

&lt;2%

Potencial de crecimiento del PIB anual a largo plazo en EE.UU.  
Página 2

1,5%

Nuestra previsión de crecimiento del PIB real en la zona euro para este año  
Página 4

+26%

Aumento de las ventas de automóviles en China en septiembre respecto al mismo mes de 2015  
Página 5

+13,9%

Revisión al alza de las estimaciones de beneficios de 2017 para los títulos europeos de recursos básicos  
Página 6

+17%

Repunte del índice japonés de renta variable Topix desde junio (en JPY)  
Página 7

-3,3%

Previsión del banco central de la variación del PIB real de Brasil durante este año  
Página 8

+50 pb

Subida de los rendimientos de los *Gilts* británicos a 10 años en octubre  
Página 10

-2,9%

Caída de los precios del oro en octubre (en USD)  
Página 11

La debilidad del crecimiento ha hecho surgir nuevos enfoques de política monetaria junto con medidas fiscales

*Noviembre 2016*

# Perspectivas

### *Se necesitan nuevas políticas económicas*

*Unas políticas económicas más constructivas ayudarían a los bancos centrales y los gobiernos a salir de su actual dilema.*



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

La dirección de la política económica es sin duda el *quid* de las perspectivas económicas y de los mercados financieros para 2017 y más adelante, y está volviéndose aún más importante porque las políticas monetarias de los principales bancos centrales del mundo están dando señales de perder impulso. Los Gobiernos de EE.UU., Europa y Japón tuvieron que incrementar masivamente su carga de deuda tras la crisis financiera, para evitar el riesgo de una depresión económica en toda regla. Entre 2008 y 2015, el ratio de deuda pública a PIB en varios países desarrollados subió del 60% a más del 100%. Esto ha limitado notablemente su capacidad para introducir políticas presupuestarias keynesianas más tradicionales. Por consiguiente, el apoyo de las políticas gubernamentales a las economías es ligeramente positivo, como mucho.

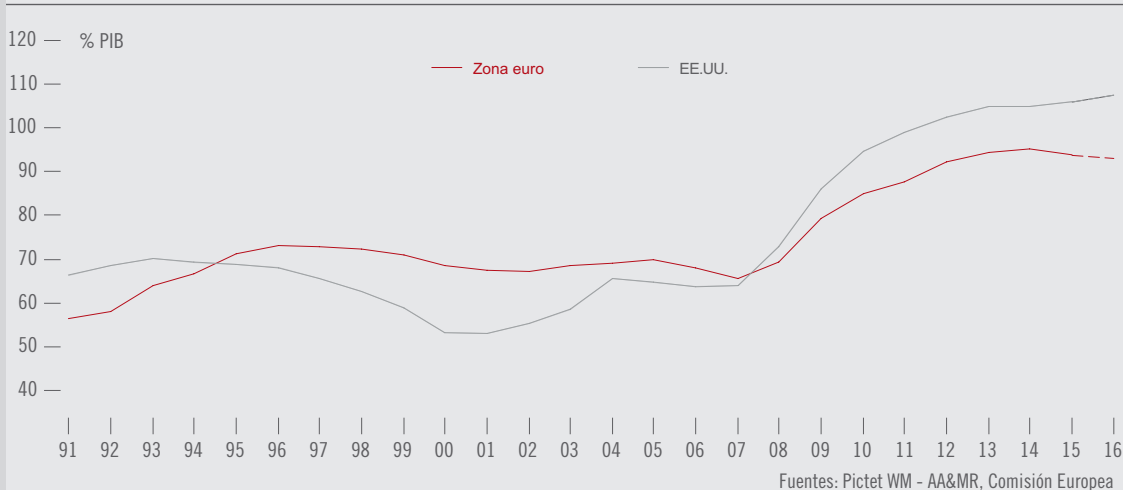
Existe un consenso general entre los economistas sobre los numerosos retos que los gobiernos del mundo desarrollado afrontarán en los próximos años. Tienden a girar en torno a la necesidad de eliminar el riesgo de una espiral inflacionista y afianzar el crecimiento en un nivel más elevado y sostenible que el actual, reduciendo también las desigualdades de renta y riqueza. Las estimaciones oficiales indican que el crecimiento potencial del PIB real de los países desarrollados ha bajado en los últimos años y ahora es solo algo superior al 2% anual en EE.UU., 1% en Europa y posiblemente casi cero en Japón

El principal problema es que en los últimos 25 años, las políticas presupuestarias keynesianas tradicionales no han conseguido restablecer un ciclo de crecimiento económico virtuoso. Es improbable que los planes de gasto en infraestructuras previstos por los dos candidatos en las elecciones presidenciales de EE.UU. este año sean suficientes para cerrar la brecha entre el nivel actual de actividad económica y dónde debería estar según las tendencias históricas.

Una política presupuestaria eficiente requiere un efecto multiplicador fiscal superior a 1, lo que significa que cada unidad de gasto público ha de generar más de una unidad adicional de actividad económica. Los multiplicadores fiscales funcionan también en la otra dirección. Si los multiplicadores fiscales son pequeños, los países pueden recortar el gasto más rápidamente o recaudar más en impuestos sin excesivos daños en el corto plazo. Un efecto de multiplicador fiscal erróneo (incluso el FMI reconoce que infravaloró este multiplicador fiscal) puede ayudar a explicar tanto el drástico aumento de la deuda de los países desarrollados desde 2008 como el daño a corto plazo para el crecimiento causado por un celo excesivo en los programas de austeridad.

Tres razones principales explican la ineffectividad de las antiguas recetas keynesianas. Primero, la amplitud de las economías modernas y la tendencia a que parte del gasto público se escape al sector externo a través de las importaciones disminuyen el efecto multiplicador. Segundo, el gasto en infraestructuras tiende a ser menos efectivo que la inversión productiva del

DEUDA PÚBLICA COMO % DEL PIB, 1991-2016 (PREVISTO)



sector privado. Tercero, la teoría de la "equivalencia ricardiana", expuesta por el economista Robert Barro a mediados de los años setenta, indica que los déficits presupuestarios crean una expectativa de futuras subidas de impuestos, impulsando a los hogares a ahorrar más que a gastar cualquier ingreso adicional generado por el gasto público extra.

Serán necesarias políticas económicas diferentes para satisfacer los retos que afrontan los gobiernos, en especial porque el resultado de las implementadas desde hace varios años apenas es concluyente. Pero, junto con la acumulación de deuda pública, hay otros dos grandes obstáculos para adoptar políticas económicas más favorables al crecimiento.


El primero es conceptual. Para tomar el control tras años de relajación cuantitativa diseñada por los bancos centrales, los gobiernos y sus asesores económicos tienen que encontrar nuevos modelos teóricos que sean lo bastante fuertes como para convencer a los banqueros centrales de las ventajas de un enfoque diferente de la política monetaria. Este tema se comenta detenidamente más adelante en este número de Perspectivas. Pero, en pocas palabras, no es fácil ver ningún marco conceptual aceptable para los banqueros centrales que pueda ser aprobado en el corto plazo.

El segundo obstáculo al que se enfrentan las nuevas políticas económicas es de naturaleza política. La política presupuestaria ha resultado un fracaso en cuanto a respaldar un crecimiento y un gasto sostenibles desde 2008. Prueba de ello es la tendencia a que el crecimiento se desacelere cada vez que los gobiernos tratan de frenar el gasto público. Por supuesto, la intervención de los bancos centrales y los gobiernos fue vital para impedir una depresión en el apogeo de la crisis financiera. Pero, una vez lograda esta meta, deberían haberse introducido políticas fiscales destinadas a reactivar la inversión productiva y la capacidad, que en última instancia ofrecen la única esperanza real para crear crecimiento y empleo sostenibles.

# Los indicadores de crecimiento siguen siendo muy positivos, pero persisten las dudas

Los datos positivos del crecimiento en Reino Unido, EE.UU. y China reflejan cierta mejora, pero el crecimiento global sigue careciendo de ímpetu.

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

 *Los fuertes datos del PIB del tercer trimestre nos han hecho elevar nuestra previsión de crecimiento en China para este año. Las economías de EE.UU. y Reino Unido también han superado las expectativas y los indicadores adelantados de Europa y Japón anuncian cierto repunte de la actividad. Pero no hay un avance decisivo en las perspectivas de crecimiento global.*

Tras un segundo trimestre decepcionante, el crecimiento del PIB en EE.UU. repuntó notablemente en el tercero. Probable ganadora de las elecciones presidenciales, Hillary Clinton ha prometido aumentar el gasto público para modernizar las infraestructuras americanas, lo que debería contribuir al crecimiento general. El estímulo fiscal está también al orden del día en Japón, Reino Unido y China. Se espera un nuevo intento del Banco Central Europeo en forma de prórroga y ampliación de su programa de relajación cuantitativa en diciembre.

Pero las recientes mejoras de las grandes economías continúan siendo marginales. Mientras China prosigue con su transición hacia una economía más basada en la demanda interna, esperamos que el crecimiento baje al 6,2% el año que viene. Dado que es probable que el repunte de EE.UU. en el tercer trimestre, sorprendentemente fuerte, resulte transitorio, no hemos cambiado nuestras previsiones para EE.UU. para 2016 ni 2017, con un crecimiento sin duda bastante inferior a los niveles registrados en esta fase de ciclos anteriores. El estímulo fiscal tardará en surtir efecto y el aumento del crecimiento podría ser moderado. Cuando termine el proceso electoral en EE.UU., la atención volverá a centrarse en el problema de la baja productividad y las subidas de tipos por parte de la Fed.

En Europa, las tensiones en torno al referéndum constitucional del 4 de diciembre en Italia quedarán probablemente eclipsadas por el inicio de las negociaciones sobre el *brexita* a principios del año que viene, que empañarán las perspectivas del Reino Unido. En 2017 también habrá elecciones importantes en Francia, Alemania y los Países Bajos. El crecimiento de la zona euro sigue frágil, como puede observarse por la baja inflación y la falta de crecimiento de la demanda de crédito.

En todas partes se está poniendo a prueba la credibilidad de los bancos centrales, en particular la del Banco de Japón, que ha estado administrando remedios monetarios exóticos. En conjunto, aunque algunos recientes datos alcistas han sorprendido positivamente, no reflejan un cambio decisivo en el ritmo de crecimiento, que sigue moderado.

### **EE.UU.: fuerte PIB del tercer trimestre por un repunte temporal de las exportaciones de alimentos**

El PIB americano creció un 2,9% intertrimestral anualizado en el 3<sup>er</sup> trimestre, superando el 2,6% que esperaba el consenso. Sin embargo, el gasto en consumo fue algo decepcionante y el crecimiento de la demanda interna final se desaceleró del 2,4%

en el 2<sup>o</sup> trimestre al 1,4% en el tercero. El crecimiento en el 3<sup>er</sup> trimestre se debió principalmente a la reposición de inventarios y al fuerte crecimiento de las exportaciones (+10,0%), gracias al repunte de las exportaciones de soja, que será sin duda transitorio. Aunque es probable que las exportaciones vuelvan a bajar en el 4<sup>o</sup> trimestre, las condiciones financieras en EE.UU. siguen favorables, los fundamentales del gasto por consumo y del sector de la vivienda son positivos, y la inversión debería recuperarse en el sector petrolero. Por lo tanto, seguimos razonablemente optimistas sobre el crecimiento americano. Nuestras previsiones medias anuales de un crecimiento medio del PIB americano del 1,5% en 2016 y 2,0% en 2017 permanecen invariables. Sin embargo, dado el probable retroceso de las exportaciones de soja, reducimos nuestra previsión de crecimiento para el 4<sup>o</sup> trimestre de 2016 del 2,0% intertrimestral anualizado al 1,5%.

En lo que va de año, la inflación PCE básica se ha movido lateralmente. Seguimos pensando que repuntará solo moderadamente durante los próximos meses. Nuestra previsión de que alcance un 1,9% interanual a fin de año no ha variado y nuestra proyección para diciembre 2017 es de 2,1%. Seguimos esperando que la Fed suba los tipos en 25 pb en diciembre, con dos otras subidas de 25 pb en 2017.

---

**Aunque algunos recientes datos alcistas han sorprendido positivamente, no reflejan un cambio decisivo en el ritmo de crecimiento global, que sigue moderado.**

---

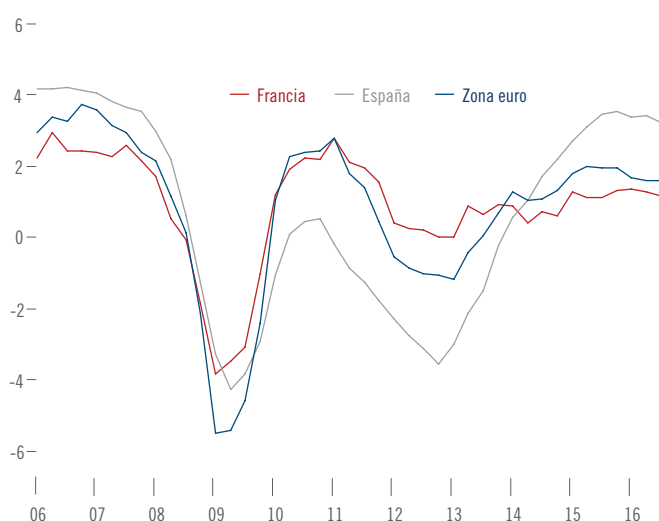
### **Zona euro: riesgos bastante equilibrados**

Las últimas encuestas empresariales arrojan unos resultados coherentes con un fuerte comienzo del 4<sup>o</sup> trimestre. Los principales indicadores adelantados sugieren que el crecimiento del PIB se acelerará probablemente en los próximos meses, en particular (aunque no solo) en Alemania. En cambio, los datos sobre créditos bancarios en la zona euro han sido bastante decepcionantes. El impulso del crédito se debilitó notablemente en el 3<sup>er</sup> trimestre, por lo que la demanda interna podría desacelerarse a medida que entramos en 2017. Esto representa un riesgo bajista importante para nuestra previsión del PIB de la zona euro. La pregunta es hasta qué punto un (moderado) impulso de las exportaciones cíclico más intenso y un (moderado) impulso de las exportaciones netas compensarán un ciclo de crédito más débil. En un tono más positivo, las empresas no financieras europeas tienen grandes cantidades de liquidez y el gasto en inversión se ha vuelto menos dependiente del crédito bancario, al menos en el caso de las grandes empresas.

De momento, mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB en la zona euro invariable en el 1,5% para 2016 y el 1,3% para 2017, con los riesgos alcistas y bajistas bastante equilibrados.

## CRECIMIENTO DEL PIB REAL EN FRANCIA, ESPAÑA Y ZONA EURO, T1 2006 - T3 2016

% variación interanual



Fuentes: Pictet WM - AA&MR, Eurostat

Con la formación de un Gobierno en España, tras 10 meses de bloqueo político, el foco político se traslada ahora al referéndum constitucional en Italia, sin que estén del todo claras las consecuencias exactas de la victoria del "No" a las propuestas respaldadas por el Gobierno para la reforma del Senado.

La inflación de la zona euro ha seguido débil pese a unos efectos positivos de base derivados de los precios de la energía (que deberían acelerarse en los próximos meses). Pero la mayor preocupación del BCE sigue siendo la falta de impulso de los precios básicos. Seguimos esperando que las próximas previsiones del personal del BCE (que se publicarán a principios de diciembre) justifiquen una nueva acción monetaria, que consistiría en una prórroga de seis meses de la relajación cuantitativa hasta septiembre de 2017, manteniendo el ritmo de compras de activos en su nivel actual de 80.000 millones de EUR al mes.

### China: estabilización del crecimiento en el corto plazo

Los datos publicados últimamente han confirmado que la economía china se ha estabilizado por ahora. El PIB subió un 6,7% interanual en términos reales en el 3<sup>er</sup> trimestre, al mismo ritmo que en el primer semestre de 2016. Es casi seguro que China logrará cumplir el objetivo de crecimiento del Gobierno del 6,5-7% este año.

Como en la recuperación anterior, el aumento de la inversión en activo fijo ha desempeñado un papel crucial, en particular en el sector inmobiliario. Las medidas de estímulo que se han

adoptado desde finales del año pasado han dado lugar a un repunte de los precios de las viviendas y desencadenado una ronda de compras causadas por el pánico entre la clase media china, en particular en las ciudades de primera categoría y en algunas de segunda. Aprovechando el *boom* del mercado, los promotores inmobiliarios han acelerado la construcción, que impulsó el crecimiento de la inversión inmobiliaria al 6% interanual en el 3<sup>er</sup> trimestre de 2016, frente al 1% al final de 2015. Muchas industrias pesadas, desde los productores de acero y vidrio hasta los de maquinaria de construcción, han experimentado un notable repunte de su actividad.

Pero es improbable que el ímpetu de la inversión en activo fijo, especialmente en viviendas, dure mucho. Nuestro análisis revela un exceso de oferta de casas desde 2013, sobre todo en las ciudades de menor categoría. Algunos gobiernos locales han vuelto a adoptar medidas para reducir el precio de las viviendas ante el temor de una burbuja inmobiliaria. Por lo tanto, es probable que el crecimiento de estas inversiones disminuya desde principios de 2017.

Otros segmentos de la economía han empezado a mostrar señales alentadoras de transición. El crecimiento de los servicios sigue superando el de la economía en general, y las industrias de servicios representan ahora el 52% del PIB chino, frente a apenas un 42% hace una década. El consumo de los hogares sigue resistiendo. El crecimiento de las ventas minoristas se estabilizó en más de un 10% interanual en el 3<sup>er</sup> trimestre, con un aumento de las ventas de automóviles del 26% en septiembre de 2016 respecto a las de un año antes.

La inflación está subiendo gradualmente en China. El índice de precios de producción (PPI), que mide el precio de los productos industriales, registró una variación interanual positiva en septiembre por primera vez en más de cuatro años. El índice de precios de consumo también está mejorando poco a poco, pues la inflación subyacente subió en el 3<sup>er</sup> trimestre, pero sigue bastante por debajo del objetivo oficial. Esta tendencia positiva continuará sin duda en el 4<sup>o</sup> trimestre y se prolongará en 2017, lo que contribuirá a mejorar los ingresos de las empresas y su capacidad para pagar sus deudas.

En conjunto, los últimos datos han confirmado la estabilización de la economía china en el corto plazo y nos han hecho revisar al alza nuestra previsión del PIB para 2016 del 6,5% al 6,7%. Ante el temor de que el crecimiento pueda disminuir al menos en el corto plazo, la atención del Gobierno puede centrarse más en reformas estructurales. Sin embargo, dados los desequilibrios de la economía, es probable que el ritmo de la expansión china tienda a bajar. De momento, mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB chino del 6,2% para 2017.

## La deuda pública resulta vulnerable

Beneficios relativamente optimistas, la estabilización de los precios de las materias primas, cierta mejora del panorama macroeconómico y (quizás especialmente) el continuo apoyo de los bancos centrales han ayudado a la renta variable, pero los mercados de renta fija han empezado a tambalearse.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet y Alexandre Tavazzi

### MERCADOS FINANCIEROS

Evolución en % de los índices financieros en monedas locales. Datos al 31.10.2016

		Índice	Desde 31.12.2015	Mes anterior
Renta variable EEUU*	USD	S&P 500	5.9%	-1.8%
Renta variable Europa*	EUR	Stoxx Europe 600	-4.2%	-1.0%
R.V. mercados emergentes*	USD	MSCI Emerging Markets	16.6%	0.2%
Bonos soberanos EEUU*	USD	ML Treasury Master	5.3%	-0.2%
Bonos corp. <i>investment grade</i> EEUU*	USD	ML Corp Master	8.2%	-0.8%
Bonos corp. <i>High yield</i> EEUU*	USD	ML US High Yield Master II	15.7%	0.3%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	0.1%	0.1%
Materias primas	USD	Reuters Commodities Index	5.8%	0.0%
Oro	USD	Gold Troy Ounce	20.4%	-2.9%

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

\* Dividendos/cupones reinvertidos \*\* Final Septiembre 2016

**📌** Octubre estuvo marcado por una notable subida de los tipos de interés a largo plazo en respuesta a señales de que la inflación podría estar regresando y que la era de políticas monetarias ultralaxas puede estar terminando.

Los rendimientos de los *Gilts* aumentaron notablemente en octubre mientras una moneda débil fomentaba la inflación en el Reino Unido, la Fed parecía cada vez más dispuesta a subir los tipos en diciembre, y en la zona euro circulaban rumores de que el BCE estaba preparando el terreno para reducir su programa de compra de activos.

La reciente tensión en los tipos fijos sigue siendo moderada según niveles históricos e, incluso con precios más altos de las materias primas, no esperamos de momento ningún incremento sustancial de las tasas de inflación. Pero el tipo de interés negativo aplicado a algunos bonos del Estado en Europa y Japón ha hecho que sean especialmente vulnerables a cambios de sentimiento, tanto más teniendo en cuenta que los inversores han estado aumentando la duración en su búsqueda de rentabilidad. La

exposición a deuda pública se ha vuelto cara, y no puede descartarse el riesgo de un estallido en el mercado de bonos. El aumento de los rendimientos a largo plazo contribuye a justificar nuestra decisión de acortar el posicionamiento en duración y buscar oportunidades tácticas en el mercado monetario.

Al mismo tiempo, el reciente empinamiento de la curva de rendimientos es positivo para los márgenes bancarios, algo especialmente bien acogido en Europa. De hecho, las inquietudes sobre los bancos europeos parecen estar atenuándose de momento, con la ayuda de unos beneficios del T3 relativamente sólidos. La banca fue uno de los sectores más rentables de los índices de renta variable americana y europea en octubre junto con varios sectores cíclicos. La mala evolución del oro es otra señal de que, con independencia de las inquietudes sobre el mercado de renta fija, la tensión financiera está disminuyendo.

Otros factores continúan indicando que la renta variable podría tener aún cierto potencial. Las valoraciones no son baratas,

pero se espera que el crecimiento de los beneficios mejore notablemente en los mercados desarrollados. Y los inversores aún están posicionados más defensivamente de lo que justifican las señales alcistas, pues un estudio reciente de Bank of America/Merrill Lynch demuestra que el saldo de liquidez medio mantenido por los gestores de fondos globales alcanzó hace poco su máximo nivel en 15 años. Seguimos relativamente optimistas sobre la renta variable, y vemos alguna justificación para cambiar de sectores defensivos a cíclicos infravalorados, incluyendo determinados títulos financieros.

### Renta variable: consecuencias lógicas

El panorama de la inversión ha cambiado desde este verano. Como mencionábamos el mes pasado, la recuperación de los precios de las materias primas y la energía ha permitido que los mercados emergentes y los sectores cíclicos tomen la delantera a la renta variable. La reciente subida de los rendimientos de los bonos a largo plazo está permitiendo que el sector financiero, valorado muy bajo, se una a la recuperación, pues unas curvas de rendimientos más pronunciadas se consideran positivas para la rentabilidad del sector. Como los mercados tienden a adelantarse a los acontecimientos, cabe señalar que las revisiones al alza de los beneficios esperados para este año han sido más fuertes para los bancos en el S&P500 y para recursos básicos en el Stoxx Europe 600. En octubre las estimaciones de beneficios de recursos básicos para 2017 se han elevado en un 0,8% en EE.UU. y en un 13,9% en Europa.

La temporada de publicación de resultados del tercer trimestre ha

confirmado el optimismo del mercado sobre los sectores cíclico y financiero, cuyas valoraciones son inferiores a las de los índices generales. Los ratios precio-valor contable para los bancos del MSCI US y MSCI Europe en 2016 se sitúan actualmente en torno a 1,0x y 0,8x, respectivamente. Los correspondientes datos para los sectores de energía en EE.UU. y Europa son 2,0x y 1,1x, respectivamente. Estas cifras pueden compararse con 2,7x para el MSCI US general y 1,7x para el MSCI Europe. Así, los sectores más infravalorados están beneficiándose

---

**“Es probable que las incertidumbres políticas sigan siendo una característica de los próximos meses e influyendo en la GBP.”**

---

de la mejora cíclica, permitiendo que las inversiones de estilo valor sean más rentables. Mantenemos una actitud positiva hacia los mercados de renta variable. Pero reconocemos que las elecciones americanas y el referéndum italiano en diciembre podrían desencadenar volatilidad, y mantenemos protección en nuestras carteras.

#### **Un cambio en la correlación renta variable/renta fija**

En octubre, el S&P 500 rindió -1,8% y el Stoxx Europe 600 -1,0%, frente a -1,8% de los *US Treasuries* a 10 años y -2,5% de los *Bunds* alemanes a 10 años (rentabilidad total bruta en moneda local). En los últimos 15 años, ha habido en general una correlación de un año negativa entre renta variable y renta fija, lo que explica las ventajas de diversificarse entre los dos activos principales. La

última vez que esta correlación pasó a terreno positivo fue en 2013, cuando un anuncio de la Fed sobre el recorte de sus compras de activos dio lugar a una venta masiva de acciones y bonos. Pero puede ser demasiado pronto para afirmar que se ha producido un giro general en las tendencias de correlación. Los bonos soberanos tuvieron un mes malo, pero algunos índices de renta variable registraron fuertes rentabilidades en octubre, como el TOPIX (+5,1% en JPY), MSCI Latin America (10,0% en USD) y MSCI Emerging Europe (+4,2% en EUR).

#### **El entorno actual beneficia a Japón**

Japón ha quedado rezagado respecto a otros mercados de renta variable este año, pues el Topix registró una rentabilidad de -8,1% en JPY en los 10 meses hasta el final de octubre, frente a +4,0% del MSCI World en USD. Pero, en octubre, el Topix logró reducir parte de este desfase, con una rentabilidad total de +5,3% en JPY, en parte gracias a una caída del 4% en el valor del JPY frente al USD durante el mes. Desde junio 2016, el TOPIX ha repuntado casi 17% mientras que el JPY ha permanecido en una banda de 100-106 frente al USD. El repunte del Topix se corresponde con una enorme mejora de las revisiones de los beneficios en Japón, que tocaron fondo en junio. Pese al débil crecimiento de la facturación, la última temporada de resultados demuestra que las empresas japonesas han conseguido aumentar sus márgenes. La continuación de esta tendencia será clave para sus perspectivas el año próximo.

#### **La libra esterlina, duramente afectada**

La libra se ha visto muy afectada por la política desde la declaración de la

primera ministra británica Theresa May de que el Reino Unido activaría el artículo 50 (la notificación oficial del deseo de dejar la UE) “a más tardar a finales de marzo”. Dado que el Gobierno británico parece querer priorizar el control de la inmigración sobre un eventual acuerdo de libre comercio con la UE, las perspectivas de un *brexit* “duro” han aumentado, perjudicando considerablemente la libra. Es probable que las incertidumbres políticas sigan siendo una característica de los próximos meses e influyendo en la GBP. Además, aunque el crecimiento británico ha sido resistente hasta ahora, es probable que la mayor parte de las consecuencias del *brexit* se materialicen en el primer semestre de 2017, en especial por una caída de la inversión privada. Por ello, la libra seguirá probablemente débil en los próximos meses.

#### **Hacia un acuerdo de la OPEP**

Tras el acuerdo preliminar anunciado en una reunión informal en Argel al final de septiembre, hay probabilidades de un pacto creíble sobre producción petrolífera en la reunión formal de la OPEP en Viena el 30 de noviembre. La falta de un pacto definitivo sería muy perjudicial para la credibilidad de la OPEP y eliminaría un apoyo significativo a los precios del petróleo. De hecho, sin un acuerdo, los precios del petróleo Brent afrontarían presiones bajistas significativas que podrían volver a llevarlos por debajo de 40 USD/barril, algo que la OPEP querría evitar.

### Letargo

La economía mundial no ha recobrado aún los niveles de crecimiento registrados antes de la crisis financiera. Salvo algunas notables excepciones, el crecimiento económico sigue aletargado. El FMI prevé un crecimiento del PIB mundial del 3,1% para este año, que subiría al 3,4% en 2017. En comparación, el PIB mundial aumentó un 5,2% en 2007<sup>1</sup>. Según el FMI, la recuperación global sigue siendo "débil y precaria"<sup>2</sup>, reflejando la opinión de la OCDE de que el mundo está atascado en una "trampa de bajo crecimiento"<sup>3</sup>.

### 2,2%

Según las estimaciones preliminares, el PIB del Reino Unido aumentó un 0,5% en volumen en el tercer trimestre, tras un 0,7% en el segundo<sup>11</sup>, pues los servicios, que constituyen casi el 80% del PIB, siguieron expandiéndose. En comparación con el mismo período de 2015, el PIB británico subió 2,3% en el tercer trimestre. **En vista de los recientes datos, hemos elevado nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2016 hasta un 2,0% (del 1,3% previsto justo después del referéndum sobre el brexit) y al 1,1% (del 0,9%) para 2017.**

### 2,9%

En EE.UU. el crecimiento del PIB real superó las expectativas en el tercer trimestre, alcanzando una tasa intertrimestral anualizada del 2,9%<sup>7</sup>. Representa un fuerte aumento comparado con el 1,4% registrado en el segundo trimestre. Aunque los datos del consumo de los hogares fueron decepcionantes, seguimos relativamente optimistas sobre el crecimiento americano, previendo un **crecimiento del PIB del 1,5% en el año 2016 y del 2,0% en 2017.**

### -3,3%

El banco central de Brasil cree que el PIB real del país (ajustado por cambios de precios) volverá a contraerse en 2016, en un 3,3%, tras haber bajado ya en un 3,8% anual en 2015. **Pero se percibe cierta confianza en que la recuperación de Brasil podría empezar en el último trimestre de 2016.** El PIB real se contrajo un 3,8% interanual en el segundo trimestre, mientras que en el primero lo había hecho en un 5,4%<sup>8</sup>.

### 3,2%

La economía española creció un 0,7% intertrimestral en el tercer trimestre de 2016 y un 3,2% comparado con el mismo período del año pasado<sup>9</sup>. **En vista del fuerte ritmo de crecimiento económico, el Banco de España prevé un crecimiento del PIB anual del 3,2% en España en 2016<sup>10</sup>.** Pero teniendo en cuenta que la depreciación del euro y la caída de los precios del petróleo están influyendo cada vez menos en las proyecciones interanuales, se espera que el crecimiento baje al 2,3% en 2017.

<sup>1</sup> FMI, Perspectivas Económicas Mundiales, abril 2008 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/text.pdf>

<sup>2</sup> FMI, Perspectivas Económicas Mundiales actualizadas, octubre 2016 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/index.htm>

<sup>3</sup> OCDE, 1 de junio de 2016 <http://www.oecd.org/economy/global-economy-stuck-in-low-growth-trap-policy-makers-need-to-act-to-keep-promises.htm>

<sup>4</sup> Ministerio de Comercio e Industria de Singapur, 14 de octubre de 2016 [http://www.singstat.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/news/press\\_releases/advgdp3q2016.pdf](http://www.singstat.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/news/press_releases/advgdp3q2016.pdf)

<sup>5</sup> Australian Bureau of Statistics, 7 de septiembre de 2016 <http://www.abs.gov.au/ausstats/abs@.nsf/mf/5206.0?opendocument&ref=HPKI>

<sup>6</sup> National Bureau of Statistics of China, 19 de octubre de 2016 [http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201610/t20161019\\_1411211.html](http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201610/t20161019_1411211.html)

<sup>7</sup> Bureau of Economic Analysis, 28 de octubre de 2016 <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>





2,7%

El crecimiento del PIB de Corea del Sur se ralentizó a una tasa interanual del 2,7% en el trimestre terminado en septiembre, comparado con el 3,3% registrado en el trimestre anterior<sup>12</sup>, reflejando los problemas de grandes empresas, como Hyundai, Samsung y Hanjin Shipping. Pese a las incertidumbres relativas al panorama de las exportaciones y del consumo doméstico, el Banco de Corea prevé un crecimiento anual del 2,7% este año, comparado con el 2,6% de 2015.

0,7%

La economía japonesa se expandió a una tasa intertrimestral del 0,2% y una tasa anualizada superior a lo estimado del 0,7% durante el segundo trimestre, según los datos revisados, lo que demuestra que la demanda privada fue superior a lo anunciado anteriormente<sup>13</sup>. Pero el ritmo de crecimiento japonés sigue débil, y el crecimiento fue bastante inferior a la tasa anualizada de 2,1% registrada en el primer trimestre.

3,3%

El PIB de Australia creció un 3,3% desde principios de año hasta junio, el ritmo más rápido en cuatro años, fomentado por la inversión pública<sup>5</sup>. Según el recientemente nombrado gobernador del Banco de la Reserva de Australia, Philip Lowe, la economía australiana estaba "ajustándose razonablemente bien" al pinchazo del boom de las inversiones en el sector minero.

6,7%

La economía china se expandió un 6,7% en el tercer trimestre, por tercer trimestre consecutivo<sup>6</sup>. Pese a cierto escepticismo sobre las cifras oficiales, los datos recientes han logrado aplacar los temores de una nueva desaceleración en China, ya que el repunte de las ventas inmobiliarias fomenta la producción industrial y el consumo. Esperamos que la economía china crezca 6,7% este año y 6,2% en 2017.

0,6%

La economía de Singapur creció un 0,6% interanual durante el tercer trimestre, una tasa de crecimiento mucho más lenta que el 2% registrado en el segundo trimestre<sup>4</sup>. Es la tasa más lenta desde 2009, lo que refuerza el temor de que el centro financiero del Sudeste Asiático haya sido gravemente afectado por la recesión global y los cambios en el patrón de crecimiento chino.

<sup>8</sup> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 31 de agosto de 2016 [http://www.ibge.gov.br/home/mapa\\_site/mapa\\_site.php#indicadores](http://www.ibge.gov.br/home/mapa_site/mapa_site.php#indicadores)

<sup>9</sup> Instituto Nacional de Estadística, 28 de octubre de 2016 <http://www.ine.es/prensa/cntr0316a.pdf>

<sup>10</sup> Banco de España, 29 de septiembre de 2016 [http://www.bde.es/bde/en/secciones/prensa/Agenda/Boletin\\_Ekonomi\\_3113da4bbfb6751.html](http://www.bde.es/bde/en/secciones/prensa/Agenda/Boletin_Ekonomi_3113da4bbfb6751.html)

<sup>11</sup> Office of National Statistics, 30 de septiembre de 2016 <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/quarterlynationalaccounts/quarter2aprtjune2016>

<sup>12</sup> Banco de Corea, 25 de octubre de 2016 <http://www.bok.or.kr/contents/total/eng/boardView.action?boardBean.brId=19443&boardBean.mum=4&menuNavId=1959&boardBean.menuId=1959&boardBean.cPage=1&boardBean.categoryCd=0&boardBean.sdt=&boardBean.edt=&boardBean.searchColumn=&boardBean.searchValue=>

<sup>13</sup> Japan Cabinet Office, 8 de septiembre de 2016 [http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/sokuhou/files/2016/qe162\\_2/gdemenua.html](http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/sokuhou/files/2016/qe162_2/gdemenua.html)

## Más altibajos en los mercados

Con un claro aumento de los rendimientos de los bonos de referencia, los mercados registraron altibajos en octubre, mientras los tipos de interés más altos y la fortaleza del dólar afectaban a los metales preciosos. En un mes de recogidas de beneficios limitadas, los bancos siguieron evolucionando de forma positiva gracias al empinamiento de la curva de rendimientos.

### Renta variable

#### Recogida de beneficios

##### Rotación sectorial en los índices

En octubre, el S&P500 (rentabilidad\* -1,8%) y el Euro Stoxx 600 (-1%) acusaron la recogida de beneficios. El mercado japonés subió 5%\*, por su exposición a otras economías y sus características cíclicas. Los mercados emergentes subieron 0,25% en USD en octubre. La subida de precios de las materias primas que mencionamos el mes pasado afectó a los mercados de bonos soberanos y causó un empinamiento de las curvas de rendimientos. Gracias a ello, el sector financiero, sobre todos los bancos, evolucionó positivamente. El MSCI Europe Banks fue el índice sectorial más rentable en Europa, con un 8,7%\* mensual, mientras que sus homólogos americano y japonés subían 4,5%\* y 8,8%\*, respectivamente. A estas fuertes rentabilidades contribuyeron también los beneficios de los bancos en el T3, superiores a las expectativas.

Tras el referéndum sobre el *brexit*, el entorno de la inversión es más positivo para las empresas cíclicas, pues los precios de las materias primas se han recuperado, y el movimiento reciente de los bonos y la mejora de los beneficios están facilitando una recuperación global de los títulos financieros. Los sectores más infravalorados (cíclicos y finanzas) han empezado a subir, permitiendo que las inversiones de valor sean más rentables que las de crecimiento. Dado que el entorno de precios continúa mejorando, es probable que se logre la tasa de crecimiento de los beneficios estimada para 2017 (aprox. 12% EE.UU., 13% Europa y 9% Japón). Por ello, creemos que los mercados de renta variable aún tienen potencial alcista, pero mantenemos cierta protección ante las elecciones americanas y el referéndum italiano.

\* Rentabilidad total en moneda local

### Deuda Pública

#### Mes negativo para los bonos soberanos

Los rendimientos de la deuda pública subieron al descontarse una inflación más alta y menos relajación monetaria.

Los rendimientos de los bonos soberanos desarrollados a largo plazo subieron con fuerza en octubre, pues los mercados preveían condiciones monetarias menos acomodaticias y más inflación. El avance fue muy marcado en los *Gilts* a 10 años (+50 pb a 1,25%) y los *Bunds* a 10 años (+28 pb a 0,16%). Se espera que el BCE amplíe su programa QE después de marzo 2017, pero circulan rumores sobre una reducción del ritmo de las compras y cambios técnicos que podrían rebajar el importe comprado en el extremo largo de la curva alemana y llevar a rendimientos más altos a largo plazo. Creemos que el BCE anunciará una ampliación del QE en diciembre, manteniendo sus compras de activos en su ritmo actual de 80.000 millones de EUR/mes. Esperamos también un aumento del límite por emisor y mayores desviaciones de criterios clave para las compras de activos del BCE, que podrían impulsar el rendimiento del *Bund* a 10 años hacia 0,3% a final de año (superior al 0,08% antes esperado).

El rendimiento de los US Treasuries a 10 años subió 23 pb, a 1,83% en octubre, debido a un aumento de las previsiones de inflación y la creciente probabilidad de una subida de tipos en diciembre, pero también por la convicción de que la Fed puede estar dispuesta a aminorar el ritmo de las subidas en 2017 para que la inflación y la economía se aceleren. Por ello, hemos revisado nuestro objetivo de fin de año para el rendimiento de los US Treasuries a 10 años del 1,7% al 2%.

### Bonos corporativos

#### El *high-yield*, más rentable

El mayor rendimiento de los bonos soberanos *core* hizo bajar el de los bonos *investment-grade*, pero los diferenciales se redujeron en el *high yield*.

Los bonos corporativos *investment-grade* (IG) registraron una rentabilidad negativa (-0,8% en USD) en octubre\*, y la repercusión de los rendimientos soberanos *core* más altos se vio compensada solo parcialmente por una compresión de los diferenciales. El rendimiento del IG en EE.UU. alcanzó un 3% por primera vez desde el referéndum sobre el *brexit* en junio, y su homólogo en euros llegó a 0,8% (aún más bajo que antes del referéndum gracias a las compras de deuda corporativa por el BCE).

En el *high-yield* (HY), los diferenciales se redujeron significativamente (-6 pb el HY americano y -40 pb el europeo) en octubre. El HY americano rindió +0,3%. Una subida del precio del petróleo debido a un posible recorte de la producción de la OPEP llevó a una compresión significativa de los diferenciales en energía y metales y minería. El HY en euros fue más rentable (+0,9%) gracias a curvas de rendimientos de la deuda soberana más empinadas y a los resultados bancarios del tercer trimestre, superiores a las (bajas) expectativas. Bancos vulnerables como Deutsche Bank sorprendieron por su resistencia.

En los mercados emergentes, los rendimientos de los bonos soberanos subieron más en divisas fuertes (USD) (+25 pb el JPM EMBI) que en moneda local (+18 pb el JPM GBI-EM) debido al aumento de los rendimientos del US Treasury y a la inquietud causada por la apreciación del USD.

\* Todos los datos de deuda corporativa están basados en índices de Bank of America Merrill Lynch.

## Hedge funds

### ¿El fin del mundo (QE) tal como lo conocemos?

*El mundo está preparándose para la normalización de la política monetaria. ¿Será un entorno más favorable para las estrategias de hedge funds?*

Ante el estado actual del sector de los hedge funds, surgen dos preguntas: ¿Por qué han estado comportándose los hedge funds por debajo de su media histórica? ¿Es esta la "nueva normalidad" o habrá un repunte? Buscando una respuesta a lo primero, nos sorprende una cosa en particular. La rentabilidad anualizada móvil a 5 años de algunos de los gestores *global macro* más reconocidos se situaba en 15% o más hasta hace pocos años. Las rentabilidades actuales son la mitad o menos. El motivo, a nuestro parecer, está vinculado a la relajación cuantitativa. El QE ha estado distorsionando los mercados, con compras indiscriminadas de activos financieros, políticas de tipos de interés cero o negativos, "helicóptero de dinero", etc. Implementar estrategias de hedge funds en estas condiciones ha sido complicado, pues las fuerzas del mercado se ven superadas por las políticas de los bancos centrales.

Así pues ¿qué pasará ahora? Según nuestro análisis de rentabilidad de hedge funds en regímenes de tipos al alza, cuando los bancos centrales vuelven a políticas convencionales y los tipos suben, los hedge funds tienden a ser más rentables a corto y largo plazo. Por ello, aunque el pasado no sirva para predecir el éxito en el futuro, hay algún motivo de optimismo sobre el porvenir de los hedge funds después del QE

## Metales preciosos

### Mal mes para los metales preciosos

*Octubre no fue bueno para los inversores en metales preciosos, con caídas significativas del oro, la plata, el platino y el paladio.*

La mayor probabilidad de una subida de tipos de la Fed en diciembre, con excesivo optimismo de los inversores en oro, llevó a una fuerte caída del precio del oro a principios de octubre. La caída repercutió en todos los demás metales preciosos. El oro y la plata recuperaron rápidamente parte de su pérdida, pero el platino siguió cayendo hasta mediados de mes para repuntar con fuerza después, y el precio del paladio no registró ninguna mejora significativa. En total, el precio del oro cayó 2,9% en octubre (en USD), la plata 6,6%, el platino 4,4%, y el paladio 13,8%. La esperada subida de la Fed en diciembre y la correspondiente fortaleza del USD pueden influir más en los metales preciosos. Pero es probable que los bancos centrales importantes mantengan los tipos reales bajos para respaldar la recuperación de la inversión, por lo que el margen de caída del oro parece limitado. Tras su gran caída reciente, el paladio es más atractivo por su notable exposición a las ventas globales de coches, que deberían seguir prestando soporte. Seguimos cautos con el platino, pues las ventas de coches diésel como porcentaje del total deberían seguir cayendo.

## Divisas

### El USD de nuevo favorecido

*El USD se apreció notablemente en octubre, como destacan las ganancias de 3,1% y 1,5% del índice USD y del índice USD ponderado por comercio, respectivamente.*

La reciente apreciación del USD se debe a varios motivos. Uno es la mayor probabilidad de un *brexit* "duro", que ha causado una fuerte depreciación de la libra. Otro es la mayor expectativa del mercado sobre una subida de tipos de la Fed en diciembre. También influye la disposición del PBoC de dejar que el renminbi se deprecie más frente al USD. Por último, el aumento de los rendimientos a largo plazo ha influido en el yen (tipo a 10 años limitado por el BoJ a casi 0%) y en monedas de baja rentabilidad de zonas de Asia donde las previsiones de inflación son relativamente débiles.

De cara al futuro, es probable que la libra siga débil mientras se materialicen todas las consecuencias del *brexit*. Además, con las expectativas sobre tipos en EE.UU. muy conciliadoras para 2017 frente a nuestro escenario de dos subidas y con el BCE dispuesto a ampliar el QE al menos hasta septiembre 2017, el tipo EUR/USD puede seguir bajo presión. Por otra parte, algunas mejoras en las previsiones de inflación en Japón deberían reducir los tipos reales y restar atractivo al yen. Finalmente, es probable que el PBoC continúe favoreciendo una depreciación gradual del renminbi frente al USD. Todos estos factores indican que el USD debería permanecer fuerte en los próximos meses.

# El mundo está preparado para un cambio de estilo de política monetaria

El estilo de política monetaria difiere de un banco central a otro y varía según las circunstancias económicas, creando desincronización a escala global. Reconocer que los enfoques sobre la política monetaria no son inamovibles es importante mientras el mundo trata de reavivar el débil crecimiento.

*Christophe Donay, jefe de estrategia, responsable de asignación de activos e investigación macroeconómica*  
*Frederik Ducrozet, economista europeo senior, asignación de activos e investigación macroeconómica*

✚ Cada “estilo” de política monetaria se diferencia en cuanto a los objetivos oficiales, las herramientas utilizadas para alcanzarlos (siendo las tres más comunes los tipos de interés a corto plazo, la oferta de dinero y la comunicación) y los canales de transmisión. Es evidente que los bancos centrales difieren en estos elementos de estilo. En cuanto a los tipos oficiales, por ejemplo, el mandato del BCE para toda la zona euro es lograr la estabilidad de los precios, mientras que la Fed tiene el doble mandato de maximizar el empleo y estabilizar los precios<sup>1</sup>.

La Fed ha revisado su estilo de política cuatro veces durante las últimas cinco décadas (*ver recuadro*) pero, en general, la política del banco central ha convergido hacia una fijación de objetivo de inflación desde principios de los años 90. El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda fue el primero en adoptar oficialmente un objetivo de inflación ya en 1990. Durante las dos décadas siguientes le siguieron bancos centrales de países tan diversos como Australia, Suecia, Brasil y Polonia. Provisto de un mandato para lograr la estabilidad de los precios desde su creación en 1998, el BCE cuantificó su objetivo de inflación a medio plazo en algo menos de 2% en 2003. En 2012, el presidente de la Fed, Ben Bernanke, preocupado por la desinflación, reiteró el compromiso de la Fed de lograr una inflación de 2%.

Entre 1982 y 2008, la fijación de un objetivo de inflación pareció funcionar bien para los bancos centrales, y se consideró que era el motivo de la significativa caída de la volatilidad entre los máximos y los mínimos del ciclo económico entre mediados de los años 80 y 2007 (la llamada “Gran Moderación”).

### **Crítica de las políticas existentes**

Pero la crisis *subprime* y sus consecuencias han puesto en duda los enfoques existentes sobre la política monetaria. Ocho años después del apogeo de la crisis financiera, la actividad económica continúa por debajo de su tendencia a largo plazo y la inflación por debajo de los objetivos. Las grandes economías parecen estar atascadas en una trampa de liquidez, con inyecciones sucesivas de liquidez de los bancos centrales al sistema bancario y recortes de tipos que no consiguen estimular la inflación y el gasto.

Las críticas del estilo actual de política monetaria tienen básicamente cuatro elementos.

Primero, el enorme aumento del balance de los bancos centrales se considera una prueba de lo disfuncional que se ha vuelto la política monetaria. Los activos de los bancos centrales se han multiplicado por cinco desde 2008. El balance del Banco de Japón (BoJ) equivale a más del 90% del PIB del país, y el del Banco Nacional Suizo representa en torno al 110% del PIB.

Segundo, aunque el crecimiento económico real se volvió más estable durante la Gran Moderación y la inflación bajó, algunos fundamentales económicos estaban empeorando y había un crecimiento preocupante del endeudamiento. Contra el mantra de la Gran Moderación, las economías capitalistas realmente parecen haberse vuelto más inestables de ciclo a ciclo. En lo que va de siglo ha habido tres grandes episodios de auge y caída, ligados cada vez a una acumulación excesiva de deuda, y finalizando cada vez con una recesión más pronunciada que la anterior. El primero fue una consecuencia directa de la burbuja puntocom de finales de los noventa mientras las empresas de tecnología, medios y telecomunicaciones luchaban por posicionarse en el inicio de la era de Internet.

En 2008, la crisis de las hipotecas *subprime*, limitada inicialmente a EE.UU., se convirtió en una crisis global. Fue un episodio aún más grave que el crac puntocom de 2001, porque esta vez todo el sistema bancario mundial estuvo al borde del desplome. En el núcleo de la crisis de

### **Cambio de régimen político de la Fed**

Al principio de los años 70, en un momento de grandes fluctuaciones de las divisas antes del fin de los tipos de cambio fijos, la Fed se centró en mantener la estabilidad, estableciendo el objetivo de precio de las reservas. Después, a finales de los setenta, con una inflación galopante, su atención se concentró más en controlar la oferta de dinero. La Fed consiguió finalmente controlar el nivel de precios, y la inflación subyacente media de los precios al consumo cayó de más de un 13% en 1980 a un 2-3% a mediados de los noventa. Después, en 1999, en vista de la crítica de que un objetivo más explícito sería perjudicial para la flexibilidad de las políticas, la Fed indicó que su banda objetivo “deseada” para la inflación era inferior, pero cercana, al 2%, medida por el índice de precios de gasto por consumo personal. Finalmente, en noviembre de 2008, cuando el sistema financiero americano se hundió, la Fed anunció que compraría hasta 600.000 mill. USD de títulos respaldados por hipotecas y deuda de agencias y rebajó los tipos *overnight* a cero para facilitar la oferta de dinero. Así comenzó la relajación cuantitativa, que conllevó una expansión masiva del balance de la Fed.

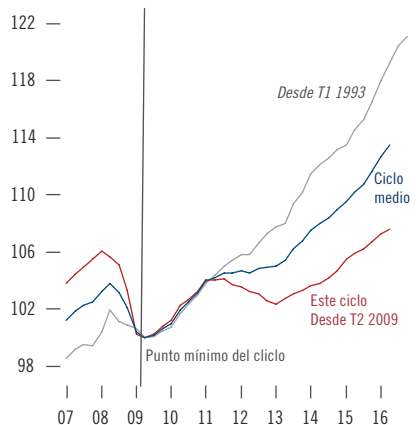
<sup>1</sup> Tras la entrada en vigor de la ley de pleno empleo y crecimiento equilibrado de 1978, el objetivo legislado de la Fed es “promover efectivamente los objetivos de máximo empleo, precios estables y tipos de interés a largo plazo moderados”.

2008 hubo una acumulación excesiva de deuda por parte de los hogares americanos. Lo último fue la crisis del euro en 2010. Fue un fenómeno totalmente nuevo, centrado en la deuda soberana.

La efectividad de las políticas de los bancos centrales se cuestiona cada vez más, pero no están quedándose sin munición para implementarlas. Desde 2008, los principales bancos centrales del mundo han usado un amplio abanico de canales de transmisión: debilitamiento de la moneda para reactivar la exportación; reflación de precios de activos para impulsar la confianza; saneamiento de los balances bancarios para impulsar el ciclo de crédito. Pero, al final, todas estas medidas han fracasado, pues el crecimiento económico sigue flojo. El convencimiento de que los países se han visto atrapados en un crecimiento insuficiente y que las economías desarrolladas, especialmente en Europa, parecen a punto de completar una “década perdida” de crecimiento deficiente (*ver gráfico*) desde la crisis financiera es el tercer elemento de crítica de la política monetaria.

El cuarto gran elemento de crítica se centra en la concienciación de que la baja inflación es insuficiente de por sí para garantizar la estabilidad económica y una tasa de crecimiento óptima. Se ha vuelto evidente que los

CICLO DE CRECIMIENTO DEFICIENTE DE LA ZONA EURO



Fuentes: Pictet WM - AA&MR, Eurostat

riesgos inherentes a una tasa de inflación baja superan sus ventajas. En la medida en que unas subidas de precios bajas reflejan presiones deflacionarias, comportan un riesgo para el bienestar económico en conjunto.

### Nuevas políticas alternativas

Con todas estas críticas en mente, empiezan a surgir estilos alternativos de políticas. Tres de los más factibles implican el fijar objetivos de precios de activos, objetivos de PIB nominal y un objetivo de inflación flexible.

*Objetivos de precios de activos.* Puede decirse que el BoJ adoptó parcial e indirectamente la fijación de objetivos de precios de los activos en septiembre

cuando anunció su intención de comprar suficiente deuda pública japonesa (JGB) para asegurar que el rendimiento del bono a 10 años permaneciera en torno a cero. Esto podría considerarse una forma de fijación de precios de activos “incompleta”. ¿Podrían otros bancos centrales responsabilizarse más abiertamente de asegurar la estabilidad de los precios de los activos así como de los precios en general? Una vez que se acepta la justificación básica de un paso tan radical –asegurar que los bancos centrales puedan actuar más eficazmente a fin de evitar los fenómenos de auge-caída antes descritos– ¿a qué nivel de precios de los activos deberían intervenir los bancos centrales? Cada vez que el crecimiento del crédito supera el crecimiento del PIB nominal, la deuda aumenta. ¿Deberían los bancos centrales establecer un objetivo para el crecimiento del crédito, con un objetivo específico por sector? Por desgracia, el análisis teórico no da una respuesta clara a estas preguntas, y no hay ninguna medida fija para decidir cuando una clase de activos está entrando en territorio de burbuja. Por ello, pese a su atractivo, la fijación de objetivos de precios de activos no está en vías de convertirse en el próximo estilo de política monetaria de los bancos centrales.

*Objetivos de PIB nominal.* La débil recuperación de las economías desarrolladas ha contribuido a que cobre impulso este estilo de política monetaria. Considerando que una repetición de la Gran Depresión y la Gran Recesión no solo es indeseable sino también evitable, los llamados “monetaristas del mercado” quieren

Crisis	Fecha	Partes excesivamente apalancadas	Clase de activos afectada más directamente
Crac TMT	2001-2002	Empresas TMT	Renta variable EE.UU. y Europa
Crisis <i>subprime</i>	2008-2009	Hogares EE.UU.	Mercado vivienda EE.UU.
Crisis del euro	2010-2012	Deuda pública griega, española, portuguesa	Bonos soberanos periferia zona euro

Medición por los índices S&P500 y Stoxx Euro 600

que los bancos centrales contribuyan a maximizar el crecimiento del PIB y al mismo tiempo mantengan la volatilidad tan baja y estable como sea posible. Según ellos, los bancos centrales deberían mantener políticas monetarias proactivas por todos los medios disponibles, incluyendo la relajación cuantitativa, hasta que se logre el nivel objetivo de PIB nominal. Los bancos centrales deberían ser transparentes en cuanto a su objetivo de crecimiento total de la demanda y las empresas y familias necesitan tener la seguridad de que los bancos centrales se toman en serio la consecución de ese objetivo. En este estilo de política monetaria, los objetivos de inflación y tipos de interés no son fines en sí mismos, y la famosa regla de Taylor de política monetaria es de uso limitado.

*Objetivos de inflación flexible.* Con el FMI recalando su potencial para abordar un crecimiento bajo, el objetivo de inflación flexible tiene la mejor probabilidad de convertirse en el modelo de la política monetaria futura en el mundo desarrollado. En esencia, este estilo de política monetaria conlleva aceptar que los precios superen el objetivo oficial de inflación durante un período limitado. El principal riesgo es el efecto en el mercado de bonos. Muchos afirman ya que la fuerte intervención de los bancos centrales durante los últimos ocho años ha distorsionado los mecanismos naturales del mercado y estimulado en exceso el mercado de deuda pública. En consecuencia, los

*Treasuries* a 10 años presentan un riesgo asimétrico para los inversores.

En este escenario, las subidas de los tipos básicos, junto con una aceleración del crecimiento de EE.UU., podrían llevar a un aumento sustancial de los rendimientos de los bonos a largo plazo.

Conviene recordar que, en el verano de 1994, Alan Blinder, que se había incorporado hacía poco al FOMC, señaló que la Fed estaba obligada a intervenir siempre que el desempleo fuera elevado. En aquel momento, EE.UU. estaba cerca del pleno empleo, con una tasa de paro de 6,1%. Se consideró que los comentarios de Blinder apuntaban a que la Fed quería que el desempleo quedara incluso por debajo de su tasa estructural, lo que según los inversores podría desencadenar una espiral inflacionista. El resultado fue el crac del mercado de bonos de 1994. Actualmente, si la Fed anunciara que está dispuesta a aceptar una inflación por encima de su objetivo de 2%, corre el riesgo de decepcionar a los inversores. Quién sabe cómo podrían reaccionar los mercados de bonos una vez asuman que los tipos de interés americanos a largo plazo están bastante por debajo de su nivel “natural” (que debería reflejar el crecimiento nominal, entendido como el crecimiento del PIB más la inflación).

### Conclusión

Las políticas monetarias serán un factor de riesgo clave para los mercados de renta fija y variable en

2017. Los bancos centrales tienen que tranquilizar a los inversores sobre su capacidad para adaptar el estilo de la política monetaria según las circunstancias económicas. A medio plazo, su credibilidad podría verse amenazada si no consiguen convencer a los participantes del mercado de la efectividad de sus políticas y de la importancia de su efecto en el ciclo económico.

A más largo plazo, tanto si nuevos estilos de política monetaria ayudan a la economía real como si no, persisten las dudas que plantean las consecuencias de la enorme acumulación de activos de los bancos centrales. Al menos hay una aceptación creciente de que los bancos centrales deberían poder usar sus abultados balances para implementar cualquier nuevo estilo de política monetaria que surja. Pero, sea cual sea el nuevo estilo, no será una varita mágica que salve a las economías desarrolladas de su “década perdida”. La política monetaria sigue teniendo que operar conjuntamente con la política presupuestaria para que sea plenamente efectiva. Aún no hay una decisión en este sentido, pues los políticos no están totalmente preparados para hacer aprobar medidas fiscales adecuadas para respaldar el crecimiento (ver Comentario).

**Colaboradores** | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet  
**Edición** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Terminado de redactar el 2 de noviembre 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.

# Aumentan los rendimientos de los bonos de referencia

Los rendimientos de los bonos de referencia a largo plazo aumentaron en octubre, saliendo los rendimientos a 10 años de territorio negativo en la zona euro. El *high-yield* y la deuda emergente siguen generando las mejores rentabilidades en el ámbito de la renta fija, mientras que los títulos de energía y materiales encabezan la renta variable global.

Datos en gráficos y tablas de esta página al 31 de octubre de 2016

## PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Tasas de crecimiento del PIB	Estimaciones Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.2%)
Zona euro	0.9%	1.6%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.3%)
Suiza	2.0%	0.8%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.4%)
Reino Unido	3.1%	2.2%	2.0% (1.9%)	1.1% (0.9%)
Japón	-0.1%	0.6%	0.6% (0.6%)	0.6% (0.9%)
China	7.3%	6.9%	6.7% (6.6%)	6.2% (6.3%)
Brasil	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	1.0% (1.1%)
Rusia	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

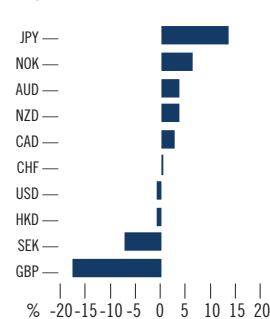
  

Inflación (IPC) Media anual salvo Brasil fin de año	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	1.6%	0.1%	1.4% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Zona euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Suiza	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Reino Unido	1.5%	0.0%	0.8% (0.7%)	2.7% (2.3%)
Japón	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.4% (0.4%)
China	2.0%	1.4%	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)
Brasil	6.3%	9.0%	8.0% (7.1%)	5.4% (5.2%)
Rusia	7.8%	15.5%	6.5% (6.3%)	5.5% (5.3%)

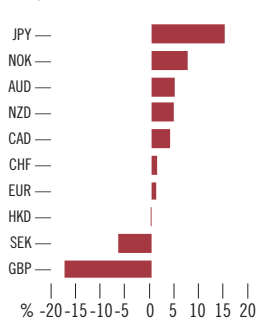
\*Fuente: Consensus Economics Inc

## VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO (DESDE 31.12.2015)

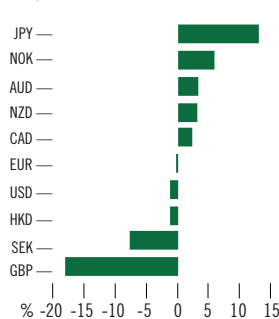
### Respecto al EUR



### Respecto al USD

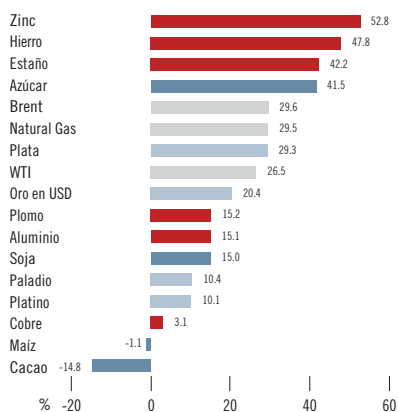


### Respecto al CHF

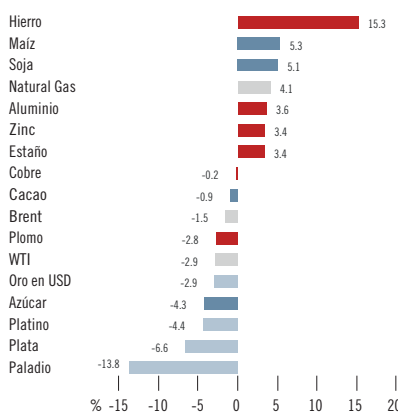


## MATERIAS PRIMAS

### Evolución desde el 31.12.2015



### Evolución mes anterior

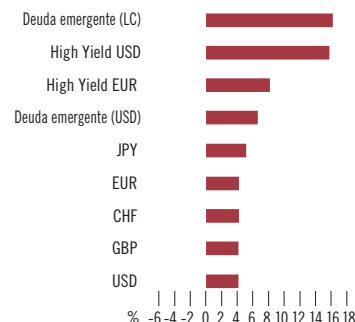


## TIPOS DE INTERÉS

	Cortos (3 meses)	Largos (10 años)
EEUU	0.50%	1.8%
Zona euro	0.0%	0.16%
Suiza	-0.75%	-0.4%
Reino Unido	0.25%	1.25%
Japón	0.0%	0.0%
China	2.20% (1 año)	4.75% (5 años)
Brasil	14.0%	11.4%

## MERCADOS RENTA FIJA

### Rentabilidad desde 31.12.2015



## MERCADOS RENTA VARIABLE

### Rentabilidad desde 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	4.0%	3.1%	2.8%	25.6%
S&P 500*	5.9%	4.9%	4.6%	27.8%
MSCI Europe*	-2.7%	-3.6%	-3.9%	17.5%
Tokyo SE (Topix)*	5.2%	4.3%	3.9%	27.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	11.1%	10.1%	9.8%	34.1%
SPI*	-4.5%	-5.4%	-5.7%	15.3%
Nasdaq	3.6%	2.7%	2.4%	25.1%
MSCI Em. Markets*	16.6%	15.6%	15.2%	40.8%
Russell 2000	4.9%	3.9%	3.6%	26.6%

\* Dividendos reinvertidos

## SECTORES DE ACTIVIDAD

Rentabilidad desde 31.12.2015	EEUU	Europa	Mundial
Industria	7.4%	1.3%	6.2%
Tecnología	10.7%	-3.3%	9.5%
Materiales básicos	7.1%	16.4%	16.2%
Telecomunicaciones	6.3%	-17.3%	-0.5%
Sanidad	-6.8%	-16.7%	-9.6%
Energía	11.5%	10.4%	12.9%
Servicios públicos	14.0%	-7.4%	5.7%
Finanzas	2.0%	-14.1%	-2.0%
Consumo básico	4.5%	-3.2%	2.2%
Consumo discrecional	0.2%	-9.6%	-1.7%

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

