

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

ÍNDICE

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

Esta vez tampoco es diferente

Los tipos cero llevan tanto con nosotros que muchos ya los dan por permanentes. No se creen ni los pronósticos de la propia Fed, que termina este octubre su famoso “tapering”. Paradójicamente, para que se mantengan en cero no debería haber ni crecimiento ni inflación, la deuda seguiría escalando, y los inversores demandarían una mayor retribución.

El hoy exPIMCO Bill Gross repite que estamos en un “Nuevo Normal” (los tipos bajos están garantizados por crecimientos que seguirán sin repuntar), mientras, entre los economistas, gana popularidad una nueva teoría (*secular stagnation*), liderada por Summers o Krugman que, en síntesis, defiende que la inversión es insuficiente para conseguir absorber el exceso de ahorro de los agentes privados, a pesar de los tipos cero actuales -que como mucho arriesgan provocar una nueva burbuja financiera. A nosotros lo anterior nos suena precisamente a una de las características de toda burbuja: los inversores se convencen de que algo nuevo garantiza que el nuevo entorno va a mantenerse, si no para siempre, sí por muchos años aún. Se pronunció el “esta vez es diferente” durante la burbuja tecnológica (internet cambiaba las reglas de valoración de las empresas) o durante la gestación de la crisis de las *subprime* (la ingeniería financiera permitía repartir el riesgo inmobiliario hasta casi hacerlo desaparecer).

No se nos escapan los argumentos que abogan por un *Japan redux* en el mundo desarrollado, que instalarían tipos cero (o casi) hasta el fin de nuestros días. No son pocos, y son muy razonables. La demografía apunta a una población cada vez más envejecida. Entre los desarrollados la situación es preocupante, y hasta en el mejor situado, EE.UU., se jubila el 20% de la población activa en los próximos 15 años, generando un excedente de ahorro que revierte en presión bajista en los tipos de interés. La crisis ha pasado factura en términos de desigualdad, destruyendo clase media, cuya propensión marginal al consumo es mucho mayor a la de los más acaudalados. Predomina un sobreendeudamiento que, al margen del evidente lastre que supone para la actividad económica, fuerza a los bancos centrales a mantener tipos muy bajos si se pretende que la deuda acumulada no se torne insostenible. Esos

mismos bancos centrales pueden de hecho ser parte del problema. La desorbitada acumulación de reservas internacionales, que siguen aumentando fruto de la manipulación de los tipos de cambio, ha provocado una ingente acumulación de dólares (entre otras divisas). Pero como no hay inflación, los tipos reales no están especialmente bajos (en media histórica en la mayoría de los casos, de hecho) por lo que no se consigue estimular crecimiento económico y no arriesgan más que inflación financiera. Todo lo anterior ha llevado a una compresión sin precedentes de las TIR en todos los activos de renta fija.

Todo un compendio de argumentos que apuntarían a tipos cero *ad eternum*. Pero los mismos solo se justifican con niveles de crecimiento e inflación tan bajos que conducirían necesariamente a un aumento del endeudamiento. Eso llevaría a los inversores a demandar tipos mucho más altos que les protejan del riesgo de impago. Paradójicamente, pues, se aceptan tipos bajos apostando por un escenario que solo puede conducir a graves pérdidas. Creemos que no habrá que esperar tanto. La Fed y el BoE darán el pistoletazo de salida en breve a una subida de tipos que los mercados aún no se creen del todo. En esta edición les explicamos cómo creemos que va a impactar en las distintas clases de activo -dólar y renta variable europea y japonesa apuntan a vencedores. Sin olvidar la volatilidad, que debiera repuntar -estos últimos años hemos disfrutado de mercados mucho más tranquilos de lo que suele ser habitual. Prepárense para ello: dejen correr las bolsas pero compren cobertura mientras la vendan barata, y reduzcan duraciones (centren el tiro en los tramos más cortos, para empezar). No, Bill, no, no es un “nuevo normal”. Esta vez tampoco es diferente.

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

Cambio de ciclo	
GOBIERNO:	
EE.UU.	▼
Eurozona	▼
CORPORATE:	
EE.UU.	▼
Eurozona (Central)	▼
Periferia	▶

Renta variable

Las subidas de tipos no detienen a los alcistas	
EE.UU.	▶
Eurozona	▲
España	▲
Emergentes	▶

Materias primas

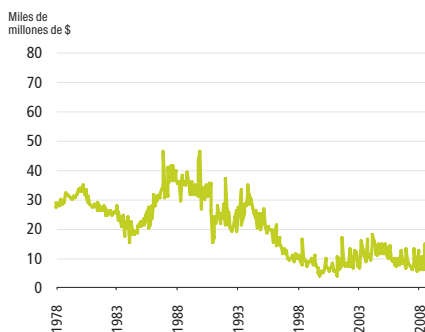
Ice Bucket Challenge	
Petróleo	▶
Oro	▶

Divisas

Todo lo demás constante	
EUR/USD	▼

Situación macroeconómica

Reservas bancarias precrisis



Fuente: Fed

Las reservas bancarias precrisis se mantuvieron en niveles bajos.

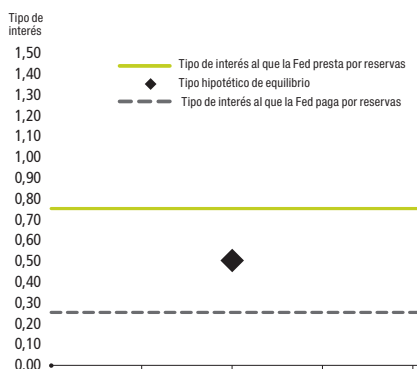
Reservas bancarias postcrisis



Fuente: Fed

Sin embargo, desde el 2008, la Fed ha creado una gran cantidad de reservas para comprar activos financieros a largo plazo (QE).

Nueva herramienta monetaria



Fuente: Fed

La nueva herramienta monetaria permite a la Fed pagar intereses a las reservas bancarias. De esta forma, en principio, los tipos se situarían en un rango deseado.

¿Superará la realidad la teoría?

Con los objetivos de pleno empleo e inflación cerca de completarse, se aproxima la subida de tipos en EE.UU. que, según los miembros de la Fed, se situarán en el 3,75% en 2017. En este proceso, el enorme tamaño del balance de la Fed plantea importantes retos. Veremos si los nuevos instrumentos de la Fed son útiles para superarlos.

Desde que en 1913 se creara la Fed, el Banco Central (BC) de EE.UU., el sistema financiero internacional ha sufrido transformaciones drásticas. Las normas que regulaban los tipos de cambio internacionales, como el patrón oro primero y Bretton Woods después, dejaron de aplicarse totalmente en 1973. Los objetivos de la Fed también han ido moldeándose con el tiempo. Primero se consideró que debía actuar como prestamista de último recurso, y posteriormente se le añadieron objetivos de estabilidad de precios y pleno empleo. Por otro lado, los instrumentos de política monetaria también han sufrido importantes cambios. Así, antes del 2008, la Fed solo afectaba a los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, la especial virulencia de la crisis y el hecho de tener los tipos limitados a cero, hizo que la autoridad monetaria de EE.UU. tratase de afectar los tipos de interés a largo plazo. Para ello, la Fed no imprimió dinero, sino que creó reservas bancarias (que aparecen en su balance como un pasivo) y las utilizó para compras de activos financieros (que representan activos en su balance), una herramienta conocida comúnmente como *Quantitative Easing* (QE).

Desde el 2008, la Fed ha creado cerca de 2700 mm de dólares de reservas bancarias para financiar los programas de QE. Estas reservas bancarias son un activo financiero especial que solo pueden poseer los bancos comerciales dentro del balance del BC, siendo el único medio de pago aceptado entre entidades bancarias. Otra de las peculiaridades de las reservas bancarias es que solo pueden ser creadas por el BC, lo que le permite controlar su precio (tipo de interés). Sin embargo, y en contra de lo que aparece en algunos libros de texto, las reservas bancarias no son por sí solas inflacionistas. Esto se debe a que las reservas no son dinero para la mayoría de agentes económicos, ya que estas solo las pueden poseer los bancos comerciales. El dinero que circula en la economía, la oferta monetaria, no depende de la cantidad de reservas sino que se crea a través de otros mecanismos (principalmente a través del crédito concedido por los bancos).

Si bien la existencia de reservas en el sistema no genera inflación *per se*, la gran cantidad creada desde el 2008 puede tener consecuencias imprevisibles. De hecho, la Fed siempre había implementado la política con una cantidad de reservas muy baja (en los 20 años previos a la crisis, la cantidad media de reservas era de 17 mm de dólares, frente a los 2700 actuales). Por este motivo, y simplificando, la Fed únicamente necesitaba prestar reservas al objetivo al que quería situar los tipos de interés a corto plazo. No obstante, debido al aumento de reservas consecuencia de los distintos QE, en la actualidad existen también muchos bancos comerciales con reservas que pueden prestar. Por ello, desde el 2008, la Fed dispone de un nuevo instrumento: puede pagar intereses por las reservas. De esta manera, la Fed dispone de herramientas que, en teoría, le permiten situar los tipos dentro de una determinada franja (siendo el techo el tipo al que presta reservas, y el suelo el tipo que paga a las reservas). En todo caso, aunque la autoridad americana disponga de nuevas herramientas, el exceso de liquidez y la necesidad de reducir su balance hace muy probable que la volatilidad de los tipos a corto plazo aumente.

En este contexto, la Fed se enfrenta a varios retos. El primero es normalizar su balance a tiempo, de forma que pueda implementar medidas de expansión monetaria cuando la economía lo requiera nuevamente. Además, deberá soportar las inevitables pérdidas (que el FMI estima entre un 1% y un 4% del PIB de EE.UU.) procedentes de pagar intereses a las reservas bancarias y las derivadas de las ventas de bonos que compró en los QE (dada la relación inversa entre el precio y los tipos de interés de la renta fija). Por último, pronto sabremos si los nuevos instrumentos son útiles para que la Fed controle los tipos de interés a pesar de la gran cantidad de reservas existentes. En teoría, los tipos de interés pueden ser independientes de la cantidad de reservas, y un Banco Central puede asumir pérdidas de forma ilimitada. Veremos qué ocurre en la realidad.

Pablo Manzano
Analista de Macroeconomía

Renta fija

Cambio de ciclo

Quien no aplique nuevos remedios debe esperar nuevos males, ya que el máximo innovador es el tiempo. Citemos a Sir Francis Bacon, ya que creemos que hay que adaptarse para poder avanzar con garantías de éxito y, en el entorno actual, esta cita gana relevancia en la inversión en renta fija.

Después de casi seis años con tipos de interés oficiales rondando el cero y un buen número de medidas ultra expansivas excepcionales, parece que 2014 marcará el punto de inflexión en Estados Unidos.

Cuando en mayo de 2013 Bernanke avisó de que el sesgo de la política monetaria cambiaría, la reacción de los mercados fue brusca. Aunque todo el mundo sabía que algún día los tipos tenían que subir, los agentes económicos no estaban preparados, y el repunte de las curvas de tipos estuvo cerca de tocar de muerte la incipiente recuperación económica en Estados Unidos. Ahora bien, aquello sirvió de lección tanto para la Fed como para los inversores.

En defensa de los bancos centrales y, en particular en este artículo en defensa de la Fed, queremos decir que cualquier cambio en el ciclo de la política monetaria no es nada fácil de llevar a cabo, por no hablar del control de todas sus consecuencias. Pero si a esto le sumamos que estamos en terreno nunca explorado -revertir un QE y empezar a subir los tipos desde el 0%-, la tarea de la Fed es un reto de dimensiones titánicas.

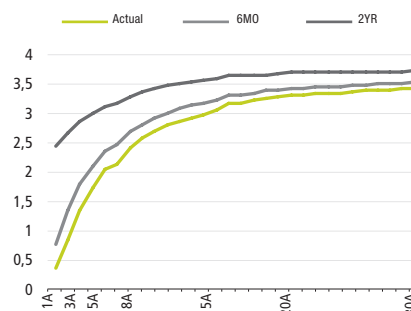
En los últimos meses creemos que la Fed ha hecho sus deberes y ha transmitido claramente a los agentes económicos cuál es su intención para no afectar a la incipiente recuperación económica estadounidense. Ahora bien, creemos que a los mercados todavía les falta para poner en precio este cambio de ciclo de la política monetaria en Estados Unidos.

La Fed nos ha acostumbrado a una gran cantidad de liquidez y a tipos ultra bajos que han hecho que los inversores hayan invertido en activos con más riesgo del que tradicionalmente habrían asumido en pro de un nivel mínimo de rendimiento, fiándolo todo a la red de seguridad de los bancos centrales, que lo han protegido casi todo. Ahora, el principal riesgo a evitar es un aumento brusco e inesperado de los tipos de interés a largo plazo que puede afectar a la estabilidad financiera y, de forma más general, a los flujos de capital y los tipos de cambio globales. Debemos tener en cuenta que el nivel de

endeudamiento, mayoritariamente del sector público, sigue siendo alto y que, por tanto, la sensibilidad a subidas de tipos es mayor que en otras ocasiones; además, la subida de tipos hará que las carteras de renta fija de los bancos y otras instituciones incurran en pérdidas, algo a lo que, últimamente, no están nada acostumbrados. Dicho esto, el cambio de ciclo implicará, como no puede ser de otra manera, que los inversores empiecen a reubicar sus inversiones poniendo de nuevo sobre la mesa el binomio riesgo-rentabilidad. Así, la renta fija emergente o el crédito *high yield* pueden volver a poner en precio el riesgo y la volatilidad típica de estos activos. Sin embargo, no creemos que estas correcciones sean de una severidad tal que comporten salidas masivas de estos activos. La Fed es la primera interesada en intentar que la normalización de la política monetaria no se le escape de las manos y en que la subida de tipos ayude a la mejora de la economía y no impida que la recuperación iniciada se detenga. Así, en nivel absoluto, los tipos seguirán bajos y por lo tanto los inversores continuarán buscando rendimiento en los activos con riesgo. El cambio más importante -a nuestro entender- con el nuevo ciclo de la política monetaria estadounidense y la convivencia de éste con otras zonas donde aún se están implementando políticas monetarias expansivas (Eurozona, Japón) será el aumento de la volatilidad en los mercados. En cuanto a los tipos, los tramos cortos de la curva americana deberían recoger más rápidamente el cambio en la política monetaria, mientras que el tramo largo puede continuar sostenido, entre otros, por los flujos. Estrategias de *flattening* (aplanamiento de la curva) o valor relativo entre la curva americana o la europea ofrecerán valor a los inversores. Creemos pues que debemos prepararnos para un escenario donde una inversión tradicional en renta fija (*buy&hold*) no ofrecerá rendimientos positivos, ya que la volatilidad vendrá para quedarse y las carteras de renta fija se tendrán que gestionar más activamente ampliando el universo de activos donde invertir.

Susana Torrent, CAIA
Gestora Sénior Renta Fija

US Dólar Swap



Fuente: Bloomberg

Con las curvas forward se ve cómo el tramo más corto de la curva es el que recoge en mayor magnitud las subidas de tipos.

Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

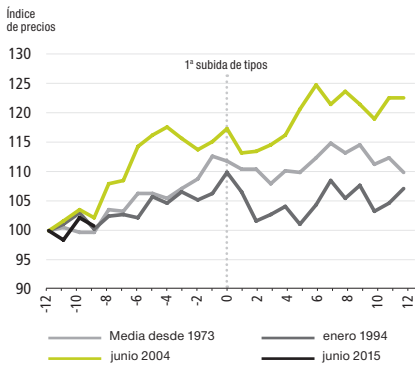
	30/09/14	4º T 14	1º T 15	2º T 15
Zona euro	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
EE.UU.	0,25%	0,25%	0,25%	0,45%
Reino Unido	0,50%	0,55%	0,80%	0,95%

Tipos de interés: variaciones

	30/09/14	Últimos 3 meses	Último año
Zona euro			
Euribor 3 meses	0,08%	-0,20	-0,13
Bund 10 años	0,95%	-0,98	-0,34
EE.UU.			
US Libor 3 meses	0,24%	-0,01	-0,05
US 10 años	2,49%	-0,54	0,64
Reino Unido			
GBP Libor 3 meses	0,57%	0,04	0,06
Gilt 10 años	2,43%	-0,60	0,66

Renta variable

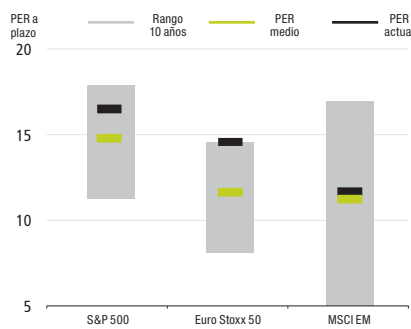
S&P - Comportamiento 12 meses antes y después de la 1.ª subida de tipos



Fuente: Bloomberg

Históricamente, el S&P 500 ha tenido un buen comportamiento con la primera subida de tipos, seguido de una corrección.

Valoración principales índices bursátiles



Fuente: Bloomberg

La prima de valoración del S&P 500 limita el potencial de nuevas alzas.

	Cierre	3'T %	YTD %	
EE.UU.	S&P500	1.978	-1,55%	7,00%
	DJ Indus. Avg	17.071	-0,32%	2,98%
	NASDAQ 100	4.047	-0,81%	12,67%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	3.187	1,68%	2,51%
	Francia (CAC 40)	4.358	0,80%	1,45%
	España (Ibex 35)	10.686	0,90%	7,76%
	RU (FTSE 100)	6.647	-2,89%	-1,52%
	Alemania (DAX)	9.423	0,04%	-1,35%
	Suiza (SWISS)	8.777	2,03%	6,99%
	Italia (FTSE MIB 30)	20.526	2,16%	8,22%
	Países Bajos (AEX)	418	1,94%	4,08%
JAPÓN	TOPIX	1.337	3,78%	2,69%
	NIKKEI 225	16.311	4,86%	0,12%
EMERGENTES	México	44.898	-1,41%	5,08%
	Brasil	54.625	-11,70%	6,05%
	Argentina	12.593	27,83%	133,6%
	China	2.358	6,62%	11,42%
	India	26.597	-0,03%	25,63%
	Corea	2.027	-2,34%	0,76%
	Rusia	1.408	0,74%	-6,37%

Las subidas de tipos no detienen a los alcistas

2014 ha demostrado ser un año más difícil para la renta variable. Pero las correcciones han sido relativamente breves y poco profundas. Las subidas de los tipos de interés en los EE. UU. no deberían poner fin a este mercado alcista.

Este ha sido un año inusual por el entorno geopolítico y es probable que persistan muchos factores de incertidumbre. Lo más notable ha sido la escalada de la crisis de Ucrania, seguida por sanciones masivas entre Rusia y Occidente. Asimismo, la emergencia del Estado Islámico de Iraq y el Levante (ISIS) desde Siria hasta Iraq ha agravado los problemas geopolíticos. Mientras que ambos conflictos siguen globalmente sin resolver, el mercado ha empezado a asimilar e ignorar estos riesgos, lo que se refleja sobre todo en la caída reciente del precio del petróleo. Aparte de los factores temporales de oferta y demanda, esto se debe principalmente a la expansión de nuevas tecnologías de extracción de petróleo en los EE. UU., que les permitirá depender menos de Oriente Próximo. Aunque es imposible predecir los cambios del sentimiento de mercado y siempre es recomendable cubrir de algún modo los riesgos de cola, de momento los mercados bursátiles seguramente se centrarán en la política monetaria.

La renta variable europea refleja perfectamente el comportamiento actual del mercado. El Euro Stoxx 50 corrigió en torno al 9% entre finales de junio y principios de agosto. Las malas noticias económicas, agravadas por el conflicto entre Ucrania y Rusia, suscitaron nuevos temores deflacionistas. No obstante, el Banco Central Europeo volvió a reaccionar con el anuncio de más estímulos monetarios, lo que calmó a los mercados. Es probable que las decepciones económicas futuras vengán seguidas de nuevas medidas de estímulo del BCE, lo que limitaría el riesgo bajista. Al mismo tiempo, un rendimiento potencial del 10% o más en los próximos 12 meses sigue estando justificado. Los niveles de valoración son relativamente elevados en términos absolutos, pero siguen siendo atractivos con respecto a la renta variable estadounidense y sobre todo a la renta fija. Además, la dinámica de los beneficios europeos debería de empezar a mejorar, impulsada por la depreciación del euro, el potencial de mejoras de los márgenes y la previsión de un repunte moderado del crecimiento económico. Los analistas pronostican actualmente que el BPA mejoré del 9% en 2014 al 17% en 2015, lo que parece razonable. En particular, destacaríamos los valores cíclicos y los de exportadores que suelen comportarse bien en épocas de aceleración del crecimiento económico mundial y fortaleza del USD. Fuera de Europa, Japón seguramente será el que más se

beneficiará de esta tendencia, mientras que los mercados emergentes deberían de pasar apuros.

Los EE. UU. presentan un fuerte contraste con Europa. El crecimiento económico se está acelerando y la política monetaria está convirtiéndose en un factor en contra. La incertidumbre acerca de la estrategia de comunicación de la Fed y cuándo exactamente subirán por primera vez los tipos podrían provocar una mayor volatilidad y correcciones temporales. No obstante, históricamente las bolsas experimentan una corrección después, y no antes, de la primera subida de tipos (véase el gráfico). De hecho, en promedio, en los 12 meses antes de la primera subida de tipos el S&P 500 ha rendido en torno a un 10%, seguido de una moderada corrección de solo el 4% a continuación. Además, en la fase actual del ciclo económico, la correlación entre renta fija y variable suele ser negativa. Esto significa que las acciones siguen avanzando mientras la renta fija empieza a corregir. Esta fase puede durar varios años antes de que el mercado alcista finalmente termine, y esto suele suceder a causa de una desaceleración económica o una crisis financiera, no una política de mayores tipos de interés. No obstante, tras la buena rentabilidad de los últimos años, el potencial alcista de la renta variable estadounidense parece limitado, especialmente comparado con la europea o la nipona. Las valoraciones son elevadas y los márgenes empresariales están en máximos, aunque estos suelen corregirse solo algunos trimestres después de que los trabajadores ganen poder de negociación (lo que se supone que sucedería con una tasa de paro de en torno al 5,4%, según la Fed). De momento, es probable que los márgenes se mantengan estables. Por consiguiente, el rendimiento futuro del mercado bursátil seguramente provendrá de la progresión de las ventas, que está estrechamente vinculada con un crecimiento del PIB nominal de en torno al 4-5% en los próximos dos años. Si añadimos una rentabilidad por dividendos del 2% y una rentabilidad por recompras de hasta el 3%, obtendríamos un rendimiento total de casi el 10% si los múltiplos y los márgenes se mantienen. Sin embargo, hay cierto riesgo bajista en las previsiones de beneficios para las multinacionales estadounidenses si el USD sigue fortaleciéndose.

*Pascal Rohner, CFA
Director Equity Latam*

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Ice Bucket Challenge

La mayoría de materias primas están sufriendo descensos en los precios en los últimos meses, como si hubieran recibido el agua helada de la campaña viral más original últimamente. La intervención de la mayoría de bancos centrales - y de la Fed en particular - ha provocado en los últimos años numerosas consecuencias en los mercados financieros (inflación financiera y baja volatilidad), y ahora habrá que ver cómo evolucionan sin la intervención de la Reserva Federal estadounidense. En este sentido, muy probablemente provocará subidas de tipos en la zona americana y también el incremento del USD frente a la mayoría del resto de divisas. Y este incremento del billete verde tiene importantes consecuencias en el mercado de materias primas, pues una vasta mayoría se paga en USD, y por tanto se disminuye la capacidad de compra de los inversores con otra moneda base. Continuando en el terreno macroeconómico, la falta de inflación también está provocando el descenso del oro, que está ante un entorno muy complicado. Tras ser uno de los grandes beneficiados en los últimos años por las políticas monetarias expansivas, pero también por ser considerado el activo refugio, ni siquiera los conflictos geopolíticos agudizados los últimos meses han logrado mantener los precios a los niveles de principios de año. China, a pesar de mantenerse como el principal

importador del metal precioso, ha visto cómo sus importaciones han ido retrocediendo hasta, en el mes de agosto, ser las menores desde 2011. Y la fortaleza del USD no ayuda, con lo que todo nos hace pensar que la pérdida de los niveles técnicos del 1200 puede provocar que el metal precioso se sitúe en niveles inferiores a los actuales. Respecto al petróleo, tampoco somos nada optimistas. Más si tenemos en cuenta que ni los conflictos geopolíticos (especialmente en Oriente Medio) han provocado subidas de precios; así pues, es una evidencia de que la inundación en el mercado de petróleo y gas de prospecciones en EE.UU. - recordemos que todo indica que en 2016 el mercado estadounidense será energéticamente autosuficiente - hace que se distorsione sobremanera el equilibrio histórico entre oferta y demanda a nivel global. Además, en lo que se refiere a la demanda, China y Japón han mostrado cierto debilitamiento en los últimos datos publicados. El único motivo que no nos haría ponernos cortos de petróleo es que aún hoy la OPEP controla una buena parte de la oferta y no se descarta -de hecho se espera- el anuncio de recortes en su producción que provocarían, creemos de manera muy temporal, incrementos de precios.

David Rabella, CAIA
Responsable de Fondos Externos y Activos Alternativos

DIVISAS

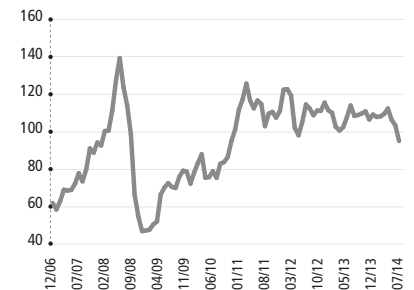
Todo lo demás constante

Son muchos los canales por los que se ven afectadas las divisas. Uno de los principales, especialmente en el corto plazo, son los tipos de interés de la economía, principalmente los vencimientos más cortos. Así, subidas inesperadas de los tipos de interés provocan la apreciación de la moneda local, *todo lo demás constante*. Este fortalecimiento de la divisa se explica porque el aumento relativo de los tipos de interés en relación con otras regiones hace más rentable poseer moneda local para realizar inversiones, lo que aumenta la demanda y por tanto su precio frente a otras monedas. Por supuesto, la clave de esta explicación está en el *todo lo demás constante*, algo que en la práctica no se cumple. La realidad es que *todo lo demás se mueve*. De hecho, repasando la historia reciente, vemos que durante los dos episodios en que la Fed subió tipos, esto es, en 1994 y 2004, la realidad fue distinta. En estos periodos, los diferenciales de tipos oficiales entre EE.UU. y Alemania aumentaron en 400 pb y 300 pb respectivamente, mientras que el dólar, frente a la cesta de monedas que componen el euro, se depreció aproximadamente un 15% y 6%. Estas experiencias son un recordatorio de que *todo lo demás se mueve*. Así, durante el 94-95, en Alemania se despejaban las dudas económicas sobre la reunificación del país, mientras que en el

ciclo 04-06 los inversores aplaudían la aparente estabilidad y fortaleza del nuevo proyecto monetario europeo. Dicho esto, esperamos que las subidas de tipos de interés de la Fed continúen apreciando el dólar, apreciación que en lo que va de año ya ha sido importante, un 6% frente a la cesta de monedas emergentes, y un 7,5% respecto a las desarrolladas. Tres son los motivos. En primer lugar, los mercados cotizan tipos de interés en EE.UU. para el futuro por debajo de lo esperado por los miembros de la propia Fed (60 pb de diferencia para el 2016, y 100 pb para el 2017), por lo que en caso de confirmarse o superarse las expectativas de la Fed, el dólar debería recogerlo. En segundo lugar, a medida que pasa el tiempo, vemos cómo Japón y la Eurozona necesitan más estímulos monetarios para impulsar la actividad económica y la inflación, lo que debería debilitar sus monedas. Por último, la evidencia empírica muestra cómo las subidas de tipos oficiales en EE.UU. suelen tener consecuencias especialmente negativas para los flujos financieros y las divisas emergentes. Por estos motivos, creemos que el dólar seguirá batiendo la mayoría de monedas desarrolladas y emergentes, *todo lo demás constante*.

Pablo Manzano,
Analista de Macroeconomía

Crudo (referencia Brent)



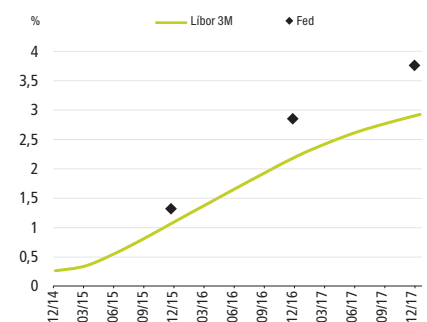
Fuente: Bloomberg

Oro



Fuente: Bloomberg

Tipos a 3 meses esperados y expectativas de tipos oficiales de la Fed



Fuente: Bloomberg

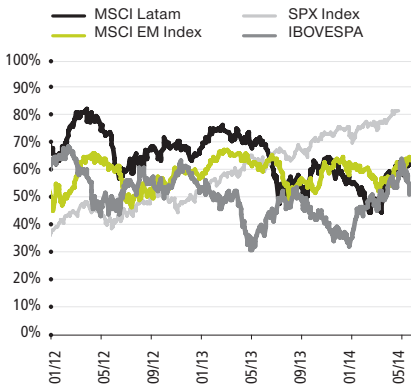
Los tipos de interés que cotiza el mercado son mucho más bajos que los de la Fed. En caso de que se cumplan las expectativas de la Fed, el dólar lo debería recoger.

Tipo de cambio \$/€

% variación:	1 mes	3 meses	1 año
	-3,80%	-7,75%	-6,62%
Previsiones consenso: 4° T 14	2014	2015	
	1,28	1,28	1,23

Latinoamérica

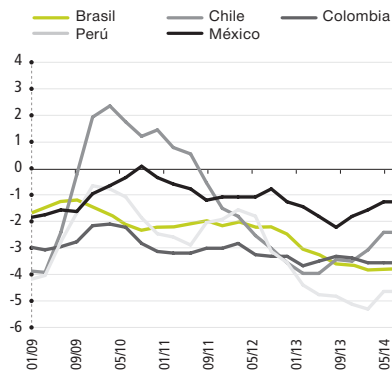
Rendimiento Acumulado en Bolsas



Fuente: Bloomberg

A pesar del desaceleramiento económico en Latam, las bolsas de la región han tenido un rendimiento decente.

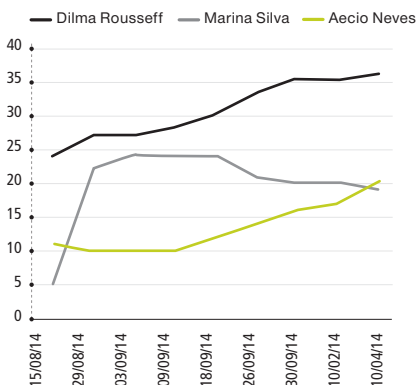
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)



Fuente: Bloomberg

Brasil, Colombia y Perú mantienen un gran déficit en su balanza por cuenta corriente, lo cual les obliga a financiarse en los mercados extranjeros.

Evolución Encuesta Presidencial de Brasil



Fuente: Bloomberg

El resultado de las elecciones todavía es muy incierto, lo cual está creando mucha volatilidad en los mercados.

Tiempo de cambios en Brasil

América Latina está perdiendo impulso a un ritmo preocupante: su tasa de crecimiento prevista para este año es del 1,2%, la mitad de la del año pasado y una quinta parte de la de 2010. Dos países se encuentran claramente en recesión (Argentina y Venezuela), y ahora Brasil también está oficialmente en recesión tras dos trimestres consecutivos de contracción del PIB. México, por otra parte, está teniendo una buena dinámica.

Pese al débil comportamiento de América Latina, la renta variable latinoamericana ha tenido unos resultados bastante aceptables este año en moneda local y ligeramente al alza en USD. Brasil sigue siendo el foco de la región con las elecciones presidenciales que se acercan en octubre. El tema central de la campaña es la economía y quién será el mejor candidato para ayudar a aliviar los problemas estructurales de Brasil. Tras una década de expansión, el crecimiento económico será de un mero 0,5% este año. La inflación, que se sitúa actualmente en un 6,5%, la corrupción y la mala gestión de las empresas públicas son más evidentes ahora que el crecimiento, y el auge de las materias primas que lo impulsaba, se están desacelerando.

Brasil necesita imperativamente reformas del lado de la oferta para reducir el coste de hacer negocios en el país, de modo que pueda volver a un sólido crecimiento del PIB del 4%. Marina Silva es la última candidata a apuntarse a la carrera presidencial. Los mercados financieros acogen bien las propuestas que ha presentado, que se consideran más favorables para los inversores. La mayoría de estos ven con buenos ojos cualquier escenario que represente el fin de la administración Rousseff: el índice Bovespa ha subido un 10% desde que Marina irrumpió en la carrera y escaló en las encuestas. Mientras que un cambio de gobierno en Brasil podría desencadenar una subida sustancial a corto plazo, creemos que los inversores resultarán finalmente decepcionados. Marina no contará con el respaldo de un gran partido político o coalición que le permita llevar a cabo unas reformas radicales, y es probable que el crecimiento siga débil y la inflación tarde en volver a caer.

Seguimos prefiriendo México a Brasil. Tanto las reformas energéticas como los fuertes vínculos económicos con los EE.UU., la demografía y una mayor competitividad manufacturera frente a China pueden suponer factores positivos a largo plazo para el país. México está iniciando una aceleración del crecimiento, caída de la

inflación y unos tipos de interés a mínimos históricos. Gracias a la solidez actual de la economía estadounidense y unos resueltos estímulos fiscales enfocados a las infraestructuras y a la vivienda, el PIB debería de crecer en un 4% el próximo año.

Por último, las posibles subidas de los tipos de interés en los EE.UU. el año que viene deberían de afectar a América Latina en general, pues supondrán el fin de la era de dinero fácil. El dinero regalado de la Fed permitió a los países latinoamericanos incurrir en déficits pues sus mayores tipos de interés suscitaron demanda de sus bonos y sus monedas. Reconocemos que la mayoría de gobiernos latinoamericanos han reducido su exposición a los tipos de interés estadounidenses en la última década, al emitir una mayor proporción de deuda pública en sus monedas nacionales, y los bancos centrales cuentan ahora con unas mayores reservas de divisas extranjeras; por consiguiente, los mercados distinguirán entre los países en función de sus fundamentos, penalizando a las economías con un mayor déficit exterior por cuenta corriente y problemas de inflación, como Brasil. En cambio, para los países con estrechos vínculos comerciales con los EE.UU. como México, el impulso positivo de un crecimiento más fuerte en EE.UU. seguramente se impondrá.

*Stephane Prigent, CFA
Responsable Macro y Estrategía 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