

4,4%

Rentabilidad anual de una cartera 60/40 durante la próxima década según nuestro modelo interno
Página 2

2,5%

Nuestra previsión de crecimiento del PIB de EE.UU. para el tercer trimestre
Página 4

+12%

Avance del índice de renta variable Stoxx Europe 600 en julio-agosto
Página 6

+0,2%

Inflación general anual en la zona euro en julio y agosto
Página 6

+500%

Aumento de la inflación de los precios al consumo previsto para este año en Venezuela
Página 8

1,7%

Nuestra proyección a dos meses del rendimiento del T-bond americano a 10 años
Página 10

-3,1%

Declive del precio del oro durante el mes de agosto
Página 11

50

Posición de la India en el índice "Ease Of Doing Business", frente al 142 en 2014
Página 12

Un verano tranquilo da impulso a los activos de riesgo, pero ya se vislumbran importantes cuestiones políticas y económicas

Septiembre 2016

Perspectivas

El private equity al rescate



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

Las rentabilidades positivas de los activos están volviéndose un bien escaso. El análisis histórico indica que una cartera dividida al 60% renta variable americana, y 40% *US Treasuries* podría esperar obtener una rentabilidad total media de 7,6% anual desde 1800¹. Pero la crisis financiera de 2007-08 y las medidas extraordinarias introducidas para combatirla han cambiado el panorama de la inversión. Ahora, en una época de crecimiento comparativamente bajo e inflación baja, nuestros modelos internos demuestran que, si las demás condiciones no varían, las rentabilidades esperadas para la misma cartera 60/40 durante la próxima década serán de poco más de 4,4% anual. Incluso ajustadas a la inflación, las perspectivas de rentabilidad de la cartera parecen mucho más débiles que en el pasado.

¿Cómo hemos llegado a esta situación? Un factor importante ha sido la drástica caída de rentabilidad de los bonos, afectados por el débil crecimiento y la huida a la seguridad, y presionados por las compras masivas de deuda pública por los bancos centrales y recortes sucesivos de los tipos básicos. Pero no es probable que los tipos de interés nominales caigan más desde su nivel actual, lo que significa que su potencial de rentabilidad futura es limitado. Si el rendimiento de los *US Treasuries* a 10 años permanece en 1,60%, su nivel del verano de 2016, los inversores podrían esperar una rentabilidad anual nominal del mismo nivel de esta fuente. Pero los *Treasuries* aportaron una rentabilidad anual media de 8,7% en los 30 años hasta 2012. Ni siquiera el endurecimiento gradual y superficial de los tipos básicos que muchos observadores esperan en EE.UU. cambiaría demasiado las rentabilidades esperadas.

El bajo crecimiento y un entorno que sigue siendo deflacionario en general (vinculado al uso de nuevas tecnologías, envejecimiento de la población, falta de presión en el mercado de trabajo, etc.) significan que las rentabilidades esperadas de la renta variable el próximo decenio podrían ser también decepcionantes según parámetros históricos. Existe una conciencia creciente de que una política monetaria relajada no reflacionará por sí misma las economías. Además de la inflación y el crecimiento bajos, las valoraciones tensas también están alimentando la perspectiva deteriorada de la rentabilidad. Según nuestros modelos, a falta de un choque de innovación, las rentabilidades totales medias de la renta variable de EE.UU. y Europa podrían acercarse más a un 6% anual que al 7,5% registrado por el S&P 500 desde 1800.

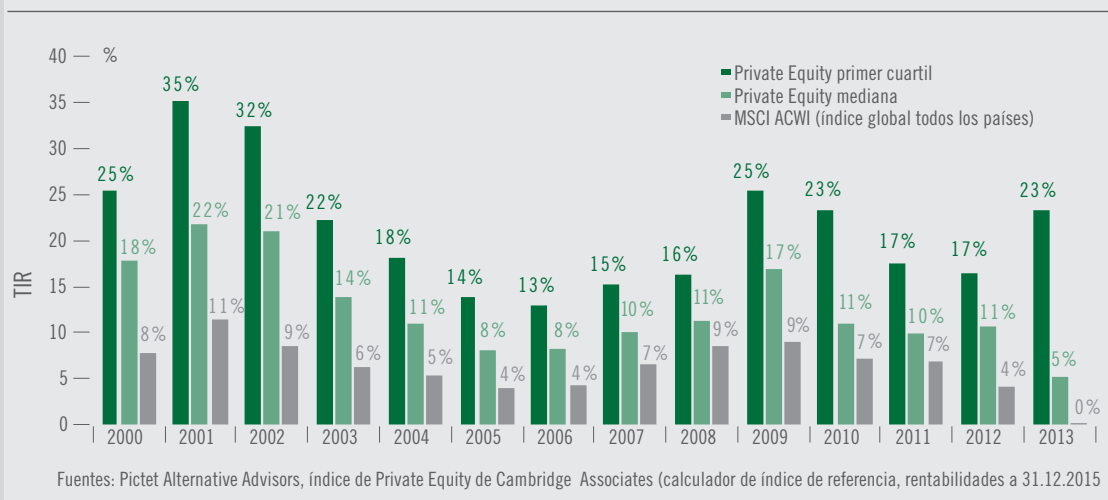
No es de extrañar, dadas las perspectivas relativamente débiles de la deuda pública y renta variable clásicas, que los gestores de carteras hayan estado buscando alternativas, conduciendo a un renovado interés por bonos *high-yield* y emergentes, así como diversos tipos de derivados y vehículos inmobiliarios cada vez más complejos.

A nuestro juicio, una vía especialmente interesante es el *private equity*. Nuestra investigación indica que el *private equity* ha superado constantemente a la renta variable desde principios de siglo. Considerando que la rentabilidad pasada no es indicativa de rentabilidad futura, y también que existe una prima de iliquidez significativa que pagar (las inversiones PE suelen estar bloqueadas durante unos 10 años), el resultado de nuestro análisis es asombroso: cualquier antigüedad determinada (el año en el que el fondo PE invierte por primera vez) incluida en el índice de fondos de *private equity* de Cambridge Associates ha sido más rentable que el índice MSCI World en un ratio medio de 2:1 cada año desde el comienzo de este siglo. Esta rentabilidad superior ha sido notablemente constante (a excepción de 2008, en el apogeo de la crisis financiera, cuando cayó a 1.4:1).

Igual de interesante, nuestra investigación indica que las rentabilidades superiores logradas por el cuartil superior de los fondos de *private equity* de una antigüedad determinada han sido por término medio hasta tres veces superiores a la del índice MSCI World desde el comienzo del siglo. Nuestros modelos indican que, sobre la base de tendencias pasadas, una cartera 60/40 tradicional que cambiara un 15% de

¹ Datos proporcionados por Global Financial Data para el período 1800 a junio 2015.

RENTABILIDAD DEL PRIVATE EQUITY POR ANTIGÜEDAD, 2000-2015



su asignación a *private equity* podría elevar su rentabilidad potencial de una media anual de 4% durante la próxima década a 6%.

La pregunta siguiente es por qué el *private equity* ha estado ofreciendo esas rentabilidades superiores. Desde 2008, los fondos de *private equity* han recibido sin duda un buen empujón del fortalecimiento de los mercados de renta variable y renta fija públicos gracias a la relajación cuantitativa así como a los bajos rendimientos ofrecidos por otras formas de inversión. De hecho, al beneficiarse de precios bajos, el *private equity* lanzado en el apogeo de la crisis financiera ha conseguido rentabilidades particularmente buenas. Pero eso no explica su rentabilidad superior a largo plazo. Algunos observadores creen que el capital del *private equity* puede permitir que las empresas adopten una visión estratégica y de reestructuración a largo plazo en comparación con las empresas que dependen de los mercados públicos, más sometidas a presiones a corto plazo. La activa participación de los socios de *private equity* en la gestión de las empresas y su orientación estratégica también pueden servir para crear valor. Los mejores fondos de *private equity* se esfuerzan mucho por adecentar activos vapuleados o ignorados para extraer valor de ellos. Algunos académicos opinan también que la respuesta a la rentabilidad superior del *private equity* radica en la habilidad de las empresas de *private equity* para comprar títulos con beta baja (generadores de efectivo y menos volátiles) por medio de apalancamiento.


Por supuesto, el *private equity* no es inmune a las cambiantes condiciones del mercado. Hubo rebajas en una serie de sectores al comienzo de este año (particularmente en energía y en sectores relacionados con mercados emergentes), pero, como los mercados han repuntado en general desde entonces y la búsqueda de rentabilidad se ha vuelto aún más intensiva, se dice que los fondos de *private equity* están teniendo que pagar precios más altos por las inversiones y que, por ello, se ha vuelto más difícil identificar oportunidades con auténtico potencial de valor añadido. La próxima subida de los tipos de interés en EE.UU. afecta también a las empresas de *private equity* que dependen del apalancamiento. Por consiguiente, es especialmente importante comprender los impulsores de crecimiento del capital tras las estrategias de *private equity* y ser capaz de descubrir a los gestores con mejores resultados.

Pero el hecho sigue siendo que las inversiones de *private equity* han demostrado características superiores de riesgo/rentabilidad durante las tres últimas décadas. Las rentabilidades sobrepasan las de los mercados de renta variable, y los fondos del cuartil superior suelen generar unos fuertes múltiplos sobre el capital invertido de forma constante que compensan a los inversores por el largo plazo de esas inversiones. Por ello, no es de extrañar que el *private equity* esté convirtiéndose cada vez más en una característica estándar de las grandes carteras.

Las grandes economías avanzan, pero surgen cuestiones problemáticas

El verano resultó relativamente tranquilo para las grandes economías y hay señales de que la americana está recuperando ímpetu y de que el *brex*it ha causado poca alteración (de momento). Pero la economía mundial sigue a baja velocidad.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Frederik Ducrozet y Dong Chen

 Las señales de una mejora del ritmo de crecimiento en EE.UU., contrarrestada por la perspectiva de un cierto debilitamiento *postbrexit* en Europa (en especial en el Reino Unido), hacen que mantengamos nuestra previsión de un crecimiento global ligeramente superior a 3% este año.

Muchas cifras que muestran una economía sana (incluido el crecimiento salarial y del empleo) apuntan a una mejora significativa del crecimiento en EE.UU. tras un 1^{er} semestre decepcionante, y creemos que el crecimiento este año ascenderá a 1,5% aproximadamente. Los datos publicados a principios de agosto apuntaban a un crecimiento flojo del 2^o semestre para la economía china, pero el apoyo monetario y fiscal debería ayudar a mantener el crecimiento del PIB en torno a 6,5% este año. El estímulo fiscal también está a la orden del día en Japón, cuyo Gobierno anunció un paquete presupuestario considerable a finales de julio, si bien su efecto a corto plazo será probablemente limitado. La economía japonesa se comportó peor de lo esperado en el 2^o trimestre, creciendo a una escasa tasa anualizada de 0,2%.

La zona euro también parecería mantenerse estable. El crecimiento se desaceleró en el 2^o trimestre según lo previsto, pero los indicadores adelantados muestran que la actividad continúa expandiéndose, por lo que creemos que el crecimiento del PBI real en la zona euro alcanzará 1,5% este año. El efecto de la votación sobre el *brex*it el 23 de junio parece limitado por ahora; tras un corto episodio de debilidad *post-referéndum*, el euro realmente se ha fortalecido en las últimas semanas frente a la libra y también frente al USD. Y, pese a las predicciones alarmantes sobre el Reino Unido tras la votación sobre el *brex*it, las cifras de empleo y ventas minoristas continuaron avanzando en julio. Las encuestas entre consumidores y empresas indican que lo peor puede estar por venir, pero la intervención del BoE y medidas presupuestarias expansivas podrían suavizar el golpe.

Pero, como en Japón, el cielo en Europa no está totalmente despejado. Hay diversos riesgos bajistas (políticos y económicos) que contrarrestan la mejora observable en EE.UU. La resistencia ante el *brex*it no significa que los problemas políticos y económicos hayan desaparecido. Aunque el crecimiento sigue bajo y desigual, aún no hay consenso sobre la necesidad de estímulo fiscal, incluso mientras los límites de la política monetaria se vuelven más evidentes. Italia probablemente esté en el punto de mira, por su prolongado declive económico, la fragilidad de su sector bancario, y el referéndum constitucional en el que el primer ministro Matteo Renzi se juega la credibilidad de su Gobierno.

Probable repunte considerable del crecimiento económico de EE.UU.

El crecimiento del PIB en EE.UU., de 1,1% intertrimestral anualizado, fue sorprendentemente débil en el 2^o trimestre.

Además, dado que los trimestres anteriores se revisaron considerablemente a la baja, ahora parece que el crecimiento solo ascendió a 1,2% en el 2^o trimestre de 2016 frente al mismo trimestre de 2015. Pero el gasto por consumo fue muy sólido y la demanda final aumentó con fuerza, con el débil dato del PIB debido sobre todo a una aportación muy negativa de la acumulación de existencias. Estas cayeron realmente en el 2^o trimestre, un resultado muy raro fuera de recesiones y seguido normalmente por un cambio radical del modelo de acumulación. Las condiciones financieras se han relajado bastante durante los últimos meses, las exportaciones se recuperan moderadamente y el desplome de la inversión en el sector petrolífero está terminando. Los datos publicados hasta ahora para julio y agosto concuerdan con nuestra idea de que EE.UU. está reactivándose. Esperamos que el crecimiento del PIB repunte a 2,5% en el tercer trimestre y 2,0% en el cuarto. Pero, teniendo en cuenta la debilidad registrada en el primer semestre, hemos recortado nuestra previsión de crecimiento anual del PIB en 2016 de 1,8% a 1,5%. Nuestra previsión para 2017 permanece invariable en 2,0%.

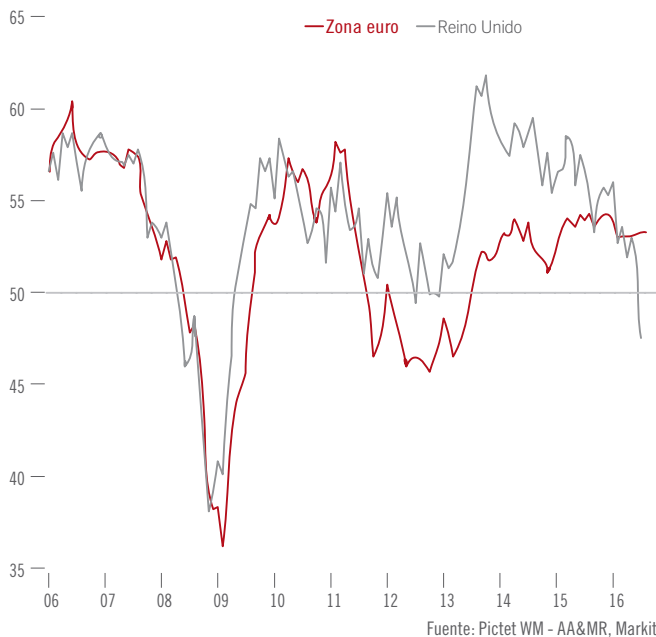
Comentarios recientes de miembros de la Reserva Federal (Fed) — en especial de la presidenta Yellen y el vicepresidente Fischer — indican que la Fed confía más en la perspectiva económica y se preocupa menos por los riesgos bajistas, y que desearía subir los tipos en el futuro cercano. Pero la inflación y las expectativas al respecto siguen débiles. La inflación PCE básica de julio se mantuvo invariable en 1,6% por 5^o mes consecutivo. Y, aunque vuelven a producirse incrementos salariales, siguen siendo relativamente bajos. Por ello, continuamos creyendo que el escenario más probable es que la Fed espere a diciembre para actuar, si bien la posibilidad de una subida en septiembre ha aumentado a raíz de sus últimos comentarios. Para 2017, seguimos previendo dos subidas de un cuarto de punto.

Zona euro: cíclicamente resistente pero con retos estructurales

En los dos últimos meses, los datos macro más frecuentes han seguido congruentes en general con nuestras previsiones *postbrexit*, que prevén un crecimiento del PIB en la zona euro de 1,5% en 2016 y 1,3% en 2017. Pero el equilibrio de los riesgos ha mejorado gracias a unas encuestas entre empresas sorprendentemente resistentes y a los datos del crédito, en particular. La cautela está justificada, pues tanto las negociaciones sobre el *brex*it como problemas pendientes en el sector bancario, en particular en Italia, aún pueden tener consecuencias para las condiciones financieras y la actividad en la zona euro. Además, una elevada prima de riesgo político en Italia y España probablemente sea un lastre para la inversión.

Pero, por ahora, la mayoría de los indicadores siguen apuntando a una expansión continua de la demanda interior en el

PMI COMPUESTO PARA REINO UNIDO (A JULIO 2016) Y ZONA EURO (A AGOSTO 2016)



3er trimestre, mientras que la aportación del comercio exterior al crecimiento se ha vuelto positiva y una mejora del crecimiento en EE.UU. puede servir de ayuda. Curiosamente, nuestras previsiones apuntan a una "reconvergencia" (limitada) en los países más grandes de la zona euro, pues el crecimiento del PIB parece en vías de repuntar en Francia e Italia, los dos rezagados del ciclo actual con mayor potencial de avance.

La resistencia ante el *brexit* no significa que los problemas políticos y económicos hayan desaparecido.

Incluso con las sorpresas de datos positivas, la perspectiva de la inflación sigue siendo un reto pese a los esfuerzos del BCE. Es cierto que la inflación global ha empezado a subir, a 0,2% en julio y agosto frente a 0,1% en junio, pero los precios al consumo subyacentes carecen de ímpetu. Según Eurostat, la inflación IPCA básica (excl. energía, alimentación, alcohol y tabaco) en agosto cayó al extremo inferior de la banda de 0,8-1,0% en que se ha mantenido desde el comienzo del QE en marzo 2015. El BCE parece cada vez más preocupado por la debilidad de los precios básicos y la dinámica salarial. Esperamos nuevas revisiones a la baja de las previsiones de la inflación básica por parte del BCE, que prepararán el camino para una ampliación del QE a final de año junto con una relajación de los parámetros aplicados a las compras de activos del BCE.

China sigue encaminada a un crecimiento de 6,5%

Los datos macro de los dos últimos meses apuntaban en general a un debilitamiento del ritmo de crecimiento de China, como se esperaba. La inversión en activo fijo se desaceleró significativamente en julio mientras se debilitaba la construcción, al revertirse el repunte que comenzó a finales de 2015. Esperamos que la inversión en activo fijo caiga más en los próximos meses mientras el mercado inmobiliario continúe perdiendo ímpetu.

Tras un comienzo lento, el Gobierno parece estar tomándose más en serio el recortar el exceso de capacidad en la industria pesada, con una aceleración de las reducciones de capacidad en las industrias de minería del carbón y siderurgia. Una aplicación más estricta de los controles de capacidad probablemente obstaculizará más el crecimiento a corto plazo, pero debería aportar ventajas a la economía china a medio y largo plazo. La inflación ha permanecido estable en general, acorde con los débiles precios alimentarios, pero la mejora de los precios de producción por un repunte global de las materias primas ha favorecido a los beneficios industriales.

El banco central ha disminuido su estímulo monetario, con un declive del crecimiento de los créditos bancarios nuevos frente al mismo período del año pasado, especialmente a empresas no financieras. Se observa un modelo similar en la financiación social total, una medida más completa de la creación de crédito. Pero conviene observar que el sector de los hogares en China, que nunca ha estado demasiado endeudado, ha estado apalancándose con rapidez debido a la reciente subida de los precios inmobiliarios. Los préstamos bancarios a los hogares sobrepasaron a los de las empresas no financieras en los tres meses hasta finales de julio, un fenómeno raro, visto antes solo durante breves períodos de 2007 y 2009. Pero aunque la relación préstamo-valor de los inmuebles vendidos subió de menos de 40% en 2013 a casi 80% en el 2º trimestre de 2016, no creemos que dé lugar a riesgos financieros inminentes. Sin embargo, es probable que el aumento de la deuda de las familias, junto con la perspectiva relativamente estable de la inflación, limite nuevas medidas de relajación monetaria en el futuro próximo.

En cuanto a política fiscal, esperamos apoyo continuo del Gobierno a la inversión en infraestructuras para amortiguar un poco la desaceleración económica. El aumento de la cuota de los gobiernos locales de bonos estatales especializados a 300.000 millones de RMB este año frente a 100.000 millones en 2015 proporciona recursos adicionales para la construcción de infraestructuras. Resumiendo, esperamos que China crezca en torno al 6,5% este año. Pero, pese a las reformas graduales, quedan importantes problemas estructurales.

La renta variable vuelve a brillar, mientras la renta fija presenta perspectivas menos claras

Con un renovado apetito de riesgo, los inversores vuelven a interesarse por las acciones emergentes, los bonos *high yield* americanos y los *hedge funds*, mientras decaen los metales preciosos.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet y Alexandre Tavazzi

MERCADOS FINANCIEROS

Evolución en % de los índices financieros en monedas locales. Datos al 31.08.2016

		Índice	Desde 31.12.2015	Mes anterior
Renta variable EEUU*	USD	S&P 500	7.8%	0.1%
Renta variable Europa*	EUR	Stoxx Europe 600	-3.2%	0.8%
R.V. mercados emergentes*	USD	MSCI Emerging Markets	14.8%	2.5%
Bonos soberanos EEUU*	USD	ML Treasury Master	5.5%	-0.6%
Investment grade EEUU*	USD	ML Corp Master	9.4%	0.3%
High yield EEUU*	USD	ML US High Yield Master II	14.6%	2.2%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	-0.5%	1.1%
Materias primas	USD	Reuters Commodities Index	2.3%	-0.4%
Oro	USD	Gold Troy Ounce	23.1%	-3.1%

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

* Dividendos/cupones reinvertidos ** Final julio 2016

🚩 Una esperada intensificación del rally de la renta variable no debería hacer olvidar los riesgos políticos y la incierta perspectiva de los activos de renta fija

El verano fue positivo para la mayor parte de los activos de riesgo, y los principales índices de renta variable americana registraron máximos récord. La renta variable olvidó el *brexit*, ascendiendo hacia nuevos máximos, gracias a unos datos económicos generalmente firmes en Europa y EE.UU. y a la mejor situación de los productores de materias primas. Incluso los títulos financieros, contra las cuerdas a principios de año, se recuperaron. El repunte del optimismo ha provocado una rotación sectorial, superando los títulos cíclicos a los más defensivos. Las valoraciones son altas, en particular en EE.UU., y hay margen para alguna decepción si los beneficios no alcanzan las expectativas. Pero exceptuado las acciones japonesas (penalizadas por la fortaleza del yen), el repunte de los precios del petróleo, la reestructuración bancaria en curso en Europa y la estabilización de cierta mejora del crecimiento global favorecen a la renta variable. Al mismo tiempo, no podemos olvidar los riesgos políticos actuales: además de las tensas elecciones presidenciales en EE.UU.,

sigue habiendo incertidumbre en torno al *brexit* e inestabilidad en países como Italia y España.

El índice MSCI Emerging Markets ha evolucionado mejor que el MSCI World, en parte gracias a fuertes entradas de capitales extranjeros y una visión relativamente favorable de las subidas de tipos americanos. Pero esto también requiere prudencia pues la Fed se está endureciendo. No obstante, salvo excepciones, los bonos y divisas emergentes han evolucionado bien durante el verano. En los mercados chinos han disminuido las turbulencias de principios de año, gracias a grandes dosis de intervención presupuestaria y monetaria.

Aunque siguen teniendo un papel en las carteras bien diversificadas y registrando rentabilidad, los bonos a largo plazo son vulnerables a cualquier repercusión inesperada de la subida de tipos básicos en EE.UU. Los rendimientos de los bonos se han vuelto negativos en los vencimientos más largos en muchas partes. Incluso en el caso de los *US Treasuries*, aumentarán los riesgos si, como tememos, las expectativas actuales de inflación resultan demasiado bajas. La deuda empresarial ha evolucionado bien en el entorno actual de bajos rendimientos, pero es difícil saber cuánto podrá durar

el rally del crédito. El Banco Central Europeo sigue ejerciendo un control considerable sobre el crédito europeo mediante su programa de compra, pero no está claro hasta dónde puede exprimir el mercado sin que nadie salga perjudicado.

Una cuestión cada vez más importante para los participantes en el mercado es cuánto gastarán las autoridades fiscales intentando mantener en niveles adecuados el crecimiento y la inflación en la economía global. Ante los bajos rendimientos y los riesgos que conlleva la deuda pública, así como las elevadas valoraciones de las acciones cotizadas, estamos fijándonos en el potencial del *private equity* para diversificar las fuentes de rentabilidad (véase el Comentario).

Renta variable: mejoran los sectores cíclicos

En agosto todos los grandes índices de renta variable subieron, alcanzando los de EE.UU. nuevos máximos.

También se observaron ciertas mejoras en los fundamentales de los mercados subyacentes, que deberían durar más allá de 2016. El entorno de precios está mejorando a nivel global gracias a la subida de los precios de las materias primas y del petróleo, lo que ha contribuido a que los resultados del 2º trimestre de los sectores cíclicos sorprendan positivamente, y la revisión al alza de las estimaciones de beneficios les ha permitido superar a los índices generales en agosto. También ha aumentado el número de títulos que han participado en el repunte del S&P 500 (+9%) y del Stoxx600 (+12%) en julio y agosto. Esta mejora estuvo acompañada por un notable declive de la volatilidad (del 25% en junio al 11% en agosto), lo que indica que los inversores necesitan menos protección.

Las expectativas actuales de un crecimiento de los beneficios del 13% en EE.UU. y Europa nos resultan

factibles pues los sectores cíclicos, que han experimentado múltiples revisiones a la baja desde 2014, deberían ahora contribuir de forma positiva. Por otra parte, las expectativas de contribución al crecimiento de los beneficios están bien repartidas entre sectores, lo que limita las potenciales decepciones. Por primera vez desde 2014, el crecimiento de los beneficios debería ser bastante superior al 10% en 2017. Los niveles de valoración correspondientes (16,4x para S&P500 y 14,5x para el Eurostoxx600) parecen más razonables desde esta perspectiva. En resumen, los mercados de renta variable desarrollada siguen teniendo cierto potencial alcista, pero están sujetos a brotes de volatilidad.

Diferente influencia de las divisas en los índices emergentes y desarrollados

Japón y Reino Unido han registrado rentabilidades en moneda local totalmente opuestas, con una caída del 13% del TOPIX y un avance del 12% del FTSE100 en los 8 primeros meses de 2016. Estos movimientos están en línea con las fluctuaciones significativas de las monedas, dado que el yen se apreció un 16,3% durante el mismo período mientras que la libra se depreció un 11%, sobre todo desde el referéndum de junio sobre el *brexit*. Los mercados de renta variable desarrollada suelen mostrar una correlación negativa con las divisas, pero este año la correlación negativa ha sido especialmente pronunciada. El mecanismo de transmisión es sobre todo a través de los beneficios, pues los índices que combinan una fuerte exposición global y una moneda débil reciben un impulso de los beneficios repatriados del exterior por empresas cotizadas. Esto fue la piedra angular del fuerte avance del TOPIX en 2013-2015. Y difiere bastante del comportamiento de los mercados emergentes y desarrollados muy vinculados a materias primas. Aquí, la subida de los

precios de las materias primas en lo que va de año ha respaldado tanto a las monedas como a la renta variable, pero la dispersión de rentabilidades es mayor.

El BoJ compra acciones japonesas

Las acciones japonesas han registrado las peores rentabilidades de los principales mercados de renta variable en lo que va de año, con un declive del 13% en los 8 primeros meses de 2016. Pero el TOPIX ha repuntado un 6,8% durante los dos últimos meses, mientras que el tipo de cambio ha permanecido bastante estable en torno a 102 JPY por USD. El ritmo de crecimiento de los beneficios sigue débil, y en agosto las previsiones de beneficios para 2016 y 2017 se revisaron a la baja en 1,4% y 1,0%, respectivamente. Pero incluso el crecimiento de los beneficios previsto para el año que viene, de un 10,2% (en base a un crecimiento de la facturación del 3%) parece complicado en el entorno actual de las divisas. Dos factores explican la reciente resistencia de la renta variable japonesa. Primero, los inversores están esperando que el Banco de Japón (BoJ) tome nuevas medidas audaces para debilitar la moneda en su reunión de septiembre. Segundo, el BoJ ha pasado a ser el mayor comprador de acciones japonesas, teniendo en sus manos la mitad de los ETF de renta variable japonesa, que representan en torno al 5% de la capitalización bursátil del TOPIX.

El BoJ sigue combatiendo las fuerzas deflacionarias

El 21 de septiembre podría ser una fecha muy relevante para los mercados de divisas, ya que tanto la Fed como el BoJ celebrarán reuniones de política monetaria ese día. Mientras que la Fed tiene intención de subir los tipos antes de fin de año (muy probablemente en diciembre), el BoJ podría relajar su política aún más tras una evaluación global del impacto de sus audaces programas monetarios hasta ahora.

Teniendo en cuenta que la inflación permanece bastante por debajo del objetivo del 2% del BoJ (el IPC excl. alimentos frescos fue de -0,5% interanual en julio), que el conjunto de bonos japoneses elegibles que pretende comprar se está reduciendo rápidamente, y que el éxito de los tipos negativos sigue siendo cuestionable, será una reunión interesante. Seguimos esperando que el BoJ mantenga su intención de llevar la inflación hasta su objetivo "lo antes posible", optando por nuevas medidas expansivas, como tipos de interés más bajos. No obstante, somos escépticos respecto a los efectos prácticos de ampliar las políticas actuales y suponemos que a la larga se necesitarán medidas más radicales. Es de esperar para la economía japonesa que la persistente divergencia de las políticas monetarias de EE.UU. y Japón permita una apreciación al menos moderada del USD frente al JPY en los próximos meses.

Nuevas conversaciones sobre congelación de la producción

Los precios del petróleo siguen respaldados por la perspectiva de que el mercado pase a una situación de déficit (demanda superior a la oferta), gracias a una vigorosa demanda global y la disminución de la producción fuera de la OPEP. Dado que el *brexit* ha tenido un efecto escaso sobre la demanda global de petróleo hasta ahora, la dinámica de la oferta puede ser el catalizador principal de los precios del petróleo en los próximos meses. Pero aunque haya más probabilidades de que se alcance un acuerdo sobre congelación de la producción a finales de septiembre que en abril (cuando se sugirió por última vez), el hecho de que la producción de Rusia y Arabia Saudí esté cerca de máximos históricos debería mitigar el efecto positivo de tal medida sobre los precios.

El enigma de la inflación

A pesar de una flexibilización cada vez más radical de las políticas de los bancos centrales, la inflación sigue brillando por su ausencia en la mayoría de los países industrializados. La estabilidad o la mejora del crecimiento, la disminución del desempleo y las bajas ganancias en productividad que deberían impulsar la inflación subyacente en las grandes economías industrializadas están siendo compensadas por la desinflación procedente del exterior. Pero algunos mercados emergentes importadores de materias primas, como la India, parecen estar en un "punto ideal" de inflación, cuyas caídas contribuyen a elevar el PIB real y permiten mayor flexibilidad en las políticas de los bancos centrales.

2,2%

En EE.UU. la inflación subyacente de precios al consumo (CPI, excluyendo alimentos y energía) bajó a una tasa interanual del 2,2% en julio, frente al 2,3% de junio². Los precios incluyendo energía y alimentos subieron 0,8% en julio con respecto al año anterior, también menos que en junio. **La inflación en EE.UU. ha sido inferior a la fuerte tasa de crecimiento del empleo, aunque algunos observadores creen que los aumentos de los ingresos medios por hora y un crecimiento más firme en EE.UU. presionarán los precios al alza.**

+0,2%

El índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la zona euro subió a una tasa anual del 0,2% en julio⁶ y de nuevo en agosto (según estimaciones preliminares). Por lo tanto, el IPCA global está al mismo nivel que un año antes, pero es superior al -0,2% registrado en abril de 2016. **Excluyendo la energía, el IPCA anual fue del 1,0% en julio y de un estimado 0,9% en agosto.**

c. 500%

El Fondo Monetario Internacional ha dicho que prevé que en Venezuela los precios al consumo suban 480% este año y (suponiendo que haya aún bienes que comprar) más de 1.600% en 2017³, pero **un tuit basado en unas filtraciones de datos mensuales revela que la tasa de inflación anualizada ha alcanzado ya 1.000%**⁴. Según las estimaciones del banco central, la inflación anual de precios al consumo fue de un moderado 181% en 2015⁵.

+40%

En Argentina los precios al consumo subieron a un tasa intermensual del 2,0% en julio, bastante inferior al 3,1% de junio⁸ y al 4,2% de mayo. Los datos de mayo fueron los primeros emitidos por un INDEC renovado tras la "emergencia estadística" que se declaró en diciembre de 2015. Se acusa al Gobierno anterior de haber manipulado los datos del INDEC para restar importancia a las subidas de precios. Según una **encuesta de analistas realizada por el banco central, se prevé que las subidas de precios lleguen a un máximo del 40% este año, antes de bajar a menos del 20% en 2017.**

En la India
5,8% en ju
de los alime
de la energí
ha bajado
un 12%, p

¹ Australian Bureau of Statistics, 27 de julio de 2016 <http://www.abs.gov.au/ausstats/abs%40.nsf/mediareleasesbyCatalogue/902A92E190C24630CA2573220079CCD9?OpenDocument>

² Bureau of Labor Statistics, 16 de agosto de 2016 <http://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>

³ Fondo Monetario Internacional, Abril 2016 <http://www.imf.org/external/country/VEN/index.htm>

⁴ Francisco J. Monaldi, <https://twitter.com/fmonaldi>

⁵ Banco Central de Venezuela, 18 de febrero de 2016 <http://www.bcv.org.ve/Upload/Comunicados/aviso180216.pdf>

⁶ Eurostat, 29 de julio de 2016 <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7572517/2-29072016-BP-EN.pdf/a93ad3a1-5ff4-4310-a01c-2a439e090c85>

-1,1%

La inflación intermensual fue de -0,4% en Suiza durante el mes de julio. La tasa interanual fue de -0,2%. La inflación anual media fue de -1,1% en 2015¹¹. **La última vez que la inflación suiza fue positiva fue en 2011, cuando alcanzó un 0,2%**. La confianza de los consumidores y las cifras de las ventas minoristas también han sido negativas.

+1,8%

El IPC de China aumentó a una tasa interanual del 1,8% en julio, inferior al 1,9% de junio y al 2,3%¹⁰ de abril. **Por lo tanto, los aumentos de los precios al consumo siguen muy por debajo del objetivo de inflación del 3% del Gobierno y apuntan a un crecimiento económico muy flojo.**

-0,4%

En Japón el índice de precios al consumo nacional (excluyendo alimentos frescos) bajó un 0,5% interanual en julio⁹, el quinto mes consecutivo de declive. Los precios, excluyendo alimentos y energía, subieron apenas 0,3% respecto al año anterior, lo que demuestra que las tendencias del consumo siguen débiles. **El fantasma de la deflación sigue presente, y el Banco de Japón aún está lejos de alcanzar su objetivo de inflación del 2%.**

+6,1%

Los precios al consumo se aceleraron en julio, pasando del junio a una tasa interanual del 6,1%⁷. La inflación de precios de alimentos subió al 8,4% en julio. Gracias a la caída de los precios de energía y los esfuerzos del Banco de la Reserva de la India, el IPC **se recuperó notablemente desde principios de 2013, cuando alcanzó un mínimo de -1,5%, pero los últimos datos superan aún el objetivo de inflación del 5% fijado por el banco central para marzo de 2017.**

+1,5%

En Australia la inflación subyacente (excl. precios de energía y alimentos) alcanzó 1,5%¹ interanual en el segundo trimestre, bastante por debajo del objetivo del 2-3% del Banco de la Reserva de Australia (RBA). Para intentar estimular el bajo crecimiento de los precios y ayudar a la economía, el RBA redujo los tipos de interés básicos a un mínimo récord de 1,5% el 2 de agosto.

⁷ Ministry of Statistics and Programme Implementation (MOSPI), 12 de julio de 2016 http://mospi.nic.in/Mospi_New/upload/cpi_pr_12aug16f.pdf

⁸ INDEC, 12 de agosto de 2016 http://www.indec.gov.ar/uploads/informesdepremsa/IPC_08_16.pdf

⁹ Japan Statistics Bureau, 26 de agosto de 2016 <http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/1581.htm>

¹⁰ National Bureau of Statistics, 8 de agosto de 2016 http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201608/20160809_1386544.html

¹¹ Oficina Federal de Estadísticas, 8 de agosto de 2016 <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/en/index/news/medienmitteilungen.html?pressID=11023>

¹² Secretaría de Estado para Asuntos Económicos (SECO), 4 de agosto de 2016 <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/en/index/news/medienmitteilungen.html?pressID=11023>

Los días magníficos y tranquilos del verano

Al disiparse las preocupaciones sobre el *brexít* en verano, muchos activos de riesgo evolucionaron positivamente. La renta variable se ha beneficiado de la mejora de los beneficios y la deuda corporativa de la búsqueda de rendimiento. Los metales preciosos han sido los más perjudicados por la mejora del sentimiento

Renta variable

Desaparece el desánimo causado por el *brexít*

Mejoran los fundamentales y los beneficios.

Los mercados de renta variable olvidaron el *brexít* para centrarse en la mejora de los fundamentales que se observó en agosto. El índice MSCI World registró una rentabilidad total de 0,1% durante el mes en USD, y el MSCI EM rindió 2,5%. Entre los mercados emergentes, destacan China y Hong con rentabilidades de 7,3% y 5,2%, respectivamente. En los mercados desarrollados, Europa (+0,8%) superó ligeramente a EE.UU. (+0,1%) en moneda local, gracias a la contribución de Alemania (+2,5%) y Reino Unido (+1,7%). El Topix avanzó 0,5% en moneda local en agosto. Los mercados repuntaron rápidamente tras el referéndum británico del 23 de junio al entender que el voto a favor del *brexít* no afectaría a la economía global. La intensa volatilidad registrada justo después del referéndum disminuyó enseguida hasta niveles que no se habían visto desde 2014 (11,3% en EE.UU. al final de agosto y 20% en Europa).

Los resultados del 2º trimestre publicados en agosto justificaron el optimismo pues los beneficios de las empresas americanas y europeas superaron las expectativas en 1,8% y 8,7%, respectivamente. Los títulos cíclicos y financieros dieron sorpresas positivas por segundo trimestre consecutivo, por lo que se revisaron al alza las previsiones anuales y mejoraron los márgenes de beneficio. No obstante, las valoraciones de 2016 seguían altas a finales de agosto, en 18,6x para el S&P500, 16,4x el Stoxx 600 y 13,9x el Topix. En base a las estimaciones para 2017, las valoraciones parecen más razonables: 16,4x en EE.UU., 14,5x en Europa y 12,6x en Japón.

Renta fija

El apetito de riesgo favorece a España e Italia

El alza de los rendimientos de los bonos soberanos 'core' contribuye a una mejor evolución de los periféricos.

Al atenuarse los temores causados por el *brexít*, los bonos soberanos refugio -salvo los *gilts* británicos, favorecidos por la relajación cuantitativa (QE) del Banco de Inglaterra - evolucionaron peor que los bonos italianos y españoles. En línea con nuestro escenario, el rendimiento del *US Treasury* a 10 años subió 13 pb en agosto a 1,58%, al aumentar al 61% las expectativas del mercado de que se produzca una subida de tipos de la Fed en diciembre. Creemos que la tendencia alcista gradual debería continuar, alcanzando el rendimiento 1,7% en los próximos meses.

Como el Banco Central Europeo (BCE) permanece en modo expansivo, el rendimiento del Bund alemán a 10 años ha seguido en territorio negativo (-0,07% al final de agosto). No esperamos que el BCE actúe en septiembre sino en diciembre, cuando podría anunciar una ampliación de seis meses del QE y un cambio de sus parámetros al no quedar bonos alemanes para comprar. Por este motivo, el rendimiento del Bund a 10 años podría subir un poco, a 0,08% durante los dos próximos meses.

Los bonos italianos y españoles subieron notablemente en agosto, y sus diferenciales respecto a los Bunds se redujeron en unos 7 pb. Los riesgos idiosincrásicos siguen siendo altos. En Italia, éstos incluyen un referéndum constitucional este otoño y los problemas de morosidad de los bancos y, en España, la falta de gobierno. Pero la pequeña probabilidad de que se llegue a formar un gobierno de centro-derecha y el fuerte crecimiento económico nos hacen tener un sesgo favorable a España.

Bonos corporativos

Buen comportamiento del *high yield*

*El *high yield* supera al *investment grade* gracias al renovado apetito de riesgo.*

El *high yield* registró una fuerte rentabilidad en agosto, rindiendo el BofAML* USD un 2,3% y su equivalente en EUR un 1,7%, gracias al apetito de riesgo de los inversores. Los diferenciales respecto a los bonos soberanos se redujeron de forma espectacular pues los rendimientos siguieron cayendo, hasta menos del 4% para el *high yield* EUR. La rentabilidad superior del *high yield* USD se debió al repunte del precio del petróleo. En el EUR, el efecto de la energía fue menor pero el sector financiero influyó positivamente. No obstante, debido a los problemas de morosidad de los bancos italianos y la preocupación por la rentabilidad del sector bancario en general, los *credit default swaps* en deuda subordinada financiera *high yield* EUR siguen altos y volátiles, reflejando los temores del mercado. Mientras no se resuelva el problema de la morosidad, el *high yield* USD debería seguir generando una rentabilidad superior a la de su homólogo en EUR, aunque una reanudación del ciclo de subida de tipos de la Fed americana podría invertir esta tendencia.

Los índices de bonos en USD y EUR con grado de inversión se mantuvieron planos en agosto, con rendimientos algo superiores en EE.UU. debido a los crecientes rendimientos de los *US Treasuries*. Pero los bonos corporativos han servido para amortiguar esta subida, al haber disminuido los diferenciales. Aunque el crédito ya ha generado fuertes rentabilidades en lo que va de año, sus diferenciales respecto a la deuda pública siguen siendo atractivos en un entorno de bajos rendimientos.

* Los datos de BofAML (Bank of America Merrill Lynch) se refieren a la rentabilidad total.

Hedge funds

¿Qué se espera para las estrategias "equity hedge"?

Los gestores "equity hedge" tuvieron un primer semestre difícil, pero han ido compensando sus pérdidas.

El primer semestre de 2016 fue de los más complicados para los gestores *equity hedge*. Las sacudidas de los mercados y una serie de rotaciones en los factores de riesgo fueron las principales causas de esta mala evolución, prácticamente generalizada en todas las carteras, independientemente del estilo, enfoque geográfico o sesgo sectorial. La mayoría de las estrategias, con la notable excepción de las centradas en el *trading*, tuvieron dificultades en un período en el que las fluctuaciones de las cotizaciones no tenían relación con los fundamentales de las empresas, sobre todo en el momento de las publicaciones de resultados. Aparte de los intensos cambios de ritmo de crecimiento y de liderazgo sectorial, los títulos que más tiempo han estado en las carteras de los hedge funds, según la *GS VIP basket*, habían registrado 11 meses de rentabilidad inferior a la del S&P500 al 30 de junio. La cesta de títulos mantenidos por los hedge funds en posiciones más cortas generó mayor rentabilidad que las posiciones largas en el mismo período. Pero a mediados del verano, las condiciones del mercado empezaron a ser más favorables para las estrategias *equity hedge* mientras los factores de riesgo de la renta variable parecían normalizarse. Aunque aún no se vea una tendencia o direccionalidad clara en los mercados, la mejora de las condiciones del mercado en EE.UU. puede ser el catalizador de nuevas subidas de tipos antes de fin de año. Una subida, o incluso un cambio de las expectativas al respecto, podría crear nuevas oportunidades de *trading* para los gestores *equity hedge*. Mientras tanto, los gestores están tomando posiciones con cautela, tratando de invertir su capital de forma oportunista.

Metales preciosos

Tomándose un respiro

Tras la intensa evolución de junio y julio, los precios de los metales preciosos se han estancado.

La subida de los metales preciosos en junio y julio a consecuencia de las incertidumbres relacionadas con el *brexit* perdió impulso en agosto. El oro avanzó un 11,2% en junio-julio, pero cedió -3,1% en agosto. La evolución correspondiente fue de 27,1% y -8,3% para la plata (confirmando su comportamiento magnificador de la evolución de oro), 17,3% y -8,4% para el platino, y 29,8% y -5,3% para el paladio. La notable evolución de este último se debió principalmente a la importante exposición del paladio a las ventas de automóviles en China, que han sido muy fuertes últimamente.

De cara al futuro, dado nuestro escenario de una reanudación del ciclo restrictivo de la Fed en diciembre, es probable que los tipos de interés americanos resulten menos favorables para los metales preciosos. Junto con el fortalecimiento del USD, la probabilidad de que continúe la actual corrección de precios parece bastante elevada. Entre los metales preciosos, seguimos prefiriendo el paladio por cuestiones de oferta-demanda y dada su exposición a las ventas de automóviles en EE.UU. y China, que seguirán fuertes según las previsiones. Un posible retroceso del precio del paladio proporcionaría puntos de entrada más atractivos que los actuales, ya que su reciente evolución estelar y nuestra previsión de subida de tipos en EE.UU. sugieren una baja relación riesgo-rendimiento a corto plazo.

Divisas

¿Carry o valor?

A pesar de la persistente búsqueda de rendimientos, las estrategias de valor han dado mejores resultados que las estrategias 'carry' en lo que va de año.

La baja volatilidad relativa en lo que va de año, gracias a las políticas monetarias acomodaticias de los bancos centrales, ha favorecido la búsqueda de rendimiento. En consecuencia, entre las monedas del G10, las estrategias *carry*, que consisten en comprar divisas de alto rendimiento mediante la venta de divisas de bajo rendimiento, han generado hasta ahora resultados positivos. Pero cabe señalar que las estrategias de valor, que consisten en comprar las divisas más baratas y vender las más caras, han dado en realidad mejores resultados. El factor que respalda las estrategias de valor es que, como los bancos centrales están al límite de lo que pueden hacer, especialmente en materia de tipos, han resurgido las fuerzas que llevan a las divisas desajustadas a volver a su valor fundamental a largo plazo. Desafortunadamente, ambas estrategias tienden a ser mutuamente excluyentes pues las monedas baratas, como el yen japonés o la corona sueca, tienen bajos rendimientos, mientras que las monedas de alto rendimiento, como el dólar australiano y el neozelandés, están caras. La corona noruega parece ser la mejor opción. Tiene un rendimiento positivo aceptable (en torno a 1,09% en depósitos a 3 meses) y está infravalorada (-17,3% frente al USD), por lo que resulta muy atractiva.

Mientras China se desacelera, India e Indonesia presentan perspectivas económicas positivas

En un entorno marcado por el flojo crecimiento global, India e Indonesia, dos de las mayores economías de Asia, han acometido reformas ambiciosas que podrían impulsar un crecimiento sostenible del PIB.

Los mercados emergentes en general no se han visto favorecidos por los inversores globales últimamente. Asia emergente no es una excepción. Los inversores se preocupan especialmente por la desaceleración de China, el desplome de precios de las materias primas y las esperadas subidas de tipos de la Fed. Pero dos grandes economías de Asia emergente, India e Indonesia, todavía pueden registrar un comportamiento económico superior. La clave de nuestra visión optimista está en la mejora de las condiciones macro derivada de reformas estructurales.

Dos grandes países con un gran potencial

Panorama demográfico brillante. Lo primero que hay que observar es que India e Indonesia tienen la 2ª y 4ª mayores poblaciones del mundo (1.300 mill. y 258 mill. respectivamente en 2015) y una estructura demográfica muy positiva. La relativa juventud de su población hace que India e Indonesia continuarán teniendo una abundante mano de obra durante décadas, si bien reconocemos que encontrar puestos de trabajo para una

población activa expansiva será un reto sustancial. En cambio, la mano de obra de China ya ha tocado techo. Los costes de mano de obra en China superan el doble del nivel de India e Indonesia, por lo que estos últimos son más atractivos para producción y servicios con necesidad intensiva de mano de obra.

Un gran margen de desarrollo. Según el Banco Mundial, el PIB per cápita de India e Indonesia (sobre la base de la paridad de poder adquisitivo, PPA) se situó en los puestos 123 y 96, respectivamente, entre 183 países en 2015. En ambos, existe mucho margen para mejorar las infraestructuras y la tecnología, por ejemplo, para impulsar el crecimiento de la productividad, en particular en India. En áreas como energía, transporte y telecomunicaciones, India sigue rezagada respecto a China, en muchos casos por un gran margen.

China suele ser criticada por exceso de inversión, pero es evidente que India no ha invertido bastante. Con un pequeño capital para comenzar, la inversión adicional podría generar rentabilidades marginales sustanciales, con un efecto positivo potencialmente gigantesco en la mejora de la eficiencia y el crecimiento de la productividad.

Reformas estructurales para desencadenar crecimiento

A lo largo de la historia, India e Indonesia también han tenido su dosis de decepción. Unas políticas proteccionistas y populistas, malas infraestructuras y falta de eficiencia son los factores comunes que han impedido a ambos países alcanzar su pleno potencial.

Sin embargo, 2014 puede haber sido un punto de inflexión para ambos países. En mayo de ese año, Narendra

Modi se convirtió en el primer ministro indio y, en julio, Joko Widodo (conocido popularmente como Jokowi) fue elegido presidente de Indonesia. Ambos tienen sólidas agendas reformistas.

Reducción de barreras para atraer inversión. En junio de 2016, el Gobierno indio anunció una nueva oleada de cambios importantes en su régimen de inversión extranjera directa (IED), tras la primera oleada de noviembre de 2015. Con los nuevos cambios, los inversores extranjeros pueden asumir el 100% de la propiedad de empresas indias en una amplia gama de industrias en las que la presencia extranjera solía estar muy limitada. Según Modi, la liberalización del régimen de IED significará que la inversión extranjera en la mayoría de las industrias será aprobada automáticamente.

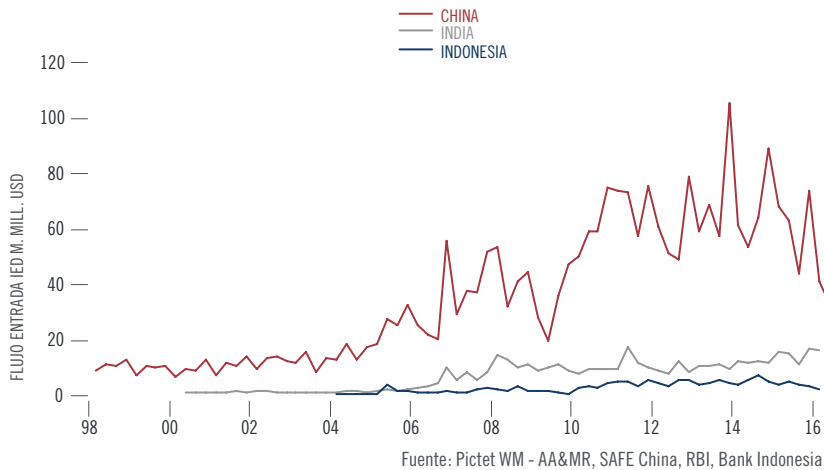
En Indonesia se han implantado reformas de una naturaleza similar. En febrero de 2016, el Gobierno de Jokowi liberalizó la lista negativa de inversiones de Indonesia. Este cambio de política abrió 35 sectores a la participación extranjera, y en algunos sectores las limitaciones se eliminaron por completo.

Los flujos de IED a India e Indonesia siguen rezagados respecto a China, pero datos recientes muestran un buen crecimiento de la inversión extranjera en India. En 2015, los flujos de IED a India ascendieron a 55.600 mill. de USD, la cifra más alta de la historia y un 54% superior a la de 2013 (véase gráfico 1). La IED en Indonesia no ha mejorado todavía, pero creemos que el país está bien situado para beneficiarse de la tendencia de trasladar la producción manufacturera con más necesidad de mano de obra de China a ubicaciones con costes más bajos.



Dong Chen,
Economista senior de Asia,
Pictet Wealth Management

GRÁFICO 1: IED EN CHINA, INDIA E INDONESIA



Facilitar la realización de negocios. El Gobierno de Modi se fijó el objetivo de hacer subir a India en el índice "Ease Of Doing Business" del Banco Mundial al puesto 50, desde el 142 de 2014. Para lograrlo, el Gobierno ha dedicado mucho esfuerzo a simplificar los trámites para obtener permisos oficiales. Como consecuencia, ha habido un aumento notable de los comienzos de proyectos desde mediados de 2014 (véase gráfico 2).

En un espíritu similar, el Gobierno de Indonesia ha introducido medidas

para reducir el solapamiento de normas, racionalizar los procedimientos públicos e implantar incentivos fiscales para respaldar sectores clave. También se ha vuelto más fácil crear empresas.

Fortalecimiento de posiciones fiscales para respaldar la inversión en infraestructuras. Las malas infraestructuras son una queja común de los inversores extranjeros en India e Indonesia. Para abordar este problema, ambos países han tomado medidas para fortalecerse fiscalmente y poder dar más apoyo a inversiones esenciales.

En el lado del gasto, los Gobiernos tanto indio como indonesio se han apartado de políticas populistas anteriores que daban lugar a grandes gastos en subvenciones ineficientes. Han sacado partido al desplome del precio mundial del petróleo para reducir las subvenciones al combustible y otros productos.

Respecto a los ingresos, ambos Gobiernos han tomado medidas para mejorar la efectividad del sistema fiscal. En este sentido, lo más significativo fue la aprobación parlamentaria de un impuesto nacional sobre los bienes y servicios (GST) en India a principios de agosto de 2016. El anterior sistema fiscal indirecto de India estaba plagado de múltiples capas de tasas, complejas clasificaciones, así como diferencias en tipos impositivos y procedimientos administrativos entre un estado indio y otro. Para empeorar las cosas, los impuestos pagados en un estado no eran reconocidos por los demás. Por ello, las redes de distribución y logística de las empresas entre fronteras estatales se regían a menudo por un enfoque de optimización fiscal más que por factores económicos. Esto ha dado lugar a una gran ineficiencia económica.

El nuevo sistema GST (que se aplicará en abril 2017) trata de abordar estos problemas. Al englobar más de 12 impuestos sobre ventas centrales y locales, simplifica enormemente la estructura fiscal indirecta y reduce el potencial de evasión fiscal. Además, crea un mercado interior realmente unificado para India, al eliminar la fragmentación geográfica. Al permitir economías de escala, esta reforma llevará probablemente a un crecimiento más fuerte del comercio y la logística y, al mismo tiempo, expandirá la base fiscal.

GRÁFICO 2: LOS PROYECTOS APROBADOS EN INDIA HAN EMPEZADO A COBRAR VELOCIDAD

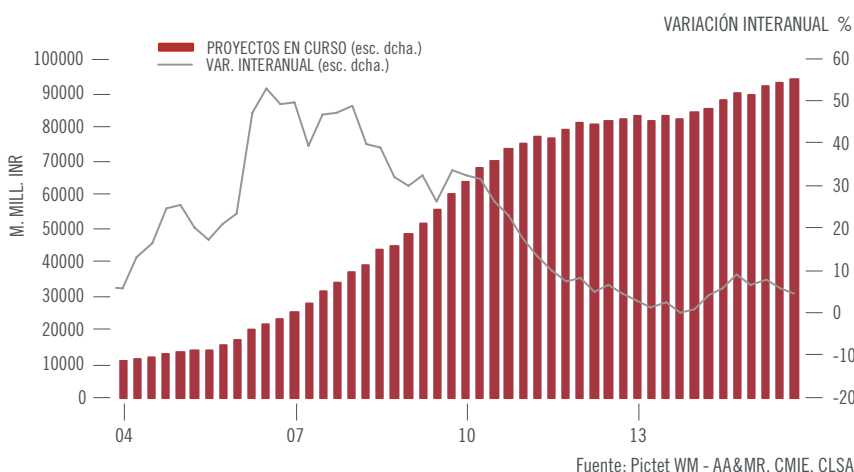
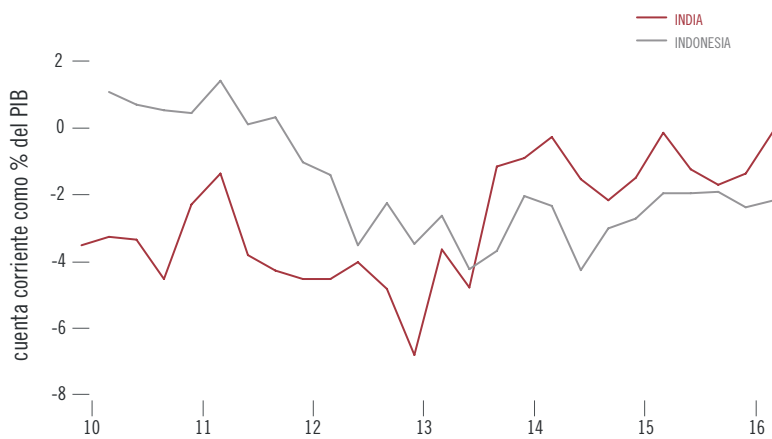


GRÁFICO 3: LA CUENTA CORRIENTE DE INDIA HA MEJORADO SIGNIFICATIVAMENTE



Fuente: Pictet WM - AA&MR, RBI, Bank Indonesia

Con una posición fiscal reforzada, esperamos ver más apoyo gubernamental a la inversión en infraestructuras tanto en India como en Indonesia.

Mejores posiciones externas y menor inflación

India e Indonesia estaban entre los "cinco frágiles" durante el "Taper Tantrum" de 2013 a causa del deterioro de sus cuentas corrientes y su vulnerabilidad a las salidas de capitales. Pero desde entonces se ha producido una mejora significativa de sus cuentas corrientes, en particular en India (véase gráfico 3). El déficit por cuenta corriente medio de India ha caído a alrededor de 1% del PIB desde el 5% a mediados de 2013. Además, las reservas en divisas de India han aumentado un 31% desde su mínimo en septiembre de 2013.

Indonesia se enfrenta a más obstáculos en su cuenta corriente por

ser un exportador neto de materias primas. Pero ha conseguido reducir su déficit por cuenta corriente de más del 4% de su PIB a mediados de 2013 a cerca del 2%. Como en India, las reservas en divisas de Indonesia también han aumentado considerablemente, en un 18% desde su mínimo de julio de 2013. Una reciente amnistía fiscal diseñada para animar a los residentes indonesios a repatriar activos extranjeros probablemente dé lugar a más entradas de capital a corto plazo. Los ingresos fiscales adicionales de este programa, potencialmente en torno a 12.000 mill. de USD hasta el final de marzo 2017, reforzarán más la posición fiscal del Gobierno.

Las mejores posiciones externas de India e Indonesia, junto con las menores expectativas de subidas de tipos por parte de la Fed este año, han sido un gran alivio para los inversores. Además, el desplome de

los precios globales de las materias primas desde 2014 ha conducido a una acusada caída de la inflación. Con un mejor sentimiento en el mercado y un entorno de inflación favorable, las autoridades monetarias de ambos países están mejor posicionadas para respaldar el crecimiento. En particular, creemos que sigue habiendo margen para recortes de tipos en India e Indonesia a corto plazo.

Conclusión

Aunque muchos inversores siguen inquietos por el área emergente en general, y aunque continúe habiendo intereses creados y riesgo político en ambos países, creemos que India e Indonesia podrían ser dos puntos positivos. Con una demografía favorable y líderes con mentalidad reformista, la perspectiva de crecimiento de las dos economías es bastante positiva a medio plazo, y las políticas monetarias acomodaticias podrían impulsar el crecimiento a corto plazo. Un cambio en la metodología estadística ha dificultado las comparaciones con el pasado, pero esperamos que India mantenga un crecimiento del PIB de más de 7% anual los próximos 3-5 años, mientras que Indonesia puede registrar una mejora gradual del crecimiento del 5% actual a alrededor de 6% a medio plazo. En un mundo en que el crecimiento mediocre se ha vuelto la norma, tales comportamientos merecen la atención de los inversores.

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 septiembre 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.

La inflación repuntará el año que viene

Entre las principales monedas, la libra esterlina es la que más ha cedido terreno este año. Muchas de estas pérdidas ocurrieron a raíz del voto a favor del *brexit* del 23 de junio. El declive de la libra está haciendo subir la previsión de inflación. De hecho, aunque la inflación permanece débil en todas las economías desarrolladas, esperamos que aumente el año que viene.

Datos al 31 de agosto de 2016

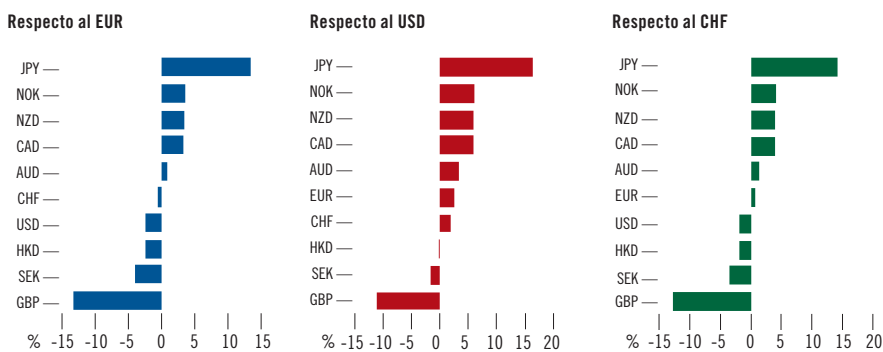
PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Tasas de crecimiento del PIB	Estimaciones Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.3%)
Zona euro	0.9%	1.6%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.2%)
Suiza	1.9%	0.9%	0.9% (1.0%)	1.5% (1.4%)
Reino Unido	3.1%	2.2%	1.3% (1.6%)	0.9% (0.6%)
Japón	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.8%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.5%)	6.2% (6.3%)
Brasil	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	0.7% (1.0%)
Rusia	0.5%	-3.3%	-0.8% (-0.8%)	1.3% (1.2%)

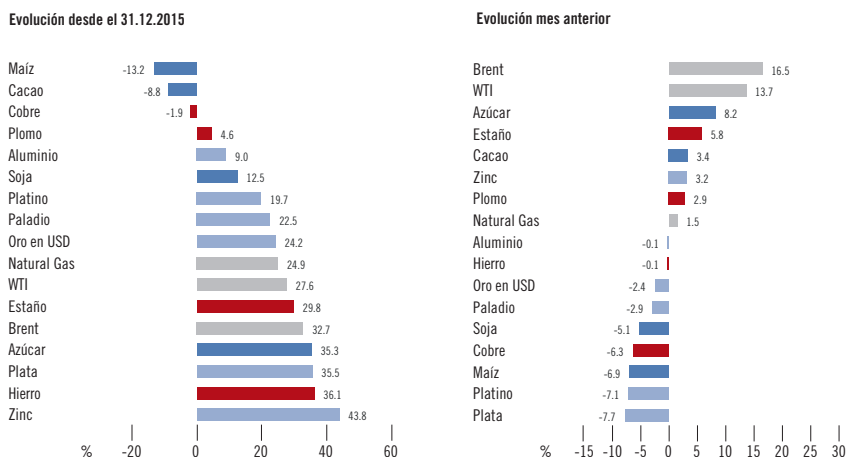
Inflación (IPC) Media anual salvo Brasil fin de año	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	1.6%	0.1%	1.3% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Zona euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Suiza	0.0%	-1.1%	-0.5% (-0.4%)	0.3% (0.2%)
Reino Unido	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	2.2% (2.4%)
Japón	2.7%	0.8%	0.1% (-0.1%)	1.1% (0.6%)
China	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brasil	6.3%	9.0%	8.6% (7.2%)	5.7% (5.3%)
Rusia	7.8%	15.5%	6.6% (6.6%)	5.6% (5.5%)

*Fuente: Consensus Economics Inc

VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO (DESDE 31.12.2015)



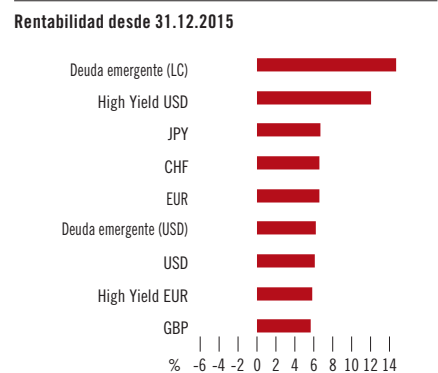
MATERIAS PRIMAS



TIPOS DE INTERÉS

	Cortos (3 meses)	Largos (10 años)
EEUU	0.50%	1.6%
Zona euro	0.0%	0.0%
Suiza	-0.75%	-0.5%
Reino Unido	0.25%	0.6%
Japón	0.0%	-0.1%
China	2.10% (1 año)	4.8% (5 años)
Brasil	14.25%	12.1%

MERCADOS RENTA FIJA



MERCADOS RENTA VARIABLE

Rentabilidad desde 31.12.2015	Dividendos reinvertidos			
	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	5.3%	2.3%	1.7%	16.9%
S&P 500*	7.7%	4.6%	4.0%	19.5%
MSCI Europe*	-0.6%	-3.4%	-4.0%	10.3%
Tokyo SE (Topix)*	1.5%	-1.4%	-2.0%	12.7%
MSCI Pacific ex. Japan*	7.3%	4.3%	3.6%	19.1%
SPI*	0.6%	-2.3%	-2.9%	11.6%
Nasdaq	3.1%	0.2%	-0.5%	14.4%
MSCI Em. Markets*	12.0%	8.8%	8.2%	24.4%
Russell 2000	7.4%	4.3%	3.7%	19.2%

SECTORES DE ACTIVIDAD

Rentabilidad desde 31.12.2015	EEUU	Europa	Mundial
Industria	10.9%	4.2%	8.7%
Tecnología	8.5%	1.0%	7.7%
Materiales básicos	12.0%	11.6%	16.1%
Telecomunicaciones	15.1%	-14.6%	5.6%
Sanidad	0.7%	-9.3%	-2.1%
Energía	13.3%	8.2%	13.7%
Servicios públicos	12.6%	-5.0%	6.0%
Finanzas	2.6%	-18.8%	-3.1%
Consumo básico	7.2%	2.4%	6.2%
Consumo discrecional	2.8%	-9.6%	0.1%

