

# Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

## ÍNDICE

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

## ¿Submergentes?

**Los emergentes han tomado el relevo a Europa como la geografía más denostada entre los inversores. Suele ser precisamente este el mejor momento para comenzar a hacer compras selectivas. Se trata, sin embargo, de ir construyendo lentamente posiciones estructurales, pues creemos que varios factores seguirán pesando sobre el grupo.**

En 1994, las economías en desarrollo sumaban el 18% del total del PIB mundial; ahora se bordea el 40%. Es indudable que estos países seguirán ganando peso e influencia con el tiempo: el proceso de urbanización está todavía a medio completar (en la India solo un 30% de la población vive en grandes ciudades, menos de la mitad que en Alemania), se sigue incorporando población a la clase media (se calcula que, en 2030, dos tercios del total mundial estará en Asia, doblando el peso actual) e impulsando el consumo (otra vez Asia sale ganadora: se pronostica que concentrará de aquí a 15 años el 59% del total del gasto mundial, casi triplicando el porcentaje actual). Además, las tendencias demográficas son claramente mejores en la mayoría de los emergentes (aunque China es una excepción, en negativo) que en los desarrollados (aquí son los EE.UU. los que deben excluirse, como excepción en positivo). Y están mucho mejor preparados para luchar contra las crisis que en anteriores ocasiones: ahora disponen de tipos de cambio flexibles, bancos centrales creíbles e importantes reservas en divisas internacionales (equivalentes a más del 25% del PIB, de media). Excluir, pues, los activos emergentes de nuestras carteras, a largo plazo, sería sin duda un grave error.

Desgraciadamente, la desafección de los inversores no es casual y puede mantenerse aún mucho tiempo. Como se explica con más detalle en las páginas interiores, el crecimiento económico "fácil" se ha dejado atrás y en muchos casos son urgentes reformas estructurales. El caso de China merece mención aparte, ya que creemos que la desaceleración de la segunda economía mundial es inevitable, a medida que haga la transición hacia un modelo más basado en el consumo y menos en la inversión (que actualmente representa la mitad del PIB, algo completamente insostenible). Lo anterior será

de inicio difícil de digerir para muchos países emergentes, dado que han ido estrechando los vínculos económicos y comerciales con el gigante asiático (sirva de ejemplo la relación comercial con el continente africano: se ha multiplicado por 20 en lo que llevamos de siglo), especialmente por los productores de materias primas (de las que China ha sido consumidor voraz). El cambio de tono de la Fed –ahora en pleno *tapering*–, con las subidas de tipos que pensamos llegarán más pronto de lo que se descuenta, previsiblemente tampoco ayudará en nada a los países emergentes si continúa la repatriación de las ingentes cantidades de capital que se han vertido en los últimos años. Para frenar la sangría y luchar contra la inflación importada por la debilidad de las divisas locales, muchos bancos centrales no tienen más remedio que subir tipos de interés en el peor momento.

Las ventas de inversores desde el pasado mayo han dejado, sin embargo, muchos activos con valoraciones muy atractivas y hay que aprovechar el sentimiento extremadamente negativo que predomina. Con las divisas emergentes cerca de mínimos de la última década, puede haber ya buenas oportunidades tanto en la renta variable como en la renta fija, principalmente la corporativa (más segura de lo que puede parecer, pues más del 60% de los componentes de los índices son empresas con *investment grade*). Hay que ser, sin embargo, muy conscientes de que se trata de una compra estratégica, no táctica, para añadir de forma estructural a las carteras. Creemos que probablemente tendremos más y mejores oportunidades, pero es justo en plena "inmersión" que hay que comprar activos que, sin duda, acabarán por emerger.

David Macià, CFA  
Responsable de Análisis y Estrategia

## Estrategia

### Asset allocation (visión a 3 meses)

Monetario	➔
Renta fija gubernamental	➔
Renta fija <i>corporate</i>	➔
Renta variable	➔

### Renta fija

Demasiado atractivos para ignorarlos, demasiado inciertos para enamorarse

#### GOBIERNO:

EE.UU.	➔
Eurozona	➔

#### CORPORATE:

EE.UU.	➔
Eurozona (Central)	➔
Periferia	➔

### Renta variable

A contracorriente

EE.UU.	➔
Eurozona	➔
España	➔
Emergentes	➔

### Materias primas

Test de "copper"

Petróleo	➔
Oro	➔

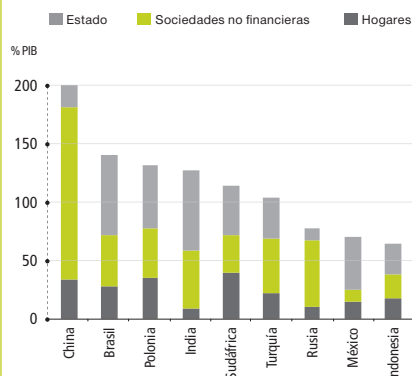
### Divisas

Efectos secundarios

EUR/USD	➔
---------	---

# Situación macroeconómica

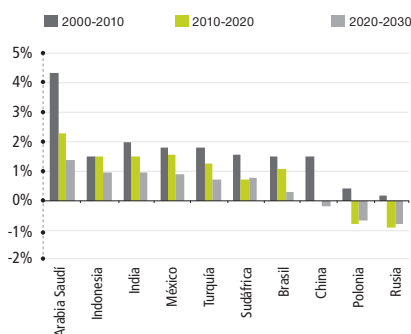
## Deuda economías emergentes



Fuente: BIS y FMI

La deuda de los países emergentes comienza a ser elevada. En China, las sociedades no financieras acumulan niveles relativos de deuda iguales o superiores que los de las economías desarrolladas.

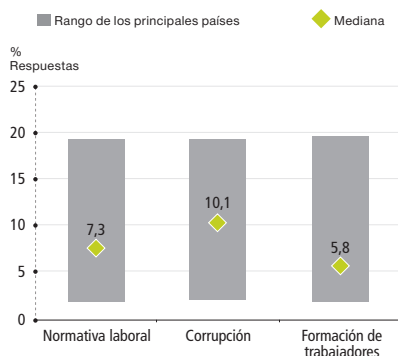
## Crecimiento medio anual de la población en edad de trabajar



Fuente: ONU

El crecimiento de la población en edad de trabajar se espera que se desacelere en las próximas décadas. Es más, en algunos países, como China, se prevén descensos en este segmento de la población.

## Factor más problemático para hacer negocios (16 causas)



Fuente: The Global Competitiveness Report 2013-2014

En la lista de reformas prioritarias se encuentran las destinadas a luchar contra la corrupción, mejorar la formación de trabajadores y flexibilizar el mercado laboral, como muestra el informe "The Global Competitiveness Report 2013-2014".

## Reformar para prosperar

Los países emergentes se enfrentan a la etapa más complicada en su evolución hasta convertirse en economías desarrolladas. El entorno global no es el más favorable, pero el potencial beneficio de aprobar reformas ambiciosas es alto, tanto en términos económicos como financieros.

Desde mediados de 2013 hemos asistido a episodios de fuertes turbulencias en los mercados emergentes. Encontramos principalmente dos causas. La primera, el aumento de la rentabilidad de los *treasuries*, consecuencia del adelanto de las expectativas de los inversores del momento en el que la Fed aumente los tipos de interés en EE.UU. La segunda, la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de las economías emergentes. En este periodo, sus mercados sufrieron importantes correcciones, siendo más acusadas en aquellos países con elevados déficits por cuenta corriente, alta inflación y excesivo crecimiento crediticio. Subidas del tipo de interés oficial en algunas de estas economías e intervenciones de sus bancos centrales en los mercados de divisas han conseguido, de momento, calmar a los inversores. Si bien es cierto que los países emergentes nada pueden hacer para frenar el incremento de los tipos de interés en las economías desarrolladas, sí pueden mejorar sus expectativas de crecimiento implementando reformas estructurales.

Según el FMI, el PIB de las economías emergentes representaba en 1992 un 16% de la producción mundial. En el 2014 constituye un 39%. Durante estos años, podemos distinguir tres factores que han influido en el crecimiento de las economías emergentes. En primer lugar, las exportaciones han supuesto una palanca de crecimiento extraordinario. En China, este componente pasó del 20% del PIB en 1992 al 40% en el 2006. Para algunos países como Rusia, Indonesia o Brasil, es destacable que gran parte de las exportaciones han consistido en materias primas, gracias al aumento en los últimos años de su precio y demanda. La segunda palanca de crecimiento ha sido el rápido incremento de la deuda privada, especialmente de sociedades no financieras. Por último, las dinámicas demográficas han impulsado sus economías, registrándose importantes aumentos de la población en edad de trabajar. Sin embargo, la convergencia no es completa. El PIB per capita en términos de paridad de poder adquisitivo representa en India (una de las

cuatro principales economías emergentes) únicamente un 7,5% del nivel observado en EE.UU. En el otro extremo, Polonia registra un 40%. Por tanto, no cabe duda que aún queda camino por recorrer. En este viaje hacia la convergencia con los países desarrollados distinguimos dos etapas: en la primera, se provee de capital (fábricas, máquinas) a los trabajadores, lo que permite aumentar el peso de las manufacturas y las exportaciones. En la segunda, es necesario invertir en innovación y capital humano para configurar una economía capaz de aplicar técnicas de producción más avanzadas y competitivas. Superar la última fase es más complicado, tal y como vimos en los años 80, cuando muchos de los países latinoamericanos fueron incapaces de completarla con éxito.

Por tanto, a medida que las palancas de crecimiento de la primera etapa se diluyen, es necesario que los países emergentes afronten reformas estructurales para converger con las economías desarrolladas. Entre ellas, son prioritarias reformas que flexibilicen el mercado laboral, disminuyan la corrupción y mejoren el nivel educativo de la población. Durante este año, elecciones generales en 11 de los 22 principales países emergentes darán la oportunidad a sus ciudadanos de optar por dirigentes comprometidos con el futuro de sus economías, lo que puede impulsar las reformas. Las consecuencias sobre la economía real se observarán en el largo plazo, puesto que modificarán lentamente el modelo productivo de los países. Sin embargo, si las reformas consiguen generar expectativas positivas sobre el comportamiento de estas economías, sus efectos en los mercados financieros serán visibles mucho antes. Por todo ello, de cara a realizar inversiones en estas economías, consideramos esencial diferenciar entre aquellos países que implementen reformas y los que permanezcan inactivos confiando en palancas de crecimiento que van debilitándose poco a poco.

Pablo Manzano  
Analista de Macroeconomía

# Renta fija

## Demasiado atractivos para ignorarlos, demasiado inciertos para enamorarse

La búsqueda de rentabilidad en la actualidad, junto a bajos tipos y elevada liquidez, puede conducir a infravalorar el riesgo. En el caso de la deuda emergente, encontramos oportunidades muy atractivas en el medio plazo, pero no se deben ignorar los potenciales riesgos en el corto.

Durante las décadas de los 80 y 90 los inversores vivieron varios episodios de crisis en los países latinoamericanos. A finales de los 90 le tocaba a Asia. El verano pasado, cuando la Reserva Federal de EE.UU. anunció que reduciría la inyección de estímulos monetarios en la economía, los inversores huyeron de la deuda emergente para refugiarse en activos considerados más atractivos ante el inicio de un período de potenciales incrementos de los tipos norteamericanos. Durante las últimas semanas, a la intranquilidad de los inversores se han añadido los temores sobre la salud de la economía china y las consecuencias para el crecimiento de los países emergentes –fuertemente dependientes de las exportaciones a la segunda economía mundial. Entonces, ¿estamos a punto de presenciar un episodio más de crisis sistémica en los países emergentes? En nuestra opinión, ni por asomo.

Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, medio billón de dólares de inversión extranjera se dirigió a la compra de bonos gubernamentales de países emergentes desde 2010 hasta 2012. Los principales inversores no eran bancos, sino grandes inversores institucionales, *hedge funds* y fondos soberanos. Uno de los principales motivos que se aducen para explicar este interés es la mejora en la gestión de la deuda pública por parte de los países emergentes: extensión del vencimiento medio de su deuda, reducción del peso de las emisiones de cupón flotante en favor de las de cupón fijo y disminución de la deuda en divisas foráneas. Como consecuencia, el balance público de estos países actualmente es más resistente a shocks adversos de tipos de cambio y de tipos de interés. Adicionalmente, la importancia creciente de las economías y mercados emergentes a nivel global implica que estructuralmente se incremente el peso asignado a las carteras de renta fija de inversores internacionales.

Estos y otros argumentos validan a medio/largo plazo una estrategia de inversión en

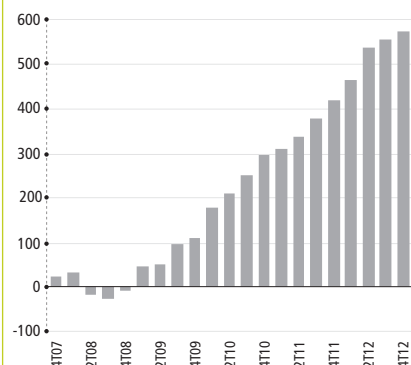
la que sea imprescindible incluir emisiones de renta fija de países emergentes en una cartera diversificada globalmente. Sin embargo, a corto plazo no nos podemos abstraer de los riesgos asociados a estas inversiones: a pesar de que hay factores técnicos que soportan la continuidad de los flujos de inversores de renta fija hacia los países emergentes, estos no serán totalmente inmunes a las consecuencias de la reducción de los estímulos monetarios de EE.UU. y al consecuente incremento de tipos –que potencialmente provocará subidas también de sus tipos para evitar depreciaciones de las divisas–, la pérdida de competitividad de algunos de estos países por no haber completado las reformas estructurales necesarias, las implicaciones de una desaceleración del crecimiento chino, etc.

No obstante, del mismo modo que creemos que desde el punto de vista de un inversor de renta fija sería recomendable evitar en el corto plazo la deuda soberana de la mayoría de los países emergentes, no podemos decir lo mismo de los emisores corporativos privados. Un análisis en profundidad nos señalará empresas de estos países que han aprovechado la bonanza de los últimos años hacia estas geografías para desapalancarse, reestructurar su deuda, generar negocios más sólidos con flujos de caja recurrentes y mejorar sus ratios financieros. Son las emisiones de este tipo de empresas de países emergentes que debemos seleccionar con atención e incluirlas en nuestras carteras de renta fija para empezar a construir unas posiciones que nos aportarán una diversificación geográfica imprescindible en el largo plazo.

Meritxell Pons, CAIA  
Directora de Renta Fija

### Flujos foráneos acumulados hacia deuda gubernamental de países emergentes

(mil millones de dólares)



Fuente: Arslanalp & Tsuda, IMF Working Paper 14/39.

Medio billón de dólares de inversión extranjera se dirigieron a la compra de bonos gubernamentales de países emergentes desde 2010 hasta 2012.

### Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

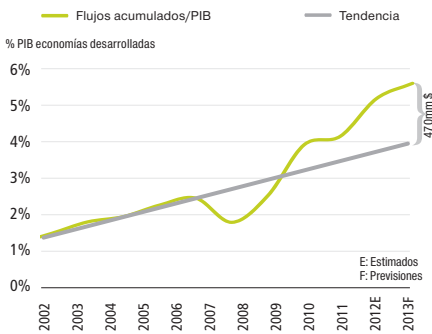
	31/03/14	2º T 14	3º T 14	1º T 15
Zona euro	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
EE.UU.	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Reino Unido	0,50%	0,50%	0,50%	0,63%

### Tipos de interés: variaciones

	31/03/14	Últimos 3 meses	Último año
<b>Zona euro</b>			
Euribor 3 meses	0,31%	0,03	0,10
Bund 10 años	1,57%	-0,36	0,28
<b>EE.UU.</b>			
US Libor 3 meses	0,23%	-0,02	-0,05
US 10 años	2,72%	-0,31	0,87
<b>Reino Unido</b>			
GBP Libor 3 meses	0,52%	0,00	0,02
Gilt 10 años	2,74%	-0,29	0,97

# Renta variable

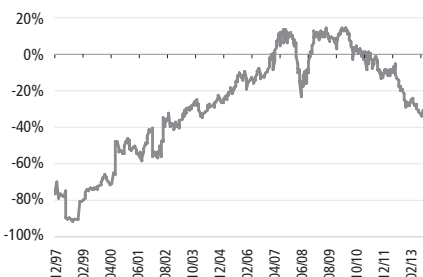
## Flujos hacia las economías emergentes



Fuente: FMI

Los flujos de entrada a emergentes han sido muy elevados, por encima de la tendencia alcista que el FMI calcula como lógica.

## Prima/descuento emergentes vs desarrollados



Fuente: Bloomberg

El descuento de los mercados emergentes hacia desarrollados había sido muy superior (*Price to Book MSCI Emergentes vs MSCI World*).

	Cierre		1° T %	YTD %
EE.UU.	S&P500	1.872	1,30%	1,30%
	DJ Indus. Avg	16.458	-0,72%	-0,72%
	NASDAQ 100	3.596	0,10%	0,10%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	3.162	1,69%	1,69%
	Francia (CAC 40)	4.392	2,22%	2,22%
	España (Ibex 35)	10.341	4,27%	4,27%
	UK (FTSE 100)	6.598	-2,23%	-2,23%
	Alemania (DAX)	9.556	0,04%	0,04%
	Suiza (SWISS)	8.454	3,06%	3,06%
	Italia (FTSE MIB 30)	21.692	14,36%	14,36%
	Países Bajos (AEX)	403	0,35%	0,35%
JAPÓN	TOPIX	1.203	-7,63%	-7,63%
	NIKKEI 225	14.828	-8,98%	-8,98%
EMERGENTES	México	40.462	-5,30%	-5,30%
	Brasil	50.415	-2,12%	-2,12%
	Argentina	6.374	18,23%	18,23%
	China	2.033	-3,91%	-3,91%
	India	22.386	5,74%	5,74%
	Corea	1.986	-1,28%	-1,28%
	Rusia	1.369	-8,96%	-8,96%

## A contracorriente

**Creemos que es el momento de empezar a construir posiciones estructurales en renta variable emergente, si bien hay que ser muy selectivo y hacer acopio de grandes dosis de paciencia.**

Por si algún tenedor de activos emergentes no se había dado por aludido en mayo pasado, cuando la Fed apuntó a un cambio de rumbo en su política monetaria, este 2014 no ha tenido posibilidad de mirar a otro lado. Argentina, primero y Ucrania, después, con Venezuela, Turquía y Tailandia en el trasfondo –con problemas políticos importantes– precipitaron una nueva ronda de ventas. Elecciones en hasta 11 países emergentes en los próximos meses aseguran que seguirán copando titulares. Sin olvidar que China transita hacia un nuevo modelo económico mientras intenta desarticular un exceso de deuda privada –combinación nada sencilla– y que, al margen de asegurar la desaceleración económica, hace muy probables episodios de cierta turbulencia de forma recurrente. Es justo en este clima donde se gestan las mejores oportunidades de inversión a largo plazo. Pero, aunque creemos que el sentimiento extremadamente negativo hacia emergentes puede servir ya de catalizador, cuando analizamos flujos y valoraciones la lectura es menos franca y apunta a que se requerirá más paciencia.

Las entradas de dinero en activos emergentes han sido enormes en los últimos años. Si bien en parte esto es lógico –reflejo de un mayor peso de estas economías sobre el total mundial–, los flujos de entrada superan cualquier tendencia alcista razonable (ver gráfico adjunto). Probablemente a corto plazo las ventas se deberían tomar un descanso (hace 16 semanas consecutivas que se registran salidas en los ETF de la categoría), pero, poniéndolo en perspectiva, puede quedar aún mucho por deshacer. Más si tenemos en cuenta que muchos inversores se encuentran fuera de su hábitat natural, estimulados por las políticas de tipo cero domésticas. Este inversor “no estructural” es mucho más volátil y puede liquidar posiciones más allá de lo que aconseje un análisis fundamental. Esta falta de discriminación es uno de los grandes riesgos que pesa sobre la renta variable emergente. La amalgama de países que comparten etiqueta es demasiado amplia. Bajo el mismo paraguas se esconden países con graves problemas –que justifican ventas adicionales– y otros que tienen perspectivas mucho mejores que las que se cotizan. Pero si se desatan ventas

masivas indiscriminadas, sea cual sea el detonante, la falta de liquidez puede hacer que se manifiesten problemas previamente inexistentes.

Por lo que a valoraciones respecta, es poco discutible que el universo emergente cotiza con descuento respecto a los principales índices desarrollados (MSCI Emerging Markets tiene un PER estimado para el año en curso de 10,41, versus el 15,9 del S&P500 o el 13,56 del EuroStoxx50). En el gráfico adjunto se observa sin embargo que este descuento había sido muy superior en el pasado y que, de hecho, hace poco cotizaban con prima de difícil justificación teórica –en la opinión del que redacta–, sobre todo porque la rentabilidad de las empresas emergentes se ha ido deteriorando de forma imparable en los últimos 10 años (el ROE de no financieras era un 8% superior al de la media desarrollada en 2003, y ahora ya está por debajo). La movilidad de capitales que se deriva de una globalización cada vez más acentuada puede haber sido la gran responsable de esta convergencia, al tiempo que la grave crisis que afectaba a los desarrollados comprimía de forma acusada el diferencial en competitividad. Creemos que ambos efectos son estructurales, lo que sumado a que todo parece apuntar a una desaceleración clara respecto al crecimiento de los últimos años (ni la retirada de liquidez de la Fed ni la desaceleración china ayudarán a lo contrario), cierto descuento de la renta variable emergente hacia la americana o europea puede tener mucho sentido.

Creemos, pues, que es momento de empezar a añadir, de forma muy selectiva, renta variable emergente a nuestras carteras. Debemos aprovechar la aversión actual de los inversores para incorporar un activo que consideramos extremadamente valioso a largo plazo, tanto por diversificación como por potencial. Pero se trata de ir construyendo, de forma muy gradual, una posición estructural. Debemos dejar espacio para aprovechar mejores oportunidades, ya que, probablemente, nadaremos a contracorriente una temporada.

David Macià, CFA

Responsable de Análisis y Estrategia



# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## Test de "copper"

China está inmersa en su propia carrera de resistencia para llegar a ser la primera economía mundial. Y en esta carrera, el gobierno, en su última convención del pasado noviembre, trazó una hoja de ruta diferente de las que se habían anunciado en años anteriores. Si en 2008 los estímulos se basaban en un plan muy agresivo de infraestructuras que impulsaron, entre otras, las importaciones de cobre, el plan de 2013 no daba tanta importancia a las inversiones en nuevas infraestructuras.

Y es que en la última década China se ha convertido en el principal consumidor de muchas materias primas a nivel mundial. Por ejemplo, en el cobre –que es la principal referencia en metales industriales–, China consumió durante 2013 más del 40% del total mundial, cuatro veces más que Estados Unidos. Pero también hay que tener en cuenta que su producción es el 30% del total mundial, el doble que el siguiente país, que es Chile.

Así pues, es evidente que cualquier perspectiva negativa hacia esta economía afecta al precio. Recientemente hemos visto datos macro que

DIVISAS

## Efectos secundarios

Las ventas de divisas emergentes se desataron después de que Bernanke añadiera, en mayo pasado, el término *tapering* al de por sí extenso glosario financiero. El fin de los tipos cero refuerza el atractivo de los activos estadounidenses a medida que se revaloriza el dólar y se desplaza la curva de tipos al alza. A la vez que, a medida que lo anterior se confirma, las posiciones financiadas en dólares (el llamado *carry trade*) deben ser cerradas de forma acelerada, alimentando ventas adicionales de divisas emergentes en un proceso que se retroalimenta.

Lo anterior supone un doble dolor de cabeza para los bancos centrales emergentes, que se ven presionados a subir los tipos de interés para defender sus divisas, tanto para tratar de detener la retirada de capitales extranjeros como para luchar contra la inflación que genera la debilidad de las mismas. La receta tiene sin embargo efectos secundarios: irónicamente, los tipos más elevados llegan en el peor momento, frenando un crecimiento económico necesario para no desanimar la inversión extranjera a la que se quería retener. Un entramado de difícil equilibrio. Hay una segunda contraindicación aún más peligrosa. La deuda pública es claramente inferior a la de países desarrollados (34% vs 109% respectivamente, según cálculos del FMI para finales de año), aunque a menudo

han puesto en duda su crecimiento futuro, pero también por primera vez algunos productos financieros han quebrado, provocando la salida de inversores de algunos productos vinculados al cobre. Pero creemos que justamente estamos en un "test de Cooper" – la prueba de aptitud física por excelencia que consiste en correr lo máximo posible durante 12 minutos–, donde, más allá de momentos complicados como los actuales, es una evidencia de que el crecimiento emergente es muy superior al de los países desarrollados. Y, a pesar de tener presentes las posibles bajadas en el corto plazo, creemos que los precios actuales del cobre ("copper", en inglés) ya son suficientemente bajos como para considerarlos atractivos. Además, las últimas caídas lo han situado aún más cercano al precio de producción y, por tanto, limitan el riesgo de caídas adicionales, pues por debajo de estos niveles parece complicado que la mayoría de mineras continúen operando de manera habitual.

David Rabella

Responsable de Fondos Externos y Activos Alternativos

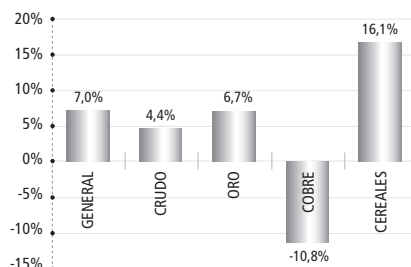
puede serlo solo en apariencia, si el crecimiento económico desaparece (no olvidemos que España tenía una deuda del 40% en 2008). Pero la deuda privada sí puede ser una amenaza más inminente para el universo emergente. No tanto por los niveles absolutos (China al margen), pues están a niveles similares a los de desarrollados, sino por los ritmos de expansión que han venido experimentando en los últimos años (superiores al 15% anual de media). Subidas de tipos demasiado rápidas, acompañadas de una desaceleración económica, pueden escalar las tasas de morosidad por encima de lo que los sistemas financieros son capaces de asumir, creando problemas mayúsculos tanto de solvencia como de liquidez, que a menudo se contagian de la esfera privada a la pública y hacen añicos las perspectivas de crecimiento a medio plazo (de nuevo, España es un ejemplo bien reciente).

Sí, las divisas emergentes han corregido mucho y se acercan a mínimos de los últimos años (ver gráfico adjunto), y pueden ser una excelente oportunidad a medio plazo. Pero habrá que tener los pacientes bajo vigilancia, pues la terapia seguida es de choque.

David Macià, CFA

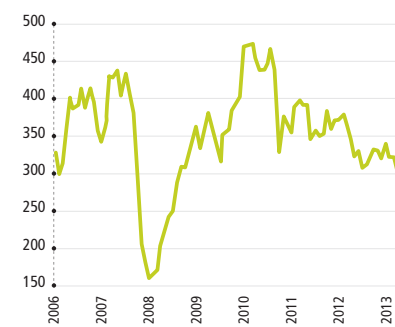
Responsable de Análisis y Estrategia

## Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



Fuente: Bloomberg

## Cobre



Fuente: Bloomberg

## Índice de divisas emergentes JPM



Fuente: Bloomberg

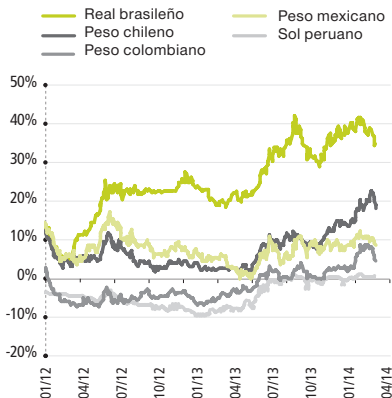
El castigo a las divisas emergentes ha sido similar al máximo sufrido durante la última década.

## Tipo de cambio \$/€

% variación:	1 mes	3 meses	1 año
	-0,26%	-0,12%	7,43%
Previsiones consenso:	2014	2º T 14	3º T 14
	1,30	1,35	1,33

# Latinoamérica

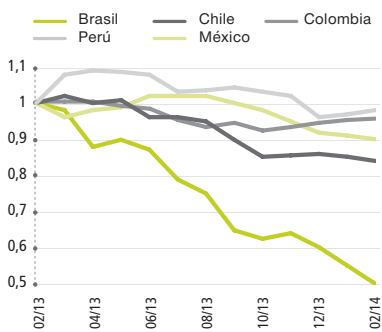
## Rendimiento acumulado divisas Latam



Fuente: Bloomberg

Los países con mayores déficits por cuenta corriente, como Brasil, Chile y Colombia, han sufrido las mayores correcciones en sus monedas, lo que aumenta aún más su deuda externa emitida en dólares.

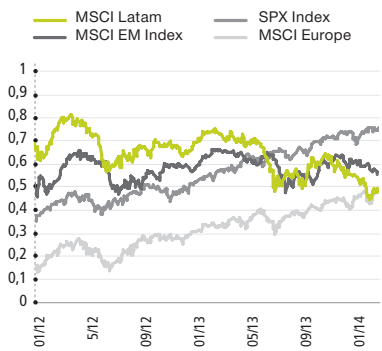
## Expectativas del crecimiento del PIB



Fuente: Bloomberg

Las expectativas para el 2014 de crecimiento real del PIB siguen cayendo en Latam. Sin embargo, la situación debería de estabilizarse a lo largo del año.

## Rendimiento acumulado bolsas



Fuente: Bloomberg

MSCI Latam es uno de los índices con peor rendimiento entre los mercados emergentes desde el inicio de año (-5,0% vs. -4,4% para MSCI EM). Además del rendimiento decepcionante, la región ha sufrido la mayor salida de capital.

## ¿Se recuperará el interés?

La volatilidad ha vuelto a los mercados de América Latina. La crisis de Ucrania ha empeorado una situación ya difícil con el inicio de la reducción de los estímulos de la Fed y unos resultados desiguales de crecimiento del PIB en América Latina. Preveemos que la situación macroeconómica se estabilice a lo largo de 2014 y que se recupere el apetito de los inversores.

Los mercados emergentes han sufrido una combinación difícil de malas noticias que provocaron una fuerte corriente de ventas en renta variable y divisas, especialmente en la segunda mitad de enero. Los riesgos políticos en Ucrania, Venezuela, Turquía y Tailandia, junto con una actitud más dura de la Fed y unos débiles datos en China, provocaron una fuerte presión sobre las monedas emergentes, un alza de los diferenciales de la deuda soberana y una caída de la renta variable. En 2013, se registró el crecimiento más bajo en América Latina desde la crisis financiera mundial. De cara a 2014, creemos que la economía debería de mantenerse débil, pero los riesgos presentan un sesgo a la baja. No obstante, pese a un crecimiento más flojo, la inflación media de la región no ha disminuido, limitando la capacidad de algunos bancos centrales para rebajar los tipos en un clima de menor actividad. Este entorno inflacionista subraya los problemas estructurales y fallos de gobernanza de muchos países latinoamericanos, tales como incoherencias en las políticas, la indexación a la inflación histórica y los precios controlados por el gobierno.

En este contexto, no es de extrañar que el índice MSCI Latam haya presentado los peores resultados regionales de la renta variable emergente desde principios de año (-5,0% frente al -4,4% del MSCI Emerging Markets y en torno a 0% del MSCI World). Además de unos resultados desalentadores, la región ha resultado afectada por las mayores salidas de fondos del mundo.

En el lado positivo, las valoraciones están abaratándose, con un ratio PER previsto por el consenso de 11,3, en línea con la media a 10 años de 10,9. Dada la convicción muy baja y la cautela extrema de los inversores hacia América Latina en particular, a corto plazo, la relación riesgo-beneficio a que ofrece la región no es lo bastante atractiva. No obstante, la situación debería de normalizarse durante el año, especialmente

para los países de la Alianza del Pacífico (México, Colombia, Perú y Chile).

Cada vez se observan más divergencias dentro de América Latina: se prevé que las economías de la Alianza del Pacífico crezcan un 3,8% en promedio este año, más del doble de la expansión prevista del Mercosur. Ello implica unas políticas monetarias heterogéneas en la región: endurecimiento en Brasil y Uruguay debido a las presiones inflacionistas, estabilidad en México y Colombia y relajación monetaria en Perú y Chile, en línea con sus posiciones cíclicas actuales. El déficit externo (cuenta corriente negativa) debería de empezar a disminuir, especialmente en los países con una mayor brecha de su comercio exterior (Perú y Uruguay) al mejorar las perspectivas de las exportaciones con la recuperación del crecimiento mundial, así como gracias a la depreciación de las divisas.

Mientras tanto, antes de empezar a observarse una normalización de los indicadores macroeconómicos que ayude a cambiar el comportamiento inversor hacia América Latina, mantenemos nuestro enfoque «bottom up» y de valor relativo y evitamos cualquier apuesta direccional importante en la región.

*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