

-9%

Caída de los ingresos por intermediación de los mayores bancos de inversión en 2016  
Página 2

2,5%

Nuestra previsión de crecimiento del PIB (intertrimestral anualizado) de EE.UU. para el tercer trimestre  
Página 4

+20,2%

Aumento interanual de la inversión en infraestructuras en China en agosto  
Página 5

+1,7%

Avance (en USD) del índice MSCI Asia (ex Japón) en septiembre  
Página 7

240%

Ratio de deuda pública sobre PIB de Japón  
Página 9

1,7%

Nuestra proyección para fin de año del T-Bond americano a 10 años  
Página 10

579 toneladas

Demanda de ETF respaldados con oro en el primer semestre de 2016  
Página 11

275.000 mill. USD

Programa de inversión en infraestructuras a 5 años propuesto por Hillary Clinton  
Página 12

Antes de las elecciones americanas, las distorsiones regulatorias y de los bancos centrales continúan perturbando a los mercados

*Octubre 2016*

# Perspectivas

## EL COMENTARIO

### Los cambios regulatorios están creando distorsiones en los mercados



César Pérez Ruiz,  
director de inversiones

El cambio regulatorio está aumentando la seguridad de los bancos, pero también creando distorsiones importantes; podría decirse que en conjunto está empeorando la seguridad de los mercados financieros. Desde la crisis financiera de 2008-2009, la regulación se ha endurecido mucho, en especial con la norma Volcker que prohíbe a los bancos realizar ciertos tipos de operaciones por cuenta propia, y nuevos requisitos, como los de Basilea III, para que los bancos tengan más capital. En consecuencia, los bancos han reducido su actividad de *trading*. Los ingresos por intermediación en diferentes clases de activos (renta fija, divisas y materias primas) de los 12 mayores bancos de

inversión del mundo cayeron un 9% en 2015, a 70.000 millones de USD, desde 109.000 millones de USD cinco años antes<sup>1</sup>.

Un cambio pendiente significativo que ya está influyendo es la reforma por parte de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de las normas que rigen los fondos monetarios de EE.UU., un mercado de 2,7 billones de USD que es una fuente clave de financiación en dólares. La reforma, que entrará en vigor el 14 de octubre, está concebida para proteger al sector del tipo de crisis que experimentó tras la quiebra de Lehman Brothers, y lleva a EE.UU. en la dirección de Europa en cuanto a normas para fondos monetarios.

Primero, los *prime funds* (que invierten en una gama de activos) tendrán que publicar sus valores liquidativos en base al valor actual de sus activos. Es decir, los precios fluctuarán según las condiciones del mercado, y podrán tanto subir como bajar.

Segundo, los fondos podrán imponer límites a los reembolsos: en concreto, podrá cobrarse una comisión de salida si los activos del fondo caen por debajo de determinados umbrales. Los fondos tendrán asimismo la opción de prohibir retiradas durante 10 días cuando se sobrepasen dichos umbrales.

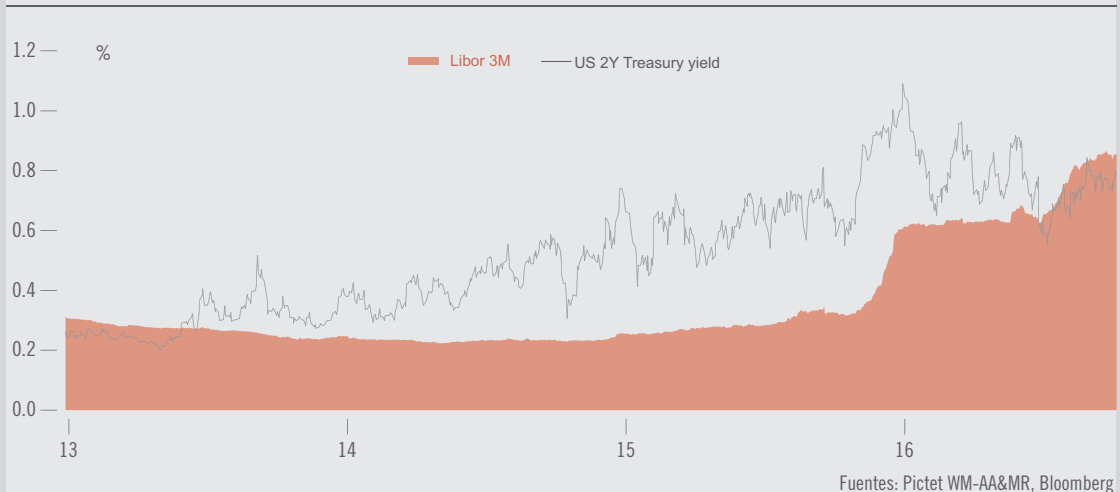
En consecuencia, los inversores están cambiando de *prime funds* a fondos que solo invierten en deuda pública, para evitar los mayores riesgos que los cambios regulatorios crean a la inversión en *prime funds*. Si el Libor a 3 meses rinde 85 pb, para obtener un rendimiento equivalente en un bono del Estado hay que ir al plazo de 2,5 años, y del Libor a 6 meses el cambio sería a *Treasuries* a 5 años.

Más de 700.000 millones de USD han pasado ya de *prime funds* a fondos de deuda pública, y las posiciones en estos sobrepasaron a las de *prime funds* por primera vez en marzo. Es improbable que este dinero revierta su recorrido salvo que los diferenciales cambien tanto que el rendimiento suplementario que ofrecen los *prime funds* sea suficiente para contrarrestar las desventajas de las nuevas normas.

Este cambio está creando una distorsión entre el Libor y el rendimiento de los *Treasuries* a corto plazo, y los tipos Libor, cosa rara, han superado a los *Treasuries*

<sup>1</sup> <http://www.reuters.com/article/us-banks-investment-trading-idUSKCN0VV007>

#### LIBOR A 3 MESES Y RENDIMIENTO US TREASURIES A 2 AÑOS



a 2 años. En principio, los mercados lo interpretaron como una señal de aumento de la aversión global al riesgo, pero en realidad parece ser una cuestión técnica.

Una consecuencia de esto son unas condiciones financieras más restrictivas, algo que la Fed estará vigilando. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos a bancos, empresas y gobiernos locales han subido. Esto justifica el que la Fed no suba los tipos de interés de forma agresiva, pues las condiciones financieras ya están endureciéndose. Esto se ajusta a nuestra opinión de que las subidas de tipos de la Fed serán graduales (seguimos previendo una subida de 25 puntos básicos en diciembre y otras dos iguales en 2017).

Otro resultado sería que beneficiaría a la rentabilidad bancaria, pues los bancos pueden sacar partido al empinamiento de la curva de rendimientos; de hecho, una curva relativamente plana ha sido un factor que ha lastrado los títulos bancarios. Este es otro factor que respalda nuestra preferencia por los títulos bancarios de EE.UU. a los europeos, además de las dificultades, mayores en general, que afrontan los bancos europeos, entre ellas un entorno de tipos negativos y balances más débiles.

De interés más inmediato para nosotros, los cambios también pueden crear una oportunidad de inversión. Ya habíamos reducido nuestras posiciones en *US Treasuries*, y ahora estamos estudiando vías para beneficiarnos de este cambio en la regulación de los fondos monetarios con inversiones en torno al Libor. Comprar instrumentos basados en el Libor nos permitiría modificar el riesgo de duración.

En un mundo de mayor correlación entre clases de activos y regulación más estricta, se vuelve aún más importante aprovechar las ineficiencias que creemos existen en los mercados. Tenemos que mantenernos disciplinados en nuestro planteamiento, pero también tratar de beneficiarnos de estas distorsiones.

### Atención a la divergencia entre bancos centrales

La resistencia de la economía de la zona euro tres meses después de la votación sobre el *brexit* y la mejora del ritmo de crecimiento en China son alentadoras, pero preocupa la divergencia en las políticas monetarias de los bancos centrales.

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

🚩 *Los bancos centrales, considerados salvadores de la deflación y de un crecimiento débil (o peor) o, cada vez más, instigadores de peligrosas burbujas de precios de activos por políticas agresivas, siguen en el centro del escenario, pero presentan respuestas diferentes a los retos que afrontan.*

En septiembre, la Fed, el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón celebraron reuniones sobre política monetaria. La Fed mantuvo su política invariable, aunque esperamos que suba los tipos un cuarto de punto en diciembre. Pero, ante unas expectativas de crecimiento e inflación relativamente bajas, es notable que la Fed rebajara sus proyecciones sobre la media de tipos de interés. La economía británica se ha comportado mejor de lo esperado desde la votación sobre el *brexit*. Pero la posibilidad de una desaceleración significativa, impulsada por grandes recortes de la inversión, se cierne sobre 2017, y aunque el BoE mantuvo su principal tipo oficial invariable en septiembre, dio a entender que volverá a rebajarlo hacia final de año. La zona euro también parece haber resistido al *brexit* bastante bien. Pero esperamos que el BCE, al igual que el BoE, actúe pronto para tratar de elevar las previsiones de inflación y aliviar la carencia potencial de deuda pública aceptable para su programa de compra de activos.

Sin embargo, es bastante improbable que el BCE revise su estrategia tan radicalmente como lo hizo el BoJ en septiembre. En lugar de recortar más los tipos oficiales o ampliar su programa de compra de activos en un determinado importe, el BoJ anunció su intención de limitar los rendimientos de la deuda pública japonesa a 10 años a cero hasta que la inflación supere claramente el 2%. A nuestro juicio, con este paso el BoJ reconoce los topes con los que se enfrenta su plan de relajación cuantitativa. Al acercarse a un modelo de fijación de objetivos de precios de los activos, el BoJ ha emprendido un nuevo estilo de política monetaria que añade potencialmente más flexibilidad al enfoque del banco al ir más allá del anterior marco centrado en la inflación y concentrarse en elevar el crecimiento. ¿Lo conseguirá? Dependerá mucho de si está respaldado por una política fiscal más agresiva. Pero, tras tantos cambios en su política monetaria, la credibilidad del BoJ está más cuestionada que nunca. Si el mercado considera que el objetivo de tipos cero del BoJ no es creíble, lo pondrá a prueba.

Más en general, los pasos del BoJ son característicos de políticas monetarias que se han vuelto más desincronizadas, menos homogéneas y menos cooperativas.

#### EEUU: Fed agresiva para 2016, conciliadora para 2017

Tras unas cifras de PIB flojas en el segundo trimestre (+1,2% intertr. anualizado), el crecimiento de EE.UU. debería reactivarse

en el tercero, gracias a una mejora del ritmo de reposición de existencias, un gran aumento del número de plataformas petrolíferas en funcionamiento y condiciones financieras más laxas. Pero, aunque la creación de empleo siguió siendo bastante vigorosa en julio-agosto, los índices ISM manufactureros y no manufactureros cayeron con fuerza en agosto y las ventas minoristas fueron sorprendentemente débiles. No obstante, seguimos esperando que el crecimiento del PIB repunte a 2,5% en el tercer trimestre y 2,0% en el cuarto. Y nuestras previsiones de crecimiento anual del PIB permanecen invariables en 1,5% para 2016 y 2,0% para 2017.

El FOMC no introdujo cambios en su reunión de septiembre, pero pareció dividido y dubitativo. Pero sí adoptó un tono más duro, al menos a corto plazo. Los dirigentes de la Fed reintrodujeron en su discurso la afirmación de que los riesgos estaban más o menos equilibrados y que la posibilidad de la subida se refuerza. Además, tres miembros del FOMC votaron a favor de una subida inmediata. Era la primera vez en cinco años que tres miembros disientían por el mismo motivo. Es más, 14 de los 17 miembros (82%) del FOMC siguen esperando una subida o más antes de que

---

**«Tras tantos cambios en su política monetaria, la credibilidad del BoJ está más cuestionada que nunca.»**

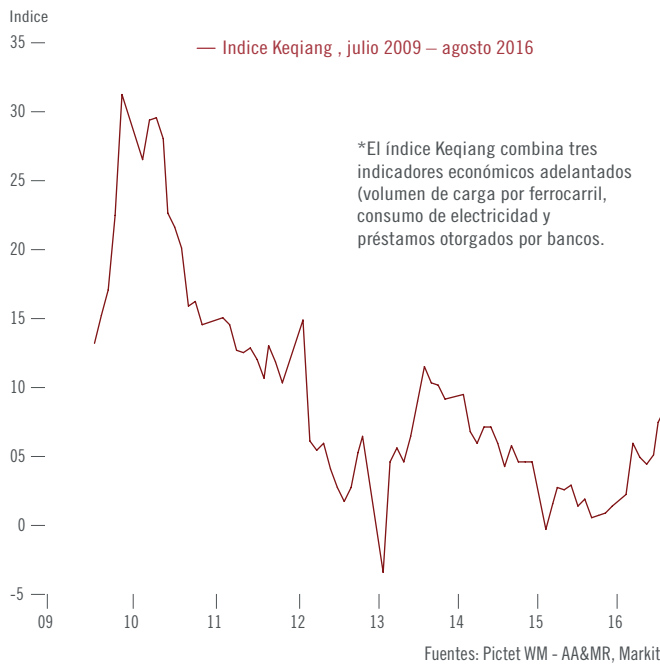
---

acabe el año. La Fed mantiene sin duda un sesgo restrictivo y, a nuestro parecer, el listón para no subir en diciembre está bastante alto. Así pues, seguimos creyendo que el escenario más probable es que el FOMC suba los tipos un cuarto de punto en diciembre. Pero la Fed parecía más conciliadora a medio plazo. La trayectoria de las proyecciones para el tipo de los fondos de la Fed volvió a rebajarse, incluso para el tipo final a largo plazo. Ahora, la Fed espera «solo» dos subidas en 2017 (en lugar de las tres que preveía en junio), de acuerdo con nuestro propio escenario invariable para el año próximo.

#### Zona euro: la atención vuelve a la política

Los últimos indicadores adelantados de la zona euro continúan reflejando la resistencia de la región, tres meses después del referéndum sobre el *brexit*. Hay pocos indicios de que la demanda interna, que sigue siendo el principal motor de crecimiento, vaya a retroceder pronto, aunque datos recientes, como el flujo de crédito, sugieren que el ritmo de expansión probablemente se debilita un poco. Esto podría compensarse con un mejor comercio exterior, tal vez con una demanda más fuerte de EE.UU. y China, como apuntan algunos indicadores adelantados. Por ello, mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB en la zona euro invariable en 1,5% para 2016 y

## EL ÍNDICE KEQIANG REFLEJA UN REPUNTE DE LA ACTIVIDAD EN CHINA



1,3% para 2017, con los riesgos alcistas y bajistas bastante equilibrados.

En los próximos meses, la atención se trasladará de nuevo a la política. El referéndum constitucional italiano (4 de diciembre) puede ser el último acontecimiento político clave en Europa este año. La votación ha atraído una atención creciente, sobre todo por la promesa de Matteo Renzi de dimitir en caso de rechazo de su propuesta. Por el momento, las encuestas indican que el resultado está muy reñido. Pero, aún en el caso de un voto negativo, parece improbable que haya elecciones anticipadas.

La inflación en toda la zona euro ha seguido débil pese a un leve efecto básico positivo derivado de los precios de la energía, que deberían acelerarse en los próximos meses. Pero la inflación subyacente (excluyendo alimentación y energía) sigue débil y la mayoría de los indicadores de precios subyacentes carecen de ímpetu alcista. Por ello, seguimos creyendo que el BCE se verá obligado a prorrogar su programa de compra de activos después de su fecha límite de marzo 2017 y que en su reunión de diciembre anunciará una serie de cambios técnicos para abordar la escasez de bonos.

### China: posibles sorpresas alcistas a corto plazo, pero nuestra visión a medio plazo permanece invariable

Tras un comienzo débil del segundo semestre, los datos macro recientes de China han mostrado un ritmo de cre-

cimiento económico ascendente, encabezado por un repunte de la inversión en activo fijo (FAI) en los sectores inmobiliario y de infraestructuras.

El crecimiento interanual de la inversión aumentó un 8,2% en agosto frente al 3,9% el mes anterior, alcanzando su cifra más alta desde abril 2016. El crecimiento de la inversión en infraestructuras aumentó a 20,2% interanual en agosto frente a 16,4% el mes anterior, y el crecimiento de la inversión inmobiliaria subió de 1,4% a 6,2%.

El fortalecimiento de dicha inversión ha dado lugar a un repunte notable de diversos indicadores, como la generación eléctrica y el transporte ferroviario, y la demanda de materias primas industriales subió también en los últimos meses. En cuanto a volumen, las importaciones chinas de petróleo crudo aumentaron un 23,5% interanual en agosto (media de 14,6% de mayo a julio) y las importaciones de mineral de hierro aumentaron un 18,3% (media de 11,3% de mayo a julio). Con la demanda al alza, los precios de diversas materias primas industriales en China han aumentado considerablemente en los últimos meses.

A nuestro juicio, la reciente evolución mejor de lo esperado de la economía china se debe a: 1) reconstrucción tras las graves inundaciones que afectaron a grandes áreas del sur de China este verano; 2) fuerte apoyo fiscal del Gobierno a proyectos de infraestructuras; y 3) *boom* inmobiliario que se ha extendido fuera de las ciudades de primera categoría. La recuperación gradual de la demanda global también puede haber ayudado al sector manufacturero de China con exportaciones más fuertes. Con más evidencias que señalan un ritmo de crecimiento al alza, nos parece muy probable que la economía china sorprenda favorablemente en los próximos 3-6 meses, con un crecimiento del PIB superior al 6,5% en el segundo semestre 2016.

Pero nuestra visión a medio plazo de las perspectivas de la economía china ha cambiado poco. Esperamos que el crecimiento se desacelere nuevamente el año próximo ya que la inversión reanudará su tendencia a la baja. A nuestro juicio, el aumento reciente de los precios inmobiliarios en China no está respaldado por fundamentales del mercado y ha suscitado serias inquietudes entre los dirigentes chinos, que han hecho que diversas ciudades importantes vuelvan a introducir restricciones a las compras inmobiliarias eliminadas hace tan solo un año. Mientras el mercado inmobiliario pierde fuerza y el Gobierno mantiene sus políticas de reforma diseñadas para recortar el exceso de capacidad industrial, esperamos que el crecimiento de China descienda hacia 6,2% en 2017.

## Los picos de volatilidad exigen atención a los inversores

En las próximas semanas, la publicación de resultados del tercer trimestre, la actuación de los bancos centrales y la tendencia del precio del petróleo determinarán probablemente la dirección de la mayoría de las clases de activos.

*Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet y Alexandre Tavazzi*

### MERCADOS FINANCIEROS

Evolución en % de los índices financieros en monedas locales. Datos al 30.09.2016

	Índice	Desde 31.12.2015	Mes anterior
Renta variable EEUU*	USD S&P 500	7.8%	0.0%
Renta variable Europa*	EUR Stoxx Europe 600	-3.3%	-0.1%
R.V. mercados emergentes*	USD MSCI Emerging Markets	16.4%	1.3%
Bonos soberanos EEUU*	USD ML Treasury Master	5.3%	-0.2%
Bonos corp. <i>investment grade</i> EEUU*	USD ML Corp Master	9.1%	-0.3%
Bonos corp. <i>High yield</i> EEUU*	USD ML US High Yield Master II	15.3%	0.6%
Hedge funds	USD Credit Suisse Tremont Index Global**	0.0%	0.5%
Materias primas	USD Reuters Commodities Index	5.8%	3.4%
Oro	USD Gold Troy Ounce	24.0%	0.5%

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

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

Los activos de riesgo mantienen el rumbo de momento pese a la falta de visibilidad política y de los bancos centrales.

A pesar de algunas caídas a corto plazo, los activos de riesgo no se vieron afectados en general por los acontecimientos del mercado en septiembre. La calma que caracterizó a los meses veraniegos se prolongó un poco más. Pero la calma del mercado no es pretexto para la complacencia. De hecho, hay varios motivos por los que los inversores deben mantenerse alerta en las semanas y meses próximos. La falta de coordinación entre los principales bancos centrales es uno de ellos. El Banco de Japón (BoJ), Banco Central Europeo (ECB) y la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) están trabajando con estilos diferentes de política monetaria: el último a punto de subir los tipos, el BCE prosiguiendo con su estrategia de QE, y el BoJ empezando a controlar la curva de rendimientos. La divergencia en las políticas de los bancos centrales hace difícil evaluar su dirección y su efecto global, con la consiguiente falta de visibilidad para los mercados. La política es otra fuente potencial de volatilidad, con

las elecciones presidenciales y al Congreso en EE.UU. a principios de noviembre, la falta de estabilidad gubernamental en España y un referéndum constitucional en Italia el 4 de diciembre.

Pero la renta variable sigue resultando comparativamente atractiva. Las valoraciones actuales parecen relativamente altas, pero más razonables sobre la base de las previsiones de beneficios. Con un crecimiento aceptable –aunque no espectacular– en EE.UU., la Fed mantiene un buen nivel de credibilidad entre los inversores, lo que explica por qué hemos estado relativamente cómodos con nuestra posición larga en activos americanos. Pero en Europa y Japón han surgido interrogantes sobre la credibilidad de los bancos centrales y el límite de sus acciones. Por ello, estamos cada vez más atentos a la posibilidad de que las expectativas del mercado sobre la política monetaria se vean defraudadas. Además, los problemas en el sector bancario europeo no han desaparecido. Los altos niveles de préstamos fallidos en el sistema bancario italiano son conocidos, pero en las últimas semanas también han ocupado los titulares los problemas de capital del antes

todopoderoso Deutsche Bank.

Es una oportunidad para operar con opciones, pero el riesgo de un aumento de la volatilidad –sea por factores de mercado, política o falta de visibilidad de los bancos centrales– exige una amplia diversificación de la exposición a renta variable. Pese a los bajos rendimientos, estos mismos factores explican por qué seguimos manteniendo bonos soberanos *core* como protección para las carteras. La falta de visibilidad afecta también a los mercados de crédito, que hasta ahora se han beneficiado de las compras de deuda corporativa por parte de los bancos centrales, así como de la reciente caída de los diferenciales en el sector financiero.

### Renta variable: crucial temporada de resultados del tercer trimestre

Durante los últimos dos trimestres, los beneficios publicados en EE.UU. y Europa han superado las expectativas. Con la perspectiva que da el tiempo, en el primer trimestre la decepción con los beneficios tocó fondo. Casualmente, ese trimestre correspondió al mínimo de los precios de los metales industriales y la energía. El índice Bloomberg Industrial Metals ha avanzado un 20% desde su mínimo de enero y el precio del petróleo más de un 80%. Estas mejoras constituyen el núcleo de las sólidas rentabilidades obtenidas en lo que va de año por el índice MSCI EM (+13,7% en USD hasta final de septiembre), el índice MSCI US Energy (+15%) y el índice MSCI Europe Materials (+14%). Así pues, los sectores con el crecimiento de beneficios más decepcionante en 2014, 2015 y 2016 (junto con finanzas) han empezado a mostrar revisiones positivas.

La próxima temporada de resultados del T3 será importante ya

que los inversores empiezan a mirar hacia 2017. Como solemos mencionar en estas páginas, las valoraciones actuales se encuentran en el extremo superior de su banda histórica. Toda aceleración del crecimiento de los beneficios puede originar una subida de los mercados de renta variable. En Europa, el margen EBIT a 12 meses vista tocó fondo hace poco en 10% y ahora se sitúa en 11%. En EE.UU., los márgenes EBIT han repuntado del 14,8% en febrero al nivel actual en torno al 15,2%. Así pues, las empresas americanas y europeas pueden generar más beneficios con las mismas ventas. Es probable que los inversores estudien detenidamente las cifras del T3 para ver si se confirma esta tendencia. De ser así, los mercados de renta variable deberían tener más potencial alcista.

#### **Baja volatilidad que favorece a los activos de riesgo**

Pese a ciertas fluctuaciones de la volatilidad en septiembre, el *trading*, como indican nuestros modelos, se mantiene en un régimen de baja volatilidad. Al final de septiembre, el VIX se situaba en 14 y el VSTOXX en 20, pese a la tensión reciente en torno al Deutsche Bank. Esta coyuntura resultó favorable para los activos de riesgo en septiembre, en especial para la renta variable. Las acciones emergentes registraron su máxima rentabilidad mensual (MSCI Asia ex. Japón +1,7% en USD y MSCI Eastern Europe +1,5%). Este entorno podría permanecer intacto hasta fin de año, en nuestra opinión. La correlación estándar entre los mercados de renta variable desarrollada y los bonos soberanos a 10 años permaneció negativa en septiembre, con un ligero declive la rentabilidad del S&P 500 y del Stoxx Europe 600 frente a un ligero aumento de la rentabilidad de los *US T-bonds* y los *Bunds* alemanes a 10 años.

#### **El BoJ da soporte a la renta variable**

La decisión del Banco de Japón en su reunión de septiembre de no recortar más el tipo de los depósitos dio soporte a los bancos japoneses, que a fin de mes cotizaban cerca del máximo de su banda desde enero. Los inversores extranjeros han seguido vendiendo renta variable japonesa, pero las compras del BoJ a través de ETF a un ritmo anual de 30.000 millones de USD han compensado con creces esta tendencia. En septiembre, el BoJ modificó este programa de compras para limitar las distorsiones sobre los títulos con precio elevado y en el futuro comprará un 70% de ETFs del TOPIX. La correlación entre el TOPIX y el tipo Yen/USD viene disminuyendo desde julio. En septiembre, el TOPIX rindió 0,3% en moneda local pese a un leve fortalecimiento del yen de 1%. tendencia positiva a corto plazo de la renta variable japonesa tiene recorrido, pero la clave a largo plazo son los beneficios. Las revisiones de los beneficios a la baja han sido contenidas de momento, pero el crecimiento esperado de 9,3% para 2017 depende de un yen más débil.

#### **La política afecta a las divisas**

Hay varios acontecimientos políticos que probablemente afectarán a los mercados de divisas en los próximos meses. Las elecciones en EE.UU. deberían tener un efecto moderado, aunque positivo, en el USD, pues ambos candidatos presidenciales están a favor de algún estímulo fiscal. En el Reino Unido, la incertidumbre sobre la naturaleza de su acuerdo *brexit* con la UE puede influir en las perspectivas de crecimiento y por lo tanto en la libra. En la zona euro, el referéndum constitucional italiano a principios de diciembre podría

derivar en una crisis política, debilitando el euro.

Por último, el Banco de Japón está intentando elevar las expectativas de inflación para bajar los tipos de interés reales, una tarea que de por sí resultará un gran reto para el BoJ. Probablemente hará falta una mayor coordinación de las políticas fiscales y monetarias y/o reformas estructurales más audaces en Japón para conseguir que los tipos reales bajen de forma significativa y con ello que el yen sea menos atractivo.

#### **Pocos datos sobre la congelación de la producción petrolífera**

En una reunión informal en Argel al final de septiembre, la OPEP acordó reducir la producción de petróleo a 32,5-33,0 millones de barriles al día. Aunque los detalles y las cuotas de producción por país se decidirán en una reunión oficial de la OPEP en Viena a finales de noviembre, el acuerdo de Argel es positivo a corto plazo para los productores de petróleo y debería reforzar el tope mínimo de los precios. A más largo plazo, el acuerdo abre la vía para un repunte de la producción de esquisto en EE.UU., lo que indica que las perspectivas para la oferta de petróleo global tienden al alza.

### Deuda pública: mejor evolución en mercados emergentes

La deuda pública de los países desarrollados explotó durante las crisis financieras y de deuda soberana, aumentando del 53% del PIB en 2007 a casi 80% a finales de 2012, según el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>1</sup>. Aunque mostrando señales de estabilización en algunos países ricos desde entonces, los niveles de deuda pública han ido subiendo últimamente (a menudo desde niveles bajos) en importantes países dependientes de materias primas, cuyos gobiernos intentan compensar los déficits causados por la fuerte caída del precio de materias primas, como el petróleo.

### 71%

En el Tratado de Maastricht de 1992 los Estados miembros se comprometían a mantener políticas presupuestarias sanas, con una deuda limitada al 60% del PIB y un déficit anual que no superara el 3% del PIB. Pero **ninguna de las dos mayores economías de la zona euro, Francia y Alemania, están cerca de cumplir los criterios de deuda-PIB**. El ratio deuda pública-PIB de Alemania ascendía al 71% al final de primer trimestre<sup>6</sup>.

### 106%

La deuda pública bruta de EE.UU., incluyendo la deuda externa, ascendía al 106% del PIB al final de 2015, según el FMI<sup>2</sup>. **Este ratio aumentó rápidamente durante la crisis financiera de 2008-2010. En comparación, el ratio deuda pública-PIB era del 34% en 1974.**

### 69,5%

**Como los problemas económicos y políticos de Brasil se han agravado, también ha aumentado su deuda pública.** Habiendo logrado mantener su deuda pública ligeramente por encima del 50% del PIB en los cuatro primeros años de esta década, un gran déficit presupuestario ha hecho aumentar la deuda pública bruta en relación con el PIB desde 2014, alcanzado un 69,5% en julio de 2016<sup>9</sup>.

### 17%

Durante mucho tiempo considerado uno de los países subsaharianos más exitosos, **Moody's ha ratificado en septiembre la calificación crediticia A2 de Botsuana con perspectiva estable, mencionando sus «amplias reservas presupuestarias y niveles de deuda muy bajos».** El ratio deuda pública-PIB de Botsuana, país rico en diamantes, asciende al 17%<sup>11</sup>.

<sup>1</sup> «When Should Public Debt Be Reduced», documento de trabajo del FMI, junio 2015, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf>

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la economía mundial*, abril 2016, p. 180, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

<sup>3</sup> Eurostat, 22 de julio de 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7573561/2-22072016-AP-EN.pdf/16cdaec5-3f1c-4cab-a8cf-954b917e04a9>

<sup>4</sup> Fitch Ratings, 13 de junio de 2016, <https://www.fitchratings.com/site/pr/1005944>

<sup>5</sup> Eurostat, *Deuda pública bruta por Estado miembro*, septiembre 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina230&plugin=1>





**135%**

Al 135% al final del primer trimestre, la deuda pública bruta de Italia en relación con el PIB era la segunda más elevada de la zona euro, después de la de Grecia. **El ratio italiano superaba el 133% registrado al final de 2015<sup>3</sup>, ya que Bruselas concedió al Gobierno mayor flexibilidad para el gasto** en un intento de reactivar una economía estancada desde hace mucho tiempo.

**45%**

El ratio deuda pública-PIB de China ha crecido en los últimos años pero seguía siendo gestionable en un 45% en el primer trimestre de 2016<sup>7</sup>. No obstante, **esta cifra no refleja los grandes volúmenes de deuda de los gobiernos locales, clasificada como créditos empresariales**. El ritmo de aumento del "crédito pendiente total" de China se ha convertido en una fuente de preocupación, habiendo subido del 148% del PIB al final de 2007 a cerca del 255% al final de primer trimestre de 2016<sup>8</sup>.

**240%**

**Japón es el país más endeudado del mundo, con una deuda pública bruta superior al 240% del PIB**, según el FMI. La agencia de calificación Fitch rebajó la calificación crediticia de Japón en abril y posteriormente la perspectiva de estable a negativa en junio, temiendo que la deuda pública del país pueda superar el máximo de 247% que la agencia había pronosticado para 2020<sup>4</sup>.

**14,7%**

**Arabia Saudí sigue teniendo amplios recursos financieros, pero sus arcas han dejado de llenarse y se sigue sintiendo el efecto de la gran caída de los precios del petróleo del año pasado**. Ahora que el Gobierno tiene que gastar más para estimular la economía, la agencia de calificación Fitch espera que el ratio deuda pública-PIB ascienda al 14,7% este año, frente al 1,6% de 2014<sup>10</sup>.

**176%**

La ya monumental deuda pública de Grecia creció hasta un 176% del PIB en el primer trimestre de 2016, frente al 170,5% registrado un año antes<sup>5</sup>. **A pesar de los tipos de interés preferenciales concedidos por sus acreedores europeos, ha habido peticiones generalizadas de alivio de la deuda de Grecia**.

<sup>6</sup> Eurostat, 22 de julio de 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7573561/2-22072016-AP-EN.pdf/16cdaec5-3f1c-4cab-a8cf-954b917e04a9>

<sup>7</sup> Banco de Pagos Internacionales, 16 de septiembre de 2016, <http://stats.bis.org/stat/srs/table/13.1>

<sup>8</sup> *ibid.*, [http://www.bis.org/statistics/tables\\_f.pdf](http://www.bis.org/statistics/tables_f.pdf)

<sup>9</sup> Banco Central do Brasil, 14 de septiembre de 2016, <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/busca/gross%20government%20debt%20GDP>

<sup>10</sup> Fitch Ratings, 1 de septiembre de 2016, <https://www.fitchratings.com/site/pr/1011101>

<sup>11</sup> Moody's Investor Service, 13 de septiembre de 2016, [https://www.moody.com/research/Moodys-Botswanas-rating-balances-large-fiscal-reserves-and-low-debt-PR\\_354994](https://www.moody.com/research/Moodys-Botswanas-rating-balances-large-fiscal-reserves-and-low-debt-PR_354994)

### Verano indio para los activos de riesgo

Los mercados de renta variable volvieron a generar rentabilidades positivas en septiembre y los hedge funds terminaron el trimestre con buenos resultados. Pese a la actuación radical del Banco de Japón, la fortaleza del yen sigue afectando a los activos de riesgo japoneses y la perspectiva a corto plazo de los precios del oro parece incierta

#### Renta variable

##### Continúa brillando

*Rentabilidades positivas en mercados emergentes y Asia*

Tras un agosto intenso, los mercados volvieron a generar rentabilidades positivas en septiembre. La rentabilidad total del MSCI World fue del 0,6% (en USD). La mayor aportación vino de Japón, registrando el Topix una rentabilidad total del 1,3% (en USD). En su última reunión, el Banco de Japón optó por no modificar sus tipos básicos, dando lugar a un repunte del sector bancario. En EE.UU., el S&P500 permaneció invariable, mientras que el Stoxx 600 cedía 0,1%. Los mercados emergentes han evolucionado de forma positiva desde agosto. El MSCI EM registró un avance total del 1,3% en USD, gracias a una rentabilidad de 1,7% en Asia ex-Japón y de 1,5% en Europa emergente. La recuperación de las materias primas y la reciente subida de los precios del petróleo (tras un acuerdo de la OPEP) contribuyó al avance de los países emergentes.

La volatilidad siguió baja, en una media mensual de 14,2% en EE.UU. y 19,8% en Europa. Los acontecimientos políticos y, en menor grado, los económicos, han dado lugar a breves repuntes de la volatilidad.

La temporada de publicación de resultados será importante pues los de los dos últimos trimestres fueron mejores de lo esperado. Una nueva mejora del ciclo de beneficios incrementaría la confianza de los inversores y aliviaría la preocupación actual por las altas valoraciones. Para 2017, los ratios precio-beneficio están ahora en 16,3x en EE.UU., 14,4x en Europa y 12,9x en Japón.

#### Deuda Pública

##### Los rendimientos de los bonos core siguen bajos

*El tono conciliador de los bancos centrales da lugar a bajos rendimientos de los bonos soberanos core.*

La Fed prevé un ritmo de subidas de tipos más lento a partir de 2017, pero probablemente subirá sus tipos una vez en 2016. El rendimiento del *US Treasury* a 10 años se estabilizó al 1,59% en septiembre, aunque repuntó al 1,73% antes de la reunión de septiembre de la Fed. El del Bund a 10 años bajó durante el mes en 5 pb, a -0,12%, pues sigue distorsionado por el QE del BCE. La sorpresa vino del Banco de Japón (BoJ), que introdujo un control de la curva de rendimientos, fijando el rendimiento del JGB a 10 años en torno a 0%. Esta medida de fijación de objetivos de precios de los activos podría flexibilizar la política monetaria del BoJ si suben las previsiones de inflación, reduciendo los rendimientos reales.

En los países periféricos de la zona euro, los diferenciales de los bonos españoles a 10 años respecto al Bund alemán se redujeron tras las elecciones regionales y la dimisión del líder del partido socialista, que parecen incrementar la probabilidad de que el centro-derecha logre por fin formar un gobierno minoritario. Los diferenciales de los bonos italianos y portugueses aumentaron. DBRS, la última agencia que mantiene el grado de inversión para la deuda pública portuguesa, la revisará el 21 de octubre. Una rebaja de calificación excluiría a Portugal del programa QE del BCE. Para fin de año mantenemos nuestro objetivo de rendimiento al 1,7% para el *US Treasury* a 10 años y al 0,08% para el *Bund* a 10 años. Esperamos que los bonos soberanos españoles sigan superando a los italianos.

#### Bonos corporativos

##### El high yield EUR en cifras rojas

*Por su mayor exposición bancaria, el high yield en EUR evolucionó peor que el high yield en USD*

El BOFAML\* USD fue el único segmento del crédito que dio buenos resultados en septiembre (+0,5%) gracias al repunte del 9% de los precios del petróleo y la postura conciliadora de Fed. Los diferenciales se redujeron 13 pb en septiembre, mientras que los del *high yield* EUR aumentaron 30 pb. Este último rindió -0,5%, sobre todo debido a su importante exposición al sector bancario. La multa de 14.000 millones de USD impuesta por la justicia americana al Deutsche Bank creó cierta tensión, ya que podría afectar a la capacidad del banco para pagar el cupón de sus bonos convertibles contingentes *Tier-1* (CoCos), recordando a los inversores los riesgos que conllevan estos instrumentos. Los cupones no tienen que pagarse si el importe distribuible es insuficiente y los CoCos se convierten en acciones o se amortizan si el capital *Tier-1* no alcanza el nivel reglamentario. El temor a que el banco no pueda pagar los cupones de sus CoCos ha dado lugar a un aumento del diferencial de los CDS de los bancos europeos más débiles.

La rentabilidad total del crédito con grado de inversión bajó un poco durante el mes, aumentando los diferenciales en USD (+4bp) y EUR (+8bp), pero los rendimientos no variaron.

Los fundamentales del crédito siguen débiles y prevemos para fin de año un ligero aumento de los diferenciales y una subida de los rendimientos, en línea con nuestro escenario de mayores rendimientos de los bonos soberanos *core*.

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

## Hedge funds

### Trimestre positivo en general

*El tercer trimestre fue favorable para casi todas las estrategias de hedge funds, en especial para las de renta variable y crédito*

El principio del trimestre fue bueno para las estrategias de hedge funds, al no materializarse los temores causados por el *brexit*. Los gestores tácticos superaron con éxito el referéndum del 23 de junio, a pesar de los bajos niveles de riesgo en las carteras. Julio fue también rentable para los gestores de renta variable *long/short*, que empezaron a reconstruir sus exposiciones. El que los mercados se mantuvieran en una estrecha banda de fluctuación también benefició a la estrategia, pues el entorno resultó favorable para la selección de títulos. Pero este régimen de baja volatilidad, combinado con cambios de tendencias, resultó más complicado para los gestores CTA, afectando a sus posiciones largas en renta fija y en oro y cortas en energía. En el crédito, la fortaleza de los mercados con grandes entradas de dinero impulsó la rentabilidad de los gestores *Event Driven*, *Distressed* y valor relativo. Los gestores de deuda *distressed* se vieron favorecidos por el desenlace positivo de algunas operaciones, como la reestructuración de Caesar's Entertainment y TXU Energy, y otros títulos relacionados con la energía aportaron rentabilidad a raíz de la subida de los precios del petróleo.

Aunque el trimestre fue bueno para las carteras de situaciones especiales de los gestores *Event Driven*, las estrategias M&A generaron resultados variables, dada la volatilidad en torno a operaciones tales como SAB/Anheuser Busch y procesos judiciales antimonopolio en EE.UU. contra operaciones en el área de seguros médicos, como Humana/Aetna.

## Metales preciosos

### El oro podría decepcionar a corto plazo

*El repunte de la demanda de inversiones en oro en el primer semestre aumenta el riesgo de decepción entre los inversores.*

La demanda de ETF respaldados por oro alcanzó 579,2 toneladas en el primer semestre de 2016. En comparación, la demanda total no llegó a 620 toneladas desde mediados de 2013 hasta final de 2015. El repunte de la demanda se debe sobre todo a preocupaciones sobre la economía mundial, la decisión de los británicos de salir de la Unión Europea, la persistente cautela de la Fed, y la postura cada vez más acomodaticia de otros bancos centrales.

De cara al futuro, es probable que la perspectiva de crecimiento de EE.UU. siga firme y que la economía china no se debilite notablemente en los próximos meses. Además, tras la reunión de septiembre de la Fed, no se descarta una subida de tipos en diciembre. Finalmente, aunque las elecciones americanas podrían provocar cierta incertidumbre a corto plazo, ambos candidatos están proponiendo políticas presupuestarias favorables al crecimiento (especialmente Trump) que podrían fortalecer un poco las perspectivas de crecimiento en EE.UU.

En consecuencia, los precios del oro podrían tener dificultades para subir mucho más, lo que podría decepcionar a los inversores con horizonte temporal a corto plazo. Pero a más largo plazo, el entorno de bajos rendimientos de los países desarrollados y el creciente interés de los bancos centrales por políticas que aceleren la inflación debería respaldar la demanda de inversiones en oro.

## Divisas

### La presión alcista sobre el yen podría continuar

*El impacto del nuevo marco político del Banco de Japón depende sobre todo de factores fuera de su alcance.*

El 21 de septiembre el Banco de Japón (BoJ) adoptó un nuevo marco de política monetaria basado en el control de la curva de rendimientos. Esto implica no solo fijar el tipo de interés oficial a corto plazo, actualmente en -0,1%, sino también mantener el rendimiento del bono del Estado a 10 años a su nivel actual en torno a 0%.

Es improbable que este nuevo marco debilite al yen japonés. El umbral para que el BoJ adopte nuevas medidas expansivas sigue alto, ya que su política actual de tipos de interés negativos está teniendo un impacto negativo en las entidades financieras, que lastra la velocidad del dinero. Por otra parte, el BoJ ya no está limitado por incrementos precisos de la masa monetaria (antes fijados en 80 billones de JPY al año), lo que podría facilitar una reducción gradual de sus compras de activos.

Pero como las divisas tienden a estar muy influenciadas por el tipo de interés real (tipo nominal menos inflación), el impacto de las previsiones de inflación sobre el JPY aumentará probablemente. El nuevo compromiso del BoJ es un intento de elevar las previsiones de inflación, pero esto podría ser difícil de lograr ya que la inflación registrada es bastante inferior al objetivo del 2%. A no ser que las políticas fiscales aporten más estímulo al crecimiento, es probable que el JPY siga fuerte. Al menos el nuevo marco político del BoJ parece favorecer una mayor coordinación entre políticas fiscales y monetarias.

### Las políticas del nuevo presidente pueden favorecer el crecimiento

Las próximas elecciones presidenciales y legislativas en EE.UU. están rodeadas de incertidumbres. Aunque en el momento de la redacción de este artículo, la victoria de Hillary Clinton parece la hipótesis más probable, el triunfo de Donald Trump sigue siendo una posibilidad real. En ambos casos, la futura política presupuestaria podría resultar algo más favorable al crecimiento. Pero si ganara Trump y los Republicanos mantuvieran la mayoría en las dos cámaras del Congreso, se podría producir un giro más expansionista en la política fiscal.

**📌** *Las elecciones presidenciales estadounidenses se celebran el 8 de noviembre. Aunque los sondeos siguen dando ventaja a Hillary Clinton sobre Donald Trump, la distancia se acorta. Por lo tanto, el resultado de las elecciones presidenciales no se puede dar por seguro. Ambos candidatos tienen tasas de popularidad muy bajas, y aunque a mediados de septiembre Clinton sigue siendo favorita, su posición es frágil. Los problemas de salud y las alegaciones de abuso de poder podrían perjudicar a su candidatura, mientras que Donald Trump podría conseguir tranquilizar a los votantes al parecer más "presidencial". Las posibilidades de victoria de Trump distan mucho de ser nulas. ¿Cuáles son las principales propuestas de los candidatos? ¿Y cuáles podrían llevar realmente a la práctica? ¿Qué impacto tendrán las próximas elecciones en la economía y los mercados financieros?*

En estos comicios, la elección del nuevo presidente no es lo único que está en juego. También se celebran elecciones legislativas, para renovar los 435 escaños de la Cámara de



Bernard Lambert,  
Macro Research/Economista jefe  
Pictet Wealth Management

Representantes y 34 de los 100 escaños del Senado. El dato es importante, pues los cambios políticos reales – y duraderos – suelen necesitar la aprobación del Congreso, en especial los temas presupuestarios, y en menor medida los comerciales.

El demócrata Barack Obama, actual presidente de EE.UU., tiene que lidiar con mayorías republicanas tanto en la Cámara de Representantes como en el Senado, lo cual ha sido un importante factor de bloqueo político prolongado. ¿Se resolverá la situación en noviembre?

En la actualidad, los Republicanos ocupan 24 de los 34 escaños disputados en las elecciones al Senado. Los Demócratas sólo necesitarían conseguir cuatro escaños más para alcanzar la mayoría (cinco si Trump es elegido presidente). Parece bastante realizable. La hipótesis más probable es que el partido que gane la Casa Blanca también consiga la mayoría en el Senado. Los Demócratas necesitan un aumento neto de 30 escaños para alcanzar la mayoría en la Cámara de Representantes. Los sondeos apuntan que podrían ganar 4, con otros 14 escaños muy reñidos. Así pues, las posibilidades de que los Demócratas consigan la mayoría parecen escasas. El resultado más probable es que los Republicanos conserven su mayoría en la Cámara de Representantes.

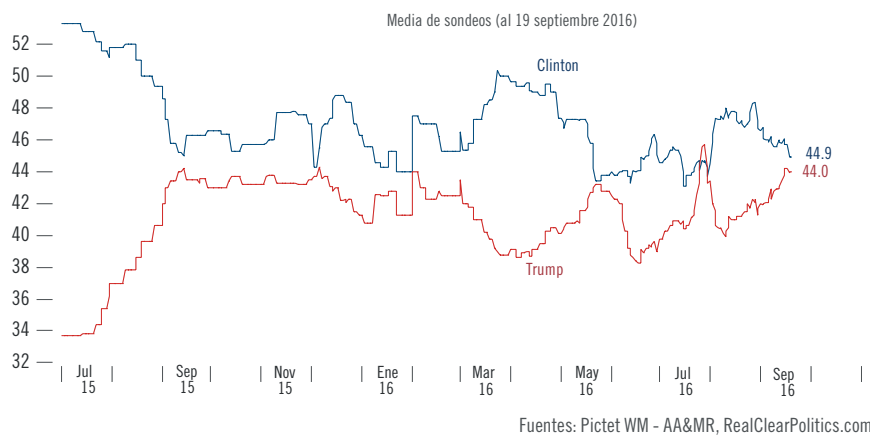
Los dos candidatos presidenciales tienen planteamientos políticos muy distintos en numerosos ámbitos, como inmigración, medio ambiente, normativa financiera, sanidad, seguridad social y supervisión de la Reserva Federal, entre otros muchos (*ver tabla*). Aunque todos estos temas tienen su importancia, nos centraremos en los dos con mayor peso en la futura evolución de la

economía americana: la política fiscal y comercial.

#### Tanto Clinton como Trump están a favor de políticas fiscales expansivas

Los dos candidatos han formulado propuestas que incrementarían el gasto público en general y la inversión en infraestructuras en particular. Clinton propone una inversión de 275.000 millones de USD en infraestructuras durante los próximos 5 años, con un apalancamiento (en forma de créditos, garantías de préstamos etc.) que podría elevar este importe a 500.000 millones de USD. Hasta ahora, Trump ha sido menos concreto, pero parece apostar por una partida aún mayor. Aunque ambos candidatos coinciden al menos en la necesidad de aumentar la inversión en infraestructuras, en la vertiente fiscal, sus propuestas sobre cómo financiar ese gasto difieren mucho. Clinton ha propuesto financiar parte de su plan de infraestructuras mediante un incremento de la fiscalidad de las empresas. Aunque no ha sido muy concreta al respecto, el aumento de ingresos fiscales procedería sobre todo de los beneficios de las multinacionales estadounidenses en el extranjero, que en la actualidad no tributan en tanto no se repatrien. También ha propuesto subir el impuesto sobre las rentas más altas. Trump, por su parte, sugiere financiar la inversión en infraestructuras a través del endeudamiento público. Además, se plantea rebajar el tipo máximo del impuesto de sociedades del 35% al 15% y el tipo máximo del impuesto sobre la renta de las personas físicas del 39,6% al 33%. En realidad, parece que algunos artífices importantes de la economía

## PREFERENCIA PRESIDENCIAL: CLINTON VS TRUMP



de la oferta y asesores de Ronald Reagan en los años 80 han contribuido al programa fiscal de Donald Trump. Existe un paralelismo interesante entre las propuestas de Trump y la política económica de Reagan. Algunos comentaristas llegan a apodar "Ronald Trump" al candidato republicano. De todos modos, aunque salga elegido Trump, no está nada claro que el Congreso vaya a aceptar políticas que

incrementen sustancialmente la deuda federal. Probablemente los congresistas estén más abiertos al "gasto basado en el déficit" que antes, debido a que el déficit federal ha bajado del 9,8% of PIB en 2009 al 2,5% en 2015.

### ¿Mayor proteccionismo comercial?

Los dos candidatos han prometido una posición más firme en materia de política comercial. Ambos se oponen

al Acuerdo de Asociación Transpacífico (TPP por sus siglas en inglés) y quieren renegociar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA). Trump también ha prometido declarar a China manipuladora de moneda, e imponer fuertes aranceles a las importaciones de China o México. Aun siendo más moderada, Clinton también parece dispuesta a aumentar la presión sobre China. Existe un claro riesgo de incremento del proteccionismo comercial gane quien gane, pero sobre todo si lo hace Trump. La consecuencia podría ser un freno al crecimiento de las importaciones estadounidenses, más inflación importada, y posibles represalias de los socios comerciales, que podrían acabar en una guerra comercial – un escenario extremo poco probable.

Creemos que es improbable que el Congreso ratifique el TPP, que se limitarán las negociaciones de la Asociación Transatlántica de Comercio e Inversiones (TTIP), y que las barreras a las importaciones aumentarán en cierta medida. No

Tema	Margen presidencial	Propuestas de Clinton	Propuestas de Trump	Resultado probable Impacto económico
Política fiscal: Gasto	Bajo	- Estimulo del gasto en infraestructuras con 275.000 millones de \$ en 5 años - Apalancamiento de este importe hasta 500 millones de \$ - Financiado por los impuestos sobre las rentas más altas	- Impulsar el gasto militar/en infraestructuras con un gasto por importe indeterminado (mil mill. \$?)	<b>Moderado estímulo económico</b> Más sustancial con Trump y un Congreso Republicano
Política fiscal: Impuestos	Bajo	- Reforma fiscal completa  - Subida de impuestos sobre las rentas más altas y las plusvalías - Refuerzo de la normativa contra la inversión especulativa: creación de un "impuesto de salida"	- Reducir el tipo máximo del impuesto de sociedades del 35% al 15% - Frenar la especulación financiera imponiendo un gravamen puntual del 10% sobre beneficios extraterritoriales	<b>Neutro si gana Clinton</b>  <b>Estímulo notable del crecimiento con Trump,</b> sobre todo con un Congreso republicano
Política comercial:	Alto	- Favorable al libre comercio, pero más protectionista - No apoya el TPP en su forma actual - Renegociación del NAFTA	- Declarar a China manipulador monetario, imponer altos aranceles a China y Mexico - Desechar el TPP, renegociar el NAFTA	<b>Aumento del proteccionismo comercial, sobre todo con Trump</b> Escaso impacto económico en 2017-2018
Inmigración:	Medio	- Favorable a la expansión de la inmigración a EE.UU. - Reforma legislativa para facilitar el acceso a la nacionalidad a los inmigrantes sin papeles	- Aplicar las leyes sobre inmigración; reforzar las fronteras - Posición más dura: construcción de un muro en la frontera mexicana y deportar a los inmigrantes ilegales	<b>Restricciones significativas con Trump</b> Puede frenar el crecimiento e impulsar la inflación a largo plazo Escaso impacto económico en 2017
Reserva Federal:	Bajo	- Diversificar más la Reserva Federal	- Favorable al control de la Reserva Federal por el Congreso - No renovaría a Yellen en el cargo de Presidenta de la Reserva Federal en febrero 2018	Sin mucho impacto macroeconómico en 2017-2018
Regulación:	Bajo	- Reforzar las reformas Dodd-Frank - Apoyo al restablecimiento de la ley Glass-Seagall	- Ha pedido la revisión de la ley Dodd-Frank - Apoyo al restablecimiento de la ley Glass-Seagall	Sin mucho impacto macroeconómico en 2017-2018
Política sanitaria:	Bajo	- Clinton defiende la Ley por la Sanidad Asequible (Obamacare) e intentaría ampliar su cobertura - Campaña contra el encarecimiento de los fármacos	- Quiere derogar la Ley de Sanidad (Obamacare) - Sustituirla por reformas que sigan los "principios del mercado"	Sin mucho impacto macroeconómico en 2017-2018

obstante, pensamos que las elecciones presidenciales tendrán una incidencia bastante reducida en el comercio en general y el crecimiento de EE.UU. en particular. Es muy probable que si Trump acabara siendo presidente, sería mucho más moderado que como candidato, y no sólo en materia de política comercial.

### Consecuencias económicas del resultado electoral

La llegada de un nuevo presidente junto con un posible cambio de mayoría en las dos cámaras legislativas abre la puerta a diversas combinaciones políticas, cada una de las cuales tiene distintas implicaciones para la economía americana. Por ejemplo, existe la posibilidad de una victoria de Clinton con mayoría demócrata en sendas cámaras. Pero por simplificar, nos entraremos en dos de los resultados posibles solamente: el escenario electoral que nos parece más probable, con la victoria de Clinton y una mayoría demócrata en el Senado, pero una mayoría republicana en la Cámara de Representantes; o una victoria de Trump con una mayoría republicana en ambas cámaras. Sin ser el más probable, este último escenario tampoco puede descartarse por completo. En este momento, el mercado estima en un 30% las posibilidades de victoria presidencial de Trump con un Congreso con mayoría republicana. Ese resultado tendría las implicaciones de mayor alcance para la economía americana.

¿Qué pasaría si se cumple la hipó-

tesis más probable en nuestra opinión (victoria de Clinton combinada con un Congreso dividido)? En primer lugar, la disipación de la incertidumbre anterior a los comicios probablemente favorecerá a los mercados de riesgo en el corto plazo, dependiendo de lo mucho que haya aumentado la incertidumbre hasta entonces. Pero a más largo plazo, un gobierno dividido podría implicar la prolongación del actual bloqueo económico. Habría que alcanzar acuerdos sobre el plan de infraestructuras y sobre algunas reformas fiscales, pero la expansión presupuestaria global probablemente sería reducida. En el frente comercial, no se ratificaría ni el TPP ni su equivalente europeo, el TTIP, pero de ser elegida presidenta, probablemente Clinton se esforzaría más por evitar un enfrentamiento excesivo con los grandes socios comerciales de EE.UU. En general, ese resultado probablemente sería algo más favorable a la economía, y bastante neutro para los mercados financieros.

Una victoria de Trump con mayoría republicana en las dos cámaras del Congreso tendría implicaciones muy distintas. Trump ha hecho algunas promesas llamativas, pero no está nada claro qué haría realmente si llegara a ser presidente. Por lo tanto, si gana las elecciones, la incertidumbre podría aumentar, sobre todo en materia de políticas comerciales y de inmigración. Por ello, en este escenario alternativo, los mercados de riesgo sufrirían en el corto plazo, y se verían favorecidos los *Treasuries* y el dólar (salvo frente a otras divisas

refugio, como el euro y el yen). No obstante, al cabo de un tiempo los mercados financieros podrían darse cuenta de que Trump y un Congreso con mayoría republicana implican el regreso a la economía de la oferta, y, potencialmente, un gran cambio de política fiscal. Eso podría impulsar al alza las previsiones de crecimiento y los tipos de interés. Un mayor crecimiento crearía un contexto más favorable a la renta variable y al dólar a medio plazo.

Para concluir, sea cual sea el resultado electoral de noviembre, habrá sin duda políticas presupuestarias algo más propicias al crecimiento, y un gobierno menos dispuesto a seguir liberalizando el comercio. Pero por cuestiones de agenda política, es poco probable que un estímulo presupuestario tras las elecciones repercuta en el crecimiento económico antes del segundo semestre de 2017 en el mejor de los casos.

De momento, no se puede prever de forma realista el impacto de las elecciones americanas y nos movemos en el terreno de las suposiciones. No obstante, en nuestra opinión, si gana Clinton pero los Demócratas no consiguen la mayoría en la Cámara de Representantes, el estímulo fiscal adicional será moderado, del orden del 0,2%-0,4% del PIB en 2017-2018. Si gana Trump y los Republicanos conservan la mayoría en las dos cámaras del Congreso, el impulso fiscal podría ser mucho más fuerte, equivalente a un 0,5%- 1,0% del PIB en 2017-2018.

**Colaboradores** | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Frederik Ducrozet  
**Edición** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Terminado de redactar el 4 de octubre 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.

# Evolución estelar de la deuda emergente y del high yield de EE.UU.

La deuda de mercados emergentes en moneda local y el high yield de EE.UU. han experimentado una evolución estelar desde el principio de este año. La libra esterlina ha seguido bajando desde la votación sobre el *brexit* del 23 de junio, mientras que el yen ha subido notablemente a pesar de los esfuerzos de las autoridades japonesas para debilitarlo.

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

## PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

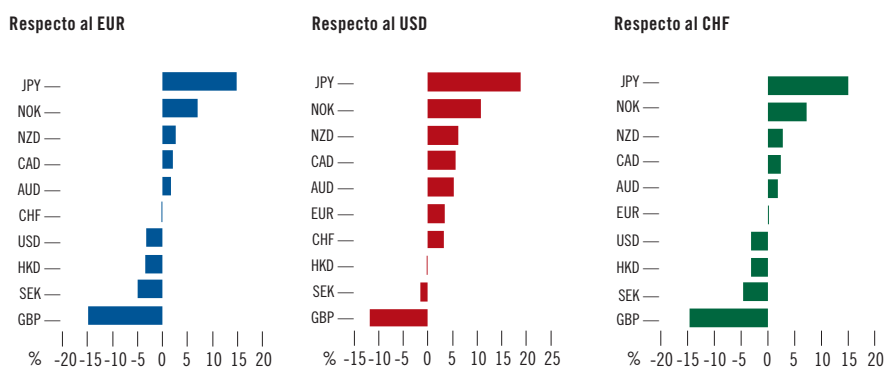
Tasas de crecimiento del PIB	Estimaciones Pictet - (consenso*)			
	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.3%)
Zona euro	0.9%	1.6%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.3%)
Suiza	1.9%	0.9%	1.5% (1.2%)	1.3% (1.3%)
Reino Unido	3.1%	2.2%	1.8% (1.7%)	0.9% (0.7%)
Japón	-0.1%	0.6%	0.6% (0.6%)	0.6% (0.8%)
China	7.3%	6.9%	6.5% (6.6%)	6.2% (6.3%)
Brasil	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	0.8% (1.1%)
Rusia	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

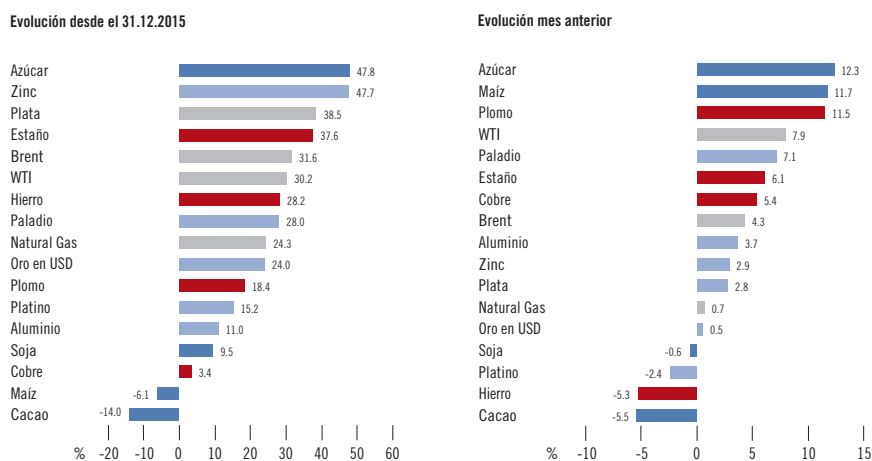
Inflación (IPC) Media anual salvo Brasil fin de año	2014	2015	2016E	2017E
EEUU	1.6%	0.1%	1.3% (1.2%)	2.4% (2.2%)
Zona euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Suiza	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Reino Unido	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	2.2% (2.3%)
Japón	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.4% (0.4%)
China	2.0%	1.4%	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)
Brasil	6.3%	9.0%	8.8% (7.3%)	5.5% (5.3%)
Rusia	7.8%	15.5%	6.8% (6.3%)	5.6% (5.4%)

\*Fuente: Consensus Economics Inc

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



## MATERIAS PRIMAS

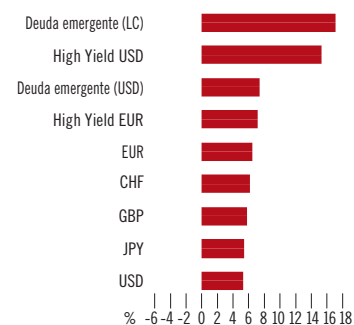


## TIPOS DE INTERÉS

	Cortos (3 meses)	Largos (10 años)
EEUU	0.50%	1.6%
Zona euro	0.0%	-0.1%
Suiza	-0.75%	-0.6%
Reino Unido	0.25%	0.8%
Japón	0.0%	-0.1%
China	2.10% (1 año)	4.8% (5 años)
Brasil	14.25%	11.6%

## MERCADOS RENTA FIJA

### Rentabilidad desde 31.12.2015



## MERCADOS RENTA VARIABLE

### Rentabilidad desde 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	6.1%	2.5%	2.7%	20.3%
S&P 500*	7.8%	4.2%	4.4%	22.4%
MSCI Europe*	0.6%	-2.8%	-2.6%	14.1%
Tokyo SE (Topix)*	3.7%	0.2%	0.4%	17.6%
MSCI Pacific ex. Japan*	12.8%	9.1%	9.2%	28.0%
SPI*	0.9%	-2.5%	-2.3%	14.5%
Nasdaq	6.1%	2.6%	2.7%	20.4%
MSCI Em. Markets*	16.4%	12.5%	12.7%	32.0%
Russell 2000	10.2%	6.5%	6.7%	25.0%

\* Dividendos reinvertidos

## SECTORES DE ACTIVIDAD

Rentabilidad desde 31.12.2015	EEUU	Europa	Mundial
Industria	10.0%	3.4%	8.7%
Tecnología	11.0%	3.4%	10.2%
Materiales básicos	9.6%	14.4%	17.0%
Telecomunicaciones	14.1%	-16.1%	4.7%
Sanidad	-0.1%	-11.6%	-2.8%
Energía	15.0%	7.2%	15.1%
Servicios públicos	13.1%	-4.8%	7.0%
Finanzas	0.0%	-19.0%	-4.1%
Consumo básico	5.5%	2.1%	6.0%
Consumo discrecional	2.6%	-10.1%	-0.2%

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

