

2,0%

Nuestra previsión de crecimiento medio anual en EE.UU. para 2017
Página 4

6,2%

Nuestra previsión de crecimiento del PIB chino para 2017
Página 5

17,0x

Ratio precio-beneficios de las empresas cotizadas del S&P500 a finales de noviembre
Página 6

-4,0%

Rentabilidad total de los bonos del Tesoro americano a 10 años en noviembre
Página 7

27,1%

Tasa oficial de desempleo en Sudáfrica en el tercer trimestre
Página 8

43 pb

Aumento del rendimiento de los bonos corporativos con *investment-grade* en USD en noviembre
Página 10

-8,1%

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

2 x 25 pb

Nuestra expectativa de subidas de tipos de la Fed en 2017 (dos subidas de 25 puntos básicos)
Página 13

De la deflación a la reflación: nuestro escenario central prevé un cambio de régimen cíclico en la economía mundial en 2017

Diciembre 2016

Perspectivas

Las políticas de Trump, un nuevo factor en las perspectivas de crecimiento



César Pérez Ruiz,
director de inversiones,
Pictet Wealth Management

Casi un mes después de la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EE.UU., persisten muchas dudas sobre sus intenciones. Hasta ahora, ha habido una mezcla de nombramientos entre republicanos tradicionales y otros no tanto. Pero, al día de hoy, el cariz del equipo económico de Trump es una incógnita.

Ya hemos comentado que Trump como presidente sería algo diferente del candidato Trump. Enfrentadas a la realidad del poder y de los controles y equilibrios del sistema de gobierno americano, muchas de las propuestas más comentadas de Trump han ido moderándose. Entre ellas, imponer duros aranceles a las importaciones chinas, construir un muro entre EE.UU. y México y dismantelar el Obamacare.

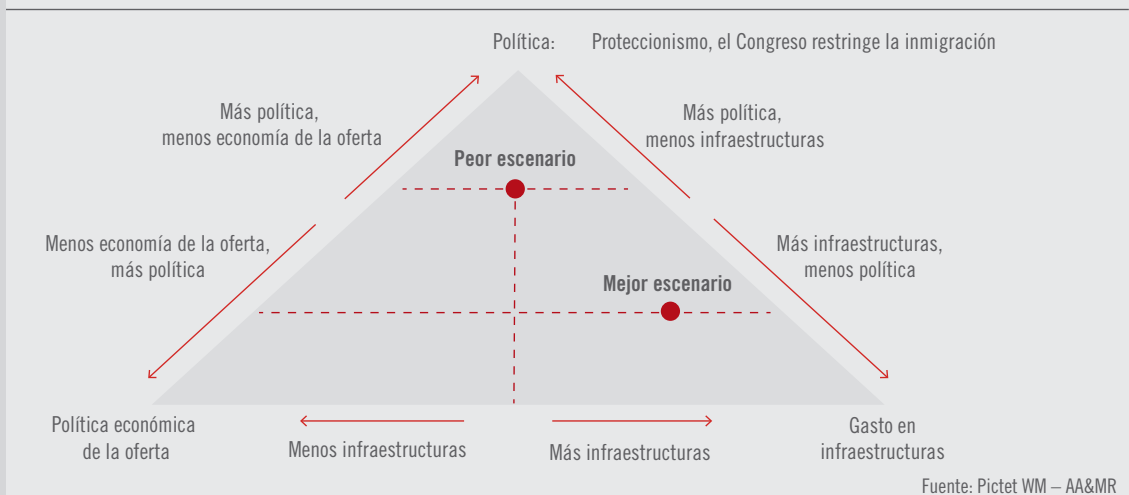
La primera señal de que la retórica de campaña de Trump podría quedarse en solo eso se observó en su conciliador discurso de la victoria del 9 de noviembre. Pero fue también muy vago en cuanto a sus prioridades políticas como presidente. Basándose en las propuestas que adoptó durante la campaña, podría inclinarse más por el proteccionismo o más por el estímulo fiscal. Ninguna de las dos prioridades es, al menos superficialmente, contradictoria con el enfoque «América primero» de la política económica que caracterizó su campaña. Pero unas políticas que favorezcan claramente el proteccionismo tendrían un efecto en los mercados financieros muy diferente de las que priorizan el estímulo fiscal.

El deseo de satisfacer a los diferentes electorados que votaron por él significa que las políticas de la administración Trump podrían situarse a medias. El presidente electo ya ha rechazado el Acuerdo de Asociación Transpacífico, un pacto comercial con Japón y otros 10 países que representan el 40% de la economía mundial, promovido por Barack Obama, y a la Asociación Transatlántica de Comercio e Inversión, un pacto comercial similar con Europa, le aguarda seguramente el mismo destino. Pero está por ver hasta dónde llega Trump por esta vía. El fin del Tratado de Libre Comercio de América del Norte con Canadá y México (TLCAN), en vigor desde hace dos décadas, sería muy destructivo y causaría más problemas de los que resuelve, al igual que la imposición de aranceles comerciales más elevados.

Las ventajas de medidas enérgicas de estímulo fiscal parecen mucho más claras. Trump ha prometido un plan de gasto en infraestructuras a gran escala así como más gasto en defensa, junto con recortes de los impuestos de la renta y de sociedades. Y entre los asesores de Trump destacan algunos artífices del programa económico de Ronald Reagan de principios de la década de 1980, claramente basado en la oferta. Estos factores explican por qué nuestra hipótesis de base es que la presidencia de Trump resultará favorable al crecimiento (al menos en EE.UU.), empezándose a sentir los primeros efectos del estímulo fiscal a finales de 2017, antes de tener una repercusión más amplia en 2018. Una economía americana con un crecimiento más rápido ayudará probablemente también a los países que exportan hacia EE.UU., siempre y cuando las ganancias no se vean anuladas por unas políticas comerciales restrictivas bajo la nueva administración Trump.

Puede ser que los planes fiscales de Trump resulten de menor envergadura que lo que desearían los mercados, ya que incluso un Congreso dominado por los Republicanos se opondría a un paquete fiscal que causara un agujero demasiado profundo en las cuentas públicas. Estímulo fiscal significa más gasto, lo que puede ser positivo para la renta variable y negativo para la renta fija. La intensa subida de los rendimientos de los bonos del Tesoro desde la victoria de Trump ha favorecido especialmente a los títulos de los bancos, que van a beneficiarse de mejores márgenes mientras aumentan los diferenciales de los bonos. El sector bancario de EE.UU. también se ha visto

PRESIDENCIA DE TRUMP: EL PEOR Y EL MEJOR DE LOS ESCENARIOS



favorecido por la promesa de Trump de reducir la regulación. El impulso de Trump, como hombre de negocios, de recortar las regulaciones podría ayudar también a otros sectores. Pero el estímulo fiscal en un momento de pleno empleo conlleva el riesgo de sobrecalentamiento y de una subida de los tipos oficiales más rápida de lo que se prevé actualmente.

Antes de las elecciones americanas, decidimos rotar parte de nuestra asignación a renta fija, sustituyendo *US Treasuries* por *Bunds* alemanes, y parte de nuestra asignación a renta variable, pasando de títulos mundiales defensivos a títulos mundiales de valor. Aunque los *Bunds* no ofrecen más que un rendimiento positivo simbólico, el fuerte aumento de los rendimientos americanos desde las elecciones presidenciales ha justificado nuestra decisión de cambiar la mitad de nuestras posiciones en *US Treasuries* a 10 años por *Bunds* en las carteras en EUR y CHF. Aparte del mayor incremento en la rentabilidad de los *US Treasuries* desde las elecciones americanas, los *Bunds* van a ser los claros beneficiarios de la ampliación de las compras de bonos por parte del BCE. Asimismo, la decisión de pasar un tercio de nuestras carteras tácticas de títulos defensivos a títulos de valor durante el verano estuvo justificada, ya que el avance de los mercados de renta variable desde entonces se ha visto impulsado por sectores cíclicos, tales como la energía, y por títulos de valor, mientras que los defensivos se han quedado rezagados.

Enfrentándose a un dólar en alza, rendimientos más altos de los *US Treasuries* y la perspectiva de que EE.UU. se vuelva menos abierto al comercio, los activos y las monedas de los mercados emergentes se han visto afectados por el denominado «Trump tantrum», ya que los extranjeros sacan su dinero de los mercados emergentes. El gran volumen de deuda denominada en dólares en ciertos mercados emergentes hace que sean especialmente vulnerables a una subida sostenida de la moneda estadounidense.


En Pictet Wealth Management, hemos elaborado nuestros escenarios de mercado para 2017 en torno a dos temas básicos que parecen estar cobrando progresivamente más relevancia. El primero es la importancia cada vez mayor de las políticas fiscales en lugar de las políticas monetarias, que han perdido fuerza antes de que el crecimiento económico se haya podido consolidar. El otro es el aumento esperado de los beneficios empresariales en el mundo desarrollado por primera vez en dos años. Pero la victoria de Donald Trump añade una dimensión suplementaria a nuestros escenarios: la imprevisibilidad de un populista que nunca ha desempeñado un cargo político y cuyas ideas económicas aún necesitan concretarse.

EE.UU. proporciona un impulso positivo a la economía global

Creemos que el estímulo fiscal impulsará la economía americana en el segundo semestre de 2017.

No prevemos grandes cambios en el crecimiento de Europa ni de China, y esperamos que las subidas de la inflación sean contenidas.

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

 Las opiniones siguen divididas entre los que piensan que un mayor gasto fiscal y recortes de impuestos serán la característica dominante de la presidencia de Trump y los que creen que las sirenas del proteccionismo y la antiglobalización serán las protagonistas.

Como comentamos en otra de estas páginas, nos inclinamos por creer que los planes del presidente electo Trump empezarán a dar impulso al crecimiento de EE.UU. en el segundo semestre de 2017. El ímpetu positivo de la economía americana (la tasa de crecimiento anualizada del PIB del tercer trimestre se ha elevado al 3,2%) podría extenderse a la economía global – siempre y cuando no sea anulado por una postura dura de EE.UU. en materia de política comercial.

En China la mejora del ritmo de crecimiento que se observó en el tercer trimestre ha continuado durante el período en curso, por lo que hemos elevado nuestra previsión de crecimiento del PIB para todo el año 2016 del 6,5% al 6,7%. Aunque esperamos una caída del crecimiento chino en 2017, pensamos que seguirá siendo fuerte (más del 6%). La economía japonesa también se está reanimando, con un crecimiento del PIB en el tercer trimestre muy superior a las previsiones del consenso. Los exportadores japoneses, en particular, se están beneficiando de un nuevo declive del valor del yen frente al dólar – una tendencia que esperamos continúe el año que viene.

El panorama sigue siendo mixto en Europa. El Reino Unido se enfrenta a una desaceleración significativa pues el temor al *Brexit* empieza (por fin) a pasar factura, y a la zona euro le espera una inquietante serie de votaciones populares. Después del referéndum italiano del 4 de diciembre, se celebrarán elecciones en los Países Bajos y Francia durante el primer semestre de 2017. Pero los indicadores prospectivos sugieren un repunte de la actividad económica en la mayor parte de la zona euro, y aunque la inflación sigue débil, están surgiendo señales de que Europa participará también en la tendencia global hacia la reflación.

EE.UU.: crecimiento más lento en el primer semestre de 2017, pero más fuerte en el segundo

Los datos publicados recientemente en EE.UU. han sido mixtos. Debido a un marcado retroceso de las exportaciones de soja, el crecimiento del PIB podría caer del 3,2% en el tercer trimestre al 1,5% en el cuarto. Aún así, la tasa media de crecimiento del segundo semestre sería de un notable 2,3%. Estamos trabajando básicamente con dos escenarios opuestos. Según el primero, el escenario base, aunque es probable que el Congreso atenúe las propuestas presupuestarias de Trump, esperamos un programa de estímulo fiscal sustancial que haga subir el PIB en 0,5-1,0% en EE.UU. a lo largo de 2017 y 2018. No obstante, el efecto positivo de este programa no se sentiría hasta finales de 2017. El segundo escenario tiene en cuenta la posibilidad de un considerable aumento del proteccionismo comercial. Pero,

en nuestra opinión, lo más probable es que los efectos de las potenciales medidas sobre comercio e inmigración tengan un impacto muy limitado en el crecimiento y la inflación, al menos el año que viene. Un factor que complica nuestro análisis es el rápido endurecimiento de las condiciones monetarias (con subidas del dólar y de los tipos a largo plazo desde las elecciones presidenciales). Este endurecimiento, equivalente a un aumento de más de 75 puntos básicos de los tipos a corto plazo a finales de noviembre, podría lastrar el crecimiento durante el primer semestre de 2017. Prevedemos que el crecimiento se ralentizará al 1,7% de media en el primer semestre de 2017 y que después se recuperará hasta un 2,4% en el segundo semestre, gracias a los efectos del estímulo fiscal. En términos de media anual, seguimos previendo una aceleración del crecimiento del 1,5% en 2016 al 2,0% en 2017.

«Pensamos que hay una probabilidad sumamente baja de que un partido nacionalista y anti-UE gane unas elecciones importantes el año que viene»

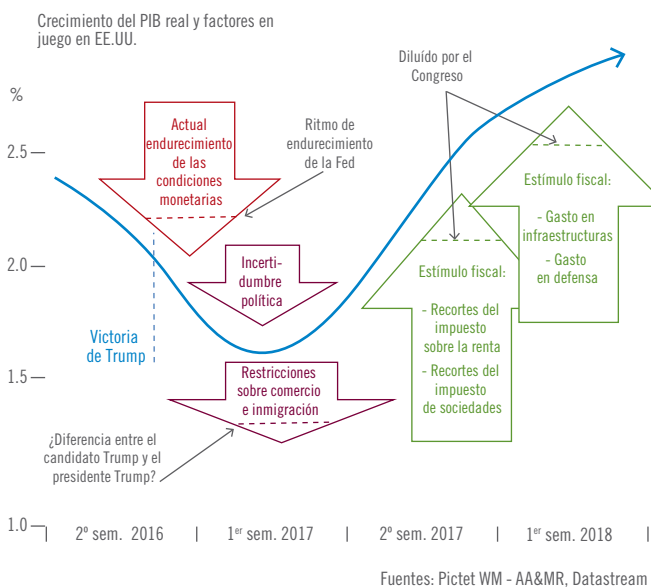
La inflación PCE subyacente se ha mantenido relativamente estable durante los últimos 9 meses. Aunque la atonía del mercado laboral sigue disminuyendo y se aprecia un repunte de las subidas salariales, el incremento de la inflación PCE subyacente en EE.UU. debería ser moderado en 2017, debido a la apreciación del dólar y la baja inflación global. Prevedemos una tasa de inflación PCE subyacente interanual del 2,1% para finales de 2017 (1,7% actualmente). Es probable que la Fed suba el tipo de los *Fed funds* en 25 pb en diciembre. Ante un marcado endurecimiento de las condiciones monetarias y un escaso repunte de la inflación subyacente, la Fed actuará con mucha cautela. Esperamos que suba sus tipos en 25 pb dos veces el año que viene.

Riesgos bastante equilibrados para el crecimiento europeo

Nuestro escenario base no prevé una aceleración significativa del crecimiento del PIB de la zona euro en 2017, sino un ritmo más o menos constante de la expansión económica. En otras palabras, la desaceleración del crecimiento del PIB anual que prevemos, del 1,6% en 2016 al 1,3% en 2017, es solo el resultado de un menor efecto de arrastre el año que viene. Vemos riesgos bastante equilibrados, con potencial tanto alcista como bajista para el crecimiento en relación con nuestro escenario base.

Por una parte, se espera que la demanda interna siga siendo el principal motor de crecimiento en la zona euro, respaldada por la mejora del mercado laboral, un notable crecimiento de la renta real y condiciones monetarias laxas. La política fiscal se volverá seguramente más favorable, aunque seguirá siendo

PREVISIBLE EFECTO TRUMP: DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO AMERICANO EN EL 1ER SEMESTRE DE 2017 Y CRECIMIENTO MÁS INTENSO EN EL SEGUNDO



subóptima y distribuida de forma desigual, siendo improbable que los países con superávit utilicen todo su margen de maniobra fiscal, a no ser que ocurra una grave recesión. Las exportaciones probablemente también presten soporte, aunque la incertidumbre económica y política global podría seguir lastrando la demanda agregada. El año 2017 traerá una serie de grandes pruebas políticas, con tres elecciones importantes en los Países Bajos, Francia y Alemania. Pese al alza del voto «populista», pensamos que hay una probabilidad sumamente baja de que un partido nacionalista y anti-UE gane unas elecciones importantes el año que viene o logre convocar un referéndum legalmente vinculante sobre la pertenencia a la UE/UEM.

En cuanto a la dinámica de los precios, esperamos que la inflación general se acerque al 1,5% en el primer semestre de 2017, gracias a los efectos de base relacionados con la energía, antes de moderarse en el segundo semestre. El riesgo de que baje la inflación subyacente, que prevemos alcanzará una media del 1,1% en 2017, es el motivo principal por el que esperamos que el BCE mantenga una postura monetaria muy laxa mientras intenta recuperar flexibilidad en cuanto a los parámetros de su programa de compras de activos.

China: el ritmo de crecimiento estable continúa en el 4º trimestre

Los datos publicados últimamente indican que la economía china se ha estabilizado en el cuarto trimestre. El crecimiento de

las inversiones en activo fijo ha repuntado moderadamente, en particular en el sector inmobiliario, mientras que el crecimiento de la inversión manufacturera y en infraestructuras bajó ligeramente en octubre. Las ventas al por menor mostraron cierta debilidad, creciendo un 10% interanual en octubre, comparado con el 10,7% en septiembre, en gran parte debido a un crecimiento más lento de las ventas de automóviles.

El índice de precios de producción (PPI) chino volvió a subir un 1,2% interanual en octubre, tras salir del territorio negativo en septiembre. El repunte de los precios de las materias primas globales y la depreciación del renminbi seguirán probablemente impulsando el PPI durante los próximos trimestres. La subida de los precios inmobiliarios en China este año puede influir en los precios de elementos no comercializables, como los servicios, que a su vez deberían impulsar el índice de precios de consumo. En conjunto, China está en un proceso de reflación.

La subida de la inflación ha contribuido a impulsar el crecimiento del PIB nominal chino. En el tercer trimestre, el PIB nominal aumentó un 7,8% comparado con el mismo período del año pasado, el mayor nivel desde el tercer trimestre de 2014. Correspondiendo con la mejora del PIB nominal, la rentabilidad de las empresas chinas se ha recuperado, en particular en el sector industrial.

Como parece evidente que la economía podría alcanzar el objetivo de crecimiento del Gobierno del 6,5-7% este año, las políticas han pasado del estímulo del crecimiento al control de los riesgos. Muchos gobiernos locales han tomado medidas para frenar los precios desbocados de las viviendas. El crecimiento del crédito, incluyendo los préstamos hipotecarios, ha empezado a disminuir en los últimos meses. El Banco Popular de China mantendrá probablemente una postura neutral durante el resto del año. Aunque seguirá manteniendo condiciones de liquidez acomodaticias, hará más hincapié en contener el riesgo de burbujas de los activos, en particular en el sector de la vivienda.

Resumiendo, la economía china sigue mostrando señales de estabilización. Los datos disponibles hasta ahora son coherentes con nuestra previsión de crecimiento del 6,7% del PIB real chino en 2016. De cara al futuro, no pensamos que el actual ritmo de crecimiento sea sostenible a medio plazo, especialmente en el área de la inversión inmobiliaria y la industria pesada relacionada con este sector. En consecuencia, esperamos que la tasa de crecimiento de China baje moderadamente al 6,2% en 2017. No obstante, la inflación puede seguir aumentando en los próximos trimestres, aunque permaneciendo inferior al objetivo fijado por el Gobierno en torno al 3%. Es probable que los precios más altos presten un soporte continuado al sector empresarial en el futuro.

Se afianzan las operaciones provocadas por el "efecto Trump"

Uno de nuestros principales temas de inversión para 2017 es el giro de la política monetaria hacia la política fiscal para sostener el crecimiento, y la elección de Donald Trump promete acelerar esta tendencia. Pero también somos conscientes de que algunas tendencias pueden estar "sobrecompradas".

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet y Alexandre Tavazzi


MERCADOS FINANCIEROS

Evolución en % de los índices financieros en monedas locales. Datos al 30.11.2016

	Índice	Desde 31.12.2015	Mes anterior
Renta variable EEUU*	USD S&P 500	9.8%	3.7%
Renta variable Europa*	EUR Stoxx Europe 600	-3.2%	1.1%
R.V. mercados emergentes*	USD MSCI Emerging Markets	11.3%	-4.6%
Bonos soberanos EEUU*	USD ML Treasury Master	1.3%	-2.7%
Bonos corp. <i>investment grade</i> EEUU*	USD ML Corp Master	5.3%	-2.7%
Bonos corp. <i>High yield</i> EEUU*	USD ML US High Yield Master II	15.2%	-0.4%
Hedge funds	USD Credit Suisse Tremont Index Global**	-0.1%	-0.2%
Materias primas	USD Reuters Commodities Index	7.5%	1.6%
Oro	USD Gold Troy Ounce	10.5%	-7.9%

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

* Dividendos/cupones reinvertidos ** Final octubre 2016

 *El compromiso del presidente electo Donald Trump de hacer aprobar rebajas de impuestos, impulsar el gasto en infraestructuras y reducir la regulación ha fomentado un rally de los títulos cíclicos a ambos lados del Atlántico, que comenzó antes de las elecciones.*

Los títulos relacionados con energía y recursos básicos se han comportado bien, al igual que los bancos, impulsados por la ampliación de los diferenciales de rendimiento. A los títulos defensivos, en especial los *bond proxies* que pagan un dividendo constante, no les ha ido tan bien. Suelen encontrarse en sectores como *utilities*, farmacéuticas y consumo básico. Pero el Dow Jones Industrial Average superó los 19.000 puntos a finales de noviembre, por lo que es lógico preguntarse hasta dónde pueden ir las tendencias recientes, al menos a corto plazo. Hemos acertado con la reorientación de nuestras carteras de títulos defensivos a cíclicos. Puede estar justificado un mayor reajuste, pero la rentabilidad superior de los cíclicos podría aconsejar cautela.

Cabe también preguntarse hasta dónde puede llegar la caída de los

precios de los *Treasuries* a corto plazo, dada nuestra previsión de que el crecimiento de EE.UU. caerá en el primer semestre de 2017 (afectado por un dólar fuerte y tipos a largo plazo al alza) dado que las presiones sobre la inflación subyacente son bajas y que ya se ha descontado el endurecimiento por parte de la Fed (esperamos dos subidas de tipos de 25 pb en 2017).

La volatilidad de la renta variable sigue siendo baja, pero ha aumentado para la renta fija desde la elección de Trump. Las dos clases de activos están respondiendo a factores diferentes. Mientras que la renta variable sigue centrada en perspectivas de mayor crecimiento en EE.UU., la renta fija se centra en la incipiente inflación. Las operaciones relacionadas con la inflación tienen margen para evolucionar: o bien la volatilidad de la renta fija disminuirá si los temores a la inflación se atenúan, o se extenderá también a la renta variable. Aunque creemos que las presiones sobre los precios seguirán bajas a corto plazo si los planes de gasto y fiscales de Trump cobran impulso en un momento en el que EE.UU. marcha a plena

capacidad, la inflación podría aumentar en el país. En ese caso, el *rally* de los *US Treasuries*, que ha durado 35 años, terminaría realmente y surgirían dudas sobre el estatus de los *Treasuries* como instrumento de protección.

Renta variable: el avance se acelera

El mes pasado comentábamos cómo ha cambiado desde el verano el panorama de la inversión, con los títulos cíclicos tomando la delantera junto con los financieros. Lo menos que se puede decir es que el resultado de las elecciones americanas ha acelerado esta tendencia. En previsión de una administración Trump a favor del crecimiento, los índices de renta variable desarrollada subieron en noviembre, encabezados por compañías de pequeña capitalización de EE.UU. (+12%) y por Japón (+5,5%). En cuanto a sectores, siguió avanzando el reajuste de defensivos a cíclicos.

Además, el encarecimiento de las materias primas contribuye a que las curvas de rendimientos se acentúen, debido a unas mayores previsiones de inflación, creando un mejor entorno para los títulos bancarios en todos los mercados. Los bancos americanos cotizan con un ratio precio-valor contable de 1,14x mientras que sus homólogos de la zona euro y Japón continúan cotizando con un descuento frente a su valor contable (de 0,75x y 0,63x, respectivamente). La rentabilidad de los bancos se ve penalizada por tipos de interés negativos en Japón y la zona euro.

Para los inversores, es difícil saber qué mercados favorecer en 2017. Según las valoraciones, Europa (PER 14,2x) y Japón (14,5x) son más baratos que EE.UU. (17,0x), pero el

potencial gasto fiscal, impuestos más bajos y la posible repatriación de capitales en EE.UU. serán una combinación difícil de batir.

Esperamos que los mercados coticen en función de las promesas de Trump, al menos hasta que sea oficialmente el 45º presidente a finales de enero.

La correlación entre renta variable y renta fija sigue negativa

La correlación negativa entre las rentabilidades de las acciones y los bonos desde hace más de 15 años aguantó en noviembre, con una rentabilidad del 3,7% para el S&P 500 (en USD) y del -4,0% para los *T-bonds* a 10 años. Por término medio, esas dos clases de activos no muestran una correlación negativa tan fuerte, y el régimen de correlación actual no excluye períodos en los que tanto acciones como bonos sean objeto de ventas masivas (como en octubre). Esos movimientos sincronizados no deberían durar mucho más, siempre que la inflación siga contenida. Según nuestro análisis, la inflación subyacente americana tendría que subir hasta cerca de un 3,8% para que veamos una correlación positiva, pero las previsiones actuales para los próximos años se sitúan entre 2,2% y 2,4%.

Yen débil y renta variable japonesa fuerte

En noviembre, el yen se depreció frente al USD en un 7,4% mientras que el TOPIX registró la mejor rentabilidad mensual entre los principales índices de renta variable, subiendo un 5,5% (en moneda local). Es un ejemplo de la correlación todavía fuerte entre divisas y renta variable. El TOPIX

seguía con un retroceso del 3,1% y el yen aún un 6% más alto frente al USD en los 11 meses hasta finales de noviembre. Las elecciones americanas desencadenaron otra subida del rendimiento de los *T-bonds* a 10 años en un momento en el que el control de la curva de rendimientos del Banco de Japón (objetivo de 0% para vencimientos a 10 años) ha restado atractivo al yen. Un yen más débil es positivo para los beneficios japoneses. De hecho, los beneficios de 2017 se revisaron al alza en noviembre tras revisiones negativas en octubre. Además de su control de la curva de rendimientos, el BoJ sigue comprando renta variable japonesa mediante ETF, lo que está contribuyendo a que entre dinero en títulos japoneses.

Trump vuelve a hacer grande el USD

Las elecciones americanas han beneficiado al USD en general. Con el Congreso controlado por los republicanos, los planes de Donald Trump de un estímulo fiscal significativo probablemente adquieran fuerza. El esperado impulso a la economía de EE.UU. debería respaldar más subidas de tipos de la Fed en 2017 y 2018. Además, hasta ahora, el presidente electo Trump ha sido mucho más moderado que el candidato Trump en cuanto a proteccionismo. Esto explica por qué el apetito de riesgo ha seguido fuerte, contribuyendo a una apreciación del USD frente a monedas defensivas, como el CHF. Los fundamentales tras las elecciones en EE.UU. respaldan en general la apreciación del USD. Pero el USD inició su actual ciclo alcista estructural en julio de 2011. Los dos largos ciclos anteriores duraron

unos 6,5 años cada uno, lo que indica que el actual está llegando a su fin.

La OPEP acuerda el primer recorte del suministro de petróleo desde 2008

En una reunión formal en Viena el 30 de noviembre, la OPEP acordó recortar la producción de petróleo en unos 1,2 millones de barriles/día durante seis meses desde enero. Esto señala un cambio en la estrategia del cartel del petróleo para estabilizar el mercado petrolífero. De hecho, con el retorno de la producción de Nigeria y Libia, la falta de acuerdo entre los miembros de la OPEP para recortar la producción habría producido probablemente una caída significativa del precio del petróleo. Este acuerdo es positivo para el precio del petróleo a corto plazo, pero puede llevar a los productores de EE.UU. a aumentar su propia producción en respuesta a la subida de los precios, limitando así el potencial alcista.

ACONTECIMIENTOS SIGNIFICATIVOS EN EL MUNDO

Desempleo

Según la Organización Internacional del Trabajo (OIT)¹, la tasa de desempleo en las economías desarrolladas bajó del 7,1% en 2014 al 6,7% en 2015. En muchos casos, sin embargo, estas mejoras no bastaron para colmar el déficit del empleo que se generó como resultado de la crisis financiera mundial. Las perspectivas de empleo se han deteriorado en las economías emergentes, en particular en Brasil, China y en los países productores de petróleo, con 2,3 millones de desempleados que se han sumado a la cifra global en 2016.

4,8%

Según la Oficina de Estadística Nacional (ONS)⁵, la tasa de paro en el Reino Unido se situó en el 4,8% durante el tercer trimestre, su menor nivel desde finales de septiembre de 2005. **La ONS también comentó que el número de personas ocupadas en el Reino Unido (31,8 millones) sigue estando en un nivel récord.** No obstante, el Banco de Inglaterra prevé un aumento del desempleo, a medida que empiecen a hacer mella las incertidumbres en torno al *Brexit*.

4,6%

En EE.UU. la tasa oficial de desempleo cayó al 4,6% en noviembre, por debajo de lo que la Fed considera pleno empleo y muy por debajo de la tasa del 10,2% registrada seis años antes.

La medida U6 (un indicador más amplio del desempleo) bajó del 9,5% en octubre al 9,3% en noviembre, tras haber permanecido estable durante varios meses.

11,8%

En medio de su peor recesión económica desde los años 30, **el desempleo brasileño ha aumentado notablemente desde principios de 2013.** Los datos muestran que la tasa de paro del 11,8% registrada en los tres meses hasta finales de septiembre no ha variado con respecto a la correspondiente a los tres meses hasta agosto⁹. La renta real fue un 2,1% más baja que la de los tres meses hasta finales de septiembre de 2015, cuando la tasa de paro era del 8,9%.

19,2%

En España la tasa de paro bajó al 19,2% (con ajuste estacional)² en octubre, comparado con un máximo de más del 26% a principios de 2013. La tasa de desempleo española es la más elevada de Europa, excluyendo a Grecia, dado que la crisis de la deuda soberana europea puso fin al *boom* de la construcción. El paro juvenil sigue siendo un flagelo, situándose en el 43,6% a finales de octubre, según Eurostat.

¹ Organización Internacional del Trabajo, 19 de enero de 2016 - http://www.ilo.ch/global/research/global-reports/weso/2016/WCMS_443480/lang--en/index.htm

² Eurostat, 1 de diciembre de 2016 - <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7752348/3-01122016-AP-EN.pdf/51785386-b824-4b65-a09d-99d8bed9958a>

³ *ibid.*

⁴ Bundesagentur für Arbeit, 2 de noviembre de 2016 - <https://www.arbeitsagentur.de/web/content/DE/Detail/index.htm?dfContentId=L6019022DSTBAI818146>

⁵ Office of National Statistics, 16 de noviembre de 2016 - <https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/employmentandemployeetypes/bulletins/uklabourmarket/november2016>

A stylized map of Europe with a hatched texture. Four red square markers are placed on the map, each connected by a thin red line to a callout box containing text. The callout boxes are located over Germany, China, Japan, and Greece. The text in the boxes discusses unemployment rates and labor market conditions in these countries.

6,0%

En Alemania el desempleo bajó al 6% en octubre⁴, su nivel mínimo desde la reunificación en 1990. Eurostat, usando diferentes criterios, registró una tasa con ajuste estacional del 4,1% en septiembre. El mercado laboral alemán, cada vez más tenso (a pesar de un repunte de la inmigración), había hecho temer una situación de recalentamiento y complicado el debate sobre cómo debería Alemania gastar su superávit presupuestario.

4,0%

El primer ministro chino Li Keqiang dijo en marzo, en la sesión anual del Parlamento, que China crearía más de 10 millones de puestos de trabajo en 2016, suficiente para mantener la tasa de paro urbano por debajo del 4,5%.

Parece que este objetivo va a cumplirse, ya que la tasa de paro urbano chino se situaba en un 4,04% a finales de septiembre, según datos oficiales⁸. Esta tasa se ha mantenido constante durante varios trimestres, pero la tasa de desempleo real es probablemente más alta (y más volátil).

3,0%

En Japón la tasa de desempleo se ha ido reduciendo desde mediados de 2009, situándose en el 3% en octubre⁶. La relación entre puestos de trabajo y demandantes de empleo ha seguido aumentando, con 1,43 vacantes por demandante de empleo en octubre⁷, el nivel más elevado desde agosto de 1991. Pero una mayor tensión del mercado laboral no ha dado lugar a un crecimiento de los salarios (las retribuciones monetarias aumentaron en agosto apenas un 0,1% interanual), probablemente porque gran parte del empleo creado es con bajos salarios y a tiempo parcial.

23,4%

Grecia tiene el récord poco envidiable de desempleo en Europa. Según Eurostat, la tasa con ajuste estacional llegó al 23,4% en octubre³. El crédito fluía libremente en Grecia antes de su crisis de deuda soberana, contribuyendo a reducir el desempleo hasta un 7,5% a mediados de 2007. El paro juvenil griego se situaba en un 46,5% a finales de agosto de 2016.

27,1%

En Sudáfrica la tasa de desempleo subió al 27,1% en el tercer trimestre de 2016, frente al 25,5% un año antes, mientras que la tasa de empleo cayó un 0,7%¹⁰. En términos absolutos, el número de desempleados aumentó en más de medio millón durante los tres meses hasta finales de marzo, mientras que el número de ocupados se redujo en más de 350.000 (un máximo sin precedentes).

⁶ Oficina de Estadística, Ministerio de Asuntos Internos y Comunicaciones, 29 de noviembre de 2016 - <http://www.stat.go.jp/english/data/roudou/results/month/index.htm>

⁷ Ministerio de Salud, Trabajo y Bienestar, 29 de noviembre de 2016 - http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-1/dl/g_workers_oct2016_01.pdf

⁸ Ministerio de Recursos Humanos y Seguridad Social, 25 de octubre de 2016 - http://english.gov.cn/state_council/ministries/2016/04/22/content_281475332873004.htm

⁹ Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 27 de octubre de 2016 -

<http://saladeimprensa.ibge.gov.br/en/noticias.html?view=noticias&id=1&pagina=2&paginar=1&quantidade=10&busca=1>

¹⁰ Statistics South Africa, 22 de noviembre de 2016 - <http://www.statssa.gov.za/publications/P0211/P02113rdQuarter2016.pdf>

La victoria de Trump impulsa los títulos cíclicos y afecta a los *Treasuries*

La victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EE.UU. impulsó la rentabilidad de los títulos cíclicos en noviembre, así como el dólar. Otros activos de riesgo también evolucionaron bien ante la expectativa de estímulos fiscales en EE.UU. En cambio, los activos refugio, como el oro y los US *Treasuries*, y los títulos defensivos evolucionaron peor.

Renta variable

El efecto Trump

Nuevo impulso a los cíclicos

Las elecciones americanas dieron lugar a una sorpresa tanto política como en lo que respecta a la reacción de los mercados. La renta variable desarrollada subió a raíz del programa de Trump a favor del crecimiento, pero su amenaza de renegociar los tratados comerciales afectó a los mercados emergentes. El S&P500, el Stoxx Europe 600 y el Topix registraron en noviembre unas rentabilidades totales en moneda local de +3,7%, +1,08% y +5,49%, respectivamente. La rentabilidad total en USD del MSCI Emerging Markets fue de -4,6%.

Las rentabilidades sectoriales indican que los mercados han empezado a descontar los potenciales efectos positivos de los planes de gasto fiscal y recortes de impuestos de Trump. Los sectores cíclicos, que ya habían superado a los defensivos, subieron notablemente, así como los financieros gracias a unas curvas de rendimientos más empinadas. En el MSCI World, los bancos generaron en noviembre un 8,5% (en USD), la energía +5,7% y las industrias +3,7%. La victoria de Trump y de los republicanos ha reforzado la evolución positiva de los sectores cíclicos, que comenzó después del referéndum del *Brexit* en junio. En el otro extremo del espectro, *utilities*, consumo básico y telecomunicaciones retrocedieron 6,1%, 5,1% y 2,5% respectivamente en noviembre. Las inversiones de valor dieron mejores resultados que las de crecimiento.

Mientras los mercados subían sin cambio sustancial en las previsiones de beneficios de 2017, las valoraciones volvieron a aumentar. Los ratios PER del S&P500, Stoxx Euro 600 y Topix se situaban en 17,0x, 14,2x y 14,5x, respectivamente, a finales de noviembre.

Deuda Pública

Los *Treasuries* sufren

*Los US *Treasuries* generaron peores rentabilidades ante la expectativa de relajación fiscal.*

Los bonos soberanos registraron rentabilidades totales negativas en noviembre con un 'bear steepening' de las curvas de rendimientos a nivel global. El *US Treasury* a 10 años se comportó peor que su equivalente alemán, con una rentabilidad total de -4% frente al -1% en moneda local. El rendimiento del *Treasury* a 10 años subió 56 pb al 2,4%, su mayor nivel desde enero, al fomentar la victoria de Trump la expectativa de un gran estímulo fiscal en EE.UU. Pero el alza de los rendimientos fue mucho más leve para el Bund a 10 años y el JGB, dado que sus respectivos bancos centrales siguen en modo expansivo. Esperamos que el BCE prolongue el QE al mismo ritmo durante 6 meses, más allá de su fecha límite actual, y que el Banco de Japón mantenga su objetivo de rendimiento a 10 años en torno a 0%. Esto debería contribuir a que los rendimientos de los JGB y Bunds sigan superando los de los *US Treasuries* en 2017.

Los diferenciales periféricos aumentaron unos 20 pb en noviembre, pues la incertidumbre política enturbia las perspectivas de los activos de riesgo, en particular en Italia. La cuestión más importante es el resultado del referéndum italiano del 4 de diciembre y su impacto en la resolución del problema de los créditos dudosos de los bancos italianos.

La deuda pública emergente denominada en USD se comportó peor que su contraparte en moneda local (-4,2% vs. -1,9%), afectada por el alza del rendimiento de los *US T-bonds*, pero también por el aumento de las primas de riesgo debido a la depreciación de las monedas emergentes frente al USD.

Bonos corporativos

El *investment grade* en USD se queda rezagado

La fuerte reducción de los diferenciales ha ayudado al high yield americano a superar a otros segmentos de deuda, afectados por el alza de los rendimientos soberanos.

El *investment grade* en USD (IG USD) dio peores resultados que su contraparte en euros en noviembre debido al notable aumento de los rendimientos de los *US Treasuries*. El IG USD rindió -2,7% frente al -1%* del IG EUR. El rendimiento de IG USD subió 43pb durante el mes, hasta un 3,4%, frente al rendimiento de apenas 1% del IG EUR. Pero los diferenciales del IG USD se redujeron ligeramente mientras que en el IG EUR se ampliaron 16 pb, sobre todo debido al peor comportamiento de ciertos sectores defensivos.

El *high yield* en USD (HY USD) superó a su contraparte en EUR (-0,4% vs. -0,9%) gracias a la fuerte reducción de los diferenciales crediticios del primero, que compensó el alza de los rendimientos de los *US Treasuries*. El acuerdo de la OPEP del 30 de noviembre dio lugar a una importante reducción de los diferenciales de los bonos HY relacionados con el petróleo. En cambio, el HY EUR sufrió por su gran exposición al sector financiero, afectado por continuas preocupaciones relativas al problema de los créditos dudosos de los bancos italianos.

El mal comportamiento de la deuda corporativa podría continuar el año que viene si los rendimientos de los bonos soberanos siguen subiendo. Pero un repunte del crecimiento americano podría contribuir a una mayor reducción de los diferenciales del HY USD y compensar el alza de los rendimientos de los *US Treasuries*. No obstante, las valoraciones del HY son elevadas, lo que justifica la precaución.

*Todos los datos de deuda corporativa están basados en índices de Bank of America Merrill Lynch y son en moneda local.

Hedge funds

Coberturas contra Trump

La victoria de Trump sorprendió a muchos. Pero en el ámbito de los hedge funds, casi podríamos decir que las elecciones americanas fueron un acontecimiento irrelevante.

Los gestores de hedge funds adoptaron una postura cautelosa antes de las elecciones americanas del 8 de noviembre en vista del aumento del riesgo político. Los gestores macro mantuvieron un enfoque muy táctico, redujeron su exposición bruta e implementaron coberturas de carteras suplementarias. Las estrategias sensibles a la evolución de la renta variable, en cambio, no modificaron su exposición. Algunos intentaron encontrar coberturas adecuadas pero no lo lograron dada la incertidumbre sobre el resultado de la votación. El día de las elecciones, a medida que la volatilidad se atenúa, los gestores no tuvieron la oportunidad de realizar los beneficios de las coberturas.

Los gestores macro registraron buenos resultados en noviembre gracias al repunte de los tipos a largo plazo. El posicionamiento alcista en mercados emergentes fue el único punto doloroso para los gestores con posiciones largas en crédito y divisas emergentes. En renta variable *long/short*, la rentabilidad varió dependiendo del sesgo sectorial de los gestores, ya que el liderazgo sectorial se invirtió en noviembre, con los inversores buscando títulos cíclicos y farmacéuticos y apartándose de los sectores sensibles a los tipos así como de grandes empresas tecnológicas.

Tras las elecciones, los gestores mantienen la prudencia por la incertidumbre en torno a las intenciones de Trump respecto a la economía americana. Los gestores prevén mayor volatilidad, con un aumento de la dispersión y distorsiones de precios, un entorno favorable para operaciones de arbitraje.

Metales preciosos

El oro rezagado por el «efecto Trump»

Su atenuado discurso proteccionista y la mejora de las previsiones de crecimiento en EE.UU. no favorecieron a la mayoría de los metales preciosos en noviembre.

Desde las elecciones americanas, los mercados financieros se han centrado principalmente en la probabilidad de estímulo fiscal en EE.UU., descartando las amenazas de proteccionismo formuladas por Trump durante la campaña presidencial. El oro, un activo improductivo considerado el refugio por excelencia, se ha visto notablemente penalizado por el tema de la reflación (retroceso del 8,1% en noviembre), cayendo por debajo del umbral de 1.200 USD la onza.

De cara a 2017, el crecimiento más intenso en EE.UU., el endurecimiento de la Fed y la fortaleza del USD no favorecen al metal amarillo. No obstante, los bajos tipos reales y las persistentes incertidumbres políticas pueden proporcionar cierto apoyo.

En general, si Trump adopta una línea más moderada que antes en materia de proteccionismo, esperamos que la plata genere mayor rentabilidad que el oro a medida que el apetito de riesgo siga mejorando. Pero si el nuevo presidente opta por una postura más dura sobre el comercio, el impacto en el crecimiento global y el efecto negativo en el apetito de riesgo podrían contribuir a que el oro superara a la plata.

El paladio resulta el metal precioso más atractivo ya que está expuesto a la economía americana a través de las ventas de automóviles. Esto explica su impresionante evolución en noviembre, cuando registró un avance en torno al 24% (en USD). Por lo tanto, aunque mantenemos un sesgo positivo respecto al paladio, reconocemos que quizá sea necesaria cierta consolidación de los precios.

Divisas

Un USD sobrecargado

Las perspectivas de mayor crecimiento y tipos de interés más altos tras las elecciones americanas han dado lugar a una fuerte apreciación del dólar.

La victoria de Trump contribuirá probablemente a que el USD siga apreciándose en 2017. Al mismo tiempo, una combinación de mayor crecimiento en EE.UU. y presiones inflacionistas sostenidas podrían hacer que el yen resultase muy poco atractivo. Las medidas del BoJ para limitar el rendimiento de los bonos japoneses a 10 años en torno al 0% deberían dar lugar a una mayor depreciación del JPY en un entorno de alto rendimiento.

El euro debería seguir respaldado por su notable superávit por cuenta corriente, y no es probable que los acontecimientos políticos europeos causen una importante depreciación de la moneda única. La perspectiva de que el BCE vaya a anunciar un calendario para la reducción de sus compras mensuales de activos en 2018 debería prestar soporte al euro en el segundo semestre del año.

La libra esterlina es la única moneda importante que se ha apreciado frente al USD tras las elecciones americanas, lo que sugiere que las preocupaciones internas son más relevantes que los acontecimientos externos. Pero la esperada desaceleración del crecimiento en el Reino Unido en el primer semestre de 2017 y la posibilidad de un Brexit duro podrían generar nuevas presiones sobre la GBP, a pesar de su notable infravaloración.

El franco suizo debería seguir fuerte durante los próximos meses, dadas las grandes incertidumbres en todo el mundo. Es probable que el Banco Nacional Suizo tenga que volver a ampliar su balance para frenar la apreciación del CHF.

2017: de la deflación a la reflación, de renta fija a renta variable

Nuestro escenario central para 2017 está marcado por un aumento de las presiones sobre los precios que llevará a un mayor crecimiento del PIB nominal y dará impulso a la reflación global. Pero no esperamos una aceleración significativa del crecimiento económico global real el año próximo.

César Pérez Ruiz, *director de inversiones*

Christophe Donay, *jefe de estrategia, responsable de asignación de activos e investigación macroeconómica*

🚩 *Nuestro escenario central prevé que las presiones sobre los precios aumenten el próximo año, generando un impulso de reflación en la economía global. Pero el ritmo del cambio no será uniforme.*

Prevedemos que las grandes economías sigan desincronizadas, con políticas fiscales y presupuestarias no cooperativas. No obstante, tras años de desinflación, e incluso de deflación en países como Japón, la economía global parece a punto de un cambio de régimen cíclico. Este cambio podría afectar a las principales clases de activos, favoreciendo a la renta variable a costa de la renta fija. Nuestro escenario central prevé que continúe la tendencia de apreciación del dólar que comenzó hace cuatro años.

Panorama económico de 2007: nuestro escenario central

En términos de política monetaria, vemos una notable desincronización entre los principales bancos centrales de las economías desarrolladas. Creemos que la Reserva Federal (Fed) avanzará gradualmente hacia la normalización de sus políticas, con dos subidas de 25 pb durante 2017. La inflación PCE subyacente (la medida favorita de la Fed) puede superar el 2% con el efecto de un estímulo fiscal de la administración Trump equivalente a un 1% del PIB. Pero con el crecimiento salarial contenido y un dólar fuerte, nuestro escenario central no contempla el riesgo de «recalentamiento» de EE.UU. en el corto plazo. Esperamos un crecimiento del PIB anual medio del 2% en EE.UU. en 2017, desde el 1,5% de 2016. Aunque el crecimiento del PIB americano podría flaquear en el primer semestre, los planes de estímulo fiscal de Trump empezarán a fomentar un crecimiento más alto en el segundo.

En Europa, la inflación puede estar tendiendo al alza. Nuestro escenario central asume que el estímulo fiscal

será intermitente en 2017, si bien dicho estímulo orientado parece estar logrando aceptación entre los dirigentes europeos como sustituto de la política monetaria, que ha estado perdiendo efectividad. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB en la zona euro del 1,6% en 2016 y 1,3% en 2017, aunque reconocemos que los Gobiernos disponen de un mayor margen fiscal que podría ayudar al crecimiento y la inflación. El Banco Central Europeo (BCE) debería permanecer conciliador, ampliando su programa de compra de activos de 80.000 millones de EUR mensuales hasta septiembre de 2017, pues la inflación subyacente debería continuar por debajo de su objetivo del 2%. Pero el BCE puede formular más expresamente su *forward guidance*, precisando más sus planes para recortar las compras de activos a partir de 2018.

La votación sobre el *Brexit* en junio de 2016 ha hecho que revisemos considerablemente nuestras previsiones sobre la economía británica. Nuestro escenario central prevé una clara desaceleración del crecimiento del PIB real de alrededor del 2,0% en 2016 al 1,1% en 2017 por la caída de la inversión privada y de la renta real. Se espera que una mayor inflación importada limite la capacidad del Banco de Inglaterra para relajar mucho más los tipos oficiales a fin de estimular el crecimiento económico. Al mismo tiempo, la resistencia de la economía desde junio ha creado un margen fiscal extra para que intervenga el Gobierno británico. De hecho, en su discurso de otoño en noviembre, el ministro de Hacienda expuso planes de un mayor endeudamiento público y descartó un compromiso anterior de lograr un superávit fiscal para el final de la legislatura actual (2020).

En septiembre, el Banco de Japón (BoJ) emprendió un control de la curva de rendimientos, algo parecido a una política monetaria de fijar oficiosamente y parcialmente los precios de los activos, comprometiéndose a comprar deuda pública (JGB) suficiente para asegurar que los rendimientos a 10 años permanezcan en torno a cero. Aunque preveamos que el crecimiento del PIB real en 2017 será igual que en 2016 (0,8%), existe la posibilidad de una pequeña mejora del crecimiento japonés el año próximo a la par que el yen se debilita frente a un dólar al alza. La inflación continúa muy por debajo del objetivo del BoJ, pero está aumentando, y las presiones deflacionistas se disiparán poco a poco mientras el yen caiga. Las mejores perspectivas de crecimiento e inflación podrían hacer que el BoJ tenga algo de margen para recortar sus compras de activos, a partir del segundo trimestre de 2017.

China sigue en fase de transición, y se espera que el crecimiento económico continúe convergiendo hacia su tasa potencial de crecimiento estructural de un 4,5% anual durante los próximos años. Esperamos un crecimiento de un 6,2% en 2017, frente al 6,7% de 2016. Los esfuerzos por poner coto a la especulación inmobiliaria continúan y repercutirán en la inversión en activo fijo el año próximo, pero las autoridades chinas cuentan con suficientes recursos presupuestarios y no presupuestarios para que la economía se mantenga estable en 2017, sin un duro aterrizaje. Los precios de producción han ido aumentando en los últimos meses, en parte a raíz de la subida de las materias primas. La inflación más alta (tanto en consumo como en producción), junto con una debilidad renovada de la moneda, deberían favorecer la tendencia reflacionista global. La inflación podría

FACTORES INCLUIDOS EN NUESTRO ESCENARIO CENTRAL PARA 2017

FACTORES DE RIESGO	EE.UU	ZONA EURO	REINO UNIDO	JAPÓN	CHINA
INFLACIÓN	La inflación subyacente se normaliza (2%+) pero sin acelerarse. Salarios contenidos	Infl. general por debajo del objetivo en 2017-18, riesgos bajistas para la subyacente (1,0-1,2%)	Se dispara (3%+) debido a la inflación importada	Aumentan la general y la subyacente, pero muy por debajo del objetivo (0,3-0,5%)	Aumenta al 2%+, aún por debajo del objetivo del 3%
POLÍTICA MONETARIA	Normalización gradual (dos subidas de la Fed de 25 pb en 2017)	Continúa el soporte, QE ampliado hasta 2017, recorte en 2018	BoE cerca del límite cero (sin subida), creando margen fiscal	El control de la curva de rendimientos es un reto. Posible recorte en S2 2017	PBoC bastante neutral (freno y reactivación), con ayuda de la devaluación de la moneda
POLÍTICA FISCAL	Estímulo fiscal de ~1,0% del PIB a partir de S2 2017	Relajación fiscal leve y desigual (~0,5%), con riesgos alcistas	Estímulo orientado en la tendencia de consolidación a largo plazo	Sin expansión fiscal importante aparte de los planes presupuestarios de 2016	Expansiva con gastos fuera del presupuesto

superar el 2% en China, pero seguir por debajo del objetivo de su banco central del 3%, justificando que se mantengan tipos bajos en 2017.

Varios factores podrían afectar a nuestro escenario central. Un escenario económico alternativo, más positivo, contempla una importante expansión fiscal en las grandes economías, sobre todo en EE.UU. Una política económica basada en la oferta en EE.UU. mucho más fuerte de lo esperado podría impulsar el crecimiento hasta un 3,0% en 2018. La (re)aparición del instinto animal, espoleada por la subida de precios de los activos, es otro potencial riesgo alcista. Por otra parte, elecciones importantes en ciernes en Europa y la continua incertidumbre sobre el rumbo de la administración Trump en cuanto a inmigración y proteccionismo constituyen riesgos bajistas importantes para nuestro escenario central. Y no podemos olvidar que los desequilibrios financieros (incluyendo deudas sustanciales en USD) abrumarán a algunas economías emergentes, en especial la china.

Tendencias de los mercados más favorables a la renta variable que a los bonos en 2017

Nuestro escenario central para los mercados financieros está dominado

por nuestra opinión de que la inflación hará su reaparición el año próximo a medida que el crecimiento mundial se acelere, las políticas fiscales procíclicas se pongan en marcha y reaparezca la presión alcista sobre los precios de producción. Consideramos este entorno favorable para unas rentabilidades moderadas al menos de la renta variable desarrollada. Las valoraciones – medidas por el PER futuro– parecen ajustadas frente a su media histórica y no tienen margen significativo para subir más en un entorno de tipos de interés al alza. Pero el crecimiento de los beneficios empresariales está volviendo a mostrar señales de reactivación en EE.UU. y Europa por primera vez en cuatro años. Nuestro escenario central sugiere que las subidas de los tipos de interés a largo plazo no bastarán para deteriorar el panorama de la renta variable siempre que se produzcan de forma ordenada. Con una rentabilidad inferior en general en el último semestre de 2016, creemos que la renta variable emergente ofrece al menos algunas oportunidades tácticas.

Creemos que la subida de tipos a largo plazo seguirá reduciendo el atractivo de la deuda pública (*ver recuadro*). De hecho, las rentabilidades

totales nominales esperadas de los *US Treasuries* son negativas en nuestro escenario central para 2017. Vemos también un potencial limitado de más compresión de los diferenciales en los bonos corporativos. En particular, los bonos corporativos *investment-grade* ofrecen poco colchón de rentabilidad sobre los *Treasuries*, limitando su potencial en un entorno de tipos al alza.

Con el fortalecimiento de la economía americana y la Fed dispuesta a efectuar dos subidas de tipos de 25 pb en 2017, creemos que el escenario está preparado para una mayor fortaleza del USD el año próximo (aunque la tendencia a largo plazo de revalorización del USD está madurando). Dado que no hay ningún otro banco central importante que vaya a subir los tipos pronto, las divergencias de política monetaria deberían respaldar más al USD frente a las monedas del G10 y emergentes. En cambio, la decisión del BoJ de poner un tope al rendimiento de los bonos significa que el yen debería seguir debilitándose.

Creemos también que el clima será propicio para los activos alternativos. Según nuestro análisis de rentabilidad de los *hedge funds*, cuando los bancos centrales vuelven a políticas convencionales y los tipos

suben, los *hedge funds* son más rentables a corto y largo plazo.

Como en nuestras previsiones económicas, también consideramos escenarios alternativos para los activos financieros. Un escenario más optimista tiene más en cuenta el esperado estímulo del lado de la oferta en EE.UU. En este caso, las previsiones de beneficios en EE.UU. podrían seguir mejorando en 2018, contribuyendo a impulsar la renta variable tanto emergente como desarrollada. Las mejores expectativas podrían también llevar a una nueva reducción de los diferenciales de los bonos corporativos. Un escenario más pesimista incluye la posibilidad de un estallido de inflación «mala», con un aumento del proteccionismo que se traduzca en presiones sobre los precios de producción y afecte al resultado neto de las empresas. Esto podría desencadenar un resurgimiento de la volatilidad en los mercados de renta variable desde los bajos niveles actuales y amenazar unas valoraciones ya altas. En cualquiera de los dos escenarios, los tipos a largo plazo subirían más rápido, agravando la «Gran Rotación» de alejamiento de los *Treasuries*.

Un cambio de régimen perjudica la distribución de activos 60/40

Esperamos que la correlación negativa entre renta variable y renta fija que ya está empezando a afianzarse persista en 2107. En vista de las diferentes previsiones de inflación, creemos que esta correlación negativa probablemente aguantará más en

Europa que en EE.UU. La principal amenaza para este escenario es un aumento de la inflación mayor de lo esperado, que podría hacer que la correlación cambie otra vez de negativa a positiva. Pero, en general, en un entorno de tipos de interés al alza, corren riesgo las ventajas de diversificación y protección ofrecidas por los bonos soberanos *core*, como los *US Treasuries*. La anunciada Gran Rotación de la renta fija a la renta variable puede haber llegado por fin y puede acelerarse hasta el extremo de drenar el capital de un mercado de renta fija considerado uno de los más líquidos del mundo.

En consecuencia, el clásico 60/40 (60% renta variable, 40% deuda pública) puede no resultar la distribución más apropiada para una cartera equilibrada. Con la inflación al acecho, los gestores de fondos pueden querer considerar enfoques diferentes sobre la asignación de activos y abrirse al potencial que ofrecen activos más ilíquidos como el *private equity* y los activos inmobiliarios, por ejemplo.

En general, en un entorno económico y de mercado cambiante, los gestores de patrimonios tendrán que seguir dinámicos en su asignación táctica de activos, que creemos ofrece la posibilidad de mejorar el ratio riesgo-rentabilidad.

La «Gran Rotación»: un cambio de régimen para la renta fija

Algunos puntos de inflexión para las clases de activos son más fáciles de detectar que otros. Uno de los más obvios está relacionado con los *US Treasuries* a largo plazo. La elección de Donald Trump como presidente de EE.UU. ha servido para acelerar cambios en la rentabilidad de los bonos y cuestionar más todavía el papel de los *US Treasuries* en una cartera diversificada.

Entre 1982 (el comienzo de la llamada «Gran Moderación», marcada por una caída de la volatilidad de las fluctuaciones del ciclo empresarial) y los primeros temblores de la crisis financiera en 2007, la inflación cayó del 14% a apenas un 1%. Los *US Treasuries* produjeron una rentabilidad total anual de alrededor de un 9% anual (en USD) en ese período, con rentabilidades negativas en solo cinco de esos 25 años.

Pero no es probable que los bonos aporten rentabilidades de la misma magnitud en los próximos años. Los motivos son bastante sencillos. O bien los tipos de interés a largo plazo se estabilizan en torno a su nivel actual y las rentabilidades se ajustan al cupón (en torno al 2,3% para los *US Treasuries* a 10 años a finales de noviembre) o, como muchos esperan, la inflación y el crecimiento económico aumentan en EE.UU., y en tal caso los tipos de interés podrían seguir subiendo hasta acercarse a la tasa de crecimiento del PIB nominal (sin ajuste por inflación), estimada en torno a una media del 4,5% en EE.UU. En este caso, presuponiendo una rentabilidad del 1,2% (la rentabilidad total media que nuestros modelos internos esperan actualmente para los próximos 10 años), los *US Treasuries* acabarían por destruir valor. La única forma de que las perspectivas de la rentabilidad de los bonos mejoren es que se produzcan fuertes caídas de los tipos a largo plazo, a menos del 1%, lo que parece improbable.

Colaboradores | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Cesar Perez Ruiz
Edición | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Terminado de redactar el 2 de diciembre de 2016 | **Traducción** | Holger Albrecht, Isabel Alvarez, Juliette Blume, Keith Watson, Mario Clapis
Disposición | Production Multimédia Pictet | 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 pequeñas capitalizaciones de EE.UU. celebran la victoria de Trump

Noviembre fue un mes negativo para los metales preciosos, reflejando un aumento del apetito de riesgo, que también se sintió en el mercado de renta fija. Los rendimientos de los bonos americanos a 10 años aumentaron notablemente, del 1,8% al 2,4%. Los mercados de renta variable siguieron avanzando, con el índice de pequeñas capitalizaciones de EE.UU., el Russell 2000, reaccionando especialmente bien a la victoria de Trump.

Datos en gráficos y tablas de esta página al 30 de noviembre de 2016

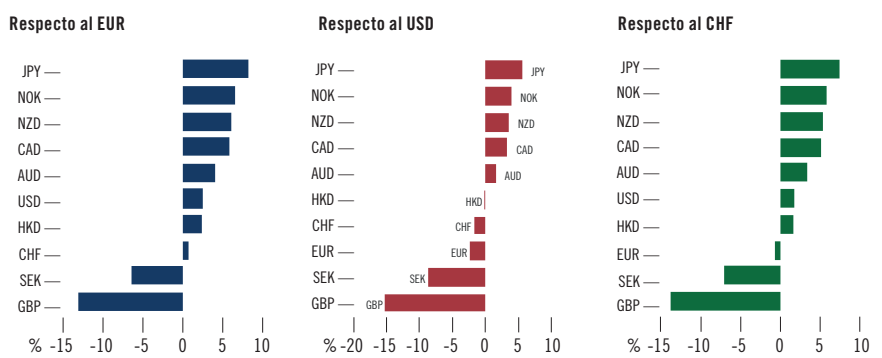
PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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%	1.6% (1.6%)	1.3% (1.3%)
Suiza	2.0%	0.8%	1.5% (1.5%)	1.4% (1.5%)
Reino Unido	3.1%	2.2%	2.0% (2.0%)	1.1% (1.1%)
Japón	-0.1%	0.6%	0.8% (0.6%)	0.8% (0.9%)
China	7.3%	6.9%	6.7% (6.7%)	6.2% (6.4%)
Brasil	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.3%)	1.0% (1.2%)
Rusia	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

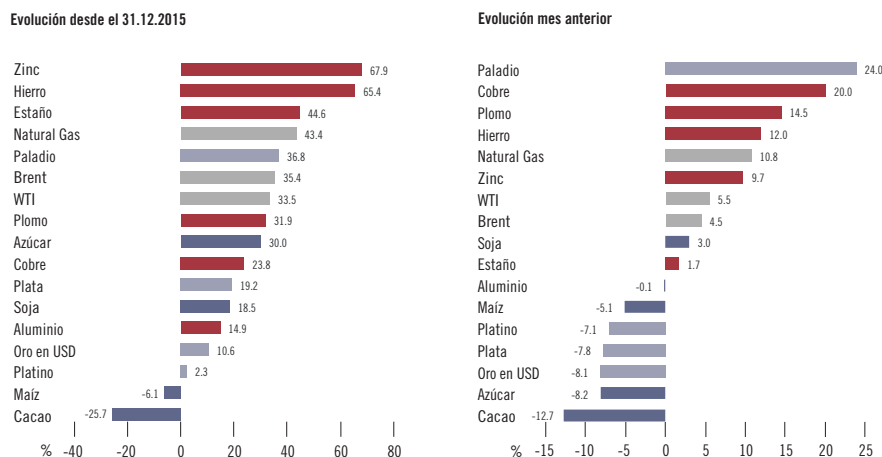
Inflación (IPC) Media anual salvo Brasil fin de año	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	1.6%	0.1%	1.4% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Zona euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Suiza	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Reino Unido	1.5%	0.0%	0.8% (0.7%)	2.7% (2.5%)
Japón	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.3% (0.4%)
China	2.0%	1.4%	2.0% (1.9%)	2.2% (1.9%)
Brasil	6.3%	9.0%	8.0% (6.9%)	5.4% (5.1%)
Rusia	7.8%	15.5%	6.5% (6.1%)	5.5% (5.1%)

*Fuente: Consensus Economics Inc

VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO (DESDE 31.12.2015)



MATERIAS PRIMAS

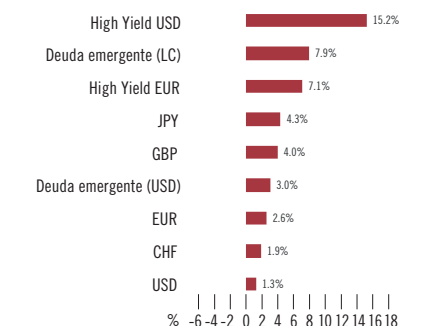


TIPOS DE INTERÉS

	Cortos (3 meses)	Largos (10 años)
EEUU	0.50%	2.4%
Zona euro	0.0%	0.28%
Suiza	-0.75%	-0.2%
Reino Unido	0.25%	1.42%
Japón	0.0%	0.0%
China	2.10% (1 año)	4.75% (5 años)
Brasil	14.0%	11.9%

MERCADOS RENTA FIJA

Rentabilidad desde 31.12.2015



MERCADOS RENTA VARIABLE

Rentabilidad desde 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	5.6%	8.1%	7.5%	24.6%
S&P 500*	9.8%	12.4%	11.7%	29.5%
MSCI Europe*	-4.8%	-2.5%	-3.1%	12.3%
Tokyo SE (Topix)*	2.4%	4.8%	4.2%	20.7%
MSCI Pacific ex. Japan*	7.9%	10.5%	9.8%	27.3%
SPI*	-6.8%	-4.6%	-5.2%	9.9%
Nasdaq	6.3%	8.9%	8.2%	25.4%
MSCI Em. Markets*	11.3%	14.0%	13.2%	31.3%
Russell 2000	16.4%	19.2%	18.5%	37.3%

* Dividendos reinvertidos

SECTORES DE ACTIVIDAD

Rentabilidad desde 31.12.2015	EEUU	Europa	Mundial
Industria	15.9%	3.6%	9.9%
Tecnología	10.2%	-2.8%	8.7%
Materiales básicos	13.9%	21.3%	18.4%
Telecomunicaciones	9.9%	-21.4%	-3.3%
Sanidad	-5.0%	-16.1%	-9.6%
Energía	20.2%	14.0%	18.6%
Servicios públicos	7.4%	-13.9%	-1.2%
Finanzas	15.7%	-10.0%	5.4%
Consumo básico	0.0%	-6.7%	-3.2%
Consumo discrecional	4.6%	-9.1%	0.2%

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

