



Renta Variable

	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Time	P/E	DvYld	%Ytd	%YtdCur
1) Americas									
11) DOW JONES		19762.60	-57.18	-0.29%	12/30 c	18.77	2.42	+13.42%	+13.42%
12) S&P 500		2238.83 d	-10.43	-0.46%	12/30 c	20.97	2.09	+9.54%	+9.54%
13) NASDAQ		5383.12	-48.97	-0.90%	12/30 c	33.18	1.24	+7.50%	+7.50%
14) S&P/TSX Comp		15287.59 d	-134.54	-0.87%	12/30 c	23.04	2.75	+17.51%	+17.51%
15) MEX IPC		45642.90 d	-266.41	-0.58%	12/30 c	21.98	1.92	+6.20%	+6.20%
16) IBOVESPA		60227.29 d	+445.66	+0.75%	12/29 c	204.14	2.92	+38.93%	+38.93%
2) EMEA									
21) Euro Stoxx 50		3290.52 d	+18.76	+0.57%	12/30 c	21.20	3.60	+0.70%	+0.70%
22) FTSE 100		7142.83 d	+22.57	+0.32%	12/30 c	60.63	3.99	+14.43%	+14.43%
23) CAC 40		4862.31 d	+23.84	+0.49%	12/30 c	24.00	3.46	+4.86%	+4.86%
24) DAX		11481.06 d	+30.01	+0.26%	12/30 c	18.00	2.67	+6.87%	+6.87%
25) IBEX 35		9352.10 d	+25.00	+0.27%	12/30 c	21.06	3.99	-2.01%	-2.01%
26) FTSE MIB		19234.58 d	+30.64	+0.16%	12/30 c	45.79	3.63	-10.20%	-10.20%
27) OMX STKH30		1517.20	-1.17	-0.08%	12/30 c	18.44	4.15	+4.86%	+4.86%
28) SWISS MKT		8219.87 d	-31.26	-0.38%	12/30 c	29.79	3.53	-6.78%	-6.78%
3) Asia/Pacific									
31) NIKKEI		19114.37 d	-30.77	-0.16%	12/30 c	24.85	1.69	+0.42%	+0.42%
32) HANG SENG		22000.56 d	+209.65	+0.96%	12/30 c	12.20	3.70	+0.39%	+0.39%
33) CSI 300		3310.08 d	+12.32	+0.37%	12/30 c	14.87	2.08	-11.28%	-11.28%
34) S&P/ASX 200		5665.80	-33.27	-0.58%	12/30 c	26.14	4.09	+6.98%	+6.98%

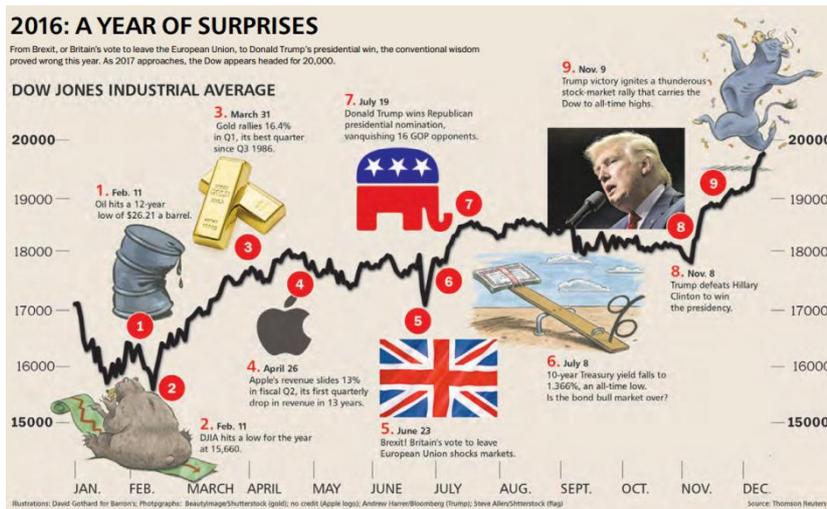
2016 ha acabado convirtiéndose en un año prácticamente neutro para la bolsa europea (+0,7%) y japonesa (+0,4%), y un buen año para la bolsa norte-americana (+9,5%). En los países emergentes va a ser un año excelente para la bolsa brasileña (+39%) y rusa (+24%), pero un muy mal año para la bolsa china (-11,3%).

En cualquier caso, no ha sido tan mal año si recordamos cómo lo empezamos: con uno de los peores arranques de año de la historia del S&P 500: una corrección del -5,1% sólo superada por las caídas de 1982 (-5,1%), 1935 (-5,7%), 2008 (-6%), 1978 (-6%) y 2009 (-8,6%). Durante el pasado mes de febrero, recordábamos a todos que sólo en uno de estos casos, el de 2008, el S&P 500 acabó el año en pérdidas, y finalmente 2016 vuelve a engrosar la lista de años de ganancias.

El año bursátil no ha sido tampoco un camino de rosas, ni siquiera después de superar la corrección de enero. Por el camino hemos sufrido los miedos a un *hard landing* en la economía china y a una devaluación competitiva del yuan, hemos sufrido el *Brexit* y el derrumbe de la cotización de la libra esterlina –aunque la bolsa británica haya acabado el año con ganancias del +14,4%- y finalmente hemos visto como Donald Trump sorprendía a los mercados y se imponía a Hillary Clinton en la carrera por la presidencia de los Estados Unidos.

Fuera del ámbito político, nos hemos enfrentado a una bolsa norte-americana que los analistas consideraban ya cara hace un año. Durante 2016, los beneficios empresariales no han mejorado en absoluto, ni en Estados Unidos ni en Europa.

Y a pesar de todo, como decíamos, no ha sido tan mal año en los mercados, y cada corrección se ha convertido en una oportunidad para el que la ha sabido aprovechar.



En el ámbito económico, 2016 ha sido el octavo año en una fase de expansión económica excepcionalmente larga en términos históricos. Este hecho tampoco debería preocuparnos si tenemos en cuenta que también ha sido una de las expansiones con cifras de crecimiento más moderadas, con un débil dato de +1,5% para 2016.

La razón de esta prolongación en el crecimiento vendría de la falta de tensiones inflacionarias originadas en esta fase. El incremento de la inversión privada ha sido moderado, y los salarios sólo ahora empiezan a subir de manera gradual. Existen pocas razones que justifiquen subidas drásticas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal.

Sin embargo, la victoria de Donald Trump y la aplicación de su programa electoral sí puede generar desequilibrios en la economía norte-americana. Los recortes fiscales y el incremento de gasto en infraestructuras previsto probablemente impulsen la actividad económica desde el primer momento -y aún más en 2018- de modo que no deberíamos sorprendernos de alcanzar niveles de crecimiento del 3%, y niveles de déficit que doblen los niveles actuales.

Desde la perspectiva de los mercados, un incremento del gasto en infraestructuras sobre una economía que se encuentra prácticamente en pleno empleo tiene un claro efecto inflacionario sobre sueldos y precios, que conjuntamente con un entorno en que el consumidor norteamericano ha pasado años desapalancándose puede generar un fuerte incremento del consumo privado y de los beneficios empresariales.

Los estrategas de inversión de las principales firmas de Wall Street prevén un nuevo año de ganancias en bolsa, con una continuación del rally que se ha desencadenado después de la victoria de Donald Trump en la primera parte de 2017. En la segunda parte del año, deberemos ver hasta qué punto se están materializando las promesas electorales republicanas. Sus previsiones para 2017 consisten en que el S&P 500 cierre a 2380 puntos (5,5% por encima de los niveles actuales) impulsado casi exclusivamente por el incremento de beneficios corporativos, que pasarían de \$118 en 2016 a \$127, sin incluir aún los efectos de las medidas fiscales de Donald Trump que podrían añadir entre \$5 y \$10 a los beneficios corporativos, impulsándolos hasta los \$132 y con ellos al S&P 500.

De estos estrategas, la mayoría se posiciona preferiblemente en el sector financiero, que debería beneficiarse de unos tipos de interés más altos y de una regulación más laxa, mientras la industria de consumo básico es la menos apreciada por sus elevados múltiplos de valoración.

Fuera de Estados Unidos, la economía europea ya no necesita de un euro débil y materias primas deprimidas para crecer, y en 2016 va a avanzar por encima del +1,5%. Además, la recuperación de la actividad económica está impulsando la creación de puestos de trabajo y el incremento de la renta disponible, apoyando así al gasto en consumo y la inversión productiva.

Europe's Year of Elections

After decisive votes in Italy and Austria, elections in 2017 could redraw the continent's political map

Type of Election

- General elections
- Presidential elections
- Referendum



Source: Bloomberg research, Eurostat data for 2015 GDP

económicas que impulsen el crecimiento: el mantenimiento de las políticas de austeridad. Por el otro, el panorama político generado por esta misma austeridad, y el creciente auge de los partidos de sesgo populista.

Estas dos fuerzas podrían contraponerse y neutralizarse si los gobiernos europeos ganan consciencia que la única manera de frenar los populismos es aplicar programas económicos que repercutan positivamente y de manera clara en toda la población. Sin embargo, el inicio de las negociaciones del *Brexit* y el posicionamiento duro de ambos bandos puede añadir volatilidad a los mercados europeos.

En cuanto a los países emergentes, China da muestras de estar controlando la ralentización de su economía. Este año va a mantener niveles de crecimiento en línea con sus objetivos del +6,5% mientras el rebalanceo económico prosigue: el gasto en consumo crece más rápido que el PIB, y la economía de servicios sigue desarrollándose más rápido que la industrial.

Rusia y Brasil se están beneficiando de esta ralentización controlada de la economía china en cuanto está permitiendo la estabilización de los precios de las materias primas.

Sin embargo, los mercados emergentes son sensibles a los errores de la política norteamericana y a las medidas proteccionistas que se pueden llegar a aplicar. Además, un dólar más fuerte implica divisas emergentes más débiles, que generan riesgo de huidas de capitales.

En cuanto a Japón, el entorno empresarial japonés lleva mejorando todo el segundo semestre del año, con crecimientos de beneficios y un incremento del número de empresas que participan en este crecimiento de resultados. Al igual que en Europa, el Banco del Japón sigue impulsando su economía fijando la rentabilidad del bono japonés a 10 años. Un impulso económico importante en Estados Unidos debería impulsar una economía exportadora como la japonesa, a la par que un dólar más fuerte está muy positivamente correlacionado con subidas en el Nikkei 225.

En conclusión, nuestro posicionamiento en mercados de renta variable para 2017 consiste en sobreponderar renta variable norteamericana -apostando especialmente por el sector financiero y los *small-mid cap*- y la bolsa japonesa. En el otro lado de la balanza tenemos a los mercados emergentes, donde la allocación de las inversiones puede ser más compleja y es más sensible al panorama político norteamericano y a lo imprevisible de las políticas comerciales de su nuevo presidente.

El Banco Central Europeo, por su lado, va a seguir favoreciendo el crecimiento económico manteniendo cierto grado de relajación en sus políticas monetarias.

Dos son los factores que representan la principal amenaza para el crecimiento económico europeo, y de los beneficios de sus compañías. Por un lado, la falta del compromiso de los gobiernos europeos con políticas

Renta Fija

Si hacemos un pequeño ejercicio de memoria histórica, hace poco más de un año -el 16 de diciembre de 2015- se puso en marcha el inicio del proceso de normalización de la política monetaria norte-americana, ejecutada a través de la primera subida de tipos de interés después de la caída de Lehman Brothers y la crisis de las *subprime*.

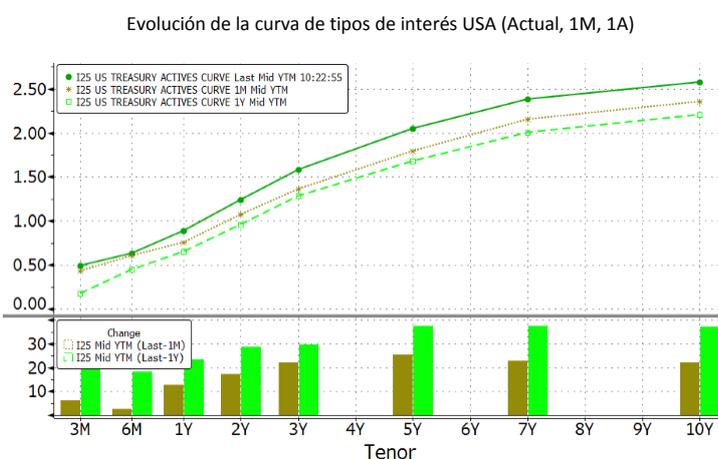
En esa ocasión, la Reserva Federal norte-americana incrementó sus tipos de intervención en 25 puntos básicos basándose en la evidencia de la mejora de la situación económica de los Estados Unidos. La reacción inicial de los mercados fue de calma.

Sin embargo, un mes después, las dudas sobre la solidez de la economía China y sus efectos en la economía global hacían caer el S&P 500 cerca de un -10%.

Este pasado diciembre, y en lo que podría parecer un déjà vu, la presidenta de la Fed Janet Yellen ha vuelto a subir los tipos de interés 25 puntos básicos ante la solidez del proceso de recuperación económica. Pero esta vez el mercado no ha reaccionado con calma...

...ha reaccionado con euforia.

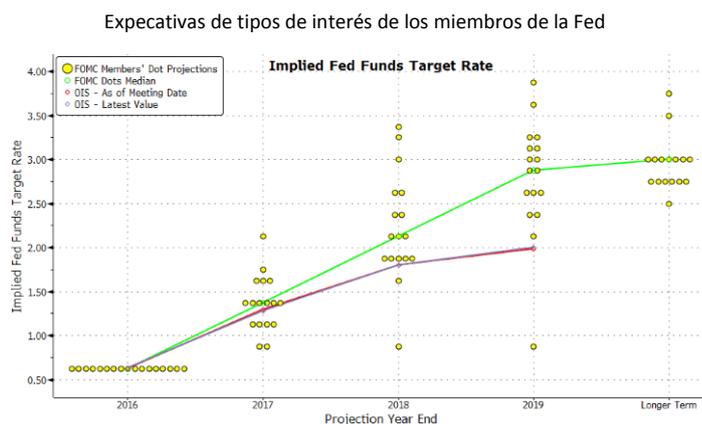
Y es que la victoria electoral de Donald Trump ha cambiado las perspectivas de los mercados a pesar de la falta de confianza que generan las declaraciones del nuevo Presidente norte-americano.



A lo que los mercados sí dan credibilidad es a dos de los ejes de su campaña electoral: la reducción de impuestos para las compañías norte-americanas, y el incremento de gasto público para reconstruir unas desgastadas infraestructuras en Estados Unidos. La traducción de estas dos acciones en lenguaje económico equivale a una política fiscal expansiva, que representa un cambio de rumbo sin precedentes en la mayor

economía del mundo, que supone el abandono de las políticas de austeridad que se han aplicado hasta el momento en todo el mundo.

Y es que la realidad económica mundial, y la razón que explica el creciente apoyo electoral a partidos políticos de sesgo populista en todo el mundo, es la falta de percepción de la mejora económica para el grueso de la población, que a la vez es la que ha sufrido el grueso de los efectos de las políticas de austeridad.



Estados Unidos, por ejemplo, dejó atrás la recesión económica ya hace años, y el nivel de desempleo lleva más de un año por debajo del 5%, pero los incrementos de renta no han llegado a la mayor parte de la población norte-americana, debido a la ausencia de subidas salariales. En este paréntesis, el *quantitative easing* aplicado por la Reserva Federal ha impulsado al S&P 500 hacia cotizaciones máximas históricas, situación que

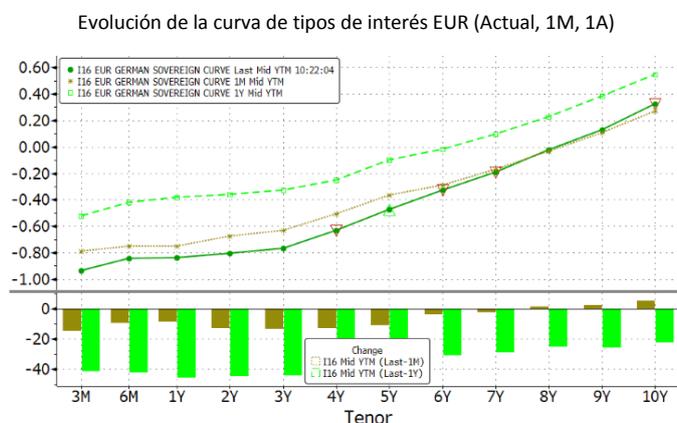
sólo ha beneficiado al segmento de población más adinerado, que es quien tiene la mayor parte de su patrimonio invertido en los mercados financiero.

Así pues, este cambio de rumbo hacia políticas de gasto público ha estado valorado positivamente por los mercados en el sentido que puede representar una aceleración en el crecimiento económico debido tanto a la inversión como consumo que se puede generar si se consigue producir algo de inflación.

Este impulso al crecimiento económico también implica que los mercados descuentan un proceso de abandono de las políticas monetarias expansivas de la Fed y un proceso progresivo de subidas de tipos de interés para 2017 que la Fed estima que podrían llevarlos desde el 0.5%-0.75% actual hasta niveles entre el 1,25% y el 1,75%.

En Europa nos encontramos en una fase diferente –y retrasada- del proceso de recuperación.

El índice bursátil DJ Eurostoxx 50 aun se encuentra un 27% por debajo de los niveles de 2007, y cerca de un 40% por debajo del máximo histórico en el año 2000. La expansión monetaria aquí no fue una realidad hasta el discurso de Mario Draghi con la famosa frase *whatever it takes*, donde dejaba claro que no iba a permitir la caída de los países de la periferia europea. Por lo tanto, aun queda mucho camino por recorrer, pero las dificultades de aplicar ahora el *quantitative easing* son mayores que las que tuvo la Fed al aplicarla en el momento inicial –que acostumbra a ser el correcto.



El efecto más importante es – curiosamente- que podemos encontrarnos en una situación en que no haya más activos que comprar. Aunque pueda parecer chocante, esta es cada vez más la realidad a la que se enfrenta el BCE, y que es consecuencia que la distribución de los activos que debe comprar tiene que hacerse en la proporción del capital del banco que aporta cada país, y con ciertos límites en la rentabilidad (TIR) mínima de los

activos que compra. Con estos parámetros, cada vez es más difícil comprar deuda alemana, y estas reglas han estado forzando al BCE a comprar bonos alemanes con vencimientos cada vez

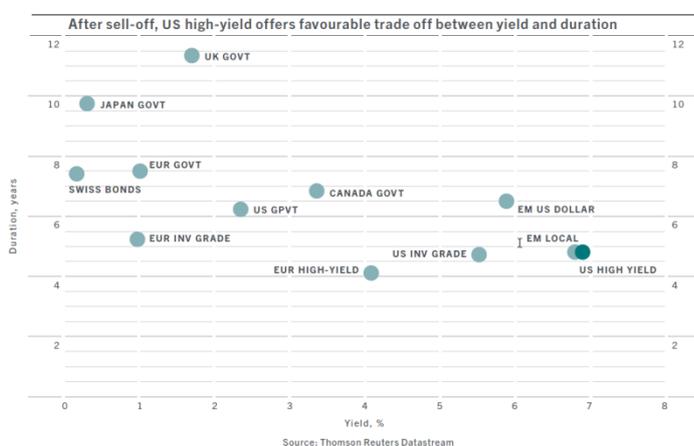


más largos, provocando unos tipos de interés a largo plazo negativos que cada vez tienen menos sentido.

Por esta razón, el BCE ha estado incrementando el universo de sus inversiones, incorporando renta fija privada de grado de inversión. Pero el cambio más relevante puede haberse producido en la conferencia de este 8 de diciembre. Las decisiones tomadas han consistido en una prolongación del programa de compra de deuda pública durante nueve meses más -hasta finales de 2017- con un volumen rebajado a 60.000 millones de euros al mes, y con cambios en los criterios de selección de valores: ahora se pueden comprar activos con una vida residual de mínimo un año -antes eran dos- y se ha eliminado la rentabilidad mínima anterior del -0,4%. A la práctica, el efecto ha sido liberar el tramo más largo de la curva de las compras forzadas del BCE, permitiendo así que los tipos a largo plazo se fijen libremente en el mercado y facilitando un steepening de la curva de tipos de interés por el que los tipos a largo plazo suben mucho más que los tipos a corto plazo, generando una curva con mayor pendiente.

El primer beneficiado de este movimiento ha sido el sector financiero, que ha estado sufriendo en su cuenta de resultados los efectos de unos tipos de interés negativos. Sin el BCE interviniendo en el tramo largo de la curva, las rentabilidades subirán y por lo tanto los bancos podrán obtener mayores rentabilidades al invertir sus carteras a largo plazo. Y en el tramo corto de la curva, el BCE seguirá asegurándose que los tipos de interés se mantendrán en niveles mínimos de modo que no se ponga en peligro la recuperación de la economía europea.

De ahí que nuestras perspectivas en renta fija sean en general negativas, y orientadas a buscar los pocos nichos de valor que pueden tener una aportación positiva en nuestras carteras.



Estamos especialmente negativos en los tramos largos de las curvas de tipos de interés tanto de Estados Unidos como de Europa, puesto que ya sea por la política fiscal expansiva norteamericana, o la menor intervención del BCE en el tramo largo del bono alemán, los tipos a largo plazo van a evolucionar al alza. En el tramo corto de la curva el sentimiento es más negativo en Estados Unidos, dado el proceso de normalización

de la política monetaria de la Fed. En Europa, no prevemos movimientos en la curva de tipos a corto plazo, pero con rentabilidades negativas tampoco aporta valor como inversión. Además, el panorama electoral europeo para 2017 –con elecciones en Francia y Alemania- y el auge de los partidos populistas nos hacen intuir que el BCE seguirá presente en los mercados para evitar una desestabilización de estos. Y no debemos olvidar que Italia deberá celebrar elecciones antes de mayo de 2018.



En cuanto a la deuda emergente, nuestra percepción de esta clase de valores ha empeorado con el cambio de las perspectivas en cuanto a política exterior de Estados Unidos. Por un lado, la actitud de Donald Trump durante la campaña electoral en contra del libre comercio internacional y a favor de la reindustrialización norte-americana afecta negativamente a las economías exportadoras emergentes. Por otro lado, unos tipos de interés más elevados para el dólar tienen un efecto negativo también para los países emergentes, puesto que implica un tipo de cambio más fuerte para el dólar y por lo tanto un mayor coste para estas economías para devolver sus préstamos, principalmente emitidos en dólares.

Country	CMI	Security	Price	Chg	Yield	Chg	Yield	Low	Range	High	YTD Chg
1) Americas											
10) United States	■■■■■	T 2 11/15/26	96.04c	+ 08+	2.444	-3.1		1.358		2.597	+17.5
11) Canada	■■■■■	CAN1 ½ 06/26	98.144c	-0.010	1.714	+0.1		.948		1.831	+32.6
12) Brazil (USD)	■■■■■	BRAZIL6 04/26	104.070c	+0.165	5.433	-2.3		4.190		7.238	-168.7
13) Colombia (USD)	■■■■■	COLOM 4 ½ 26	103.505c	+0.070	4.024	-0.9		3.067		5.634	-91.2
14) Argentina (USD)	■■■■■	ARGENT7 ½ 26	105.506c	+0.040	6.693	-0.6		5.577		7.510	
15) Mexico (USD)	■■■■■	MEX4 ¾ 01/26	99.685c	+0.125	4.167	-1.7		2.800		4.346	+28.5
2) EMEA											
21) United Kingdom	■■■■■	UKT1 ½ 07/26	102.416c	-0.028	1.231	+0.3		.516		1.957	-72.6
22) France	■■■■■	FRTR 0 ¼ 26	95.927c	-0.294	0.677	+3.2		.098		.984	-30.7
23) Germany	■■■■■	DBR0 08/15/26	98.100c	-0.302	0.200	+3.2		-1.190		.626	-42.6
24) Italy	■■■■■	BTPS 1 ¼ 26	95.030c	-0.165	1.808	+1.9		1.039		2.127	+21.9
25) Spain	■■■■■	SPGB1.3 10/26	99.305c	-0.525	1.375	+5.8		.875		1.825	-38.6
26) Portugal	■■■■■	PGB2 ¾ 07/26	93.235c	-0.115	3.729	+1.5		2.493		4.061	+123.6
27) Sweden	■■■■■	SGB1 11/12/26	104.500c	-0.123	0.530	+1.2		.025		.977	-44.7
28) Netherlands	■■■■■	NETHER0 ½ 26	101.465c	-0.318	0.343	+3.4		-.035		.790	-44.6
29) Switzerland	■■■■■	SWISS 1 ¼ 26	114.400c	+0.015	-0.261	-0.2		-.704		-.093	-14.2
30) Greece	■■■■■	GGB3 02/24/26	78.530c	+0.020	6.934	-0.2		6.380		11.118	-91.7
3) Asia/Pacific											
31) Japan	■■■■■	JGB 0.1 12/26	100.644c	-0.061	0.035	+0.6		-.302		.255	-22.0
32) Australia	■■■■■	ACGB 4 ¾ 27	117.698c	+0.815	2.762	-8.6		1.814		2.875	-11.4
33) New Zealand	■■■■■	NZGB 4 ½ 27	110.313c	+1.280	3.307	-14.2		2.099		3.561	-24.9
34) South Korea	■■■■■	NDFB 1 ½ 26	95.041c		2.063			1.351		2.249	-7

A favor de algunas de estas economías juega la recuperación del precio del petróleo que deriva de los recientes acuerdos dentro y fuera de la OPEP para reducir la producción de petróleo, pero la política de Donald Trump enfocada a favorecer a los productores norte-americanos seguirá generando un riesgo y actuando de tope en una eventual recuperación del precio del crudo.

En el ámbito de la renta fija privada, sin embargo, aparecen algunos nichos de valor.

En particular, el segmento de *high yield* norte-americano empieza a parecer atractivo. El porcentaje de *defaults* ha alcanzado este año el 5,6%, y podría estar acercándose al máximo previsto por la agencia de calificación crediticia Moody's del 6%. En cuanto al *high yield* europeo, sigue aportando valor en tanto que el BCE siga con su política de compras, las empresas europeas sigan desapalancándose, y las rentabilidades sean aun atractivas (para un entorno de tipos negativos).

Otro nicho de valor en renta fija es la deuda subordinada bancaria. Estos activos presentan rentabilidades elevadas y exposición al sector financiero, que puede ser uno de los grandes beneficiarios del incremento de pendiente de la curva de tipos de interés. Obviamente, hay que ser selectivo en la compra de valores, y puede ser un tipo de activo con volatilidad elevada derivada de las dudas existentes sobre el rescate del sistema financiero italiano. También hay que ser cuidadosos en la asunción de riesgo de tipo de interés en los bonos con más duración, procediendo a cubrirla con futuros o a optar por bonos con duración baja (cupones flotantes).



RENDA VARIABLE		RENDA FIJA	
RV América del Norte		Deuda Pública USA	
RV Europa		Deuda Pública Euro	
RV Japón		RF Privada IG	
RV Emergente		RF Privada HY	
USD		Deuda Emergente	

Fuentes: Bloomberg, Pictet AM, Barron's