

20%

Porcentaje de la renta total controlado por el 1% de los estadounidenses más ricos
Página 3

1,5%

Nuestra previsión de crecimiento para la zona euro este año ha bajado del 1,8%, a consecuencia del *brexit*
Página 4

7,4%

Crecimiento interanual de las inversiones chinas en activo fijo en mayo, frente al 10% registrado en los cuatro meses anteriores
Página 5

+7,9%

Avance del índice MSCI UK Large Cap en junio
Página 6

102

Tipo de cambio del yen frente al dólar al final de junio, una subida del 8% durante el mes
Página 7

8,8%

Tamaño del superávit por cuenta corriente alemán en relación con el PIB
Página 9

+12,7%

Rentabilidad de los Bunds alemanes a 30 años en junio
Página 10

-0,52%

Prima de plazo ofrecida por los US Treasuries a 10 años a mediados de junio
Página 12

El voto a favor del *brexit* produce cambios en los escenarios. La estrategia cuantitativa destaca en la búsqueda de rentabilidades de las inversiones

Julio 2016

Perspectivas

El brexit pone de manifiesto los peligros de la polarización política



César Pérez Ruiz,
director de inversiones,
Pictet Wealth Management

La decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (UE) sacudió a los mercados a finales de junio y mostró un país muy dividido. El principal mecanismo de transmisión al resto de Europa es político. El voto del *brexit* ha animado a los euroescépticos de otros países de la UE. Los partidos populistas de Francia, Italia y Países Bajos reclaman ahora una votación para pronunciarse sobre su pertenencia a la UE. Y aunque la UE27 adoptará probablemente una línea dura para desanimar a otros países a seguir por el mismo camino que los británicos, hay un riesgo evidente de que después del *brexit* se produzca una mayor fragmentación de la UE.

Es importante entender cómo se ha llegado a esta crisis. Hay, por supuesto, muchas razones (políticas, históricas, institucionales). Pero, junto a la oposición a una inmigración incontrolada, un tema subyacente común en el auge del populismo en el mundo occidental es la desigualdad y la idea de que los ricos son cada vez más ricos mientras que las rentas de los pobres permanecen estancadas. Hay pruebas que demuestran que esto es cierto. Los economistas Thomas Piketty y Emmanuel Saez han calculado que el 1% más rico de la población estadounidense tenía un 10% de las rentas totales a finales de los años 70, pero un 20% en 2013. Por otra parte, los datos reflejan, en el mejor de los casos, un estancamiento de la renta media en EE.UU. desde finales del siglo pasado.

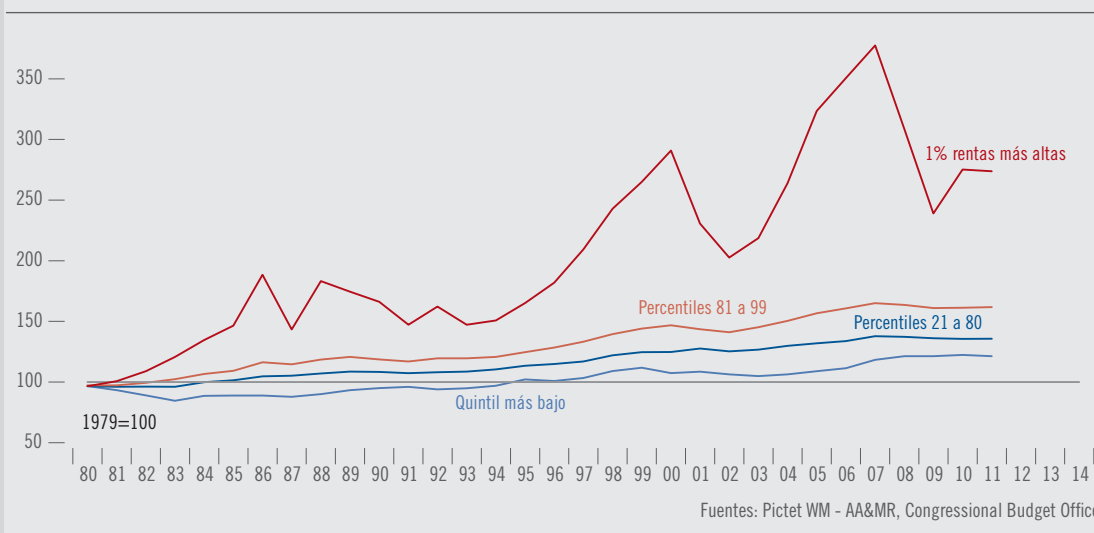
¿Es mejor la situación en Europa? Las cifras publicadas por el instituto francés de estadística INSEE revelan, por ejemplo, que la renta media francesa disminuyó un 1,1% entre 2008 y 2013, mientras que la renta del 10% de los hogares con los ingresos más bajos cayó un 3,5%. Por lo tanto, es lógico que las zonas de Inglaterra (aunque no de Escocia) con las rentas medias más bajas hayan sido las más firmes partidarias del *brexit*, mientras que las de rentas medias más elevadas votaban con igual firmeza a favor de permanecer en la UE.

Antes de las importantes elecciones en Francia y Alemania el año que viene, Austria e Italia serán los dos próximos terrenos de prueba del auge del populismo. El primer ministro Matteo Renzi ha prometido retirarse si no gana el referéndum de octubre que convocó sobre la reforma del sistema electoral y la abolición de la cámara alta elegida del Parlamento. El 1 de julio, el Tribunal Constitucional de Austria anuló los resultados de las elecciones presidenciales de mayo, que tendrán que volver a celebrarse (probablemente a principios de otoño). Las elecciones presidenciales de EE.UU. que se celebrarán en noviembre también preocupan, con el demagogo Donald Trump recurriendo a sentimientos "anti-sistema" similares a los que fomentaron la campaña del *brexit*.

Pero el voto a favor del *brexit* también podría constituir el punto álgido del populismo, dado el sentimiento de aprensión que afecta ahora a la economía británica. De hecho, el mensaje que puede extraerse del resultado de la repetición de las elecciones generales en España el 26 de junio es que el populismo no está realmente adquiriendo ímpetu. El Partido Popular, actualmente gobernante, obtuvo un mayor número de escaños que en las elecciones de diciembre, mientras que la formación populista Podemos se estancó.

En cualquier caso, el entorno actual de visibilidad política extremadamente reducida está complicando mucho las decisiones de inversión. No sabemos qué senda emprenderá el Reino Unido. Los británicos no parecen tener prisa por activar el ahora famoso "artículo 50" del Tratado de la UE, que iniciaría formalmente el proceso de salida del Reino Unido de la UE. La visibilidad mejoraría si fuera evidente que el *brexit* no fuera a producirse después de todo, o si, por el contrario, se definiera un cronograma preciso de la salida del Reino Unido de la UE, así

RENDA REAL MEDIA DESPUÉS DE IMPUESTOS EN EE.UU.: EVOLUCIÓN POR GRUPO DE RENTA, 1975-2011



como las líneas generales de su futura relación con la UE. Pero para esto se necesitará un liderazgo. Entre otras cosas, dependerá de quién sea el próximo primer ministro británico y de cómo logre mantener la cohesión del Partido Conservador y evitar unas nuevas elecciones generales. Estaremos muy atentos a la evolución de los acontecimientos políticos para determinar si tienen un efecto significativo en nuestro escenario macroeconómico y actuaremos en consecuencia. Ya aprovechamos el pico de volatilidad que se produjo después del voto del *brexit* recogiendo beneficios en las opciones *put* que habíamos añadido a nuestras carteras en mayo.

Se trata mucho más de una crisis británica y europea que de una crisis global: el Reino Unido apenas representa el 4% del PIB global. El *brexit* reduce, pero no pone en peligro, las perspectivas de crecimiento de la UE. Por lo tanto, hemos rebajado nuestra previsión de crecimiento del PIB de la zona euro para 2016 del 1,8% al 1,5%. El crecimiento en EE.UU., mucho menos afectado por el *brexit* y con mejor situación demográfica que Europa, aguantará mejor. Pero allí tampoco están cerca de resolverse los problemas relacionados con la desigualdad. Durante gran parte del actual ciclo económico, el crecimiento de la productividad ha sido muy bajo en EE.UU., igual que en Europa, lo que explica el débil aumento de los salarios en los últimos años y contribuye a que mucha gente sienta que la recuperación económica les está dejando atrás. En esta situación, las soluciones fáciles propuestas por los populistas pueden resultar atractivas.

Se están proponiendo algunas soluciones de amplio alcance para los problemas relacionados con la desigualdad. En Suiza, por ejemplo, una propuesta para que el Estado pagara una renta básica universal obtuvo un apoyo del 24% en un referéndum celebrado en junio. Veremos probablemente iniciativas similares en países del norte de Europa en los próximos años.

Pero aún puede haber maneras más "tradicionales" de abordar el problema del bajo crecimiento y del estancamiento que ha fomentado el auge del populismo en sus distintas formas. Tras años de austeridad en el mundo occidental, sin duda se podría hacer más para modernizar la educación, estimular el espíritu emprendedor y la innovación y aumentar el gasto de capital (tanto en el sector público como en el privado). Para que Europa logre invertir la tendencia hacia el populismo, es necesario corregir la falta de crecimiento de los ingresos en los segmentos de población con menores rentas.

El voto del Reino Unido trae incertidumbre, pero ningún riesgo sistémico todavía

El referéndum sobre el *brexít* el 23 de junio causó turbulencias en los mercados financieros. Pero los bancos centrales están preparados para controlar las tensiones, y las economías de China y EE.UU., con poca exposición al Reino Unido, continúan comportándose relativamente bien.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi, Frederik Ducrozet y Dong Chen

🚩 Aunque el *brexít* nos ha llevado a rebajar nuestras previsiones de crecimiento para Reino Unido y Europa, no es algo equiparable al "momento Lehman".

Comprensiblemente, junio estuvo dominado por el referéndum sobre el *brexít* en el Reino Unido. Los mercados registraron una caída en picado al saber que los votantes británicos habían decidido salir de la UE, y las consecuencias políticas siguen desarrollándose. Por ello, hemos rebajado nuestra previsión de crecimiento para el Reino Unido este año de 1,8% a 1,3%. Creemos que la inflación británica subirá un 0,9% en lugar de 0,7%, pues la debilidad de la libra esterlina hace que aumente la inflación importada. Pero, a nuestro juicio, las consecuencias plenas del *brexít* solo se percibirán en su totalidad en 2017, año en el que ahora esperamos que la economía británica crecerá solo un 0,9%, bastante menos que nuestra estimación anterior de 2,2%. Creemos que la inversión extranjera en el Reino Unido se paralizará hasta ver cómo salen las cosas, y que el gasto por consumo también se verá afectado. La Unión Europea percibirá asimismo los efectos del *brexít*. En lugar de un crecimiento de 1,7% en 2017, ahora creemos que será de 1,3%.

Pero el *brexít* dista de ser el tipo de riesgo sistémico que casi derribó el sistema financiero global en 2008. Y, dado que la economía británica solo representa un 2% de la economía mundial, creemos que la votación sobre el *brexít* tendrá poco efecto a escala global, si bien representa un lastre añadido a un crecimiento global ya relativamente flojo (preveemos un crecimiento del PIB global del orden de 3% este año y el próximo en lugar de 3,2%). El *brexít* apenas debería dejarse sentir en la economía americana, que seguimos opinando crecerá un 1,8% este año y 2% en 2017.

Pero probablemente sí represente una presión alcista duradera en las condiciones financieras de EE.UU., llevando a

la Fed a ser aún más cautelosa que antes sobre la subida de tipos. Y el *brexít* ha elevado el valor del yen, haciendo aún más probable una nueva intervención del Banco de Japón para estabilizar la moneda. De hecho, esperamos que los principales bancos centrales del mundo intervendrán para calmar el nerviosismo en las próximas semanas (otro motivo por el que creemos que el *brexít* no equivale a un "momento Lehman"), sea con más inyecciones de liquidez, otras formas de flexibilización monetaria, o compra de divisas.

La economía de EE.UU. debería permanecer relativamente inmune a la sacudida del *brexít*

Tras la votación sobre el *brexít*, han resurgido los temores a una contracción económica en EE.UU. y los futuros sobre fondos de la Fed subieron drásticamente en consecuencia. El 29 de junio, el mercado estaba descontando una probabilidad del 10-15% de un recorte de tipos en septiembre. Sin embargo, no nos preocupa en exceso. El Reino Unido absorbe menos del 4% de las exportaciones de EE.UU. y los países de la UE en torno al

"Pese a las incertidumbres, de momento seguimos relativamente cómodos con nuestras previsiones económicas sobre EE.UU."

18%, equivalente al 2,3% del PIB americano. Una desaceleración pronunciada en la UE tendría un efecto directo marginal en el crecimiento económico americano. Es cierto que, por el canal de transmisión de unas condiciones monetarias y financieras más restrictivas, las implicaciones negativas para la economía de EE.UU. podrían ser bastante significativas. Por suerte, el endurecimiento de las condiciones financieras americanas ha sido bastante moderado hasta ahora. Desde el 23 de junio (justo antes de conocerse el resultado del referéndum sobre el *brexít*) hasta el 29 de junio, el USD ponderado real se revalorizó en torno a 2,0%. Pero siguió por debajo del nivel medio registrado en el primer trimestre. Y solo se produjo un ligero endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras americanas.

No obstante, con un deterioro de la perspectiva económica europea y muy posiblemente alguna reacción política de los bancos centrales europeos, la presión alcista sobre las condiciones financieras de EE.UU. tal vez resulte un fenómeno duradero. En este nuevo contexto, la Fed tal vez actúe aún más cautelosamente de la que pensábamos. Todavía esperamos una subida de tipos de 25 pb este año, pero lo más probable es que sea en diciembre, no en septiembre. Y, para 2017, hemos rebajado nuestras previsiones de tres subidas de un cuarto de

BREXIT: CAMBIOS DEL ESCENARIO BÁSICO DE PICTET PARA EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

	Reino Unido		Zona euro	
	Antes del brexit	Tras el brexit	Antes del brexit	Tras el brexit
PIB REAL				
2016	1,8%	1,3%	1,8%	1,5%
2017	2,2%	0,9%	1,7%	1,3%
INFLACIÓN				
2016	0,7%	0,9%	0,3%	0,1%
2017	1,7%	1,9%	1,3%	1,1%

Fuente: Pictet WM - AA&MR

punto a dos. Las incertidumbres actuales están creando riesgos bajistas para el crecimiento y la inflación de EE.UU. Pero, en vista de los últimos datos publicados, de momento seguimos relativamente cómodos con nuestras previsiones económicas sobre EE.UU. Continuamos previendo un crecimiento medio del PIB de 1,8% en 2016 y 2,0% el año próximo. Nuestras previsiones sobre la inflación permanecen también invariables. Continuamos esperando que la inflación PCE termine este año en 1,9% interanual y en 2,2% en 2017.

Los políticos y el BCE determinarán el destino de la zona euro

Hemos revisado nuestras previsiones económicas para la zona euro tras la votación sobre el *bretxit*, rebajando nuestra previsión de crecimiento del PIB a 1,5% en 2016 y 1,3% en 2017. Centrándonos en el efecto directo por los vínculos comerciales y financieros, nuestro modelo macroeconómico propio apunta a un lastre neto para la actividad similar al mencionado por el BCE (aprox. 0,50% en los tres próximos años). Los riesgos bajistas dominan, en nuestra opinión, incluyendo el riesgo de contagio político a otros Estados miembros, en función de la forma que adopte el futuro acuerdo (de haberlo) entre el Reino Unido y la UE, así como de factores de países concretos. En España, parece más probable que se llegue a formar un gobierno minoritario de centro-derecha tras las elecciones generales del 26 de junio, pero no puede descartarse una tercera convocatoria electoral. En Italia, el primer ministro Renzi ha amenazado con dimitir si los votantes rechazan sus reformas constitucionales en octubre. Las últimas encuestas apuntan a un resultado muy reñido, mientras que el sector bancario italiano sigue frágil.

Al final, el escenario más favorable para los mercados financieros europeos consistiría en un nuevo empujón hacia la integración europea y, posiblemente, algunas medidas fiscales específicas. Pero sospechamos que no habrá demasiado interés político por iniciativas grandiosas antes de las elecciones generales de Francia, Alemania y los Países Bajos el año próximo. Esto podría cambiar en una situación de gran tensión financiera.

En última instancia, es probable que el BCE responda a señales de que las condiciones financieras están endureciéndose y los datos de actividad debilitándose. Esperamos que la intervención del BCE sea verbal inicialmente antes de proceder a prorrogar formalmente el QE tras su fecha límite de marzo 2017 y de anunciar un aumento de los límites por emisor y, tal vez, una ampliación del universo para compras de activos o una desviación limitada de las claves del capital. También son probables unas condiciones más relajadas para las operaciones TLTRO en caso de presión sostenida sobre el sector bancario.

Los dirigentes chinos aflojan la marcha

Aunque persisten muchas incertidumbres, el efecto directo del *bretxit* en la economía real china será probablemente limitado, pues el Reino Unido solo representa un 2,5% de las exportaciones totales de China y algo más del 1% de las importaciones. Además del canal comercial, hay que prestar atención al posible contagio financiero por flujos de capitales y divisas. Pero, hasta ahora, el efecto del *bretxit* sobre la Asia emergente, China incluida, ha sido moderado. La reciente ronda de depreciación del yuan frente a una cesta de divisas de los socios comerciales no desencadenó ninguna turbulencia financiera similar a la de finales del año pasado. Las salidas de capital de China han caído significativamente en los últimos meses, lo que indica que las medidas para endurecer los controles de capitales están teniendo efecto y que los inversores van adaptándose poco a poco al nuevo régimen cambiario.

Tras una fuerte desaceleración del crecimiento el año pasado, las autoridades chinas incrementaron los estímulos. Ahora hay señales de que los dirigentes han vuelto a aminorar la marcha. El aumento de los préstamos bancarios se ha desacelerado claramente. En los dos primeros meses del 2º trimestre, los préstamos bancarios nuevos cayeron a una tasa anual de 4,2%, frente al aumento de 25,5% en el primer trimestre. Las variaciones de la financiación social total, una medida más completa de la creación de crédito, son aún más drásticas. Al igual que se ha desacelerado el crecimiento del crédito lo ha hecho la actividad económica. El crecimiento interanual de la inversión en activos fijos cayó a 7,4% en mayo tras permanecer por encima de 10% durante cuatro meses consecutivos. La inversión inmobiliaria también ha empezado a perder ímpetu.

Esperamos que las políticas monetarias sigan siendo prudentes durante el resto del año, dejando que las políticas fiscales desempeñen un papel mayor para respaldar el crecimiento. El presupuesto de este año proponía un déficit fiscal equivalente al 3% del PIB, frente al 2,4% de 2015. Si incluimos otras emisiones de deuda pública local, los préstamos de las entidades de crédito oficial y el aumento de las ventas de terrenos, el déficit fiscal efectivo podría ser del orden del 10% del PIB.

Resumiendo, esperamos que la economía china continúe arreglándose durante el resto del año con la ayuda de apoyo político. Así pues, mantenemos nuestra previsión de 6,5% para el crecimiento del PIB real en 2016.

Las incógnitas del *brexit* resaltan la necesidad de permanecer ágiles

El referéndum sobre el *brexit* ha abierto un período de incertidumbre para los mercados de riesgo. En este entorno, los bonos *core* juegan su tradicional función de refugio, mientras que el USD y el yen se ven sometidos a una presión alcista.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet y Alexandre Tavazzi

MERCADOS FINANCIEROS

Evolución en % de los índices financieros en monedas locales. Datos al 30.06.2016

	Indice	Desde 31.12.2015	Mes anterior
Renta variable EEUU*	USD S&P 500	3.8%	0.3%
Renta variable Europa*	EUR STOXX Europe 600	-7.4%	-4.8%
R.V. mercados emergentes*	USD MSCI Emerging Markets	6.6%	4.1%
Bonos soberanos EEUU*	USD ML Treasury Master	5.7%	2.3%
Bonos corp. <i>investment grade</i> EEUU*	USD ML Corp Master	7.6%	2.2%
Bonos corp. <i>high yield</i> EEUU*	USD ML US High Yield Master II	9.3%	1.1%
Hedge funds	USD Credit Suisse Tremont Index global**	-1.5%	0.4%
Materias primas	USD Reuters Commodities Index	9.3%	3.4%
Oro	USD Gold Troy Ounce	24.4%	8.8%

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

* Dividendos/cupones reinvertidos ** final mayo 2016

El *brexit* plantea muchas preguntas a los estrategas. Dado que depende mucho de cómo evolucione la situación política en Europa, la diversificación de las carteras adquiere una nueva importancia.

Hora de resguardarse

Los estrategas del mercado afrontan un largo período de visibilidad reducida a raíz del referéndum sobre el *brexit* el 23 de junio en el Reino Unido. El efecto inmediato de la victoria de los partidarios de la salida no tardó en percibirse. Los activos de riesgo de todo tipo se vendieron de inmediato –en particular renta variable europea y bonos HY así como bonos de la periferia de la zona euro– antes de que las insinuaciones sobre acciones de los bancos centrales les ayudaran a protagonizar una vuelta a la escena. Activos refugio como los *US Treasuries* y *Bunds* a largo plazo, el yen, el oro físico y el franco suizo registraron ganancias a corto plazo debido a la volatilidad por el *brexit*.

Pero no hay que olvidar que existe un mundo fuera de la UE. Los bonos y divisas de los mercados emergentes fuera de Europa han reaccionado con relativa calma a los resultados del referéndum sobre el *brexit*.

Esperamos que su efecto en el crecimiento global sea leve. Y, en la propia Europa, hay señales de que, tras el choque inicial, los activos de riesgo pueden estabilizarse durante un tiempo mientras los participantes del mercado vean qué forma adopta el *brexit*. Pero adónde se encaminen a partir de ahí, sigue siendo una pregunta abierta que solo los políticos pueden responder.

Por supuesto, la volatilidad mejoraría si se hiciera evidente que, con algo de maniobra política experta, la salida del Reino Unido de la UE no se produce después de todo. Podría esperarse que los activos de riesgo reaccionaran positivamente a ese acontecimiento. Pero si, como todos insisten en que realmente sucederá, el Reino Unido termina saliendo de la UE, los mercados se centrarán en la forma que adopte esa salida. Los activos de riesgo se verían especialmente afectados si se produjera una salida "dura", dejando al Reino Unido sin acceso preferente para sus exportaciones a la UE. Sin permanecer estáticos, los activos de riesgo podrían reaccionar de forma menos negativa si la salida es "suave", con cierto acceso preferente de las exportaciones británicas a la UE a

cambio de algunas concesiones notables.

Pero no sabemos cuál de estos escenarios se materializará. Ni siquiera está claro que un "final feliz" –en forma de la permanencia continua del Reino Unido en la UE– vaya a desencadenar cambios duraderos a favor del riesgo, pues los mercados pronto tornarán su atención a factores que ya influían en ellos antes del referéndum (falta de ritmo de crecimiento económico y de los beneficios, etc.) En resumen, opinamos que los participantes del mercado tendrán que guarecerse hasta que todo se aclare. No sabemos todavía cuánto tardará esto. En estas condiciones, la diversificación de la cartera adquiere un nuevo significado, conllevando una búsqueda constante de tipos de activos que sean líquidos pero en la medida de lo posible no estén correlacionados con las mayores fuentes de riesgo, para asegurar que las carteras estén preparadas para soportar más crisis políticas.

Renta variable: sin tiempo para pensar

El resultado del referéndum sobre el *brexit* ha abierto un período de incertidumbre para los mercados de renta variable. Antes de la votación, las valoraciones del mercado habían alcanzado niveles cercanos a sus máximos anteriores (casi 18 x en EE.UU. y 16 x en Europa), y por ello se habían vuelto vulnerables a las malas noticias. Los mercados financieros eligieron rápidamente entre los ganadores y los perdedores del *brexit*. Entre los primeros, vemos grandes empresas británicas que deberían beneficiarse de una moneda muy competitiva (la libra perdió casi 9% en junio frente al USD) y de su exposición internacional. El índice

MSCI UK Large Cap rindió +7,9% en junio en GBP, mientras que el índice Small Caps (dependiente de la economía interna) perdió 6,8%.

Los mercados han adoptado una postura negativa sobre las economías periféricas del euro y sus correspondientes sectores financieros. Los bancos griegos, italianos y españoles hicieron bajar el principal índice del sector bancario un 17% en el mes. Así pues, a falta de un proceso político claro, las rentabilidades de los índices en general enmascaran una realidad muy polarizada.

Durante las próximas semanas, los analistas adaptarán sus estimaciones al nuevo entorno (menor crecimiento europeo, GBP más baja y tipos a largo plazo más bajos). Excluyendo el Reino Unido, el PER del Stoxx Europe 600 baja de 16 x a 15,6 x y la tasa de crecimiento de su BPA mejora de 2,5% a 5,6%. Sin embargo, dadas las incertidumbres actuales, no es probable que los inversores acepten esas cifras sin más, sino que más bien continuarán atentos a las decisiones políticas y, en especial, de los bancos centrales. En épocas como esta hay que ser ágil.

Los US Treasuries protegen las carteras

El papel de los bonos soberanos *core* de proteger las carteras en épocas de turbulencias del mercado financiero no ha desaparecido pese a los tipos de interés bajos. En junio, los US Treasuries a 10 años rindieron 3,3%, superando el 2,6% de los Bunds alemanes a 10 años. Hasta los bonos japoneses a 10 años rindieron 1,3% (todas las rentabilidades en moneda local). En épocas de mayor riesgo, a mayor duración, mejor resultado: durante el mes, los US Treasuries a 30 años rindieron 7,1%, y los Bunds

alemanes a 30 años 11,9%. El oro se comportó de manera similar, subiendo 8,8% en junio. Los activos refugio registraron unas rentabilidades magníficas en el primer semestre de 2016 en conjunto, como el 24,4% del oro y el 16,3% y 29,6% de los bonos americanos y alemanes a 30 años, respectivamente.

Japón acusa la fortaleza del yen

En junio siguió manteniéndose la estrecha correlación entre el tipo de cambio yen/USD y el TOPIX. Como consecuencia, el TOPIX registró una rentabilidad relativa claramente peor en el mes, con una caída de 9,6% en términos de rentabilidad total frente a -4,8% del Stoxx Europe 600 y un ligero aumento de 0,3% del S&P 500 (todas las rentabilidades en moneda local). La caída del TOPIX se debió principalmente a efectos de cambio pues, en términos de USD, el TOPIX bajó "solo" 2,3%. El yen había alcanzado 102 frente al USD al final de junio, es decir, una revalorización del 8% en el mes, con la mitad de esta subida tras las votación sobre el *brexit* a medida que los inversores huían hacia activos refugio, incluido el yen. El nivel actual del yen es fuente de inquietud, pues la mayoría de los analistas y empresas han usado 105 como hipótesis básica para pronosticar los beneficios de 2016. En junio, los analistas rebajaron sus previsiones de beneficios en 2,2% para el índice TOPIX en 2016. Esta tendencia adversa podría avanzar sin un cambio de sentido en el mercado de divisas, poniendo en peligro la previsión de crecimiento de los beneficios del 15% para este año.

La Fed mantendrá la cautela

A raíz de los débiles datos del mercado laboral de EE.UU. en mayo, la reunión del FOMC del 14-15 de

junio fue decepcionante. Tras el *brexit*, es probable que la Fed continúe esperando para subir los tipos. Sin embargo, la mejora de los datos americanos que esperamos hace relativamente probable una subida de tipos en diciembre, si bien a finales de junio el mercado no la descontaba en modo alguno. Por otra parte, el yuan chino ha continuado depreciándose frente a una cesta ponderada de divisas (la caída se estima en -5,9% desde el comienzo del año), con independencia del comportamiento del USD. Esto contrasta con la afirmación del Banco Popular de China de que quiere mantener el yuan más o menos estable frente a su cesta de divisas, pero indica hacia dónde desean las autoridades chinas que evolucione el yuan. En este sentido, hay varios factores que respaldan la fortaleza del USD.

Persisten los nubarrones sobre la demanda de petróleo

El mes pasado hacíamos hincapié en la naturaleza cada vez más volátil de la oferta de petróleo dados los niveles de corte de producción, estructuralmente más altos. Ahora, en junio y a principios de julio, el aumento de las incertidumbres tras la votación británica sobre el *brexit* representa un riesgo para la demanda global de petróleo. Junto con nuestro escenario que prevé un USD más fuerte en los próximos meses y las numerosas posiciones en petróleo mantenidas por los participantes del mercado, es mucho más probable una corrección transitoria de los precios del petróleo.

Mejoras de las balanzas por cuenta corriente en muchos países

Gracias a la caída de los precios del petróleo en particular, las cuentas corrientes de muchos países importadores de materias primas han mejorado. Esto es especialmente importante para los mercados emergentes, ya que en su caso se considera que un saldo por cuenta corriente saneado contribuye a aumentar las reservas de divisas y mejorar su capacidad para aguantar la volatilidad de los mercados de capitales, derivada, por ejemplo, de una subida de los tipos de interés en EE.UU. En cambio, al elevado superávit por cuenta corriente de Alemania se atribuye el declive de la demanda en toda Europa y el aumento de las presiones deflacionarias.

+9,9%

Según el Departamento de Comercio, el déficit por cuenta corriente de EE.UU. aumentó 9,9% en el primer trimestre de 2016, a 124.700 millones USD, su máximo nivel en más de siete años, debido a la caída de las exportaciones y el declive de las inversiones extranjeras. El déficit del primer trimestre equivale al 2,7% del PIB americano, muy por debajo del récord de 6,3% registrado en el cuarto trimestre de 2005.

412 millones USD

En abril, Brasil registró su primer superávit por cuenta corriente en siete años. El superávit equivale a 412 millones USD, frente al déficit de 857 millones USD registrado el mes anterior y al déficit de 6.000 millones USD de abril 2015. Esta mejora refleja un fuerte declive de la demanda de importaciones en Brasil, golpeado por la recesión, y la depreciación del real brasileño.

-2.960 millones USD

El déficit por cuenta corriente de Turquía se redujo por noveno mes consecutivo a 2.960 millones USD en abril, frente a los 3.860 millones USD registrados un año antes. Esta mejora se debe en su totalidad a la caída de los precios de la energía importada. Excluyendo el oro y la energía, la balanza no ha mejorado en el último año. El déficit por cuenta corriente de Turquía bajó del 9,6% del PIB en 2011 al 4,5% al final de 2015.

7%

El déficit por cuenta corriente del Reino Unido alcanzó un récord de 32.700 millones £ (equivalente al 7,2% del PIB) en el último trimestre de 2015, frente a los 20.100 millones £ del trimestre anterior, según la Oficina Nacional de Estadística. Aunque las cifras correspondientes a los tres primeros meses de 2016 muestran una notable mejora en la balanza comercial británica (el déficit bajó al 6,9% del PIB), el país ha registrado un persistente déficit por cuenta corriente a lo largo de los 15 últimos años.

25.600 millones €

La balanza comercial de Alemania ascendió a 25.600 millones de euros en abril, frente a los 21.800 millones de euros registrados un año antes, pues las exportaciones aumentaron 3,8% durante el período de 12 meses, mientras que las importaciones se mantuvieron prácticamente invariables. **En 2015, la balanza por cuenta corriente alemana ascendió hasta un preocupante 8,8% del PIB**, según las cifras de la Comisión Europea.

48.100 millones USD

El superávit por cuenta corriente de China disminuyó de 85.300 millones USD en el cuarto trimestre de 2015 a 48.100 millones USD en el primer trimestre de 2016. **La balanza por cuenta corriente de China alcanzó un récord de 1,331 billones USD en el cuarto trimestre de 2008, pero ha ido bajando en general desde entonces como porcentaje del PIB** (2,7% en 2015, comparado con 9,3% en 2008) mientras los dirigentes se centran en reforzar la economía doméstica.

7,7%

Las cifras publicadas en junio muestran que el superávit por cuenta corriente de Corea, generado por sus intercambios comerciales con las debilitadas economías china y estadounidense, ha caído casi 20% con respecto al año anterior. No obstante, **Corea ha registrado un superávit por cuenta corriente a lo largo de esta década: en 2015, ascendió a 105.900 millones USD (7,7% del PIB)** gracias a la caída de los precios globales de la energía.

2,9%

Japón registró en abril un superávit por cuenta corriente por 22° mes consecutivo. El superávit (1.88 billones JPY, 17.900 millones USD) fue un 42% más elevado que el de un año antes. El superávit japonés ascendió al 2,9% del PIB en 2015, su máximo nivel desde 2010, gracias a la caída de los precios de las materias primas.

0,1%

La balanza por cuenta corriente de la India pasó de un déficit de 7.100 millones USD en el último trimestre de 2015 a 300 millones USD en el primer trimestre de 2016 (0,1% del PIB). No obstante, esta mejora podría ser contrarrestada por un repunte del 40% de los precios del petróleo este año. La última vez que India registró un superávit por cuenta corriente fue en el primer trimestre de 2007.

Los mercados lidian con las consecuencias del voto del Reino Unido

Aunque los mercados de renta variable se reanimaron a fin de mes, el referéndum sobre el *brexit* causó un fuerte repunte de la volatilidad, tanto antes como después de la votación. Los activos refugio, como deuda pública *core*, oro físico y divisas, como el yen, el franco suizo y el dólar, subieron en junio.

Renta variable

El mundo "B"

Los mercados se adaptan a la nueva realidad.

El resultado del referéndum sobre el *brexit* en el Reino Unido cogió a los mercados por sorpresa. La amplitud de los movimientos del mercado en los días siguientes fue excepcional, y se reflejó en las rentabilidades mensuales de junio. En moneda local, el Stoxx Europe 600 registró una rentabilidad total de -4,8%, mientras que el S&P500 logró avanzar +0,26%. La evolución de los mercados italiano (-9,5%), español (-9,1%) y griego (-15%) indica claramente que el principal desafío del *brexit* es una mayor integración de la UE. Los inversores vendieron títulos bancarios, percibidos como frágiles en un mundo de rendimientos ultrabajos y renovadas tensiones europeas. El índice Stoxx Europe 600 Banks retrocedió 17,6% en EUR.

Gracias a una bajada de 9% de la GBP, el índice FTSE100 subió 4,7% (en GBP) en junio. Una moneda débil es una clara ventaja para los componentes del índice, con 87% de sus ventas generadas fuera del Reino Unido. El índice MSCI Emerging Markets rindió 4% durante el mes, reflejando la subida del 4% de los precios de las materias primas. La volatilidad europea aumentó y alcanzó 39,9% antes de cerrar el mes en 26%. En EE.UU., el índice VIX registró un máximo de 25% y cerró junio al 15%.

Las previsiones macroeconómicas se adaptarán a la nueva realidad, al igual que las previsiones de beneficios. En 15,5x y 17,9x respectivamente a principios de julio, los múltiplos europeos y americanos siguen cerca de sus máximos anteriores. Los niveles de valoración continuarán inciertos hasta que las estimaciones reflejen la nueva realidad. Acaba de empezar un período de incertidumbre.

Renta fija

Búsqueda de seguridad en los US Treasuries

La deuda pública refugio dio mejores resultados que sus equivalentes periféricos en medio de una mayor incertidumbre.

El voto británico a favor del *brexit* causó una huida hacia la seguridad en los mercados financieros. En este contexto *risk-off*, los bonos refugio tales como los US Treasuries y los Bunds alemanes registraron una rentabilidad positiva en junio en conjunto (12,7% el bono alemán a 30 años). El rendimiento del US Treasury a 10 años cayó 38 pb a 1,47% en los días posteriores al referéndum del *brexit* y el Bund a 10 años cayó en territorio negativo a -0,13%.

El temor a que el *brexit* causara una implosión de la Unión Europea (UE) dio lugar a un aumento de 20 pb del diferencial de los bonos italianos y portugueses a 10 años respecto al Bund en junio. Los diferenciales de la deuda pública española aumentaron de forma moderada gracias al resultado relativamente favorable para el mercado de las elecciones generales del 26 de junio. Pero la incertidumbre política debería seguir lastrando la evolución de los bonos periféricos, cuyos diferenciales podrían ampliarse durante el verano. Para contrarrestar esta peor evolución de los bonos periféricos respecto a los alemanes, harían falta mejoras en los siguientes frentes: resolución de los problemas de morosidad que sufren los bancos italianos, aprobación del referéndum italiano sobre reformas constitucionales en octubre, y formación de un Gobierno minoritario estable de centro-derecha en España. Hasta entonces, los rendimientos de los bonos refugio deberían seguir bajos y ofrecer a los inversores una protección efectiva, ya que la volatilidad no ha acabado.

Bonos corporativos

El *brexit* perjudica al crédito en euros

*A causa del *brexit* el crédito en EUR ha evolucionado peor que el crédito en USD.**

A finales de junio, el *brexit* causó turbulencias en los mercados financieros, dando lugar a una peor evolución del *high yield* (HY), el segmento de crédito de más riesgo. Durante el mes el HY EUR dio peores resultados que su homólogo en USD en términos de rentabilidad total (-0,3% vs +1,1%), ya que Europa tiene mayor exposición al sector bancario (22% en HY EUR vs 5% en el caso del HY USD) y a empresas británicas (11% HY EUR vs 3% en HY USD), dos segmentos que preocupaban a los inversores al final de junio. Más inquietante aún, los títulos financieros italianos representan el 45% de la deuda en el segmento del HY financiero en EUR. Los bancos italianos han registrado peores resultados que sus homólogos debido a una tasa de morosidad muy elevada del 12%. En general, los bancos europeos se han visto afectados por el aplanamiento de la curva de rendimientos alemana (los tipos a más largo plazo han bajado) y la desaceleración prevista de la economía europea debido al *brexit*.

El segmento *investment grade* (IG) corporativo se benefició de la caída de los rendimientos de la deuda pública, bajando el IG USD 27 pb a 2,9%. El IG USD superó al IG EUR en términos de rentabilidad total, generando 2,2% frente al 1,0% del índice en EUR. Influidos por la política europea, los mercados financieros podrían seguir volátiles este verano, superando el crédito en USD a su homólogo en EUR. El HY EUR podría seguir evolucionando negativamente mientras los bancos europeos no presenten buenas perspectivas financieras.

* Datos basados en índices Bank of America Merrill Lynch.

Hedge funds

Resistentes en medio de la incertidumbre *post-brex*

Mientras los británicos votaban a favor de salir de la UE, los gestores de hedge funds resistían, aportando protección contra el riesgo bajista.

Antes del referéndum, gran parte de los gestores de hedge funds se pasaron al modo *risk-off*, dado que durante las semanas previas a la votación, los resultados de los sondeos iban cambiando una y otra vez. Mientras los mercados y las casas de apuestas se inclinaban por una victoria de la permanencia, justo antes del referéndum, el *brexit* se consideraba un "suceso extremo" potencial. Dado el resultado binario, los gestores actuaron con cautela, sin asumir riesgos significativos en sus carteras. Según los primeros indicadores de rentabilidad, parece que la mayoría de los gestores de hedge funds no sufrió excesivas pérdidas tras el anuncio de la victoria del *brexit*. Los gestores Global Macro, CTA y Valor Relativo lograron hacer frente al aumento de volatilidad en el mercado, adoptando un posicionamiento táctico. Los seguidores de tendencias CTA, con posiciones largas en renta fija y USD, registraron notables ganancias el día de los resultados del referéndum (24 de junio). Los gestores Global Macro aprovecharon la debilidad de las divisas y registraron ganancias moderadas, mientras que los de Valor Relativo con perfiles largos en volatilidad /convexidad también obtuvieron resultados positivos. Los gestores de crédito y renta variable guiados por los fundamentales se vieron afectados por la turbulencia, pero las correcciones registradas fueron menores que las de los mercados.

Metales preciosos

Respaldados por las incertidumbres

Las incertidumbres asociadas al brexit impulsaron la demanda de metales preciosos como refugio.

En junio el referéndum británico sobre la UE influyó significativamente en la evolución de los metales preciosos. La previsión de un resultado reñido impulsó la demanda de oro y plata como activos refugio, incluso antes de los resultados del *brexit*. La decisión del Reino Unido de abandonar la UE hace pensar que las incertidumbres van a persistir durante mucho tiempo, lo que respalda la demanda de oro y plata.

No obstante, el *brexit* es esencialmente un acontecimiento europeo y es improbable que tenga efectos significativos en la economía mundial, en particular en EE.UU. Si bien es cierto que el *brexit* debería dar lugar a políticas monetarias más acomodaticias, especialmente en Europa, seguimos pensando que la Fed subirá sus tipos este año en vista de la mejora de los datos de EE.UU. Por otra parte, a finales de junio las posiciones largas netas en oro (teniendo en cuenta los intereses abiertos) alcanzaban sus máximos niveles desde el comienzo de esta serie en 1999. El sentimiento alcista en torno al oro parece excesivo, lo que indica que el potencial de subida a corto plazo es limitado.

Pero a más largo plazo, reconocemos que el *brexit* tendrá sin duda consecuencias políticas duraderas que deberían respaldar la demanda de oro como refugio.

Divisas

Los mercados de divisas asimilan el *brexit*

Junio ha sido un mes muy estresante para los inversores debido al referéndum británico.

Muchas de las consecuencias a largo plazo del *brexit* en los mercados de divisas dependerán de las condiciones con las que se lleve a cabo el divorcio entre el Reino Unido y la UE, que no se conocerán durante cierto tiempo. El correspondiente aumento de las incertidumbres no favorece al apetito de riesgo. Por lo tanto, las divisas "refugio", definidas como las pertenecientes a países con cuenta corriente positiva, deberían evolucionar mejor. El yen japonés y el franco suizo deberían experimentar una presión alcista, obligando a sus bancos centrales a actuar. El Banco Nacional Suizo ya ha anunciado que está interviniendo en los mercados de divisas para frenar el fortalecimiento del CHF, y es probable que BoJ anuncie nuevas medidas expansivas en julio.

El euro está en una posición interesante, dado que está respaldado por una cuenta corriente cada vez más positiva. Pero el *brexit* sin duda rebajará las previsiones de crecimiento de la zona euro y aumentará el riesgo de una eventual ruptura. Un referéndum italiano en octubre y las elecciones presidenciales francesas en abril-mayo de 2017 también podrían lastrar la evolución del euro. Aunque la cuenta corriente de EE.UU. es negativa, el dólar es la divisa de reserva del mundo y, por lo tanto, se considera segura. Junto con la mejora de los datos americanos, el dólar sigue resultando atractivo.

Según sople el viento – se prevén cambios en las fuentes de rentabilidad

El análisis cuantitativo puede ayudar a prever fuentes de rentabilidad potenciales, tanto a corto como a largo plazo. Este artículo analiza diversas fuentes de rentabilidad y da pistas sobre el creciente papel de la inteligencia artificial en la gestión de inversiones.

Edgar van Tuyll van Serooskerken, director de estrategia cuantitativa, Pictet Wealth Management

Los inversores están obsesionados con los bajos rendimientos. Las rentabilidades han caído en picado mientras el crecimiento se desplomaba, y la baja inflación y unos tipos de interés bajos (incluso negativos) están incitando a algunos a guardar el dinero bajo el colchón. Así pues, ¿qué puede decirnos el análisis cuantitativo sobre fuentes de rentabilidad pasadas, presentes y futuras?

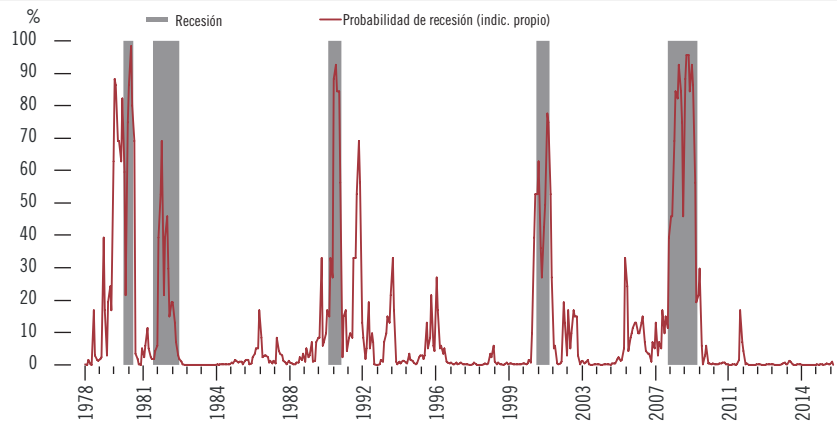
La escasez, o la paradoja del valor

La paradoja del valor, o la paradoja del diamante y el agua, consiste en que aunque el agua (a diferencia de los diamantes) sea esencial para la supervivencia, la limitada oferta de los diamantes hace que tengan precios más altos. La oferta determina el precio de los activos reales, desde los metales preciosos y las materias primas hasta la tierra. La oferta de muchas materias primas tocó techo en 4T 2015, mientras los precios tocaban suelo. Aunque el repunte de los precios se verá interrumpido por la próxima contracción, la dinámica de la oferta predice un mercado alcista a largo plazo para las materias primas.



Edgar Van Tuyll Van Serooskerken
Pictet WM - Director de estrategia cuantitativa

GRÁFICO1: % PROBABILIDAD DE RECESIONES GLOBALES, USANDO INDICADORES PROPIOS



Fuentes: NBER, Bloomberg, Datastream, Pictet WM-Quantitative Strategy

Al mismo tiempo, el ratio precio/ingresos –una medida de valoración de los precios inmobiliarios– indica que estos están infravalorados en muchas zonas periféricas de Europa y sobrevalorados en varios países productores de materias primas.

Viajar en el tiempo ya no compensa

Al descontar los *cash flows* futuros al presente, o acumular rendimientos actuales al futuro, los tipos de interés permiten una forma de viajar en el tiempo. La prima de plazo (usando el cálculo de Adrian, Crump y Muench de la Fed neoyorquina) mide el rendimiento adicional que exigen los compradores para mantener papel a 10 años en lugar de títulos a corto plazo sucesivos. Esta prima ha sido positiva durante prácticamente los últimos 50 años, pero a mediados de junio se situaba en -0,52% para los US Treasuries a 10 años. De hecho, desde principios de año, la prima de plazo se ha convertido en un descuento. Así pues, viajar en el tiempo ya no compensa. Ahora no vale la pena inmovilizar fondos en bonos a 10 años en lugar de renovar títulos a corto

plazo durante 10 años. Para que comprar bonos a largo plazo vuelva a compensar, la inflación tiene que aumentar, lo que suele suceder en este punto del ciclo económico.

La sutil relación entre volatilidad y rentabilidades

La mayor parte del tiempo, las clases de activos más volátiles, como la renta variable, generan mejores rentabilidades que activos menos volátiles como la deuda pública *core*. Pero durante las recesiones (asociadas a mercados de renta variable bajistas), la deuda pública *core* produce rentabilidades más altas. Probablemente ya haya algunos ingredientes para una contracción, pero no tantos como para desencadenar una recesión inmediata. Por ejemplo, el *shadow rate* de los fondos federales según Wu y Xiade la Fed de Atlanta –un modelo que integra décadas de datos históricos y tiene en cuenta medidas de relajación cuantitativa recientes para obtener una medida más global del efecto de las políticas de la Fed– en el pasado habría tenido que subir de su nivel actual de 0,25%-0,50% a 2,2% aprox.

(1,5% por encima del tipo a 2 años) para que se desencadenara una recesión. La baja probabilidad de recesión que indica este análisis debería favorecer a la renta variable por ahora.

Las clases de activos con más volatilidad suelen recompensar al inversor con una mayor rentabilidad. Pero no existe ninguna compensación por la alta volatilidad dentro de las propias clases de activos. Muy al contrario: en la renta variable, la baja volatilidad lleva sistemáticamente a rentabilidades más altas. Como es natural, los títulos defensivos (o menos volátiles) son más rentables que sus homólogos cíclicos en fases de contracción. Pero durante varios ciclos económicos completos, los títulos defensivos son más rentables que el mercado en general. Se debe a que, mientras que los determinantes de rentabilidad de todos los títulos de renta variable son similares, puesto que los defensivos caen menos durante mercados bajistas, queda más capital para acumular rentabilidades.

Reversión a la media – Todo lo que sube baja

Observando que en un período de 7-10 años las desviaciones de los fundamentales tienden a corregirse, Benjamin Graham, en su libro de 1934 *Security Analysis*, señalaba una forma esencial de encontrar empresas infravaloradas. Así pues (y sobre la base de la magistral obra *A History of Interest Rates* de Sidney Homer y Richard Sylla, los tipos de interés están en su nivel más bajo de 5.000 años), la deuda pública está muy sobrevalorada tras 35 años de fuerte rentabilidad, mientras que la renta variable y la renta fija emergentes están infravaloradas. Curiosamente, la reversión a la media puede observarse

TABLA 1: ALTERNANCIA DE MERCADOS FAVORITOS Y RECESIONES, 1973-2016

1973-1975	Recesión
1975-1980	Tecnología
1980-1982	Doble recesión
1982-1990	Japón
1990-1991	Recesión
1991-2000	Tecnología
2001	Recesión
2002-2007	Mercados emergentes
2007-2009	Recesión
2009-2016	Tecnología

Fuentes: NBER, Bloomberg, Datastream, Pictet WM Quantitative Strategy

también en períodos muy cortos (ver "*La tendencia es tu amiga...*").

Tamaño frente a calidad – No hay por qué elegir

Los títulos de calidad, independientemente de su tamaño, tienden a comportarse mejor en períodos largos. Pero la calidad (rentabilidad elevada y estable y deuda baja) tiende a ser un atributo de grandes empresas tecnológicas que parecen tratar de ser el proveedor único de cualquier producto o servicio imaginable. A menudo se cree que las empresas más pequeñas y más ágiles ofrecen mejores rentabilidades potenciales que las grandes, pero desde 2000 han registrado una subida extraordinaria y ahora están caras según sus fundamentales.

¿Geografía o innovación?

Durante los dos últimos siglos al menos, las expectativas de crecimiento rápido se han visto representadas alternativamente por los mercados emergentes (o temas relacionados con la geografía) y por la tecnología (o temas relacionados con la innovación).

Los mercados emergentes encabezaron la fase alcista en 2003-2007, mientras que la tecnología lleva la batuta desde el final de la última recesión en 2009. El análisis de modelos del pasado indica que los mercados emergentes volverán a ser los favoritos en un nuevo ciclo económico. Pero la tecnología podría seguir evolucionando bien en el próximo ciclo, en vista de la nueva revolución industrial que comenzó alrededor de 2012 en torno al Internet de las cosas, la inteligencia artificial y la ingeniería genética.

La tendencia es tu amiga, pero cederá

Para disgusto de los gestores "activos", la investigación académica respalda las afirmaciones de que el seguimiento de tendencias (o inversión estilo *momentum*) es realmente la principal fuente de rentabilidades¹. Se han propuesto muchas explicaciones para ello, siendo una el "riesgo profesional" de los gestores activos que no siguen tendencias de inversión importantes.

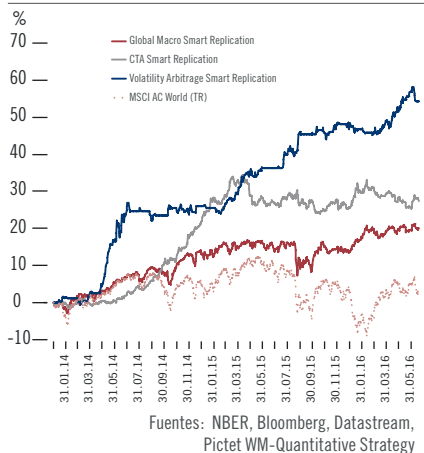
Otro enfoque para invertir se basa en el *timing* del mercado, prediciendo sus puntos de inflexión. Los "market timers" recurren a acontecimientos como cambios de tendencia a corto plazo para entrar o salir. Como variación de este tema, los distribuidores de activos se aprovechan de indicadores adelantados observables antes de que

¹ *Dissecting Anomalies*, Eugene F. Fama y Kenneth R. French, *Journal of Finance*, vol. 63, nº 4, agosto 2008

Two Centuries of Trend Following, Y. Lempérière, C. Deremble, P. Seager, M. Potters, J. P. Bouchaud, *Capital Fund Management*, abril 2014
A Century of Evidence on Trend-Following Investing, B. Hurst, Y. Ooi, L. Pedersen, AQR White Paper, septiembre 2014

Two Centuries of Price Return Momentum, C. Geczy, M. Samonov, *Financial Analysts Journal*, próxima publicación

GRÁFICO 2: RENTABILIDAD DE UNA SELECCIÓN DE ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS (EN USD) DESDE 2013



se materialicen (anticipándose a tendencias en lugar de seguir las). Estos indicadores adelantados son el ingrediente secreto de algunos hedge funds *global macro*. Por dar una idea, dado que los precios del petróleo tienen todavía que duplicarse sobre una base móvil de 12 meses, tal como suele suceder antes de recesiones, algunos gestores de fondos creen que por el momento la perspectiva es más favorable para la renta variable que para la renta fija.

Durante períodos volátiles, tanto el seguimiento de tendencias como el *market timing* pueden aumentar las rentabilidades ajustadas al riesgo de carteras equilibradas, calculadas por el ratio Sharpe (exceso de rentabilidad respecto a la liquidez, ajustada en función de la volatilidad). Esto indica que los mandatos equilibrados deberían incluir estrategias de futuros gestionados con seguimiento de tendencias (CTA), global macro y alternativas rivales.

Los inversores pueden vender volatilidad, por ejemplo, mediante estrategias de renta variable *market-neutral*, tan de moda. Estas conllevan tomar posiciones largas en acciones cuyo valor se espera aumentará y cortas en aquellas que se espera caerán en términos relativos. Las estrategias de *carry* implican endeudarse a tipos bajos para invertir a tipos altos, y otra estrategia alternativa conlleva beneficiarse de la prima de liquidez pagada por las inversiones de *private-equity*. Este tipo de estrategias alternativas puede aumentar las rentabilidades en mercados alcistas, pero ser más volátil en los bajistas. Estas estrategias se comportaron bien en el pasado mientras la renta variable seguía subiendo. (Nuestros diversos indicadores señalan que la renta variable debería seguir evolucionando bien de momento.)

Conclusión: las máquinas como socios

Los efectos de correlación significan que una combinación de las estrategias mencionadas en este artículo puede producir rentabilidades ajustadas al riesgo más altas que cualquiera de ellas por separado. Las ponderaciones de cartera que se desvían de las ponderaciones basadas solo en la capitalización bursátil abren todo un mundo de oportunidades, por ejemplo, usando el apalancamiento para conseguir una combinación óptima de activos con volatilidades diferentes (paridad de riesgo).

Pero combinar diversas fuentes de rentabilidad en una cartera significa desarrollar un híbrido de técnicas de análisis informático, financiero y macroeconómico. A lo largo de los años, Pictet ha invertido mucho en esta área, construyendo la arquitectura tecnológica que le permite contrastar y aplicar cualquier combinación de estrategias automáticamente. Más allá del *back-testing*, los ordenadores de Pictet ya están manejando algunas carteras automáticamente o encontrando pautas en los mercados financieros (inteligencia artificial) bajo la supervisión de expertos. Los ordenadores (aún) no pueden pensar por sí mismos. Pero ya hay indicios de que, junto con personas expertas, pueden encontrar nuevas fuentes de rentabilidad bastante distintas de las que actualmente están crispando los nervios de muchos profesionales de la inversión.

Colaboradores | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Frederik Ducrozet, Yann Goffinet
Edición | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Wilhelm Sissener | Terminado de redactar el 4 de julio de 2016
Traducción | Holger Albrecht, Isabel Alvarez, Juliette Blume, Keith Watson, Mario Clapis
Disposición | Production Multimédia Pictet Paper | 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 previsiones de crecimiento revisadas a la baja después del *brexit*

El voto a favor del *brexit* nos ha hecho revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento para algunas economías este año y el próximo. El caso más notable es el del Reino Unido, donde prevemos un crecimiento inferior al del consenso. Destaca la fuerte evolución del yen en lo que va de año (para disgusto de los exportadores japoneses) y de la deuda emergente en moneda local.

Datos al 30 de junio de 2016

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

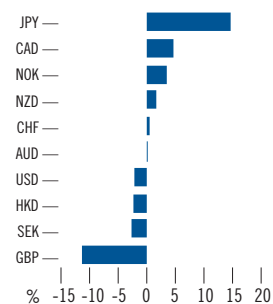
Tasas de crecimiento del PIB	Estimaciones Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	2.4%	2.4%	1.8% (1.9%)	2.0% (2.3%)
Zona euro	0.9%	1.5%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.6%)
Suiza	1.9%	0.9%	0.9% (1.1%)	1.5% (1.5%)
Reino Unido	2.9%	2.3%	1.3% (1.9%)	0.9% (2.1%)
Japón	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.9%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brasil	0.1%	-3.9%	-3.8% (-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%	1.4% (1.3%)	2.4% (2.3%)
Zona euro	0.4%	0.0%	0.1% (0.2%)	1.1% (1.3%)
Suiza	0.0%	-1.1%	-0.5% (-0.6%)	0.3% (0.2%)
Reino Unido	1.5%	0.0%	0.9% (0.6%)	1.9% (1.6%)
Japón	2.7%	0.8%	0.1% (-0.1%)	1.1% (0.9%)
China	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasil	6.3%	9.0%	8.6% (7.0%)	5.7% (5.5%)
Rusia	7.8%	15.5%	8.0% (7.5%)	5.9% (5.7%)

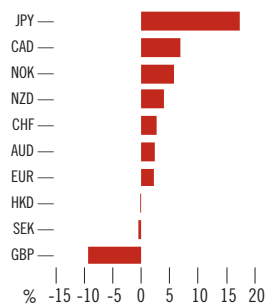
*Fuente: Consensus Economics Inc

VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO (DESDE 31.12.2014)

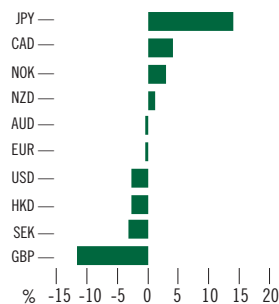
Respecto al EUR



Respecto al USD

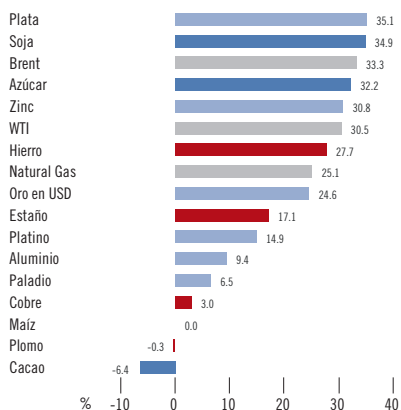


Respecto al CHF

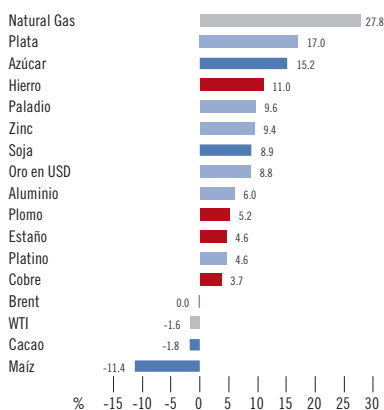


MATERIAS PRIMAS

Evolución desde el 31.12.2015



Evolución mes anterior

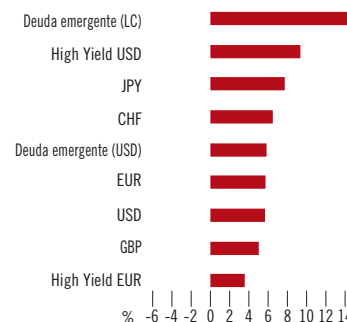


TIPOS DE INTERÉS

	Cortos (3 meses)	Largos (10 años)
EEUU	0.50%	1.5%
Zona euro	0.00%	-0.1%
Suiza	-0.75%	-0.6%
Reino Unido	0.5%	1.0%
Japón	0.0%	-0.2%
China	2.10% (1 año)	4.8% (5 años)
Brasil	14.25%	12.1%

MERCADOS RENTA FIJA

Rentabilidad desde 31.12.2015



MERCADOS RENTA FIJA

Rentabilidad desde 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	1.0%	-1.2%	-1.7%	11.4%
S&P 500*	3.8%	1.5%	1.1%	14.5%
MSCI Europe*	-4.6%	-6.7%	-7.2%	5.2%
Tokyo SE (Topix)*	-4.5%	-6.6%	-7.0%	5.3%
MSCI Pacific ex. Japan*	2.3%	0.1%	-0.4%	12.8%
SPI*	-2.2%	-4.3%	-4.8%	7.9%
Nasdaq	-3.3%	-5.4%	-5.9%	6.6%
MSCI Em. Markets*	6.6%	4.2%	3.7%	17.5%
Russell 2000	1.4%	-0.8%	-1.3%	11.8%

* Dividendos reinvertidos

SECTORES DE ACTIVIDAD

Rentabilidad desde 31.12.2015	EEUU	Europa	Mundial
Industria	6.4%	-4.3%	2.8%
Tecnología	-1.3%	-10.5%	-2.2%
Materiales básicos	5.9%	1.0%	7.1%
Telecomunicaciones	21.0%	-13.1%	8.1%
Sanidad	-1.1%	-7.4%	-2.6%
Energía	13.2%	12.6%	14.4%
Servicios públicos	21.1%	-2.2%	11.6%
Finanzas	-4.1%	-25.7%	-9.7%
Consumo básico	8.9%	2.5%	7.1%
Consumo discrecional	-0.6%	-16.9%	-5.7%

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