicos o de seguridad. Es probable que perdure la volatilidad de la oferta petrolera y, por lo tanto, de los precios del petróleo.

### Los consumidores envían señales diversas

Mientras la OCDE estima que el crecimiento global se estancará en un "moderado" 3% este año, se espera que los consumidores asuman el esfuerzo de respaldar la economía nacional en muchos países, pero con distintos grados de éxito.

### 7.000 millones £

El crecimiento del PIB del Reino Unido bajó durante los tres primeros meses de este año (a una tasa intertrimestral de 0,4%), pero sigue destacando el gasto por consumo. A pesar de las incertidumbres económicas en torno al referéndum sobre el Brexit, **los consumidores británicos parecen empeñados en comprar hasta la saciedad, habiendo gastado unos 7.000 millones de libras semanales en abril**, según la Oficina Nacional de Estadística. Esta cifra supera en un 4,3% la de abril 2015.

### +3%

En EE.UU. el gasto por consumo aumentó más de un 1% en abril respecto al mes anterior, lo que concuerda con nuestra previsión de que el gasto por consumo alcanzará un 3% anualizado en el segundo trimestre. Dado que es el pilar de la economía americana, **el aumento del gasto por consumo podría impulsar el crecimiento del PIB real hasta 2,5% en el segundo trimestre**, según nuestras estimaciones.

### -44%

Brasil está hundido en la recesión, habiéndose contraído su PIB en los cinco últimos trimestres. **El último informe del PIB muestra una caída intertrimestral de 0,8% de la demanda de los hogares** en el primer trimestre. Otra señal que demuestra la caída de la demanda doméstica es el descenso del 29% interanual de las ventas de automóviles fabricados en Brasil y de un 44% de las ventas de automóviles importados en el primer trimestre.

### -0,9%

Los consumidores alemanes envían señales diversas. La subida superior a las expectativas del 0,7% del PIB alemán en el primer trimestre se vio impulsada por la demanda interna (que compensó con creces la debilidad de las exportaciones), mientras que otras estadísticas muestran un notable aumento del 2,3% de las ventas minoristas durante el año hasta finales de abril. Pero el ritmo de **crecimiento del consumo podría estar disminuyendo, habiendo bajado las ventas minoristas 0,9% en abril y 1,4% en marzo** en términos intermensuales.





**+1,5%**

Las cifras del INSEE, la oficina de estadística francesa, muestran la mayor aceleración del gasto de los hogares desde 2004. **El INSEE revisó significativamente al alza su estimación del gasto por consumo en 2015 al 1,5%, y calcula que el gasto por consumo creció un 1,7% en el primer trimestre de 2016.** La confianza de los consumidores en la segunda mayor economía de la eurozona ascendió a 98 puntos en mayo, su máximo nivel desde octubre 2007.

**65,3**

China sigue intentando cambiar de una economía dependiente de las exportaciones a una economía orientada al consumo doméstico. Pero tras cuatro meses de mejora, **el índice FTCR China Consumer, basado en una encuesta a consumidores chinos, se debilitó en mayo. La encuesta reveló caídas en las rentas familiares y en el gasto discrecional con respecto a abril.** En 65,3 puntos, el dato sigue siendo muy superior al nivel de 50 que separa la expansión de la contracción, pero bastante inferior a los 80 puntos registrados en 2013.

**-0,8%**

El gasto por consumo sigue débil en Japón. A pesar de los esfuerzos de las autoridades para estimular la economía y de la fortaleza del yen, que ha reducido el precio de las importaciones, **en abril las ventas minoristas bajaron un 0,8% interanual.** El 1 de junio, el primer ministro japonés anunció un aplazamiento de la subida del impuesto al consumo prevista para el próximo abril para no perjudicar a una economía ya frágil.

**+7,2%**

Los datos económicos indios llegan acompañados de advertencias, pero el crecimiento del PIB de un 7,9% en el primer trimestre sugiere que la India se encuentra hoy en día entre los mercados emergentes con mejor situación. **El intenso gasto por consumo ha contribuido a acelerar el crecimiento, con unas ventas de automóviles, por ejemplo, que han aumentado durante el año un 7,2% al 31 de marzo.** Aunque las recientes subidas del precio del petróleo son un factor negativo neto para la India, un inminente aumento de los sueldos de los funcionarios públicos seguirá impulsando el gasto.

# Los mercados aprenden a vivir con una Fed más agresiva

La renta variable desarrollada y el crédito europeo resultaron ganadores en mayo. Los activos emergentes siguieron estancados y la fortaleza del USD afectó a los precios de los metales preciosos. Habrá que estar atento a posibles movimientos de las divisas mientras la Fed empieza a endurecer su política.

### Renta variable

#### Repunte de los beneficios

*Japón se queda rezagado.*

En mayo, el índice MSCI World rindió 0,7% (en USD), gracias a las rentabilidades del S&P500 (+1,8%) y del Stoxx Euro 600 (+2,7%) en moneda local. El comunicado bastante duro de mediados de mes del FOMC aumentó notablemente la expectativa de un endurecimiento de la política monetaria americana durante el verano e hizo subir el USD. En consecuencia, el índice MSCI Emerging Markets rindió -3,7% en USD durante el mes. En términos de USD e incluyendo dividendos, el S&P500 estuvo en territorio positivo en los cinco primeros meses de 2016 (+3,6%), mientras que la evolución de Japón (-1,8%) y Europa (-2,7%) fue negativa.

El avance de los mercados desarrollados refleja los resultados empresariales publicados para el primer trimestre de 2016. Los beneficios europeos y estadounidenses superaron las expectativas en 11,2% y 1,4%, respectivamente, pero los japoneses se quedaron un 37,5% por debajo de lo estimado.

Después de tres años consecutivos de rebajas de las previsiones, el primer trimestre debería marcar un punto mínimo para el S&P 500 y el Stoxx Euro 600. La mejora proviene en gran parte de la energía y las empresas cíclicas, cuyas revisiones de beneficios han sido menores que la mejora de los precios del petróleo. Pero las revisiones no han bastado para permitir un declive de las valoraciones ya muy elevadas. El ratio precio-beneficio era de 17,6x en EE.UU. a finales de mayo, 15,3x en Europa y 13,1x en Japón. Las altas valoraciones podrían limitar la evolución de los mercados.

### Renta fija

#### El retorno de la Fed

*El endurecimiento de la Fed dio lugar a mayores rendimientos de los US Treasuries y de los mercados emergentes en mayo, mientras los rendimientos europeos bajaban.*

En las actas de la reunión del FOMC de abril y en varios discursos, la Fed se mostró dispuesta a subir los tipos "en los próximos meses". Este endurecimiento sorprendió a los mercados y les hizo replantearse la dirección de la política monetaria de la Fed. El mercado elevó la probabilidad de una subida en las reuniones del FOMC de junio o julio hasta un 70%, y el rendimiento del *US Treasury* a 2 años, considerado un indicador del endurecimiento de la política monetaria, subió 10 pb. El del *US Treasury* a 10 años subió menos, al 1,85%. En Europa, los rendimientos de la deuda pública se redujeron, cayendo el del Bund alemán a 10 años a 0,14% a finales de mayo, tras haber alcanzado 0,30% en abril. Los rendimientos de la periferia de la eurozona también bajaron con el retorno del apetito de riesgo, menor incertidumbre respecto al referéndum sobre el Brexit y un acuerdo alcanzado en Grecia sobre un segundo tramo de préstamos. La intensificación de la relajación cuantitativa del BCE y una disminución de las emisiones netas también contribuyeron a reducir los rendimientos. Como las políticas monetarias de Europa y EE.UU. siguen divergentes, los rendimientos soberanos también deberían serlo, subiendo los de los *US Treasuries* más que los europeos.

El endurecimiento de la Fed también afectó a los bonos soberanos emergentes en moneda local dado que el USD se ha vuelto a apreciar. Los rendimientos emergentes podrían aumentar ante la previsión de una subida de tipos de la Fed este verano.

### Bonos corporativos

#### Notable repunte tras un turbulento comienzo de mayo

*La subida del petróleo, un entorno "risk-on" en Europa y una caída de las emisiones provocaron un avance del crédito a fin de mes.*

Mayo fue un mes turbulento para el crédito, subiendo los rendimientos a principios de mes debido a los precios más bajos del petróleo, mayor nivel de emisiones y continua tensión en el sector financiero europeo. Pero estos catalizadores negativos cambiaron a finales del mes. Los precios del petróleo subieron un 6% en mayo, terminando el mes cerca de 50 USD/barril. La subida de los precios del petróleo dio lugar a menores rendimientos en el sector energético *high yield* (HY) de EE.UU., y los bonos de menor calificación generaron una rentabilidad muy superior a la media. El US HY avanzó 0,7% y los rendimientos bajaron a 7,65%. El EUR HY cerró el mes ligeramente positivo, pues las inquietudes sobre los bancos fueron contrarrestadas por el renovado apetito de deuda pública periférica, cuyos rendimientos volvían a bajar a 4,74%.

El *investment grade* (IG) en EUR superó a su homólogo en USD a pesar de las fuertes emisiones, mientras las empresas aprovechaban el bajo nivel de rendimientos (1,06% a finales de mayo) ante el comienzo previsto del programa de compra de bonos por parte del BCE en junio. El tono agresivo de la Fed dio lugar a un aumento de los rendimientos del US IG (a 3,16%) y una evolución algo negativa (-0,1%). La divergencia de las políticas monetarias y de las tasas de incumplimiento del HY entre Europa y EE.UU. debería favorecer al crédito europeo y reducir la volatilidad.

## Hedge funds

### ¿Permanencia o salida?

*Antes del referéndum sobre el Brexit, los gestores de hedge funds están cubriendo sus apuestas.*

En lo que respecta a la incertidumbre que rodea el próximo referéndum sobre el Brexit, quizá sea mejor fijarse en las apuestas que en los sondeos. Mientras los sondeos arrojan un resultado dividido de 50-50 en la votación, las apuestas reflejan una probabilidad de un 60-70% de que el Reino Unido permanezca en la UE. Esta parece ser la opinión del consenso de los gestores de hedge funds. Pero el Brexit sigue considerándose un "suceso extremo" y el impacto que tendría una decisión de abandonar la UE, aunque transitorio, sería notable. Si gana el Brexit, los gestores de hedge funds esperan un debilitamiento de la libra esterlina, que beneficiaría a los exportadores y perjudicaría a los importadores, mientras que el consumo doméstico se ralentizaría debido a la incertidumbre y al ajuste de las perspectivas de crecimiento del PIB. Los gestores *long/short* están aceptando el riesgo y no han hecho cambios drásticos en sus carteras, aparte de controlar su exposición y diversificar sus posiciones. Algunos gestores *global macro* usan estrategias de opciones (*dual-digital*) para cubrir el riesgo del Brexit. Las estrategias están estructuradas para beneficiarse del debilitamiento de la libra frente al euro. Pero para que resulten rentables, el euro debería debilitarse frente al dólar, teniendo en cuenta que el Brexit podría debilitar el proyecto de la UE. Al evitar el coste de compra de opciones, dada la alta volatilidad, estas estructuras ofrecen una protección barata.

## Metales preciosos

### Perjudicados por la fortaleza del USD

*La evolución de los metales preciosos fue negativa en mayo, debido a la nueva apreciación del USD.*

Mayo no fue un mes especialmente bueno para ningún metal precioso. El oro retrocedió 6,0% (en USD), la plata 10,4%, el platino 9,0%, y el paladio 12,2%. La renovada fortaleza del USD ha sido sin duda una de las causas esenciales de la evolución negativa de los metales preciosos.

Lamentablemente para estas materias primas, la mejora de las perspectivas del crecimiento americano en el segundo y el tercer trimestre debería seguir fortaleciendo el USD, lo que puede seguir lastrando en cierta medida su evolución. No obstante, cabe señalar que el fortalecimiento de la economía americana es un factor positivo en general para los metales que dependen de la demanda industrial, como el paladio (que depende de las ventas de automóviles). Pero el oro, para el que no hay casi demanda industrial, se encuentra en una situación diferente. Ahora que la Fed parece dispuesta a subir los tipos en los próximos meses, reduciendo el riesgo de que se dispare la inflación, las perspectivas a corto plazo del oro son menos alentadoras que antes. Hasta ahora los mercados se han tomado con calma el endurecimiento de la postura de la Fed, reduciendo el atractivo de la demanda de oro que se deriva de operaciones realizadas por miedo. Pero la fuerte demanda de oro para joyería y la caída de la oferta minera deberían limitar el potencial riesgo bajista que afecta al metal amarillo.

## Divisas

### ¿Repunte de volatilidad en junio?

*Importantes acontecimientos monetarios y políticos pueden causar tensiones en los mercados de divisas.*

Viendo el índice de volatilidad de las divisas de Deutsche Bank cerca de su mínimo anual al final de mayo, resulta difícil imaginar que van a ocurrir en las próximas semanas muchos acontecimientos que podrían sacudir a las divisas.

En el frente político, el referéndum británico sobre la salida de la Unión Europea (23 de junio) podría tener un impacto significativo en la libra. Aunque los sondeos apuntan a la permanencia del Reino Unido en la UE, hay que recordar lo poco fiables que han sido los sondeos en el pasado. En España existe el riesgo de que las elecciones generales del 26 de junio den como resultado un gobierno más proclive a revertir las reformas económicas, lo que provocaría cierta volatilidad en torno al euro.

En el frente monetario, la Fed podría decidir subir los tipos durante la reunión de FOMC del 14-15 de junio. Esta precoz subida podría fortalecer aún más el USD, ya que a principios de mayo el mercado no había descontado aún una subida en junio. La fortaleza del USD podría intensificar las inquietudes sobre China. El yuan se ha debilitado frente al USD y está cerca de los niveles registrados durante la turbulencia del mercado en enero. El Brexit, un gobierno español anti-reformas y una subida de tipos de la Fed en junio no forman parte de nuestro escenario central. No obstante, nos inquieta que los mercados no estén más preocupados por estos riesgos.

## ¿Están evolucionando los bancos europeos al estilo japonés?

Una serie de factores, en particular tipos de interés cada vez más bajos e incluso negativos, han hecho caer en desgracia a los bancos europeos. Algunos piensan que les podría pasar lo mismo que a los bancos japoneses, cuyas valoraciones se han visto lastradas por bajos tipos de interés durante años. Pero si el BCE logra reflacionar la economía europea, el resultado podría ser diferente para los bancos europeos.

*Yann Goffinet, analista financiero, Gestión de carteras y análisis de renta variable, Pictet Wealth Management*  
*Frederik Ducrozet, economista europeo senior, Distribución de activos e investigación macroeconómica, Pictet Wealth Management*

Del 1 de enero al 26 de mayo de 2016, el sector bancario fue el que registró la peor evolución de los 19 sectores presentes en el índice Stoxx Europe 600. El índice retrocedió un 2%, pero el componente bancario sufrió una pérdida del 12% en euros durante este período. El mal comportamiento del sector bancario no es algo nuevo.

El sector bancario europeo ha registrado resultados muy inferiores a la media del mercado europeo durante los cinco últimos años, generando una rentabilidad de -22%, frente al +23% registrado por el índice Stoxx. Sólo el sector de recursos básicos ha dado peores resultados.

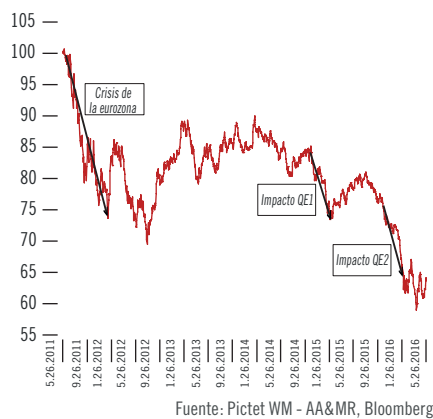
Destacan tres amplios períodos de evolución especialmente negativa para los bancos durante los cinco últimos años (véase gráfico 1). El primero fue en 2011, durante la crisis soberana de la eurozona, y el segundo fue entre finales de 2014 y principios de 2015 debido al impacto del primer programa de relajación cuantitativa (QE) del Banco Central Europeo (BCE). El tercero y más reciente se originó a finales del año pasado debido principalmente, aunque no exclusivamente, al impacto del segundo programa QE del BCE.

Los recientes programas de estímulo del BCE se han caracterizado por una tendencia hacia unos tipos de interés más bajos y cada vez más negativos en el extremo corto de la curva, y tipos más bajos exentos de riesgo en el extremo largo.

### Los bancos afrontan tipos de interés absolutos bajos y negativos

Es relativamente sencillo entender por qué una curva de rendimientos más plana y unos tipos de interés negativos, que han sido las consecuencias de las medidas del BCE, son perjudiciales para los

GRÁFICO 1: RENTABILIDAD RELATIVA DE LOS BANCOS EUROPEOS RESPECTO AL ÍNDICE STOXX EUROPE 600, MAYO 2011- MAYO 2016



Fuente: Pictet WM - AA&MR, Bloomberg

bancos. Como los bancos suelen endeudarse en el extremo corto de la curva de rendimientos (los depósitos a la vista pueden retirarse en cualquier momento) y prestar a plazos más largos (en torno a la mitad de las hipotecas de la eurozona son a tipos fijos durante varios años), una curva de rendimientos más plana reduce los márgenes de los bancos, si las demás condiciones no varían. El efecto de los tipos de interés negativos en los márgenes bancarios es un fenómeno más reciente y pernicioso. Hasta ahora, ningún gran sistema bancario de la eurozona ha repercutido los tipos negativos a sus clientes minoristas. Esto está reduciendo el margen, en su caso, que los bancos ganan sobre los depósitos. A no ser que los bancos puedan compensarlo en otras partes de su balance, en particular prestando a tipos más elevados, se trata de un factor neto negativo.

Fuera de la eurozona, la mayor parte de los bancos de Suecia, Dinamarca y Suiza han logrado compensar la reducción de sus márgenes en los depósitos mediante un incremento de los márgenes en préstamos hipotecarios. El sector

bancario de estos tres países está muy concentrado y sus iniciativas han contado con el apoyo de los reguladores bancarios y bancos centrales para evitar el recalentamiento del sector de la vivienda que podrían causar los tipos de interés negativos. Sin embargo, es improbable que ocurra algo similar en la mayoría de los países de la eurozona, donde los precios y márgenes de las hipotecas están a menudo relacionados contractualmente con el Euribor. En consecuencia, unos tipos Euribor más bajos implican menos rendimientos por intereses para los bancos.

El último período de rentabilidad negativa de los bancos se debe en gran parte al efecto de los tipos más bajos en los márgenes bancarios, pero también ha habido otras fuentes de preocupación respecto a las perspectivas de los bancos:

- La volatilidad y la tendencia bajista de los mercados han estado presionando los ingresos relacionados con el mercado, en particular en la banca de inversión y gestión de activos;
- El bajo nivel de los precios de las materias primas, en particular el del petróleo, está ocasionando pérdidas sobre préstamos en el sector energético, haciendo temer que el ciclo del crédito empresarial global esté llegando a un punto de inflexión;
- Los problemas iniciales con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) dirigido por el BCE, concebido para regular los bancos de eurozona, causaron un aumento de la incertidumbre y de los costes financieros de los bancos a principios de este año.
- La actuación del departamento regulador del ECB puede haber intensificado los problemas en

ciertos mercados bancarios, como en el caso de los préstamos morosos de bancos italianos.

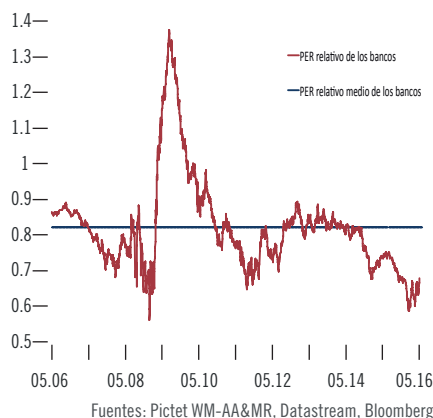
En consecuencia, las previsiones de beneficios de los bancos han bajado de forma significativa: las estimaciones a 12 meses vista cayeron un 16% en los cinco primeros meses de 2016, frente a una revisión a la baja de un 4% para el mercado de renta variable europea. También se han reducido las estimaciones de dividendos del sector bancario.

Desde el punto de vista de las valoraciones, la evolución negativa y las rebajas de previsiones de beneficios de los bancos europeos en los últimos trimestres han hecho que el sector cotice con un descuento poco habitual en el mercado. El gráfico 2 muestra el ratio precio-beneficios (PER) para el sector bancario europeo en relación con el mercado de renta variable europea en general a lo largo de los 10 últimos años. Se observa que, en promedio, el sector ha cotizado con un descuento de 18% respecto al mercado, comparado con el descuento actual de aproximadamente un tercio. Aparte del mínimo registrado en la crisis financiera global en 2008, los bancos no cotizaban a un nivel tan bajo respecto al mercado en los últimos 10 años, ni siquiera en el peor momento de la crisis de la eurozona de 2011-2012.

### Los bancos europeos cotizan con descuento respecto a su valor contable, como los bancos japoneses

En base a los ratios precio-valor contable (P/VC), los bancos europeos están cotizando cada vez más con un descuento respecto a su valor contable, como se aprecia en el gráfico 3. La última vez que los bancos cotizaron con una prima sobre su

GRÁFICO 2: PER DE LOS BANCOS EUROPEOS EN RELACIÓN CON EL ÍNDICE STOXX 600 EUROPE, MAYO 2006 - MAYO 2016



valor contable fue antes de la crisis financiera y durante un breve período en 2009 tras un repunte a corto plazo. Desde entonces, los bancos han cotizado cada vez más con descuento. En medio de una gran volatilidad, este descuento se han ampliado hasta cerca del 30%, con pocas probabilidades de mejora para el resto del año.

El descuento respecto al valor contable sugiere que los bancos europeos no pueden generar un rendimiento sobre el coste de los recursos propios. De hecho, su rentabilidad sobre recursos propios (ROE) actual ronda el 5%. Aunque se espera que el ROE medio mejore al 7-8%, este nivel sigue siendo inferior al coste de los recursos propios (que probablemente se acerque más al 10%, un 2% superior al coste de los instrumentos con mayor riesgo de crédito, que rinden en torno al 8%).

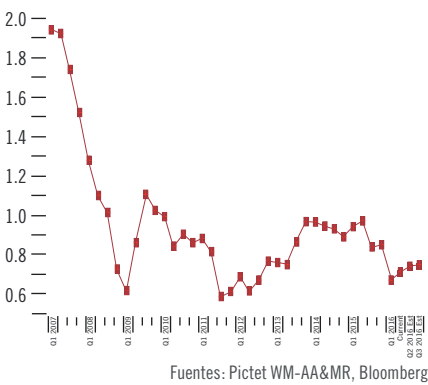
Y la situación podría empeorar. Los bancos estadounidenses, que se han librado de la peligrosa experiencia de los tipos de interés negativos y prevén una subida de los tipos de interés de la Fed en los próximos meses, cotizan ahora a un nivel cercano a su valor contable con un ROE del 8%. Pero los

bancos japoneses, tras décadas de rebajas de calificación, cotizan ahora en torno al 50% de su valor contable, es decir, con un descuento del 30% respecto a los bancos europeos.

Los bancos japoneses han estado operando durante muchos años en un entorno de tipos de interés muy bajos. Aunque las pérdidas crediticias han sido pequeñas (como en Europa), el ROE de los bancos japoneses también ha sido bajo (3-6% de media) durante años porque sus márgenes financieros netos han ido desapareciendo debido a tipos de interés bajos y ahora negativos. En Japón los rendimientos medios sobre préstamos han bajado al 1,2% sobre el tipo de los depósitos, con una caída del 35% durante los 15 últimos años. Como el sector bancario europeo presenta las mismas características que el de Japón, se teme que siga una trayectoria similar. En Europa el rendimiento medio de los préstamos sigue siendo prácticamente el doble que en Japón (2-3% en los países *core* de Europa), pero también tiende a la baja.

¿Hay forma de que los bancos europeos puedan evitar caer en una situación al estilo japonés, con valoraciones absolutas (P/VC) y relativas (PER) cada vez más bajas en los próximos trimestres? Mucho dependerá, a nuestro juicio, del éxito final que puedan tener las recientes políticas del BCE y de una recuperación sostenible. “Europa no es Japón”, afirman los optimistas, pero aunque en muchos aspectos estemos de acuerdo, al fin y al cabo lo que importa para el sector bancario es si la economía puede volver a una senda de mayor crecimiento nominal, incluyendo niveles más elevados de inflación y de previsiones de inflación. En este sentido, vemos dos posibles desenlaces para la eurozona en el medio plazo.

GRÁFICO 3: PRECIO/VALOR CONTABLE DE LOS BANCOS EUROPEOS, 1T 2007 - 3T 2016 (ESTIMADO)



Fuentes: Pictet WM-AA&MR, Bloomberg

**La reflación ayudará a los bancos europeos**

Nuestro escenario básico es que la estrategia del BCE de reflacionar la economía tendrá éxito y que con el tiempo la reflación proporcionará cierto respaldo a los bancos europeos. Aunque la inflación subyacente se ha mantenido débil (inferior al 1% hasta hace poco), el BCE espera que los efectos acumulados de las diversas medidas no convencionales que ha adoptado contribuirán a que la inflación vuelva a acercarse a su objetivo del 2% en 2018 con una coyuntura global más favorable. Los mercados financieros no están descontando actualmente el éxito de las políticas del BCE, pero la confianza en el banco central podría aumentar con el tiempo. Mientras tanto, la subida de los precios de las materias primas podría impulsar las previsiones de inflación.

Otra opción sería que las cosas empeoraran antes de mejorar. En este

escenario, la política monetaria no logra elevar la inflación. Aunque es improbable que el BCE deje de intentar subir los precios, algo nuevo debería intentarse. Creemos que la única opción viable implica una respuesta fiscal que podría adoptar varias formas.

Cabe señalar que el pacto fiscal actualizado de la eurozona prevé una mayor flexibilidad fiscal en momentos económicos excepcionalmente malos. Por lo tanto, una respuesta fiscal significativa no tendría que coordinarse a la nivel de la UE. Podría ser una respuesta *de facto* dada por los gobiernos nacionales a un nuevo deterioro de las condiciones económicas que, junto con las continuas compras de deuda pública y privada por parte del BCE, podría resultar algo parecido a un “helicóptero de dinero”. En este escenario alternativo, el BCE podría seguir ampliando su marco político actual, incluyendo compras de activos y TLTRO, pero el desencadenante decisivo de un cambio del sentimiento de mercado dependería de las medidas fiscales. Una combinación de medidas expansivas fiscales y monetarias considerables podría provocar un aumento de los precios.

En resumen, aunque el calendario y la composición de la respuesta política difieran según el escenario, esperamos que la inflación europea tienda a elevarse gradualmente de cualquier forma. Esta normalización lenta y accidentada de las tasas de inflación dará lugar probablemente a un empinamiento de las curvas de

rendimientos (nominales), especialmente en los países *core* de la eurozona, lo que debería tener un efecto neto positivo en los márgenes de los bancos europeos a través de diversos canales de precios y volúmenes.

En conjunto, la coyuntura actual de baja inflación prolongada y el precedente japonés sugieren prudencia en lo que respecta a las perspectivas a corto plazo de los bancos europeos. Hay una posibilidad real de que los bajos tipos de interés se mantengan durante cierto tiempo, ejerciendo una presión continua sobre los márgenes de los bancos y haciendo bajar aún más sus estimaciones de beneficios, intensificando las inquietudes de los inversores sobre su rentabilidad. Esto sugiere un posicionamiento cauteloso en el sector bancario, evitando la mayoría de los títulos con ROE de un solo dígito medio, que pueden ser trampas de valor. Los bancos más atractivos son las entidades de calidad o ganadoras en sus respectivas áreas, que presentan una rentabilidad superior a la media y fuertes balances y que pueden distribuir atractivos dividendos recurrentes. Lloyds Banking Group, BNP Paribas e Intesa Sanpaolo podrían entrar en esta categoría. A nivel sectorial, y tras un largo período de evolución negativa de los bancos, que les ha hecho cotizar a múltiplos bajos en relación con sus niveles históricos, también pensamos que los inversores deberían estar listos para entrar en acción cuando las previsiones de inflación empiecen a aumentar.

**Colaboradores** | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Frederik Ducozet, Yann Goffinet **Edición** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Wilhelm Sissener | Terminado de redactar el 1 de junio 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.

Las rentabilidades pasadas no deben considerarse una indicación o garantía de la futura rentabilidad y las personas destinatarias de este documento son totalmente responsables de sus eventuales inversiones. No se proporciona ninguna garantía expresa o implícita en cuanto a futuras rentabilidades.

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.

# Las materias primas y el crédito experimentan un repunte

Algunos de los rasgos más notables del año han sido hasta ahora la apreciación del yen y el repunte del precio del petróleo y de otras materias primas. También ha vuelto el apetito de riesgo, mientras los bonos *high yield* americanos y el MSCI World generan rentabilidades positivas (en USD).

Datos al 31 de junio de 2016

## PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Tasas de crecimiento del PIB	Estimaciones Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	2.4%	2.4%	1.8% (1.8%)	2.0% (2.3%)
Zona euro	0.9%	1.5%	1.8% (1.6%)	1.7% (1.6%)
Suiza	1.9%	0.9%	1.1% (1.1%)	1.6% (1.5%)
Reino Unido	2.9%	2.3%	1.9% (1.9%)	2.3% (2.2%)
Japón	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.5%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasil	0.1%	-3.9%	-3.7% (-3.7%)	0.9% (0.7%)
Rusia	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

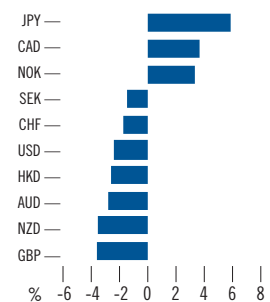
  

Inflación (IPC) Media anual salvo Brasil fin de año	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	1.6%	0.1%	1.5% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Zona euro	0.4%	0.0%	0.3% (0.2%)	1.4% (1.3%)
Suiza	0.0%	-1.1%	-0.6% (-0.6%)	0.2% (0.2%)
Reino Unido	1.5%	0.0%	0.7% (0.7%)	1.8% (1.7%)
Japón	2.7%	0.8%	0.2% (0.0%)	1.7% (1.5%)
China	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasil	6.3%	9.0%	8.4% (7.0%)	5.5% (5.5%)
Rusia	7.8%	15.5%	8.0% (7.5%)	5.9% (5.7%)

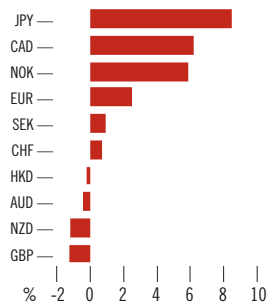
\*Fuente: Consensus Economics Inc

## VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO (DESDE 31.12.2014)

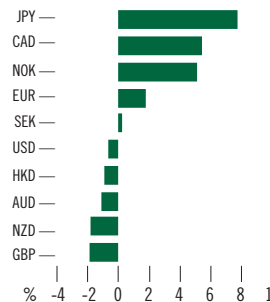
### Respecto al EUR



### Respecto al USD

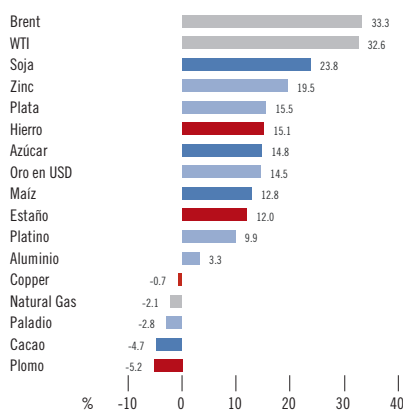


### Respecto al CHF

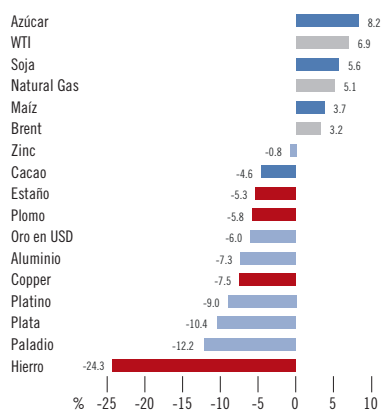


## MATERIAS PRIMAS

### Evolución desde el 31.12.2015



### Evolución mes anterior

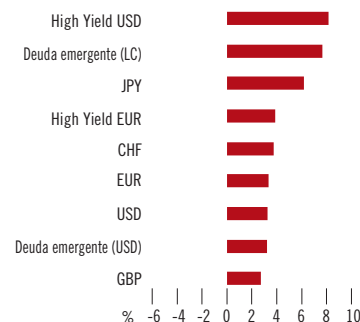


## TIPOS DE INTERÉS

	Cortos (3 meses)	Largos (10 años)
EEUU	0.50%	1.8%
Zona euro	0.00%	0.2%
Suiza	-0.75%	-0.3%
Reino Unido	0.5%	1.4%
Japón	-0.1%	-0.1%
China	2.10% (1 año)	2.4% (5 años)
Brasil	14.25%	13.1%

## MERCADOS RENTA FIJA

### Rentabilidad desde 31.12.2015



## MERCADOS RENTA FIJA

### Rentabilidad desde 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	2.1%	-0.4%	1.4%	3.4%
S&P 500*	3.6%	1.1%	2.9%	4.9%
MSCI Europe*	-0.2%	-2.6%	-0.9%	1.0%
Tokyo SE (Topix)*	-2.3%	-4.6%	-2.9%	-1.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	-0.4%	-2.8%	-1.1%	0.8%
SPI*	-1.6%	-4.0%	-2.3%	-0.4%
Nasdaq	-1.2%	-3.6%	-1.9%	0.1%
MSCI Em. Markets*	2.4%	-0.1%	1.7%	3.7%
Russell 2000	1.7%	-0.8%	1.0%	3.0%

\* Dividendos reinvertidos

## SECTORES DE ACTIVIDAD

Rentabilidad desde 31.12.2015	EEUU	Europa	Mundial
Industria	5.1%	1.5%	3.9%
Tecnología	1.3%	-5.3%	0.6%
Materiales básicos	7.3%	1.7%	7.3%
Telecomunicaciones	10.8%	-6.3%	5.5%
Sanidad	-1.8%	-8.6%	-3.3%
Energía	9.7%	3.8%	9.8%
Servicios públicos	12.8%	-2.1%	6.8%
Finanzas	-0.6%	-12.9%	-3.9%
Consumo básico	4.0%	1.0%	3.8%
Consumo discrecional	0.8%	-8.3%	-2.0%

Perspectivas también está disponible on line.  
Suscríbese y siga diariamente nuestras opiniones sobre  
economía, mercados y tendencias seculares en  
<http://perspectivas.pictet.com>