

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

ÍNDICE

- 2 Situación macroeconómica
- 3 Renta fija
- 4 Renta variable
- 5 Materias primas y divisas
- 6 Latinoamérica

Con el piloto automático

Los bancos centrales y los mercados han activado el piloto automático. La recuperación económica avanza sin inflación y los mercados financieros viven en un oasis de calma, inmunes desde hace mucho a correcciones sustanciales, y superando rápidamente cualquier contratiempo. Pero se atisban turbulencias. La Fed y los mercados deberán pasar más pronto que tarde a modo manual.

Bernanke declaró recientemente que no volvería a ver tipos oficiales americanos del 4% en su vida. Fuera o no por la necesidad de dar titulares jugosos (sería comprensible, cobra 250.000 \$ por conferencia), dicha afirmación despierta un profundo escepticismo. Este tipo de aseveraciones suelen aparecer en la fase final de la formación de las burbujas financieras (el problema reside, por supuesto, en que dicha fase puede durar aún mucho tiempo). Sobran ejemplos recientes: primero internet cambió durante un tiempo cómo se valoraban las empresas y luego se consiguió que, combinando activos basura, el rating del paquete resultante acabase milagrosamente en triple A. Un ejercicio de alquimia financiera que pocos pusieron en duda. De hecho, el propio Bernanke declaró en 2005 que una caída de los precios de la vivienda en EE.UU. era impensable “puesto que jamás había acontecido antes a escala nacional”, para luego afirmar, en 2007, que la crisis *subprime* estaba “contenida” y no suponía ningún peligro. Todo un alarde de capacidad argumental y predictiva que complementa ahora con una nueva previsión que, en cualquier caso, parece haber cimentado ya en la psique de los inversores. ¿Subidas de tipos más allá de lo testimonial? Por favor, qué insolencia. Y si no, pregúntenle a Japón. La implicación de lo anterior no es menor: con los bancos centrales suprimiendo a golpe de liquidez la volatilidad en todos los activos financieros, se altera la percepción del riesgo del inversor. Y toda vez que se agotan las alternativas menos arriesgadas para obtener algo que se asemeje a un rendimiento decente, las compras se trasladan de unos activos a otros, cual vaso comunicante. Si valoramos en relativo, y asumimos tipos oficiales cero *ad-eternum*, ciertamente casi cualquier nivel de tipos (soberanos, IG, HY, etc.), y casi cualquier PER queda justificado, sean cuales sean sus ratings, fundamentales u otras nimiedades por el estilo.

Pero ese pequeño detalle –tipos cero– puede estar tocando a su fin en dos de las principales economías del planeta. Carney –antaño símbolo mundial de la laxitud monetaria– dejó bien claro que el BoE va a ser el primero de los cuatro grandes bancos centrales en subir tipos. A la Fed creemos que se le acaban las excusas. Un estudio reciente de la Reserva Federal de San Francisco calcula que se está muy cerca de culminar su doble objetivo: pleno empleo y control de inflación. De hecho, desde 1960, ahora se está en el primer cuartil (es decir, en el 25% de las veces que más cerca se ha estado de cumplir con su mandato). Hay un debate enconado entre los que creen que la tasa de paro ignora la baja participación de la población activa y los que creen que lo anterior tiene mucho de estructural, por lo que acabará derivando en mayor inflación (un servidor se encuadra claramente entre los segundos). Sea como fuere, la tasa de despidos está ya en mínimos de 50 años, se generan tantos trabajos como en los mejores momentos de la pasada década, y la tasa de paro para los mayores de 25 años es sólo del 5,2%. Mientras, los préstamos bancarios han empezado a repuntar y la inflación ya se sitúa en el rango objetivo del banco central. Lo anterior casa mal con el nivel de tipos que descuenta la curva americana. De confirmarse nuestra tesis, el inevitable ajuste de expectativas debería provocar correcciones –sanas y necesarias– en la mayoría de los activos de riesgo. Tanto a la renta fija como a la renta variable les puede quedar aún mucho recorrido, que pretendemos seguir aprovechando. Pero desconfíen de volatilidades nulas (¡úsenlas para comprar coberturas!) y promesas de tipos cero eternos. La segunda mitad del año puede ser más convulsa de lo que calculan ahora mismo. Quiten el piloto automático de sus carteras.

David Macià, CFA
Director de inversiones

Estrategia

Asset allocation (visión a 3 meses)

Monetario	▲
Renta fija gubernamental	▼
Renta fija <i>corporate</i>	▶
Renta variable	▼

Renta fija

De la búsqueda de rentabilidad a la gestión del binomio rentabilidad / riesgo

GOBIERNO:

EE.UU.	▼
Eurozona	▼

CORPORATE:

EE.UU.	▼
Eurozona (Central)	▼
Periferia	▶

Renta variable

Imperturbable	
EE.UU.	▼
Eurozona	▶
España	▼
Emergentes	▼

Materias primas

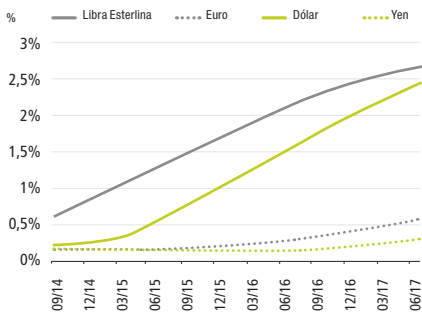
Irak, de nuevo	
Petróleo	▶
Oro	▶

Divisas

Agotador EUR/USD	▼
------------------	---

Situación macroeconómica

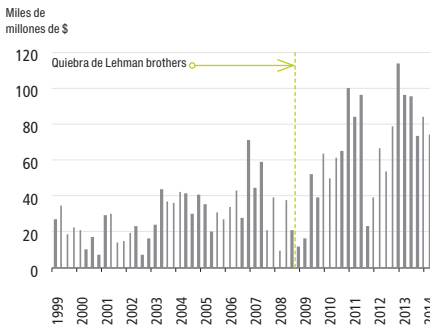
Tipos de interés implícitos de depósitos a 3 meses



Fuente: Bloomberg

Las expectativas de los inversores son de aumento de tipos de interés en EE.UU. y el Reino Unido, mientras que en Europa y Japón se mantendrán cerca de los niveles actuales.

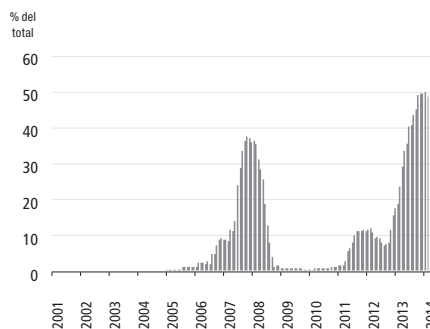
Emisión de deuda de baja calidad crediticia (mundial)



Fuente: BIS

La emisión de deuda de baja calidad crediticia muestra un crecimiento muy significativo durante los últimos años. Los niveles superan ampliamente los registrados en el ciclo económico anterior.

Crédito a empresas con alto endeudamiento con cláusulas de protección al prestamista poco conservadoras



Fuente: FMI

Otro de los indicadores de relajación de las condiciones de crédito es la proporción de préstamos con una protección al prestamista poco conservadora.

Una compleja normalización monetaria

Mientras en Japón y Europa las subidas de tipos se ven lejos, en el Reino Unido y EE.UU. la paulatina recuperación de la actividad, el empleo y la inflación acercan ese momento. Será necesario que la Fed y el BoE elijan el momento y el ritmo adecuado de las subidas de tipos para mantener la estabilidad financiera y la recuperación económica.

Seis años después del inicio de la crisis financiera, la economía de la eurozona todavía se encuentra en una fase de recuperación temprana. A pesar de observar el repunte de la actividad, el PIB se sitúa aún un 2,5% por debajo del máximo del ciclo anterior, la tasa de paro es del 11,6% frente al 7,2% de hace 6 años, y la inflación registra tasas por debajo del 1%. En Japón, la economía arrastra problemas estructurales desde finales de los 80, con una inflación media del -0,3% durante los últimos 15 años. A pesar de haber implementado medidas de política monetaria agresivas, estas economías tienen aún la necesidad de estimular su crecimiento e inflación. Así, el BCE implementó el pasado 5 de junio una batería de medidas, mientras que el Banco de Japón continuará su programa de compras hasta, al menos, finales de 2014.

La situación en el Reino Unido (RU) y EE.UU. es diferente. Tras un largo periodo de estímulos monetarios, la economía real se acelera. Por un lado, en el RU existe cierto consenso sobre la conveniencia de subir tipos. La actividad se expande a un ritmo anualizado del 4% y el empleo crece a tasas récord; sin embargo, la inflación en el 1,5% permite al BoE temporizar. Por otro lado, en EE.UU., a pesar de un primer trimestre lastrado por el invierno, la economía repunta con fuerza, el empleo crece y la inflación se acelera. No obstante, existe divergencia sobre el grado en el que los objetivos de la Fed (pleno empleo e inflación al 2%) se han completado. Si bien la tasa de paro se sitúa en el 6,3%, parte de la comunidad económica, entre la que destaca Yellen, la presidenta de la Fed, considera que el mercado laboral todavía está lejos de su equilibrio. En lo que respecta a la inflación, Yellen considera que el reciente rebote es "ruido", y que se irá aproximando lentamente hasta el 2% a finales de 2016. En cualquier caso, los argumentos para pensar que se acerca el momento apropiado para aumentar tipos cobran cada vez más peso.

el endeudamiento permanece elevado y el sector inmobiliario parece inflado (en un año los precios se han disparado un 10% en el país y un 19% en Londres). Además, la balanza por cuenta corriente se sitúa en el nivel deficitario más alto de su historia (5% del PIB). En EE.UU., el FMI y la Fed alertan de la peligrosa evolución de algunos mercados financieros, afectados por la búsqueda de rendimiento de los inversores. En concreto, examinan de cerca el mercado de deuda de baja calidad, que durante los últimos tres años registra emisiones que duplican las observadas en los tres años previos a la crisis, con un diferencial respecto a los activos sin riesgo de crédito muy bajo. También preocupa la concesión de crédito a empresas con alto endeudamiento, que en 2013 alcanzó los 455 mm de dólares, superando los máximos de 2007. Además, esta expansión de deuda se caracteriza por tener criterios de concesión laxos y cláusulas de protección al prestamista poco conservadoras.

En conclusión, tanto en EE.UU. como en el RU, el éxito de las políticas monetarias en sus economías parece evidente, al tiempo que comenzamos a observar los primeros efectos adversos de las mismas. Por estos motivos creemos que en estas regiones está próxima la normalización monetaria. Una normalización que consideramos que será muy compleja, puesto que de cara a mantener la estabilidad financiera y la recuperación económica será importante que las autoridades monetarias acierten dos dimensiones: el momento y el ritmo adecuados. Sorprende que, ante esta situación, que requiere precisión quirúrgica, los mercados se mantengan en calma y los indicadores de riesgo financiero marquen mínimos históricos.

Pablo Manzano
Analista de Macroeconomía

A este debate se añade la aparición de desequilibrios en ambos países. En el RU,

Renta fija

De la búsqueda de rentabilidad a la gestión del binomio rentabilidad/riesgo

Los inversores de renta fija han tenido una fantástica primera parte de año. La bajada de los tipos de interés y la reducción de los diferenciales de crédito han ofrecido una muy buena rentabilidad y, a partir de ahora, deberán considerarse nuevas alternativas de inversión.

La fortaleza de los productos de renta fija ha continuado en esta primera parte del año. El entorno de bajo crecimiento y tipos de interés bajos soportados por la acción de los bancos centrales les ha favorecido claramente. En el aspecto corporativo, las empresas en general han hecho los deberes, mejorando la solidez de los balances mediante un desapalancamiento necesario, refinanciándose a tipos más bajos y con un nivel de tesorería de los más elevados históricamente. La tasa de *default* baja y las perspectivas de mejora de rating por parte de las agencias de calificación de riesgo han hecho el resto para que los retornos hayan sido muy positivos.

Hemos asistido a una reducción de la prima de riesgo de los diferentes productos de renta fija. Tres ejemplos lo ilustran: la diferencia entre las rentabilidades del bono de Gobierno español y alemán, la distancia entre los *spreads* de crédito de los bonos *high yield* e *Investment Grade*, y los bonos financieros senior y subordinados se encuentran ya por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Parece bastante claro que el inversor ha hecho prevalecer la búsqueda de rentabilidad en sus decisiones de inversión para que esta compresión haya tenido lugar.

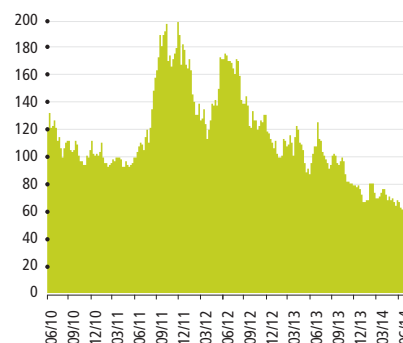
¿Y ahora? ¿Pasaremos de la compresión a la descompresión? Si el entorno no varía, probablemente estos resultados positivos para los activos de renta fija continuarán en los próximos meses, pero debemos estar preparados. Antes hacíamos mención a que uno de los argumentos más poderosos para situarnos en este entorno ha sido la política decidida y coordinada que los diferentes bancos centrales han impulsado para superar la crisis. Ahora, sin embargo, observamos una clara divergencia en los ciclos de política monetaria. Es el resultado de la diferencia en términos de crecimiento e inflación en las diferentes zonas. Así, la Reserva Federal de EE.UU. y el Banco de Inglaterra, saliendo del conocido *Quantitative Easing*, contrasta con Japón en

pleno *Abenomics* y aplicando una agresiva política monetaria expansiva y la zona euro con el BCE esforzándose en impulsar el crecimiento. Esta divergencia podría provocar que viéramos, durante la segunda mitad del año, una descompresión de los activos de renta fija, afectados por subidas de tipos en la curva americana y por el drenaje de la liquidez. En todo caso, sí parece que la inversión que sólo se fija en una de las partes del binomio, seleccionando aquellos títulos que ofrecen una mayor rentabilidad pero ignorando el riesgo, deberá pasar a considerar indispensablemente la segunda parte de este binomio.

La nueva situación generará también oportunidades de inversión y cada vez será más importante la búsqueda de productos considerados no tan tradicionales: la renta fija emergente (algunos de estos países presentan un mayor crecimiento y mejores balanzas fiscales en comparación con los mercados desarrollados); ABS –bono de titulización de activos– (para tomar ventaja del programa de compras que prepara el BCE, p.ej. sobre préstamos a pymes); estrategias de curva y de relativos e inversiones en bonos indexados a la inflación (en algunos países presentan niveles alejados de los objetivos de inflación futuros), serían algunas de las opciones a considerar. Podemos concluir que para superar con éxito una eventual descompresión de los diferenciales de crédito y protegernos de la esperada subida de tipos de interés en EE.UU. será necesario fijarnos en nuevas alternativas de inversión de renta fija distintas a las tradicionales y donde la selección de los activos, la diversificación de las estrategias y el análisis del retorno de la inversión ajustada al riesgo serán aún más relevantes.

Josep M Pon
Responsable de Renta Fija

Evolución Spreads Crédito (iTraxx Main)



Fuente: Bloomberg

Los spreads de crédito se han comprimido mucho y están por debajo del nivel precrisis.

Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

	30/06/14	3° T 14	4° T 14	1° T 15
Zona euro	0,15%	0,13%	0,13%	0,13%
EE.UU.	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Reino Unido	0,50%	0,50%	0,63%	0,75%

Tipos de interés: variaciones

	30/06/14	Últimos 3 meses	Último año
Zona euro			
Euribor 3 meses	0,21%	-0,11	-0,01
Bund 10 años	1,25%	-0,32	-0,48
EE.UU.			
US Libor 3 meses	0,23%	0,00	-0,04
US 10 años	2,53%	-0,19	0,04
Reino Unido			
GBP Libor 3 meses	0,55%	0,00	0,02
Gilt 10 años	2,74%	0,03	0,04

Renta variable

PER estimado próximos 12 meses MSCI Europe



Fuente: Bloomberg

Los múltiplos que se pagan por la bolsa europea están a máximos de los últimos 12 años.

Balance de la Fed vs SP500



Fuente: Bloomberg

La evolución de la bolsa americana se ha visto ayudada por la ampliación del balance de la Fed.

	Cierre	2º T %	YTD %	
EE.UU.	S&P500	1.960	4,69%	6,05%
	DJ Indus. Avg	16.827	2,24%	1,51%
	NASDAQ 100	3.849	7,06%	7,17%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	3.228	2,11%	3,84%
	Francia (CAC 40)	4.423	0,71%	2,95%
	España (Ibex 35)	10.924	5,64%	10,15%
	RU (FTSE 100)	6.744	2,21%	-0,08%
	Alemania (DAX)	9.833	2,90%	2,94%
	Suiza (SWISS)	8.555	1,19%	4,29%
	Italia (FTSE MIB 30)	21.283	-1,88%	12,21%
Países Bajos (AEX)	413	2,47%	2,83%	
JAPÓN	TOPIX	1.263	4,96%	-3,05%
	NIKKEI 225	15.162	2,25%	-6,93%
EMERGENTES	México	42.737	5,62%	0,02%
	Brasil	53.168	5,46%	3,22%
	Argentina	7.887	23,75%	46,30%
	China	2.048	0,74%	-3,20%
	India	25.414	13,52%	20,04%
	Corea	2.002	0,84%	-0,45%
Rusia	1.476	7,82%	-1,84%	

Imperturbable

La renta variable avanza imperturbable. Si bien no faltan motivos por los que el movimiento puede continuar, la complacencia, las valoraciones y la ausencia de correcciones sustanciales desde hace demasiado tiempo aconsejan reducciones tácticas.

Un 57% han ganado los tenedores de EuroStoxx50 desde el "haremos lo que sea necesario" de Draghi no hace ni dos años. Por no hablar de los que invirtieron en bolsa española (89%, contando los dividendos). En EE.UU., que encadena máximo tras máximo, llevan 31 meses sin una corrección en el S&P500 de al menos un 10% (la media desde 1945 son 18 meses), 47 sesiones consecutivas (mientras escribimos) sin moverse más de un 1%. ¿La última vez que pasó algo similar? En 1995. La volatilidad de prácticamente todos los activos está en zona de mínimos históricos, mientras un buen número de indicadores apuntan claramente a la calma más absoluta (complacencia, lo llamamos nosotros).

Hay margen para más subidas. El M&A por fin acelera (partía desde niveles mínimos) y debería soportar los activos bursátiles. La economía americana también repunta, al igual que la europea, con la ventaja —para los mercados— de que en el segundo caso no lo hace lo suficiente como para desincentivar al BCE, obligado cada vez a más laxitud. El crecimiento europeo también podría explicar múltiplos más elevados (pero no mucho más: el PER medio con PMI entre 50-55 es 13,9x, 15x por encima de 55, 14,5x ahora). Y por más que no secundamos el ejercicio, cuando se valora respecto a la renta fija, la renta variable parece barata —el *earnings yield* (la inversa del PER) compara muy bien. Nuestra objeción: se compara contra un activo claramente sobrevalorado. Pero mientras los tipos se mantengan a cero (y en Europa parece que tenemos para rato), no podemos ignorar que se puede seguir este camino para justificar la expansión de múltiplos.

Sin embargo hay algunos obstáculos. Si bien los beneficios estadounidenses muestran buena salud (sobre todo cuando añadimos las recompras de acciones), en Europa hace ya 7 trimestres que no dan señales de vida. El PER *forward* 12 meses (MSCI Europa) está ya a máximos en 12 años (ver gráfico adjunto). Los analistas esperaban crecimientos de beneficios del 13% a principios de año; ahora ya sólo del 8%. Creemos que repuntarán, a medida que se consolide la recuperación y el euro deje de lastrarlos, pero más vale que no

sigan el camino de los últimos dos años, en el que las revisiones terminaron en contracción. Además, las mejores bolsas coinciden con los países que han disfrutado de las mayores compresiones de las primas de riesgo, y éstas no serán eternas.

Los problemas geopolíticos no son menores. En Ucrania, los rebeldes prorrusos no ceden; Gazprom le ha cerrado el suministro de gas al país y se reproducen las amenazas occidentales de más sanciones a Rusia, evidenciadas con su exclusión de la última reunión del G8. En Irak, el norte del país ha caído en manos de ISIS, exfacción de al-Qaeda, ya a las puertas de Bagdad. Los mercados parecen tranquilos porque la producción del crudo que Irak exporta está en el sur y no se han sufrido interrupciones. Y tal vez porque el tema ha unido de forma milagrosa a las autoridades iraníes con las americanas. Pocos se dan cuenta de que el trasfondo es una guerra religiosa (sunís contra chiitas) prácticamente insoluble. No es descartable que el problema se enquisté. Irak, Siria, Afganistán, Egipto, Libia... Oriente Medio es un polvorín.

Pero el riesgo más importante en el horizonte es, a nuestro entender, una subida de la curva americana, como se explica en la portada. El *tapering* terminará a finales de año y, al margen de cómo sea de inminente el inicio del ascenso del tipo oficial, como mínimo se detendrá la expansión de balance, que puede haber estado suministrando combustible a la renta variable (ver gráfico adjunto). Si, como pensamos, los mercados han de ajustar sus expectativas en cuanto a tipos, es previsible que se dispare la correlación entre activos, afectando asimismo a las bolsas. En nuestras carteras aprovechamos las bajas volatilidades para comprar protección contra eventuales correcciones, para seguir disfrutando si los mercados siguen subiendo, pero cada vez con más predisposición a ir soltando lastre. Creemos que en la segunda mitad del año las bolsas se verán perturbadas.

David Macià, CFA
Director de Inversiones

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Irak, de nuevo

En la reciente reunión de la OPEP, el ministro de petróleo de Arabia Saudí manifestaba que "la oferta es buena, la demanda es buena, el precio es bueno", reafirmando el argumentario de la mayoría de analistas que definían el precio en el mercado petrolífero como de "equilibrio". Ante estas previsiones se esperaba un aumento de la demanda como consecuencia de la mejora de la economía global, que se ha contrarrestado principalmente por el incremento de la producción en Libia y en Irak.

Sin embargo, recientemente ha emergido un "nuevo" problema civil en la zona del Pérsico, con una insurgencia en el norte de Irak que ha comenzado a avanzar militarmente por la zona. Es evidente que no deja de ser un conflicto étnico, con su máximo exponente en Siria, pero hacía tiempo que en el Golfo no se manifestaba un conflicto tan cerca de zonas productoras. Aunque el 90% de las exportaciones iraquíes se concentran en el sur del país, no es menos cierto que Irak es el segundo productor dentro la OPEP, y que un hipotético incremento de las tensiones puede mermar su producción – algunas empresas ya evacuaron personal extranjero. Y esta vez

Arabia Saudí tendría más complicado poder contrarrestar su efecto porque se estima que sólo le quedan 2,5 millones de barriles diarios de capacidad extra cuando Irak marcó, hace pocos meses, una producción de 3,6 millones, precisamente la más alta de los últimos 35 años.

Además, la probabilidad de enquistamiento del conflicto es alta y, por tanto, los incrementos sostenidos del precio del petróleo, especialmente de la referencia Brent, dependen en gran medida de la producción en la zona. Y es más alta porque las intervenciones militares estadounidenses están menos justificadas: en primer lugar hay que tener en cuenta que es año de elecciones y que Obama no tendría especial interés en reavivar un conflicto bélico, pero sobre todo porque su dependencia respecto a las importaciones energéticas de la zona ha disminuido de manera considerable desde la invasión militar de Irak en 2003, justo al mismo tiempo que se ha incrementado su producción, gracias en parte al *fracking*, y a las importaciones de zonas como Canadá y México.

David Rabella, CAIA
Responsable de Fondos Externos y Activos Alternativos

DIVISAS

Agotador

Se cumple un año desde que cambiamos nuestra recomendación sobre el euro frente al dólar. Apostamos por que el cambio de rumbo de la Fed, que presentaba entonces en sociedad al *tapering*, se confrontaría al hecho de que el BCE se vería obligado –de forma irremediable– a una mayor laxitud. Cierto, el BCE había visto reducido su balance por la devolución del LTRO, mientras la Fed, con o sin *tapering*, lo seguía ampliando. Pero creíamos que los inversores se fijarían más pronto que tarde en que, en esencia, el diferencial de políticas monetarias de uno y otro (como recoge desde hace tiempo el diferencial entre el dos años alemán y americano, en el gráfico adjunto) se acentuaría, lo que acabaría por favorecer la apreciación del dólar.

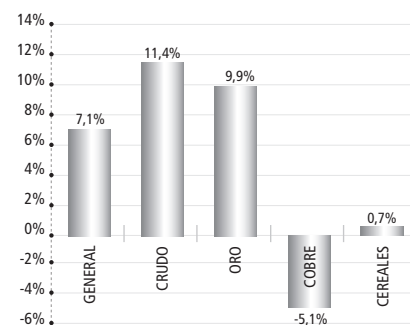
Y sí se ha acentuado. La Fed efectúa menos de la mitad de las compras mensuales de hace un año, mientras el BCE ha bajado tipos oficiales hasta casi la nulidad, entrando en terrenos desconocidos cobrando por los depósitos, ha anunciado nuevas inyecciones condicionadas a préstamos a la banca y ha decidido no esterilizar el antiguo SMP (el programa de compras de deuda pública que hace años intentaba mitigar las dudas sobre Europa). Y por unanimidad, habiendo renunciado el Bundesbank a su sagrada ortodoxia ante la evidencia de que Europa se arriesga-

ba a la deflación. Es más, el *Quantitative Easing* que sí han abrazado la Fed, el BoE y el BoJ ya no es tabú –aunque a gran escala, en nuestra opinión, solo se usará como último recurso.

No obstante lo anterior, el euro sigue a niveles muy superiores a lo calculado. Ya no está en el 1,39, pero se mantiene, tozudo, por encima de las previsiones de los analistas (1,32 a finales de año). La unanimidad en la apuesta por el dólar (que gozaba de una aceptación abrumadora, lo cual suele ser mal presagio puesto que cuesta encontrar compradores adicionales), la repentina pasión internacional por invertir en activos europeos (no hace tanto, vilipendiados) y los crecientes superávits comerciales de la eurozona a medida que la periferia mejoraba han mantenido al euro sobrevalorado. La espera es agotadora, pero creemos que el dólar se apreciará, si bien consideramos que el BCE necesitará que la Fed le eche una mano. Pensamos que los mercados deberán poner en precio subidas de tipos antes de lo que ahora calculan, y lo harán no solo en la curva americana. El dólar debería apreciarse durante la segunda mitad del año.

David Macià, CFA
Director de Inversiones

Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



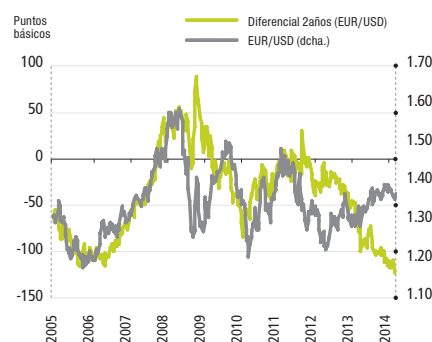
Fuente: Bloomberg

Crudo (referencia Brent)



Fuente: Bloomberg

Diferencial tipos de interés a 2ª y EUR/USD



Fuente: Bloomberg

El tipo de cambio entre el euro y el dólar acostumbra a verse muy influenciado por el diferencial de tipos entre ambas economías.

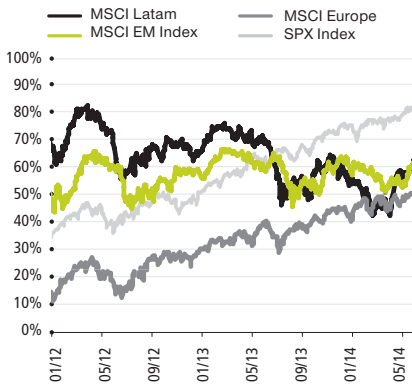
Tipo de cambio \$/€

% variación:	1 mes	3 meses	1 año
	0,36%	-0,6%	5,27%

Previsiones consenso: 3º T 14	2014	2015
	1,34	1,28

Latinoamérica

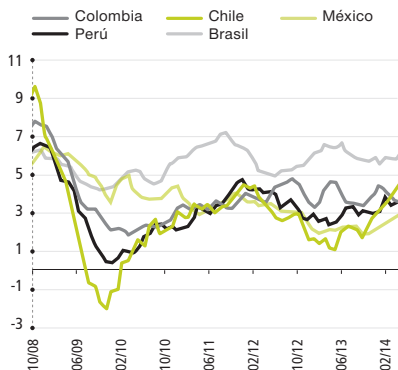
Rendimiento Acumulado en Bolsas



Fuente: Bloomberg

Latam ha sido la región con mejor rendimiento recientemente; desde el 1 de marzo del presente año, el MSCI Latam ha subido un 17,4%, mientras que el MSCI Emerging Markets ha subido tan solo un 8,6%.

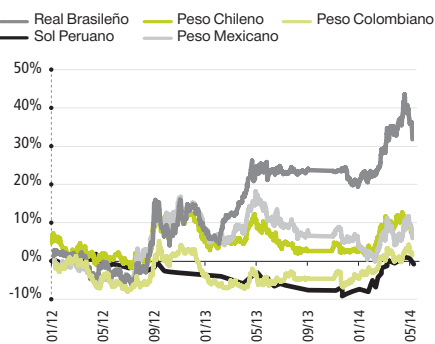
Inflación



Fuente: Bloomberg

La inflación lleva una tendencia alcista (en especial en Brasil y Chile). Como consecuencia de ello, los bancos centrales tienen poco espacio para relajar sus políticas monetarias con el fin de apoyar el crecimiento.

Rendimiento Acumulado en Divisas Latam



Fuente: Bloomberg

Mientras los mercados de renta variable en Latam se han recuperado, los tipos de cambio flotantes en Latam también se han apreciado un 10% desde marzo.

Tras la recuperación, hay que ser selectivos

Los mercados de América Latina han tenido un buen comportamiento en el último trimestre, aprovechando el repunte del mes de marzo. Sin embargo, y a pesar de estos buenos resultados, hay que ser selectivo en América Latina, ya que la probabilidad de que la situación vuelva a empeorar este año es bastante elevada, dada la ralentización del crecimiento económico y la reducción de los precios de las materias primas.

Los resultados de los mercados de renta variable en América Latina han sido espectaculares en estos últimos meses (desde el 1 de marzo de 2014 el índice MSCI Latam ha subido un 17,4%, mientras que el MSCI Emerging Markets se ha incrementado únicamente en un 8,6%). La subida de la renta variable vino acompañada del fortalecimiento de la mayoría de las monedas de la región. La mayoría de las divisas flotantes de América Latina se apreció frente al dólar. Contribuyendo a esta imagen de estabilidad de los mercados financieros de la región, los bonos tuvieron rendimientos positivos y se produjo una caída en las primas de los CDS de la región. La prima de un CDS mide el coste que un inversor tendrá que pagar para protegerse frente al impago de un bono. La media de las primas de los CDS para la región (excluyendo Argentina y Venezuela) ha caído en 35 bps desde su máximo en las turbulencias de enero. En cuanto a las previsiones de futuro, aunque la recuperación financiera de la región está cobrando algo de impulso, todavía podría sufrir alguna caída este año, similar a la ocurrida durante el primer trimestre de 2014. Prevemos que el crecimiento económico será más lento que en los últimos años, bajarán los precios de las materias primas, poco a poco se irán normalizando los tipos de interés en el mundo desarrollado y los mercados financieros de la zona sufrirán por todo ello. Permanecemos neutrales sobre los países productores de materias primas. La economía china está buscando un nuevo equilibrio, alejándose de un crecimiento basado fuertemente en las materias primas y centrándose en un crecimiento impulsado por el consumo, por lo que es previsible el debilitamiento de la demanda de materias primas, lo cual afectará tanto el precio como el volumen de las exportaciones de los países. En Brasil y Chile el crecimiento económico se ha ralentizado considerablemente a principios de este año. La inflación es alta y sigue con tendencia al alza (más de un 6% en Brasil) y no se prevé una desaceleración significativa en 2015, aunque las políticas económicas pasen a tener una actitud menos expansiva. Por otro lado, las tensiones en la balanza de pagos no muestran signos de moderarse, lo que aún coloca una mayor presión sobre el actual déficit de cuenta

corriente. A pesar de las sensaciones positivas de los mercados financieros, esperamos todavía más turbulencias en las agitadas economías de Argentina y Venezuela, ya que no se han resuelto los problemas económicos subyacentes. La situación macroeconómica en Venezuela sigue deteriorándose. La actividad económica da señales de una mayor desaceleración (crecimiento del PIB del 1,3% en 2013 frente al 5,4% en 2012), y la dinámica de inflación del 59,4% continúa siendo preocupante. Además, la escasez de productos se ha elevado a niveles críticos y la presión sobre los tipos de cambio es muy elevada. En Argentina se han visto algunas señales prometedoras de que el gobierno está adoptando un enfoque más pragmático en política económica; sin embargo, el estado de la economía sigue siendo precario, con una inflación galopante que erosiona la competitividad externa de la economía y una divisa muy débil. En contraposición, esperamos un mejor rendimiento de los mercados financieros de México, con mejores perspectivas de crecimiento económico, menos basado en las materias primas y con fuertes vínculos comerciales con la economía en recuperación de Estados Unidos. El mercado de renta variable de México es el más caro de América Latina, con un PER de 18,3, muy por encima de la media histórica. En cuanto al mercado de renta variable, preferimos comprar Perú y Colombia. Perú ha sido uno de los países con mejor rendimiento en América Latina hasta la fecha, tiene el mejor crecimiento del PIB de la región (por encima del 5%), el precio es muy razonable desde un punto de vista de la valoración (PER de 13,3) y las expectativas de beneficios son modestas (8,5%). En Colombia, la reelección del presidente Santos apoya las conversaciones de paz con las FARC, lo que se espera que impulse el mercado de renta variable. La valoración del mercado de renta variable de Colombia no es barata (PER de 16,3), pero el crecimiento del PIB se mantiene sólido, en un 4%, su economía no depende tanto de la demanda china de materia prima y su importante sector energético se beneficiará de la reciente subida del precio del petróleo.

Stephane Prigent, CFA
Analista Latam

Aviso legal

La información contenida en el presente documento constituye nuestra opinión del mercado y el contenido de la misma puede ser modificado y/o actualizado sin previo aviso. No hay compromiso por parte de Crèdit Andorrà Asset Management, sociedad gestora del Grupo Crèdit Andorrà, acerca de que la misma sea completa o cierta.

El presente documento no constituye una oferta en firme por parte de Crèdit Andorrà Asset Management y/o cualquiera de las empresas del Grupo Crèdit Andorrà, ni representa en ningún caso, ni pretende ser, una recomendación de compra o venta de activos. Los clientes deberán tomar sus decisiones basándose en sus propios análisis y con el asesoramiento de aquellos terceros expertos que consideren necesario.

La operativa en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de la posición. Crèdit Andorrà Asset Management no asume responsabilidad alguna por el uso de la información recogida en este documento, ni por las pérdidas que pudieran resultar de las decisiones de inversión o desinversión tomadas basándose en la misma.

Esta información tiene carácter confidencial, quedando prohibida su distribución sin el permiso explícito de los autores. La emisión, modificación y actualización de la misma estará sujeta a periodicidad variable, sin compromiso alguno al respecto por parte de Crèdit Andorrà Asset Management.

© Crèdit Andorrà Asset Management 2014.
Reservados todos los derechos.





Crèdit Andorrà
Asset Management