



**Crèdit Andorrà**  
Asset Management

# Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

## ÍNDICE

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

## Europa vuelve a escena

**El viejo continente ha sido fuente de tensiones estos últimos años, en medio de las dudas sobre la supervivencia del proyecto encabezado por una moneda de breve historia, a la que demasiados analistas sentenciaban a un futuro aún más breve. Después de una recesión de duración récord, parece que Europa vuelve a ser el centro de atención, pero, por fin, en positivo.**

Los datos macro europeos –incluso en la periferia– han sorprendido a un público que se había habituado a descensos permanentes –la recesión duraba ya siete trimestres– y a que el viejo continente sirviera solo como fuente de disgustos. Abundaban hasta hace poco los pronósticos catastrofistas que contaban los días para la inevitable implosión de la zona euro. La OMT empezó a deshacer las esperanzas de todos los que aspiraban a ser un nuevo "Roubini" (el profesor de la universidad de Nueva York que anticipó el estallido de la burbuja inmobiliaria en EE.UU. y que, por cierto, ha continuado pronosticando desastre tras desastre, con mucha menos fortuna, de momento). Quedaba sin embargo la economía del viejo continente, empeñada en una recesión que asustaba a los inversores.

Pero nada es eterno –las recesiones tampoco. Aparte de la inestimable colaboración del BCE, otros factores hacían pensar que había que ser más optimista. El ejercicio de "autoflagelación" en forma de austeridad se ha ido moderando en los últimos meses, y ahora las autoridades dan más tiempo para alcanzar los objetivos de déficit marcados, que además definen en términos estructurales (reduciendo el impacto anticíclico). En la periferia, los déficits por cuenta corriente han mejorado espectacularmente –ya son en muchos casos superávits–, las exportaciones crecen, los bancos se han ido recapitalizando lentamente, se aprueban reformas antes impensables y se recupera la competitividad perdida a marchas forzadas. Seis años de crisis han dejado la demanda interna derruida, afectada por la lacra del paro, pero también han servido para hacer limpieza parcial de los excesos previos. Era cuestión de tiempo, en definitiva; tiempo que han comprado

el BCE (sobre todo) y los (pequeños, pero vitales) avances en la integración europea.

La buena noticia es que los indicadores adelantados apuntan a que la mejora económica apenas ha empezado y puede tener continuidad. No nos hacemos ilusiones, creemos que la recuperación será tibia, con casi todos los agentes económicos aún más atareados en reducir el endeudamiento que no en otra cosa. Sin inflación ni crecimiento sustancial, el BCE deberá seguir echando una mano aún durante mucho tiempo. ¿Qué podemos esperar en la renta fija? Tipos muy bajos, seguro. Pero cuidado: el Bund al 2% es bajo, pero también lo es al 3%. No podemos perder de vista que los niveles recientes son una anomalía histórica y, tarde o temprano, se corregirán. Con la Fed tratando de encontrar la fórmula para reducir estímulos, el riesgo es asimétrico como nunca, y mantener duraciones bajas parece lo más sensato. Precisamente este cambio de tono del banco central estadounidense, que lo aleja de la política de su homólogo europeo, debería terminar por pasar factura al euro. Si hay algún activo que se beneficia simultáneamente de la laxitud del BCE y de la mejor macro europea es la renta variable del viejo continente. Los inversores la habían sacado del radar y eso implica que queda mucho comprador potencial. Los beneficios siguen deprimidos y, por tanto, tienen mucho margen de mejora, lo que no se descuenta en valoraciones todavía ajustadas. Todo lo anterior, siempre con la prudencia debida –sabemos de la fragilidad de la recuperación. Pero parece que ahora, para bien, Europa vuelve a escena.

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

El vals de los gobernadores	
GOBIERNO:	
EE.UU.	⬇
Eurozona	⬇
CORPORATE:	
EE.UU.	⬇
Eurozona ("Central")	⬇
Periferia	➡

### Renta variable

Los vientos soplan hacia Europa	
EE.UU.	➡
Eurozona	⬆
España	⬆
Emergentes	➡

### Materias primas

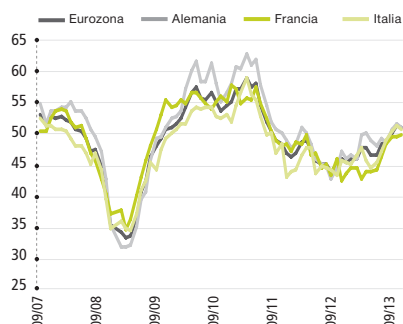
Gas para Europa	
Petróleo	➡
Oro	➡
Metales	➡

### Divisas

Dame dólares	
EUR/USD	⬇

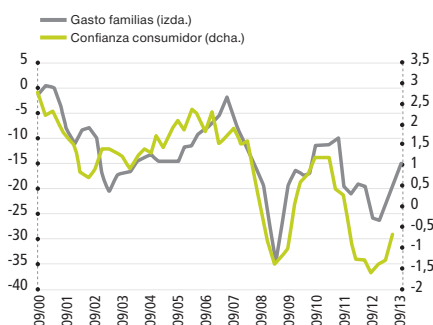
# Situación macroeconómica

## PMI manufactureros de la zona euro



Los indicadores adelantados, como pueden ser los PMI, apuntarían a que la recuperación debe tener continuidad en los próximos trimestres. La última lectura superaba de nuevo el nivel de 50 y no solo mejoran los países centrales, sino que los de la periferia los acompañan.

## Confianza del consumidor y gasto de las familias de la eurozona



La confianza del consumidor mejora y registra niveles no vistos en más de dos años. Parece que los consumidores han ayudado en estos primeros signos de la recuperación.

## Previsiones Económicas del Consenso

### Anuales

	2013	2014	2015
PIB (YoY%)	-0,4	1	1,4
IPC (YoY%)	1,5	1,5	1,5
Paro (%)	12,2	12,2	12

### Trimestrales

	4º T 13	1º T 14	2º T 14	3º T 14	4º T 14
PIB (YoY%)	0,4	0,8	0,8	1	1,15
IPC (YoY%)	1,4	1,4	1,55	1,5	1,5
Paro (%)	12,2	12,2	12,2	12,1	12,1

## Ponemos nota a la recuperación de la eurozona

Este final de verano nos ha dejado nuevas señales de aceleración de la recuperación en la eurozona. Una combinación de PIB del segundo trimestre por encima de lo previsto y unos indicadores adelantados, entre los que destacan los PMI o las confianzas, han llenado de optimismo las perspectivas para lo que nos queda de 2013 y 2014.

Excelente, en la asignatura de credibilidad –catalizador fundamental a la hora de atraer o provocar la salida de flujos de inversión estables y sostenibles que ayuden a crear riqueza. Hace meses que los titulares ya no son catastrofistas para Europa y parece que los deberes que han hecho el BCE y muchos de los países miembros han hecho recuperar la confianza del inversor extranjero.

Notable, para el crecimiento. Aunque la cifra no es nada del otro mundo  $+0,3\%$  trimestral-, el signo del dato de PIB correspondiente al segundo trimestre del año ponía fin a siete trimestres consecutivos de contracción. Ha sido la recesión más larga que ha sufrido la zona euro. Han sido los consumidores los que han liderado esta moderada recuperación, que, a tenor de lo que apuntan indicadores adelantados como los PMI o las confianzas, podría tener continuidad en los próximos trimestres. El punto a vigilar aquí será el crecimiento global. El sector exterior es uno de los que más está ayudando –sobre todo en Alemania, que sigue siendo el motor de Europa- y deberá seguir ayudando al crecimiento en el futuro. El riesgo de desaceleración en emergentes, entre los cuales China, pueden generar dudas sobre la evolución del crecimiento europeo.

Aprobados, para el BCE y la política fiscal. El primero, en septiembre, reiteraba que los tipos de interés se mantendrán en los niveles actuales o incluso por debajo, durante un largo periodo de tiempo, dando más visibilidad a los próximos movimientos, lo que ha sido bien recibido por el mercado. Aunque actualmente una nueva rebaja de tipos parece poco probable –a no ser que los datos macroeconómicos empeoren-, lo que no se puede descartar son nuevas políticas monetarias para intentar mejorar el entorno de la concesión de créditos. Las amortizaciones de los LTRO reflejan una mejora de la confianza en los mercados financieros, pero implican una reducción de la liquidez agregada. El repunte reciente de los tipos

monetarios hizo que Draghi advirtiera, en la reunión de septiembre, que está preparado para actuar de nuevo si fuera necesario. Los mercados también han aprobado la mejora en política fiscal. Así, el retraso en los plazos de cumplimiento de los déficits públicos, aunque no se trata de una medida expansiva, sí es menos contractiva, lo que debería ayudar a los países afectados a recuperar el crecimiento antes.

Insuficiente, en el mercado laboral y la unión bancaria. Pese a que el número de parados ha bajado en los últimos dos meses, no ha tenido traducción en la tasa de desempleo, que se mantiene elevada y que esconde realidades tan diferentes como el 6,8% de Alemania o el 26,3% de España. También en negativo pesa el proyecto de unión bancaria, que, a pesar de seguir adelante, avanza a un ritmo más lento de lo previsto y, por lo tanto, será un catalizador más a medio plazo que para la salida inmediata de la recesión.

De los datos macroeconómicos se desprende que la economía europea está ganando tracción, si bien es cierto que no todo el mundo avanza al mismo ritmo. Ahora bien, las reformas estructurales llevadas a cabo por la mayoría de países de la periferia deberían dar paso a una corrección de los desequilibrios y a unas economías más flexibles que apoyen el crecimiento. Por otra parte, los ajustes fiscales deberían reflejarse en unas cuentas públicas más saneadas, reduciendo los riesgos de nuevos episodios de crisis soberanas, con el consecuente impacto en el sector financiero. La reforma de este sector en muchos países, unido a los tímidos avances hacia una unión bancaria, debería contribuir a restablecer el crédito al sector privado. Con todo, damos una buena nota a Europa y esperamos que en los próximos trimestres nos siga sorprendiendo al alza.

Susanna Torrent  
Gestora Senior de Renta Fija

# Renta fija

## El vals de los gobernadores

Los tipos de interés europeos han danzado siguiendo la música que marcaba el discurso de Draghi y los demás gobernadores de los principales bancos centrales. Como buenos directores de orquesta, han logrado hasta ahora dirigir los movimientos de los inversores. Ahora bien, el alegre vals de los últimos 30 años para los activos tradicionales de renta fija podría convertirse en un réquiem.

Los libros de texto que estudiábamos en la Facultad de Economía nos hablaban de tipos de interés de equilibrio. A lo largo de los años han ido surgiendo diferentes modelos económicos que explican cuáles deben ser los niveles de estos tipos de interés, pero todos ellos suelen estar basados en variables como el crecimiento previsto, las expectativas de inflación de los próximos años, etc. En cambio, los niveles de los tipos de interés tan bajos que tenemos actualmente y que hemos vivido durante los últimos años no se explican por ninguno de estos modelos teóricos: la explicación la encontramos en las políticas monetarias extremadamente expansivas que han llevado a cabo los principales bancos centrales para intentar solucionar la crisis financiera.

¿Ya no sirven estos modelos para predecir cuáles serán los tipos de interés a largo plazo? Sinceramente, no sabríamos dar una respuesta contundente. Sí estamos convencidos de que más temprano que tarde las medidas de los bancos centrales pueden ir perdiendo su eficacia, dejando de ejercer tanta influencia sobre el nivel de tipos. No estamos solos en este pensamiento: ya hace tiempo que están surgiendo algunas voces que se cuestionan si las palabras de Draghi seguirán influenciando a los mercados financieros *in eternum*, si los tipos de interés soberanos de los países centrales no deberían también incorporar alguna prima de riesgo de crédito dados los extraordinarios niveles de endeudamiento que están alcanzando, si la inflación de activos financieros que han provocado todas estas políticas monetarias no estará generando otra burbuja, etc.

También tenemos claro que, pese a la mejora de algunos indicadores económicos durante los últimos meses, la economía europea está lejos de estar sana del todo. Un repunte de los tipos largos desmesurado en un período de tiempo demasiado corto podría poner en riesgo cualquier inicio de recuperación. En este sentido se enmarca el último discurso del gobernador del ban-

co central europeo, donde avisaba que se mantenía alerta ante cualquier repunte de los tipos, dispuesto a utilizar todo su instrumental siempre que sea necesario. Aun así,

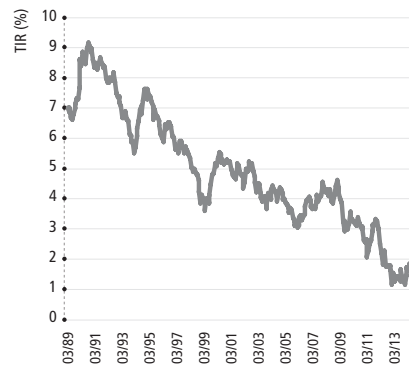
“En el mejor de los casos, correcciones limitadas en el corto plazo darán paso a repuntes suaves, pero persistentes, de los tipos”

creemos que los mínimos que vimos durante el mes de mayo de este año (1,16% del 10 años alemán) difícilmente volverán. En el mejor de los casos, correcciones limitadas en el corto plazo darán paso a repuntes suaves, pero persistentes, de los tipos de interés en el medio plazo, en nuestra opinión.

Malas perspectivas pues para un inversor de renta fija tradicional acostumbrado a mantener una cartera estática de obligaciones. Creemos que el mejor escenario en el que se podría encontrar en el medio plazo es que no se produzcan repuntes agresivos de los tipos a largo, evitando así minusvalías importantes por movimientos adversos de los precios de las obligaciones. Pero las ganancias serían también muy bajas. Si no quiere asumir riesgos elevados, tan solo conseguirá capitalizar el nivel actual de tipos: ¡1,83% a 10 años! Como comentábamos, una anomalía histórica que ni siquiera hará que mantenga su poder adquisitivo en términos reales –descontando la inflación–. Ante esta situación, no nos cansamos de recomendar a nuestros clientes una gestión más activa que nunca, tanto del riesgo de tipo de interés –mediante coberturas dinámicas– como del riesgo de crédito –selección y seguimiento intensivo de los emisores– en las carteras de renta fija.

Meritxell Pons, CAIA  
Directora de Renta Fija

## Tipo soberano alemán a 10 años



Después de 30 años de comportamiento positivo de los activos de renta fija soberana, los tipos de interés han alcanzado niveles tan bajos que el riesgo del inversor tradicional de renta fija es totalmente asimétrico.

## Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

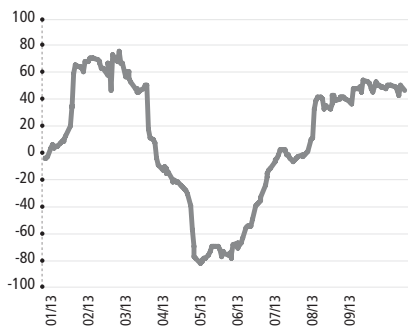
	30/09/13	4° T 13	1° T 14	3° T 14
Zona euro	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
EE.UU.	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Reino Unido	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

## Tipos de interés: variaciones

	30/09/13	Últimos 3 meses	Último año
<b>Zona euro</b>			
Euribor 3 meses	0,23%	0,007	0,005
Bund 10 años	1,78%	0,051	0,337
<b>EE.UU.</b>			
US Libor 3 meses	0,25%	-0,024	-0,110
US 10 años	2,61%	0,124	0,977
<b>Reino Unido</b>			
GBP Libor 3 meses	0,52%	0,007	-0,079
Gilt 10 años	2,72%	0,278	0,994

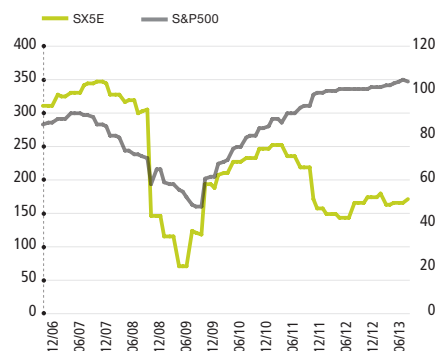
# Renta variable

## Citigroup Surprise Index Eurozona



Desde el pasado mayo, la mejora de los datos macro ha cogido a los inversores por sorpresa.

## Evolución EPS S&P500 vs EuroStoxx50



La evolución de los beneficios (acumulados en los últimos 12 meses) ha sido muy diferente en EE.UU. (en máximos) que en Europa (aún muy por debajo de los niveles previos a la crisis).

	Cierre	3'T %	YTD %	
EE.UU.	S&P500	1.682	4,69%	17,91%
	DJ Indus. Avg	15.130	1,48%	15,46%
	NASDAQ 100	3.218	10,61%	20,94%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	2.893	11,16%	9,76%
	Francia (CAC 40)	4.143	10,82%	13,80%
	España (Ibex 35)	9.186	18,34%	12,47%
	UK (FTSE 100)	6.462	3,97%	9,57%
	Alemania (DAX)	8.594	7,98%	12,90%
	Suiza (SWISS)	8.023	4,42%	17,59%
	Italia (FTSE MIB 30)	17.435	14,41%	7,14%
	Países Bajos (AEX)	375	8,80%	9,40%
JAPÓN	TOPIX	1.194	5,31%	38,88%
	NIKKEI 225	14.456	5,69%	39,06%
EMERGENTES	México	40.185	-1,08%	-8,06%
	Brasil	52.338	10,29%	-14,13%
	Argentina	4.784	60,73%	67,60%
	China	2.175	9,88%	-4,16%
	India	19.380	-0,08%	-0,24%
	Corea	1.997	7,17%	0,00%
	Rusia	1.463	9,95%	-0,81%

## Los vientos soplan hacia Europa

Tras años en los que la renta variable europea despertaba más animadversión que otra cosa, ahora puede volver a recuperar el protagonismo, esta vez en positivo, como destino de unos inversores con alternativas cada vez menos atractivas.

Invertir se está volviendo cada vez más difícil. La renta fija, objeto de deseo número uno en los últimos años, ha perdido mucho de su atractivo. La Fed busca cómo empezar a deshacer estímulos –tarea que seguro resultará mucho más difícil que la de imprimir dinero a raudales–, lo que debería provocar, como mínimo, un aumento de la volatilidad en la categoría. Puede que sea más: el gran mercado alcista de las tres últimas décadas podría estar ya en las postrimerías. Toca buscar nuevos caminos, y la renta variable recupera adeptos. La última semana de la que disponemos datos, de mediados de septiembre, de hecho fue la de mayores entradas netas en este activo de la historia.

Para terminar de allanar el camino, los obstáculos que a principios de mes eran mayoría han ido cayendo (algunos solo temporalmente). Lo que parecía un ataque militar inminente a Siria quedó en nada, la Fed sorprendió posponiendo el inicio del temido "tapering" y Summers, que no contaba con el beneplácito de los mercados, se descartaba como candidato a sustituir a Bernanke el próximo enero. Preocupaba si la macro china seguiría torcida o si las ventas de emergentes del verano se volverían estampida. Ninguna de las dos cosas, de momento. ¿Elecciones alemanas? Merkel deberá gobernar en coalición con un partido de izquierdas, más proeuro que no el FDP, con quien había compartido gobierno los últimos años. Parece que solo quedan dos nubes en el horizonte: Berlusconi, amenaza permanente a la estabilidad del gobierno italiano, y las negociaciones en EE.UU. para renovar el presupuesto estadounidense, que concluye el año fiscal en septiembre, y para elevar el techo de la deuda. Desafortunadamente, esto último no es noticia. La escena se repite una y otra vez, y siempre terminan por prorrogar los presupuestos previos en el último minuto. En el 95, Clinton tuvo que cerrar el gobierno unos días, escena que podría repetirse ahora. En cualquier caso, el impacto económico es reducido, dado que el cierre dura unos pocos días y, una vez se reanuda la actividad, se paga lo que se

encontraba pendiente de forma retroactiva.

Renta variable, pues; pero ¿dónde? La americana se encuentra en máximos históricos y lo que dé más ahora debe ser muy probablemente vía expansión de múltiplos. ¿Emergentes? A más de uno todavía no se le ha pasado el susto de este verano. Desde 2010, en promedio, se ha vertido 1 billón de dólares cada año, de los que se ha retirado una mínima parte (unos 254 mil millones). Si vuelven los miedos sobre China o el "tapering" de la Fed (esto último es cuestión de tiempo), la posibilidad de pillarse los dedos no es menor. ¿Y Europa? No hace mucho, no quería verla nadie ni en pintura. Parece que eso ha empezado a cambiar. En la primera mitad del 2013 los inversores americanos la compraron como nunca desde 1977. En el segundo trimestre de este año rompía una racha récord de siete seguidos en contracción, y tanto los PMI europeos como los indicadores de confianza adelantan que la recuperación está para quedarse. Se tratará de una recuperación muy tibia, lo suficiente para que el BCE no pueda más que aumentar la dosis de política monetaria que suministra al paciente. Un cóctel muy del gusto de los inversores, que también viene acompañado por valoraciones razonables. Teniendo en cuenta el bajo punto de partida de los beneficios y el elevado apalancamiento operativo en Europa, no es osado aventurar mejores resultados en próximas publicaciones.

En un mapa de activos meteorológico imaginario, en Europa hacía años que dibujábamos tormenta permanente. Ahora, por fin, parece que tenemos un anticiclón de camino.

David Macià, CFA  
Responsable de Análisis y Estrategia

# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## Gas para Europa

Actualmente el uso del gas natural representa el 25% de la energía consumida en Europa. Su uso está todavía dominado por el ámbito doméstico, pero se espera que en el futuro sea la principal fuente de energía, en combinación con otras energías renovables para la fabricación de energía más limpia y sustituyendo parcialmente el uso de petróleo y carbón en el ámbito industrial y del transporte. Por tanto, hablar del gas natural es hablar también del coste y de la competitividad industrial en Europa. Si desde Europa se tuviera acceso a esta energía a los precios americanos -4 dólares hacia los 10 del viejo continente-, se reduciría más de un 10% la factura energética.

Se habla de que Estados Unidos será autosuficiente energéticamente a finales de esta década, precisamente por el "boom" del "shale gas". Y actualmente Europa, claramente deficitaria, depende en exceso de las importaciones de Rusia y Noruega. Precisamente, por esta razón, hay que tomar decisiones en el ámbito energético de gran

alcance y realmente controvertidas, como el uso de energía nuclear o la utilización del "fracking" para acceder a las reservas de "shale gas". Actualmente hay debates parlamentarios en el Reino Unido y en los Países Bajos para dar luz verde a la extracción del gas a través de este nuevo sistema. Por otra parte, también se están construyendo gasoductos (provenientes de Rusia, de Ucrania, de Oriente Medio y de África) o renegociando los contratos a largo plazo para desvincular el precio del gas del del petróleo.

A nivel financiero, nos tenemos que ceñir al mercado americano, que es el único lugar donde se pueden negociar contratos de gas natural. Y allí, aunque se depende de la evolución meteorológica y se pronostica un invierno estándar, creemos que el incremento de oferta y el de demanda irán de la mano, sin alterar su precio en los próximos meses.

*David Rabella*  
Responsable de Fondos Externos  
y Activos Alternativos

DIVISAS

## Dame dólares

En el mercado de divisas se intercambian, diariamente, el equivalente a 5,3 trillones de dólares. Los volúmenes no paran de crecer (se han multiplicado por cuatro en lo que llevamos de siglo), pero hay algo que no cambia: el dólar es el dominador absoluto, sirviendo de contraparte en un 87% de todas las transacciones. Ni la introducción del euro, ni el resurgimiento de los países emergentes, ni el retorno del interés por el yen (aunque sea para venderlo), nada le hace sombra. De hecho, el euro, la segunda moneda con mayor peso en el total de transacciones, apenas llega al 33,4%.

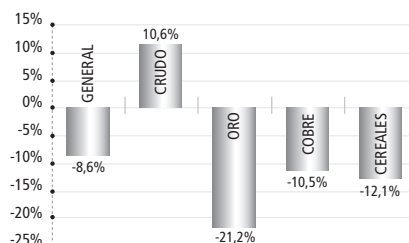
El papel de moneda de referencia en el planeta es pues incontestable. Los tipos cero y la extrema laxitud de la Fed le hacían ser, además, "funding currency": los inversores pedían préstamos en dólares para invertirlo en otras divisas con tipos más altos o con mejores dinámicas de crecimiento. No extrañará a nadie que los mercados emergentes predominen como destino. Pero ahora, con Bernanke pensando en cómo empezar a deshacer estímulos, la cosa cambia. A medida que se confirme que la política monetaria estadounidense ha virado

de rumbo, se irán deshaciendo las (enormes) posiciones antes mencionadas, repatriando capitales hacia EE.UU. Este verano tuvimos una cata, con violentas caídas de las divisas emergentes y ventas masivas de los activos subyacentes (tanto bolsas como deuda). El euro salió indemne.

De momento. El famoso "tapering" (reducción del ritmo de expansión del balance de la Fed) se ha pospuesto, pero parece solo cuestión de tiempo. Mientras tanto, el BCE no tendrá más remedio que inventarse alguna manera de ayudar aún más a la zona euro —su economía es demasiado débil, y la deflación y la falta de circulación del crédito predominan en el sur. Con la demanda interna tan débil, Europa además fía al sector exterior la salida de la crisis. Un euro menos fuerte sería de gran ayuda. Más medidas expansivas en Europa y menos en los EE.UU. durante los próximos años es el principal ingrediente de una receta que debería cocinar un euro más débil y un dólar más fuerte.

*David Macià, CFA*  
Responsable de Análisis y Estrategia

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



## Oro



## Euro vs dólar



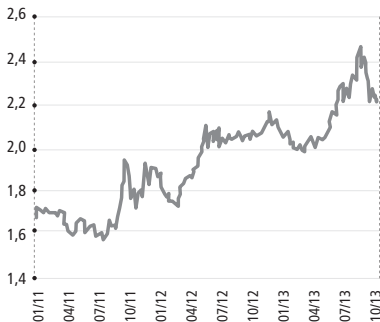
El euro ha resistido muy bien frente al dólar durante toda la crisis.

## Tipo de cambio \$/€

% variación:	1 mes	3 meses	1 año
	2,48%	4,04%	5,09%
Previsiones consenso: 2013	1° T 14	2° T 14	
	1,32	1,30	1,29

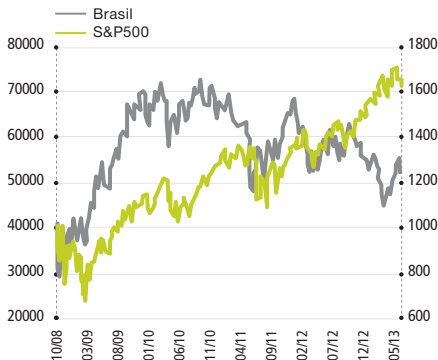
# Latinoamérica

## Evolución del real brasileño



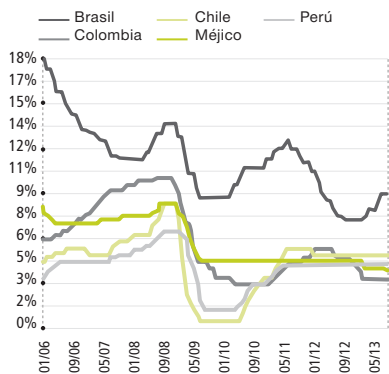
Las salidas de flujos de la región han provocado fuertes correcciones de la mayoría de las divisas Latam contra el dólar y, en especial, en aquellos países con mayores déficits por cuenta corriente, como Brasil. Dichas correcciones han avivado los temores sobre una posible "crisis emergente".

## S&P500 vs Bovespa



El temor de la retirada de los estímulos por parte de la Reserva Federal de EE.UU. ha llevado a fuertes correcciones de los índices de bolsa regionales. El índice Ibovespa de Brasil ha corregido un -21,15% YTD frente a una subida del 19,79% del S&P500.

## Evolución de los tipos de interés de referencia



Las correcciones de las divisas de la región podrían crear tensiones inflacionistas adicionales. Países como Brasil, que ya tiene los índices de precios por encima de los niveles deseados, han continuado subiendo los tipos de interés de referencia para frenar dicha tendencia.

## ¿Éxodo o viaje de ida y vuelta?

**Las recientes salidas de flujos de la región y las correcciones de las divisas han avivado los temores de una nueva crisis emergente, pero creemos que la región se encuentra mejor posicionada que en crisis anteriores para afrontar esta situación.**

Desde que la Reserva Federal anunció la posibilidad de retirar paulatinamente los actuales estímulos monetarios, los activos de la región han sufrido fuertes correcciones. Ello a pesar de una mejora de los datos macroeconómicos globales, en especial en los países desarrollados, con Europa por fin saliendo de la recesión. Los países con déficits por cuenta corriente más elevados, como Brasil o Perú –con importaciones en dólares que superan las exportaciones–, son los que han sufrido las mayores correcciones en sus divisas. Este hecho distorsiona las previsiones a futuro, dado que podría avivar las presiones inflacionistas (al encarecer las importaciones), que ya están en la parte alta de los rangos deseados en países como Brasil. Para frenar esta espiral, las autoridades brasileñas están elevando sus tipos de interés y han anunciado fuertes planes de intervención en el mercado de divisas –60 bn USD hasta finales de año. Lo anterior dificulta retomar crecimientos más sólidos.

Cabe añadir que factores que en los últimos años ayudaron a la buena evolución de los activos de la región se han revertido y han pasado a ser obstáculos. Destaca China, creciendo a un ritmo menor, y los precios de las materias primas desacelerándose. Todo esto ha provocado salidas de flujos de la región que han avivado los temores sobre las probabilidades de encontrarnos frente a una nueva "crisis emergente", dado que las crisis de los últimos 30 años han estado provocadas, en gran medida, por fuertes salidas de flujos y depreciaciones de las divisas locales. Entre otras cosas, se tensionan los balances de muchas de las empresas que se han estado endeudando en dólares, pero que ingresan en moneda local. Creemos que la región se encuentra mejor posicionada que en épocas pasadas. Los tipos de cambio son ahora flexibles, con lo que pueden adaptarse mejor a las variaciones de los flujos de entrada y reducir su impacto. Además, sus reservas en divisas internacionales están a niveles muy superiores que en crisis anteriores y el mercado de bonos locales es mucho

más desarrollado y líquido, lo que ha ayudado a reducir la exposición a deuda dolarizada, disminuyendo así los posibles desequilibrios. Podemos decir, por tanto, que la depreciación de las divisas no tiene un efecto tan pernicioso como el de otras épocas, cuando la mayor parte de la deuda estaba denominada en dólares. Pero el hecho de que la región esté mejor preparada para afrontar una salida masiva de capitales no quiere decir que no estemos ante una previsible desaceleración del crecimiento a futuro. Los datos adelantados de actividad manufacturera y cifras de consumo, de hecho, así lo indican. Adicionalmente, la debilidad reciente pone de relieve problemas estructurales, como la baja productividad en la región. Cualquier cambio en la liquidez global hace más delicada la situación y el impacto negativo es mayor en los mercados emergentes que en los desarrollados.

La tentación de invertir en los activos de la zona es elevada, con valoraciones que parecen atractivas tras las recientes correcciones, pero creemos que todavía es pronto para elevar nuestra exposición, máxime teniendo en cuenta las estimaciones de crecimiento e inflación para la región. Necesitamos ver una estabilización de las divisas y los precios de las materias primas, así como evidencias sólidas de reacceleración del crecimiento en China, antes de jugar la baza de los emergentes con plena convicción.

*Noelia Povedano*  
Vicepresidenta de Mercados y Estrategia 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 2013.  
Reservados todos los derechos.

