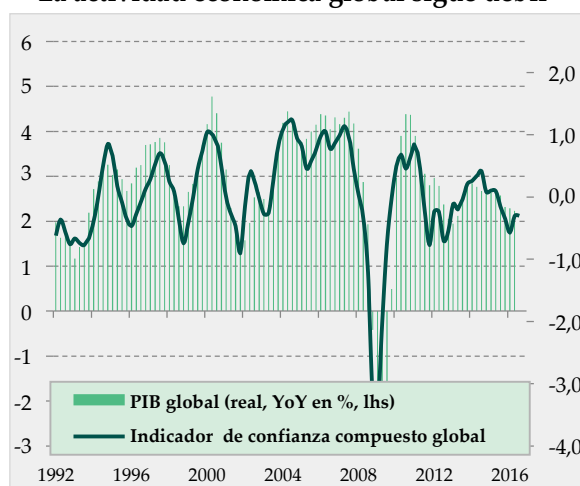


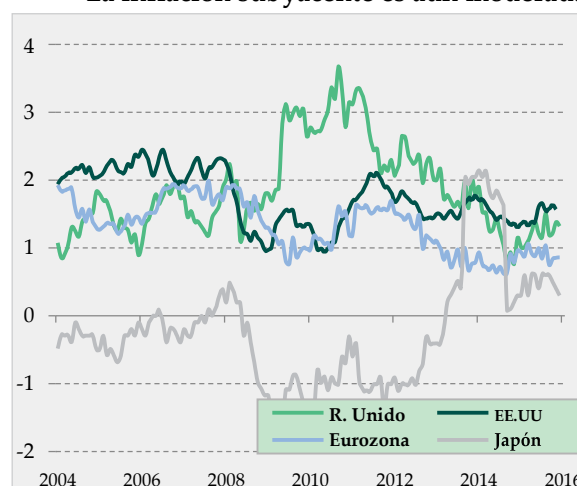
SITUACIÓN ECONÓMICA GLOBAL

- ✓ La repercusión económica derivada del referéndum sobre el Brexit sigue teniendo un impacto limitado, por lo menos hasta la fecha. Ahora bien, nuestro indicador de confianza compuesto global sugiere que la actividad económica mundial se mantiene débil y, además, los riesgos a la baja siguen siendo considerables.
- ✓ Si miramos más allá del corto plazo, creemos que existe el riesgo real de un periodo prolongado de crecimiento moderado con bajos tipos de interés frente a un afianzamiento de factores demográficos adversos y menos margen para la acumulación de deuda.
- ✓ Una nota positiva es la creciente concienciación de la necesidad de políticas presupuestarias más expansivas. Esto debería traducirse en una mayor actividad económica y mayores inflaciones. Al mismo tiempo, se han hecho declaraciones imprecisas que parecen indicar que su aplicación propiamente dicha podría tardar un tiempo.
- ✓ La conferencia en Jackson Hole de este año fue bastante decepcionante en el sentido de que no se aportaron ideas innovadoras y originales en materia de política monetaria. Los responsables políticos de Estados Unidos destacaron que la situación propiciaba cada vez más un segundo aumento de los tipos de interés.

La actividad económica global sigue débil



La inflación subyacente es aún moderada



Fuente: Datastream, Degroof Petercam

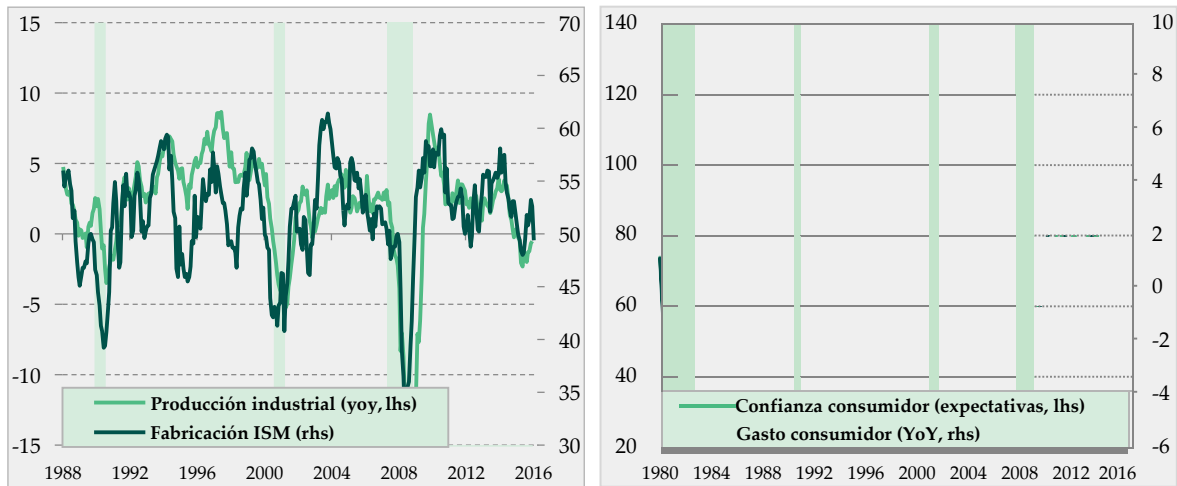
- ✓ Incluso con el bajo nivel de precios de los productos básicos, los efectos de base provocarán el ascenso de la inflación general en el segundo semestre de 2016. Las presiones inflacionistas subyacentes parecen destinadas a permanecer más bien modestas de momento, con lo cual la política monetaria mundial se mantendrá relajada.

Estados Unidos

- ✓ Tras un comienzo de año muy débil, el crecimiento en el segundo trimestre volvió a decepcionar. El sector manufacturero sigue sufriendo con la subida del dólar y los problemas del sector energético. De forma preocupante, la confianza en el sector servicios cayó bruscamente en agosto. El crecimiento general de la productividad sigue siendo muy decepcionante y las perspectivas de inversión siguen siendo modestas como consecuencia del crecimiento negativo de la rentabilidad y los índices relativamente bajos de capacidad de utilización. Este es un factor de riesgo clave para la economía estadounidense.

- ✓ Visto el crecimiento del gasto de consumo de los hogares en torno al 2% en términos interanuales y diversos factores, como el crecimiento de los ingresos disponibles, el sentimiento de los consumidores y el contexto del mercado de la vivienda y el trabajo relativamente favorables, todo parece indicar que el crecimiento del consumo debería aumentar.

Confianza débil de la industria frente a la confianza alta del consumidor



Fuente: Datastream, Degroof Petercam

- ✓ En los últimos 12 meses, el mercado laboral ha mostrado un comportamiento muy satisfactorio, con una creación de 204.000 puestos de trabajo. Los principales indicadores sugieren que los futuros incrementos de empleo serán ligeramente inferiores. En el ínterin, las peticiones iniciales de subsidios de desempleo, siguen registrando niveles muy bajos, lo cual indica que el mercado laboral funciona bien en general.
- ✓ El incremento salarial desempeña un papel fundamental en relación con la futura evolución de la inflación y se va recuperando lentamente. Sin embargo, actualmente está en el 2,5 %, por debajo de la media de los últimos 30 años situada alrededor del 3 %.
- ✓ Efectos de base asociados a los precios energéticos, provocarán que la inflación general (actualmente situada en el 1 %), tienda a subir hacia finales de año, si bien no tanto debido a la reciente caída de los precios del petróleo. La inflación subyacente está creciendo (2,2 % para la inflación básica y 1,6 % para la inflación básica de PCE (que es más importante para la Reserva Federal)) y se ha ido estabilizando en los últimos 3 meses. No obstante, si miramos hacia el futuro, los principales indicadores muestran un panorama mixto donde la evolución de los costes laborales unitarios sugiere que la inflación subyacente debería seguir recuperándose (y acelerar el crecimiento de los salarios en combinación con el lento crecimiento de la productividad), mientras que las encuestas sobre precios señalan únicamente una presión de precios al alza muy modesta.
- ✓ En resumidas cuentas, la última caída de la confianza en el sector industrial y de servicios junto con la decepcionante cifra del PIB durante el 2º trimestre y una inflación por debajo del objetivo dan a entender que el incremento de tipos de interés en verano queda descartado. Los responsables políticos de Estados Unidos no tienen prisa en incrementar los tipos de interés. Un crecimiento modesto en combinación con la inflación por debajo del objetivo, significa que la Fed sigue adoptando una actitud expectante muy prudente, como es el caso desde hace varios años.
- ✓ Las elecciones presidenciales de noviembre atraen mucha atención. Tal como están las cosas, según las encuestas electorales, Hillary Clinton lidera cómodamente la carrera hacia la Casa Blanca.

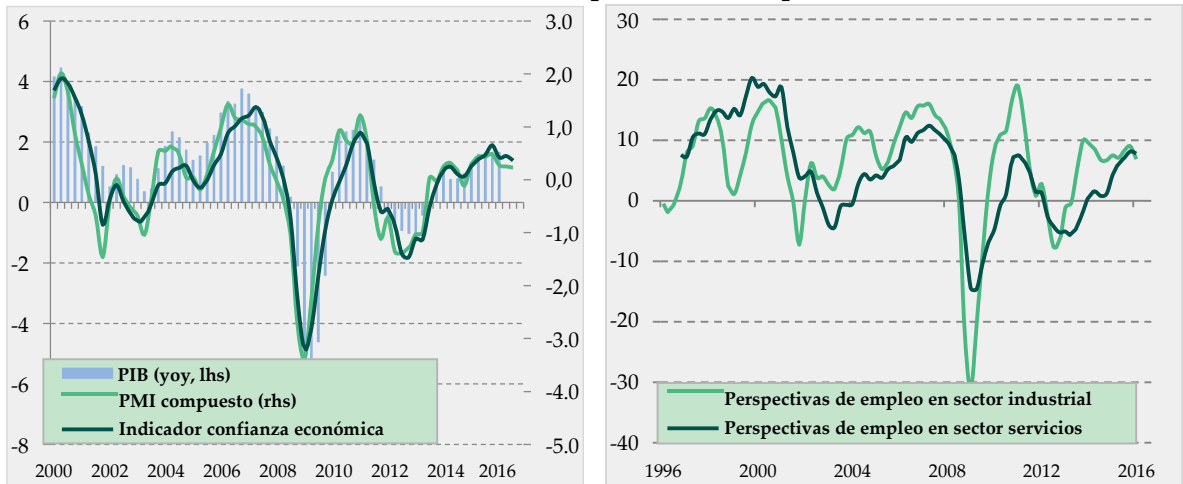
Europa

- ✓ Es alentador que la mayoría de los indicadores de confianza se mantengan, inmediatamente después del referéndum del Brexit. Esto sugiere que las repercusiones en la actividad económica de la Eurozona siguen siendo limitadas.
- ✓ Las negociaciones comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea todavía no han empezado, y según parece, será un proceso complejo y prolongado ante la perspectiva de un complicado calendario

político con las elecciones en los Países Bajos, Francia y Alemania en 2017.

- ✓ Mientras, en España cada vez es más probable que se celebren unas terceras elecciones. En Italia el próximo referéndum constitucional (para reducir el poder del Senado) también parece complicado y la victoria del “sí” no está ni mucho menos garantizada.
- ✓ Esta recuperación aún está lejos de ser espectacular. Además, los indicadores de confianza no apuntan a una futura aceleración del crecimiento y las dificultades estructurales siguen siendo considerables. La Eurozona aún tiene que hacer frente a importantes retos más allá del corto plazo.

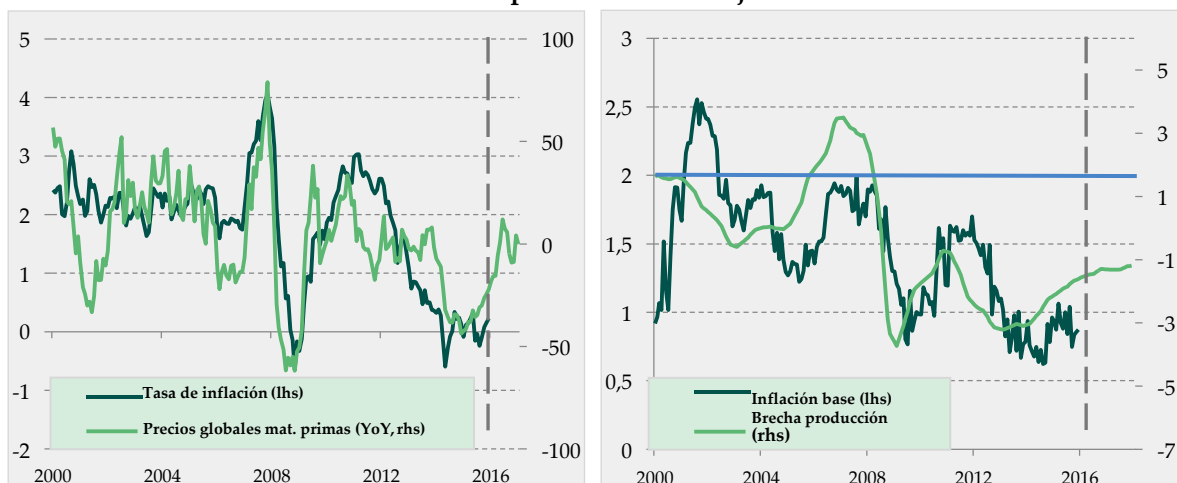
La economía de la Eurozona muestra capacidad de recuperación hasta la fecha



Fuente : Datastream, Degroof Petercam

- ✓ La inflación subyacente (0,2% interanual en agosto) se mantiene a la baja por la anterior caída brusca de los precios de la energía, pero los efectos de base aumentarán en la segunda mitad del año. Con la inflación subyacente en torno al 1% durante varios años, las medidas de precios subyacentes siguen siendo muy débiles, lo cual refleja la inactividad en el mercado laboral.
- ✓ Dada la persistencia de la gran brecha de producción negativa, se espera que las presiones de la inflación subyacente se mantengan muy débiles. Con todo, a pesar de las recientes medidas de flexibilización adoptadas en marzo, parece que el BCE sigue teniendo grandes dificultades para lograr que la inflación alcance su objetivo del 2% en un futuro próximo manteniendo la política monetaria en modo de relajación durante más tiempo.
- ✓ Debe quedar claro, sin embargo, que crece la oposición ante más relajación monetaria y que tampoco existe ninguna panacea en una situación de trampa monetaria. En efecto, una postura presupuestaria expansiva es probable que resulte más útil en este sentido. El BCE también ha estado apuntando en este sentido últimamente.

Los efectos de base provocarán que la inflación aumente, pero el BCE sigue enfrentándose a serias dificultades para alcanzar el objetivo estructural

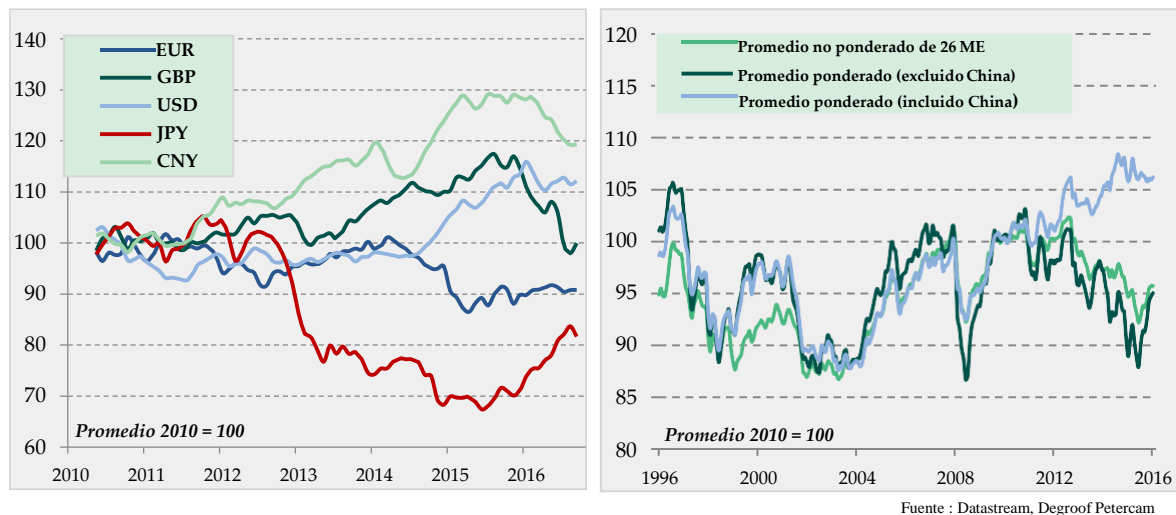


Fuente : Datastream, Degroof Petercam

Japón y mercados emergentes

- ✓ En Japón, a pesar de la atonía de la actividad económica, la apreciación del JPY y la caída de las cotizaciones bursátiles, el Banco de Japón (BdJ) se abstuvo básicamente de añadir incentivos en su reunión de finales de julio. Entretanto, el gobierno de Abe anunció un nuevo paquete de incentivos fiscales de 28,1 billones de yenes (alrededor del 5,6% del PIB). Dicho esto, sólo es una fracción de lo que constituye el gasto público (7,5 billones de yenes, de los cuales 4.600 JPY en 2016), de modo que todos los rumores sobre importantes incentivos fiscales son exageradas. No obstante, esto debería traducirse en unas cifras del PIB ligeramente superiores el próximo año.
- ✓ Al mismo tiempo, los indicadores sugieren que todavía es muy dudoso que la inflación aumente de forma significativa de cara al futuro de modo que probablemente el BdJ añadirá incentivos monetarios en un futuro próximo. En este contexto, el gobernador Kuroda reiteró durante su presentación en Jackson Hole el compromiso de alcanzar una inflación del 2% lo antes posible. Recalcó la necesidad de tomar medidas argumentando que aún hay cabida para emplear la política de tipos de interés negativos (NIRP) de forma más agresiva.
- ✓ La actitud generalizada respecto de las economías de los mercados emergentes ha mejorado en los últimos meses frente al debilitamiento del dólar y la estabilización de los precios de las materias primas. Sin embargo, los mercados emergentes todavía no han superado todos los escollos. El complicado ejercicio de reajuste económico de China y las incertidumbres vinculadas a la política monetaria en EE. UU. fácilmente podrían poner de manifiesto nuevas debilidades de los mercados emergentes. Además, los recientes acontecimientos en Rusia, Turquía o Brasil, nos recuerdan que los riesgos políticos son reales en algunos mercados emergentes. Y más recientemente, los precios de las materias primas están experimentando de nuevo una presión a la baja.
- ✓ El temor a un aterrizaje forzoso en China ha disminuido en los últimos tres meses. La combinación de medidas monetarias, presupuestarias y de relajación en relación con el mercado inmobiliario, están impulsando una recuperación cíclica. Aunque actuamos con acierto, seguimos estando convencidos de que el panorama a medio/largo plazo para China sigue siendo extremadamente complejo.
- ✓ Además, no sería sorprendente que volvieran a emerger las dudas acerca de la sostenibilidad de la recuperación actual. Ciertamente, el contexto de cifras falsas de crecimiento, precios de la vivienda altos y rápida expansión continuada del crédito queda lejos de ser idóneo y dará lugar a inquietudes cada vez mayores acerca del estado de la economía China. ¿Cómo conciliarán los políticos chinos la ambición de un sólido crecimiento y la necesidad de un nuevo reajuste económico? La respuesta es que será prácticamente imposible. Por este motivo, a pesar de la calma de los últimos tiempos, probablemente las preocupaciones por China volverán a aparecer en un futuro no demasiado lejano.
- ✓ Desde una perspectiva de los mercados emergentes más amplia, la inflación permanece bajo control. No debemos olvidar que existen diferencias importantes entre países. Aunque la inflación en países como Brasil o Turquía está situada en niveles incómodamente elevados, la inflación en otros países, como Corea, Filipinas, Polonia o Hungría se encuentra por debajo del objetivo. En resumen, la combinación de una actividad económica moderada, la estabilización de las divisas de los mercados emergentes y los precios de los productos básicos debería ayudar a controlar la inflación en los mercados emergentes.

Tipo de cambio efectivo Real



- ✓ De momento, nuestra postura de que no debería darse por sentada la revalorización continuada del dólar, ha resultado correcta. Seguimos pensando que no cabe esperar una fuerte revalorización desde los niveles actuales. A pesar de la reciente devaluación, el dólar sigue pareciendo bastante caro desde una perspectiva teórica a largo plazo. Visto todo ello, nuevas pruebas del movimiento de la Reserva Federal hacia otra subida de los tipos de interés podrían comportar un USD algo más fuerte en los próximos meses.
- ✓ El BdI aflojó la política monetaria tras su reunión de agosto en respuesta a los efectos del Brexit. La GBP se cruza actualmente a más de 16% por debajo del tipo de cambio efectivo real medio de 20 años, pero todavía hay margen para la depreciación hasta su nivel de PPA. Además, al 6% del PIB, el déficit por cuenta corriente sigue bastante elevado. Otro recorte de los tipos de interés todavía es probable en los próximos meses. Por ahora, predominan los riesgos a la baja.
- ✓ En los últimos meses, el JPY se ha fortalecido. Desde una perspectiva de largo plazo, parece que el JPY está un poco caro en relación con el EUR. Una fuerte revalorización desde los niveles actuales parece improbable. Esto dependerá básicamente de las medidas que tome próximamente el banco central.
- ✓ Las divisas de los mercados emergentes sufrieron graves presiones a la baja desde el “taper tantrum” que se produjo en mayo de 2013. Sin embargo, desde febrero de este año ha ido aumentando el interés por las divisas de los mercados emergentes a medida que se moderaban las expectativas de los inversores acerca de los tipos de interés más altos en Estados Unidos. Esto ha reforzado la búsqueda de rentabilidad y ha beneficiado a los activos de los mercados emergentes. Esta perspectiva de crecimiento lento y los riesgos políticos invitan a la precaución.
- ✓ En contraste con lo que muchos observadores han temido desde el verano de 2015, el yuan no ha sufrido una gran depreciación hasta ahora como se había previsto. Más recientemente, tras la reunión del G20 celebrada en Shanghái a finales de febrero, parece haber un mayor consenso sobre este aspecto. Dicho esto, nosotros no descartaríamos la posibilidad de una gran depreciación total. El motivo, es que estamos aún más preocupados por la viabilidad de la economía china, tal como se ha explicado antes.

Perspectiva PIB e IPC

	PIB			2015	Inflación	
	2015	2016	2017		2016	2017
EE.UU.	2,6	1,3	1,6	0,1	1,1	2,1
		1,5	2,3		1,2	2,3
Eurozona	1,6	1,5	1,2	0,0	0,3	1,3
		1,5	1,2		0,2	1,3
Japón	0,6	0,5	1,0	0,8	-0,1	1,0
		0,5	0,8		-0,1	0,6
China	6,9	5,5	5,0	1,5	2,1	2,3
		6,6	6,3		2,0	2,0

Pronósticos de Degroof Petercam, Agosto 2016, Pronósticos de consenso

La información contenida en este documento se facilita únicamente a título informativo. Este documento no pretende ofrecer ningún tipo de asesoramiento para la inversión y, por lo tanto, deberán realizarse las investigaciones, evaluaciones o análisis independientes que se consideren apropiados para cualquier inversión que deseen realizar los potenciales inversores y sus beneficiarios. Este documento no forma parte de ninguna oferta o solicitud de adquisición de acciones, bonos o fondos mutuos, ni constituye una invitación a comprar o vender los productos o instrumentos a los que se refiere. Las solicitudes de inversión en los fondos referidos en este documento solo tendrá validez si se realiza sobre la base del folleto vigente o el folleto simplificado, acompañado del último informe anual y las cuentas anuales más recientes disponibles. Todas las opiniones y las estimaciones financieras de este documento reflejan la situación en la fecha de publicación del mismo y pueden cambiar sin aviso. Cabe tener en cuenta que el rendimiento pasado no indica necesariamente el rendimiento futuro y los resultados podrían no repetirse. Degroof Petercam S.A. se ha esforzado en la preparación del presente documento. La información está basada en fuentes que Degroof Petercam S.A. considera fiables. Sin embargo, no declara ni garantiza que la información sea completa y precisa. Degroof Petercam S.A. actúa para proteger los intereses de sus clientes, sin que se le imponga ninguna obligación de alcanzar un resultado o rendimiento determinado. Degroof Petercam S.A., sus empleados, directivos y otras personas relacionadas declinan toda responsabilidad por los daños directos, indirectos o consecuentes, costes o posibles gastos derivados del uso de la información y su contenido. Este documento no puede duplicarse, total o parcialmente, ni distribuirse a terceras personas sin el previo consentimiento por escrito de Degroof Petercam S.A.