

# Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

## ÍNDICE

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

## El impuesto silencioso

**Los excesos de capacidad reinantes hacen pensar que las presiones inflacionistas se mantendrán contenidas aún durante mucho tiempo. Sin embargo, pensamos que los bancos centrales no tendrán más remedio que mantener tipos reales negativos hasta que se consiga digerir la descomunal acumulación de deuda, lo que debería afectar decisivamente a las decisiones de inversión a medio plazo para luchar contra el enemigo número uno de los ahorradores: la inflación.**

“Mediante la inflación los gobiernos pueden confiscar, secreta e inobservadamente, una parte importante de la riqueza de sus ciudadanos”. Keynes, uno de los economistas más influyentes de la historia, ya lo avisaba en 1919. Vaya por delante que las presiones inflacionistas ni están, ni las esperamos a corto plazo. La inflación salarial acostumbra a ser el hilo conductor (las subidas de los precios de la energía o la alimentación son más bien asimilables a nuevos impuestos, ya que reducen la renta disponible de los hogares y, por tanto, acaban por reducir el consumo, limitando la inflación subyacente). Con los elevados niveles de paro actuales en los países desarrollados, presiones inflacionistas severas son altamente improbables. En la zona euro, el paro (ya al 11,9%) marca nuevos récords publicación tras publicación. En EE.UU., donde el dinamismo en el mercado laboral es mucho mayor —se crean alrededor de doscientos mil empleos mensuales—, se calcula que al menos se tardarán dos años más en llegar a la tasa de paro que podría empezar a preocupar a la Fed. Y eso suponiendo que no se incorporen nuevos trabajadores a la población activa, lo que es mucho suponer. Un estudio reciente calculaba que si la tasa de participación sube un 1% (ha bajado un 4% desde los máximos), el 6,5% de paro no se alcanzaría hasta el 2018. En lo que respecta a la liquidez que siguen inyectando los bancos centrales, de momento no llega tampoco a la economía real, ya que queda retenida en el sistema financiero. El masivo sobreendeudamiento alcanzado durante la última expansión será muy difícil de digerir. Sin oferta ni demanda de crédito, por este lado las presiones deberían quedar contenidas.

Pero es precisamente la enorme acumulación de deuda lo que creemos que forzará —ya

está forzando, de hecho— a las autoridades a adoptar una de las pocas medidas disponibles para digerirla: los bancos centrales tolerarán niveles de inflación más elevados manteniendo los tipos bajos. Precisamente porque el riesgo de que se les descontrolen el nivel de precios es bajo, lo pueden hacer sin más problema. Consiguen así dos objetivos. Por un lado, como la deuda se mide en relación al PIB *nominal*, mantener los tipos por debajo de la inflación ayuda a que el numerador aumente a menos velocidad que el denominador, reduciendo el ratio de endeudamiento. La segunda ventaja es que esta variante de “represión financiera” tiene una gran virtud: a diferencia de otros métodos de reducción de la deuda (quiebras o reestructuraciones, por ejemplo), este, como Keynes avisaba, suele pasar inadvertido a quienes soportan la factura, los ahorradores.

Es nuestro deber, pues, adoptar las medidas correctoras a nuestro alcance. Creemos que hay que potenciar activos no tradicionales en nuestras carteras de renta fija, donde resulta difícil cubrir el aumento del coste de la vida (sin ir más lejos, la inflación en la eurozona fue del 2,5% el año pasado, mientras el *swap* a 10 años no paga más de un 1,7%). Y procuraremos también mantener una elevada exposición a la renta variable —siempre con sensatez—, dado que los pronósticos parecen aún muy favorables, al tiempo que, al representar la propiedad sobre activos reales, colabora a mitigar los posibles daños inflacionistas. El impuesto “silencioso” nos parece que pide a “gritos” nuestra atención.

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

Soluciones a un problema real. Preparándonos para la inflación

GOBIERNO:

EE.UU.	▼
Eurozona	▼

CORPORATE:

EE.UU.	▼
Eurozona (“Central”)	▼
Periferia	▲

### Renta variable

Inflación dual

EE.UU.	➡
Eurozona	➡
España	➡
Emergente	➡

### Materias primas

Protección contra la inflación

Petróleo	➡
Oro	➡
Metales	▲
Cereales	▲

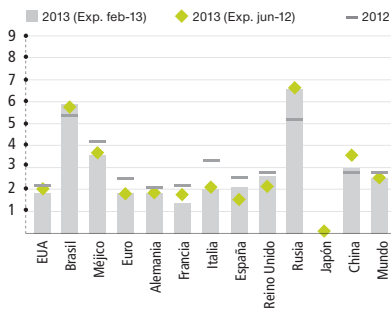
### Divisas

Yenes baratos

EUR/USD	▲
---------	---

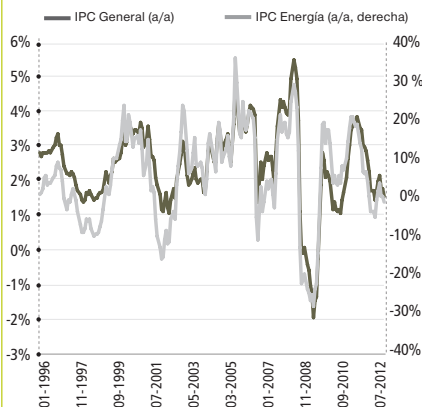
# Situación macroeconómica

## Evolución de las expectativas de inflación mundial en los últimos meses



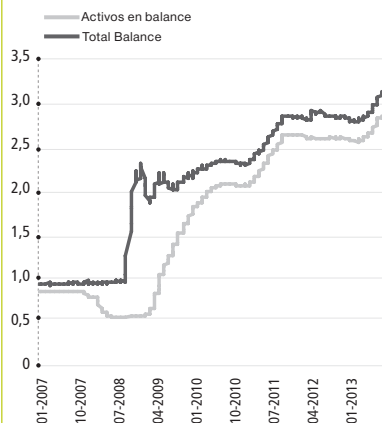
Las expectativas de crecimiento mundial se han reducido ligeramente este año para las principales economías, más acusadamente para el área euro, Reino Unido y Japón.

## Evolución de la inflación en EE.UU.



La inflación en EE.UU. se ve muy influenciada por el componente energético, bastante volátil (escala derecha). Este, a su vez, depende estrechamente de la evolución de los precios del crudo.

## Evolución del balance de la Fed (billones USD\$)



El balance de la Fed no ha dejado de expandirse desde la emergencia de la crisis financiera. Las compras de activos (el QE) constituyen prácticamente la totalidad del mismo.

## ¿Se elevará la inflación o estaremos esperando en vano?

**Las políticas monetarias ultraexpansivas y la recuperación económica podrían contribuir a mayores presiones inflacionistas a futuro. Una primera manifestación podría tomar forma de inflación de activos.**

Aunque en algunas economías emergentes la inflación sigue en el radar de los inversores, en general, la inflación está claramente relegada a un segundo plano. Para este año se espera que la inflación baje o se mantenga, con respecto a 2012, con las expectativas relativamente estables en los últimos trimestres. ¿Por qué entonces preocuparse ahora? Un entorno de inflaciones bajas y aparentemente predecibles parece propicio para confiarse. Precisamente por esto habría que mantener cierta cautela. Algunos elementos que podrían contribuir a mayores inflaciones a futuro siguen presentes.

precios al consumo (la subida de los precios de las materias primas conlleva de por sí presiones inflacionistas).

En cualquier caso, si la cantidad de dinero en la economía sigue aumentando exponencialmente, mientras la cantidad de bienes y servicios se mantiene relativamente estable (o aumenta mucho menos), los precios tenderán a subir, tanto más rápidamente cuanto más dinero entre en circulación. A pesar de que en EE.UU. ya se está observando una cierta vuelta a la concesión crediticia a hogares y empresas, la circulación sigue siendo lenta. Sin duda habrá que seguir este factor muy de cerca.

## Un entorno de inflaciones bajas y aparentemente predecibles parece propicio para confiarse, pero...

De una parte, tenemos las políticas monetarias ultraexpansivas (el *quantitative easing* o QE), siendo el balance de la Fed su máximo exponente: ya ha superado los 3 billones de dólares, con un crecimiento que excede el +250% desde 2008. Aunque los mecanismos de transmisión no están claros, al menos una parte de esa ingente cantidad de dinero “de reciente creación” puede terminar encontrando el camino hasta el bolsillo del consumidor. Las compras de activos de la Fed desplazan a los tenedores iniciales, deprimen a los tipos de interés y obligan a buscar alternativas con mayor potencial de retorno y mayor riesgo. Así, un primer efecto del QE podría tomar forma de “inflación de activos”, un notable aumento del precio de activos, como las materias primas, las acciones o los activos de economías emergentes. Esto podría alimentar un mayor consumo en una segunda fase, que aun parece lejana, por el efecto riqueza, conduciendo a futuras tensiones en los

La recuperación económica, de acelerarse, también contribuiría al aumento de la inflación, puesto que va reduciendo la capacidad ociosa de la economía. Esto puede acabar siendo así en el caso de Estados Unidos —aunque parece lejano— a medida que la economía se sacuda el lastre fiscal, pero obviamente no en el de Europa, que se encuentra aún en recesión. Se espera que la economía del área salga de ella en la segunda mitad del año, pero distintos factores podrían retrasarla. La situación política italiana de ingobernabilidad constituye uno de los mayores riesgos a corto plazo.

La condición de divisa de reserva del dólar (y del euro en menor medida) mitiga hasta cierto punto el potencial inflacionista y puede distorsionar el reflejo de las políticas expansivas sobre la inflación (inversores y ahorradores por todo el mundo “acumulan dólares” para salvaguardar parte de su riqueza). Pero también puede que estén distorsionados los propios índices de precios (los IPC), que son indicadores imperfectos de la inflación en las economías. Después de todo, ¿quién tiene la sensación de que los precios al consumo han aumentado en España solo un +2,2% anual en los últimos cuatro años?

David Rojas Pecero  
Analista de Macroeconomía

# Renta fija

## Soluciones a un problema real. Preparándonos para la inflación

**¿Qué puede hacer un inversor de renta fija que se preocupa por su bienestar económico en el futuro? Buscar alternativas a la renta fija tradicional, más allá de comprar un bono y esperar los cupones y el reembolso. Toca ser más activos en la gestión de las carteras de renta fija.**

No descubriremos nada nuevo si decimos que la inflación afecta a cualquier inversión (bolsa, inmuebles, arte, etc.), pero la renta fija se ve más afectada que otras porque su margen de absorción habitualmente es menor. La rentabilidad de un instrumento de renta fija (bono, letras, certificados de depósito, etc.) es la rentabilidad nominal. La mayoría de inversores se centran en esta y creen que su riqueza se incrementa exactamente en esta proporción. Esta percepción no es del todo correcta, ya que lo que determinará el aumento o la disminución de nuestro poder adquisitivo es la rentabilidad real, es decir, la rentabilidad nominal menos el efecto de la inflación. ¿Y por qué hablamos ahora de inflación si actualmente esta se encuentra en niveles muy bajos? Pues porque en el medio plazo nos preocupa el efecto de las políticas monetarias ultra-expansivas que han llevado (y que siguen llevando) a cabo en los últimos tiempos los bancos centrales de las principales economías.

Hasta hace no demasiado, la inflación era el enemigo a batir. Actualmente es un objetivo de quien menos habríamos esperado: los bancos centrales. No nos faltan ejemplos. Las actas del Banco de Inglaterra mostraban a su gobernador poco más que entusiasmado por poder iniciar una nueva ronda de compras de activos —aunque esto le implique tener que escribir alguna que otra carta al primer ministro del país justificando por qué no se ha alcanzado el objetivo de precios—. En Europa, desde el BCE han abierto las puertas a fijar tipos de interés negativos para los depósitos efectuados en el banco central. Tal como ha ocurrido en Inglaterra, en Europa el primer mandato de los bancos centrales —controlar la inflación— ha pasado a un segundo plano y se imponen las políticas encaminadas a buscar el crecimiento (o, al menos, comprar tiempo para evitar un colapso). En Estados Unidos, a pesar de que la inflación actual continúa cayendo, las expectativas de inflación se han incrementado. Pero el más claro ha sido el primer ministro japonés,

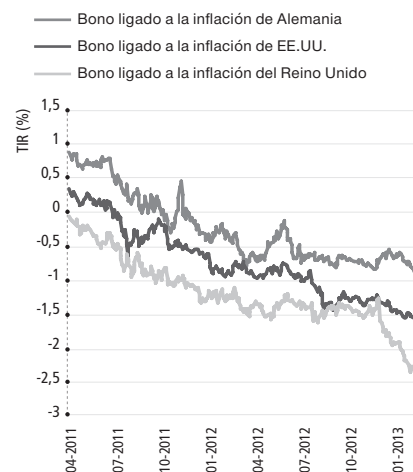
Shinzo Abe, al pedir a su banco central que imprima ilimitadamente yenes para estimular la inflación.

A pesar de estas muestras —algunas más claras que otras— de permisividad con la inflación, parece que actualmente los precios no tienen intención de subir. Pero si pensamos en el medio plazo, sin duda no lo podemos descartar. Si a esto le sumamos que somos un inversor de renta fija y que los tipos nominales actualmente están anclados en mínimos históricos y sin demasiado aspecto de empezar a repuntar drásticamente, debemos buscar alternativas de inversión que nos permitan obtener un rendimiento real positivo.

Un inversor haría bien en asumir que los rendimientos que ha dado la renta fija en los últimos treinta años no pueden ser un reflejo de lo que podemos esperar a futuro, y parece que debe encaminarse a buscar una alternativa. ¿Y dónde la encontraremos? Creemos que en activos descorrelacionados de la renta fija tradicional y que generen un retorno estable en cualquier entorno de mercado. Nosotros hemos empezado ya a incorporar en nuestras carteras de renta fija fondos de retorno absoluto. Fondos que intentan aportar alfa (valor añadido) apostando por estrategias de valor relativo, comprando protección de los activos que ven bajo peligro y siendo muy selectivos en apuestas direccionales, gestionando en todo momento el nivel de riesgo y, además, porque tienen poca sensibilidad a subidas de los tipos de interés. Es una recomendación —seleccionando cuidadosamente el fondo— en la que creemos; teniendo en cuenta el binomio riesgo-rentabilidad, el cliente puede sentirse tranquilo en un escenario donde la inflación puede acabar por aparecer en escena.

*Susanna Torrent,  
Gestora de Renta Fija*

## Rendimiento real negativo en los bonos a cinco años



Los tipos bajos y las políticas monetarias expansivas de los principales bancos centrales han llevado a los rendimientos reales claramente al terreno negativo. Para continuar estimulando la economía, a los bancos centrales ya no les queda la opción de continuar bajando tipos, pero si la inflación sube, esta puede actuar como catalizador del consumo.

## Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

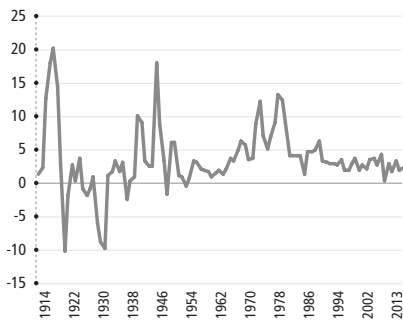
	28/03/13	2º T'13	3º T'13	1º T'14
Zona euro	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
EE.UU.	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Reino Unido	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

## Tipos de interés: variaciones

	28/03/13	Últimos 3 meses	Último año
<b>Zona euro</b>			
Euribor 3 meses	0,21%	0,020	-0,570
Bund 10 años	1,29%	-0,030	-0,510
<b>EE.UU.</b>			
US Libor 3 meses	0,28%	-0,020	-0,190
US 10 años	1,85%	0,090	-0,360
<b>Reino Unido</b>			
GBP Libor 3 meses	0,51%	-0,010	-0,520
Gilt 10 años	1,77%	-0,060	-0,440

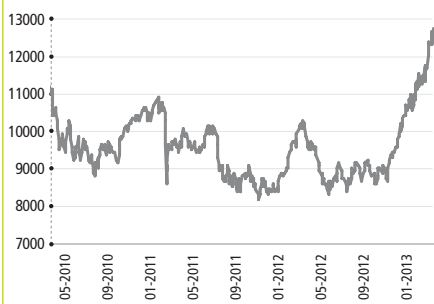
# Renta variable

## Inflación



Inflación en el índice de precios: la inflación, históricamente, suele sufrir periodos de mayor inestabilidad que el actual...

## Nikkei



Inflación financiera: el último ejemplo lo encontramos en Japón, donde las expectativas de un cambio de ritmo en la política monetaria han disparado la bolsa local.

## Inflación dual

**El entorno previsto de inflación parece favorable a las bolsas, aunque lo que de verdad ayuda es otro tipo de inflación, la financiera. La creciente liquidez y la falta de alternativas pueden ir forzando a que los inversores vayan reposicionando gradualmente sus carteras. Sea inflación de una u otra clase, la renta variable parece un buen lugar donde refugiarse.**

Tal y como se argumenta en la portada, pensamos que uno de los escenarios más probables es uno de inflaciones moderadas conviviendo con tipos de interés deliberadamente bajos. En este entorno, la renta variable gana atractivo frente a activos monetarios o de renta fija.

No es que la inflación la beneficie incondicionalmente. Los incrementos en el nivel de precios afectan tanto a costes como a ingresos, y entornos en los que los primeros aumentan más que los segundos no ayudan. Cuando esto ocurre hay que ser muy selectivo, potenciando empresas con capacidad de fijación de precios (capaces de trasladar rápidamente los incrementos de sus costes al precio final de venta) o aquellas que funcionan con circulante negativo (las que cobran antes que sus proveedores). El nivel de inflación afecta también al múltiplo que los inversores están dispuestos a aplicar. Históricamente, los múltiplos pagados se reducen con inflaciones por debajo del 2% y por encima del 4%. En el primer caso, suelen ser entornos de caída de demanda, mientras que en el segundo se suele asociar a economías con riesgo de sobrecalentamiento, y donde es de esperar que se tengan que subir los tipos. Las inflaciones que prevemos a medio plazo, justo en medio del rango descrito, encajan perfectamente, pues, con la renta variable. Además, históricamente, los tipos de interés *reales* negativos la favorecen. Resulta obvio que, en el caso contrario —cuando los bonos consiguen rendir más que la inflación—, asumir el riesgo derivado de invertir en bolsa queda menos justificado.

En caso de que la inflación finalmente se acelere más de lo que nosotros calculamos, la renta variable funcionaría bien también, siempre que se disponga de períodos de inversión largos. Con datos americanos de los últimos 80 años, si se toman períodos de 20 años, en términos reales la bolsa americana siempre ha dado rendimientos positivos.

Pero a medida que reducimos el período, eventuales episodios de rendimientos negativos se hacen menos extraños. Tomando lapsos de 10 años, por ejemplo, el rendimiento real del S&P500 también es mayoritariamente positivo (mediana de un 7,2%), superando ampliamente el derivado de la tenencia de renta fija, tanto gubernamental como corporativa (un 1% y 1,6% respectivamente). Pero en momentos puntuales de la década de los 40, a finales de la década pasada y, curiosamente, entre 1975 y principios de los 80 —coincidiendo con entornos de inflaciones muy elevadas—, los rendimientos reales de la renta variable estuvieron en números rojos. De todas formas, sigue comparándose bien con la renta fija, que estuvo gran parte de los 40 años posteriores a 1945 en territorio claramente negativo.

Hay un segundo tipo de inflación que sí creemos mucho más probable, la inflación de los activos financieros. Con el cambio de gobernadores en Inglaterra y Japón, los dos bancos centrales previsiblemente aumentarán la agresividad de sus políticas expansivas; en la zona euro, la economía necesitará más ayuda del BCE y, en EE.UU., queda lejano todavía el día en el que dejarán de suministrar ayuda. Sin abandonar la prudencia que nos debe guiar —no dudamos que seguiremos sufriendo ocasionales episodios de nervios en los mercados, a los que tendremos que estar muy atentos—, en medio de tal “orgía” monetaria, sin inflación “tradicional” sustancial y con la mejoría de la macro americana siendo cada vez más evidente, a medio plazo la renta variable parece tener mucho a su favor.

David Macià, CFA  
Responsable de Análisis y Estrategia

	Cierre	1' T %	YTD %	
EE.UU.	S&P 500	1.569	10,03%	10,03%
	DJ Indus. Avg	14.579	11,25%	11,25%
	NASDAQ 100	2.819	5,93%	5,93%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 Pr	2.624	-0,45%	-0,45%
	Francia (CAC 40)	3.731	2,48%	2,48%
	España (Ibex 35)	7.920	-3,03%	-3,03%
	UK (FTSE 100)	6.412	8,71%	8,71%
	Alemania (DAX)	7.795	2,40%	2,40%
	Suiza (SWISS)	7.814	14,53%	14,53%
	Italia (FTSE MIB 30)	15.339	-5,74%	-5,74%
JAPÓN	Países Bajos (AEX)	348	1,57%	1,57%
	TOPIX	1.035	20,34%	20,34%
EMERGENTES	NIKKEI 225	12.398	19,27%	19,27%
	Méjico	44.077	0,85%	0,85%
	Brasil	56.352	-7,55%	-7,55%
	Argentina	3.381	18,45%	18,45%
	China	2.237	-1,43%	-1,43%
	India	18.836	-3,04%	-3,04%
	Corea	2.005	0,39%	0,39%
Rusia	1.439	-2,45%	-2,45%	

# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## Protección contra la inflación

Combatir la inflación es el gran objetivo de los inversores en los mercados financieros y numerosos estudios de las más prestigiosas fuentes han analizado este complicado reto. En este sentido, las materias primas siempre aparecen como uno de los activos que mejor combaten la inflación; aunque con diferencias entre los componentes. Parémoslo a pensar: si la inflación en gran medida es provocada por el encarecimiento de la energía y la alimentación, es fácil extrapolar que estos componentes de los índices también servirían para combatirla.

Lo que parece evidente es que, ante un incremento de expectativas de inflación, el oro se comporta bien. Nosotros creemos en el metal precioso, a largo plazo, y pensamos que se deben aprovechar caídas para comprar. En el último trimestre, en un entorno benigno por los activos de riesgo, el oro se ha visto perjudicado. La gran explicación la encontramos en las salidas de flujos de los ETF, que, por ejemplo, solo en febrero pusieron en el mercado 111 toneladas de oro (tened en cuenta que equivale al 10% de lo que China ha publicado que tiene). Pero hay dos factores importantes y positivos para el oro:

la innumerable cantidad de dinero impreso en el mundo (el oro actúa también como divisa refugio, la única que no se puede crear en la imprenta) y sobre todo que los bancos centrales emergentes continúan diversificando sus reservas de divisa en oro. Creemos que estos dos factores deberían contrarrestar los flujos negativos en un entorno de mayor demanda de riesgo, más si le añadimos como catalizador las previsibles entradas cuando se vuelva a hablar de incrementos de inflación.

Del petróleo hay que decir que, según la mayoría de los estudios, es la materia prima que mejor sirve para contrarrestar la inflación; aunque no es menos cierto que los otros periodos inflacionistas poco tienen que ver con el entorno actual. Pensamos, sin embargo, que en un entorno de crecimientos globales débiles como prevemos, más allá de tensiones geopolíticas puntuales que puedan provocar problemas en la oferta, no hay motivos para pensar en movimientos importantes en el crudo.

David Rabella  
Responsable de Fondos Externos y Activos Alternativos

DIVISAS

## Yenes baratos

Uno de los efectos secundarios de los excesos practicados por los bancos centrales es de lo más agradable. La depreciación de la divisa propia es más que bienvenida para favorecer las exportaciones, en momentos en los que el crecimiento económico es tan escaso. Pero de efecto secundario ha pasado, en algunos casos, a objetivo prioritario, y los países que no lo consiguen —para que una moneda pierda valor, debe haber otra que lo gane— se quejan de una “guerra de divisas” encubierta. Japón es quien parece más decidido a revertir una apreciación del yen que lo había llevado a máximos históricos.

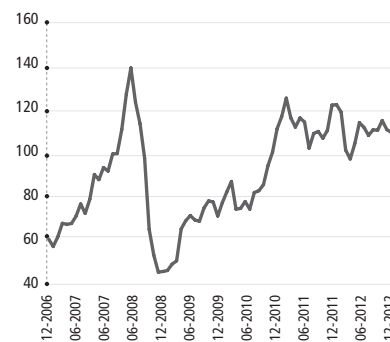
Pero el tipo de cambio que realmente determina la competitividad de las empresas de un país y, por tanto, su capacidad de competir en el exterior no es el nominal —lo que nos dan al cambiar los euros cuando viajamos—. El tipo de cambio *real*, una vez descontada la inflación (que las empresas pagan en forma de salarios, por ejemplo), es el factor esencial, ya que las empresas radicadas en países con inflaciones más

bajas tienen ventaja para vender sus productos más baratos, al disfrutar de una menor base de coste. Hay que tener muy presente pues la diferencia entre las inflaciones subyacentes en las monedas en comparación.

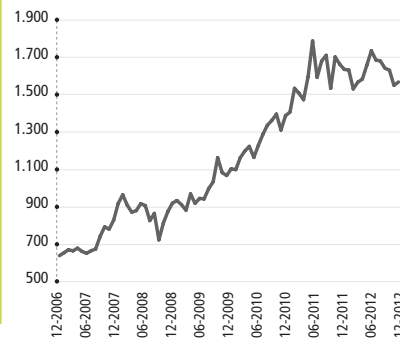
Japón se queja amargamente de un yen extraordinariamente caro, pero como ha sufrido una deflación crónica los últimos veinte años, en realidad el problema no es tal. El tipo de cambio efectivo real frente al resto de monedas se ha visto beneficiado por esta menor inflación (ver gráfico adjunto). Es más, la energía que deben importar desde el terremoto les sale más barata. Estamos convencidos de que el banco central japonés será mucho más agresivo a partir de ahora y que la debilidad del yen resultará en consecuencia, pero la justificación debe ser detener la deflación que infecta a su economía. El yen no está tan caro como dicen.

David Macià, CFA  
Responsable de Análisis y Estrategia

### Crudo (Brent)



### Oro



### Inflación Japón (a/a)



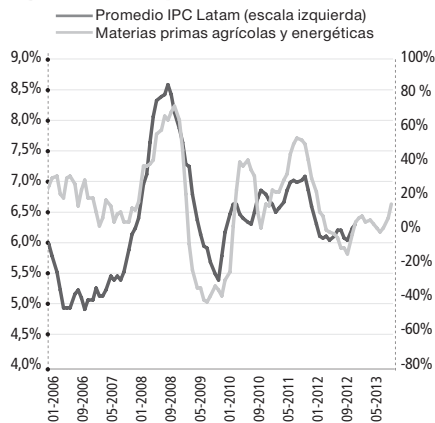
Japón ha sufrido largos episodios de deflación desde que explotó la burbuja a finales de los 80.

### Tipo de cambio € vs. \$

% variación:	<b>1 mes</b>	<b>3 meses</b>	<b>1 año</b>
	-2,02%	-2,86%	-3,84%
Previsiones consenso:	<b>2º T</b>	<b>3º T</b>	<b>2013</b>
	1,30	1,30	1,29

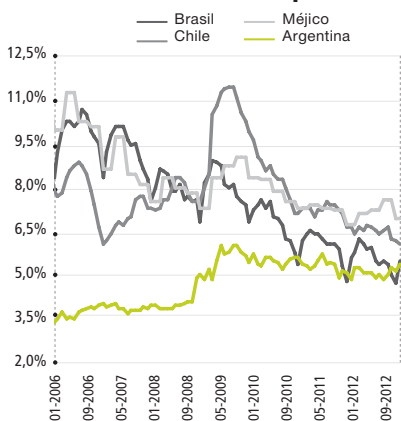
# Latinoamérica

## Inflación de la zona y materias primas



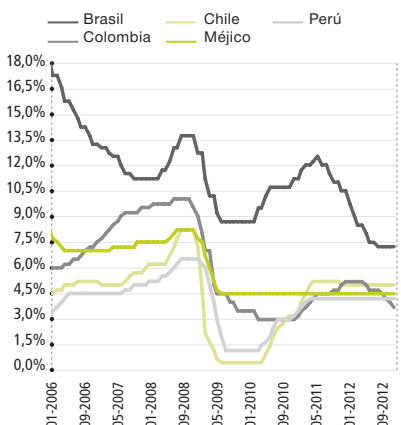
La inflación en el área, con disparidades por países, se mantuvo estable en 2012 y ha comenzado el 2013 con ligeras subidas. Las materias primas, si sus precios se mantienen relativamente estables, solo ejercerán presiones moderadas sobre los IPCs de la zona. (Serie extrapolada desde marzo de 2013).

## Evolución de la ocupación



Los mercados laborales en la zona, con algunas tasas de paro en zona de mínimos, sugieren que las economías no tienen mucha capacidad ociosa.

## Evolución de los tipos de interés de referencia



Los principales bancos centrales de la zona han mantenido o bajado los tipos de interés de referencia en el último año.

## Tendencias dispares en la inflación

**Algunas economías, como la chilena, presentan la cara amable, con inflaciones muy moderadas. En el lado opuesto se encuentra la brasileña, con una inflación tercamente elevada.**

La inflación en la región se mantiene relativamente elevada, por encima del +6% (y sería más elevada si las cifras oficiales de Argentina reflejaran “la imagen fiel” y no el ficticio poco más del +10%). En lo positivo, la inflación parece relativamente en calma y las previsiones apuntan solo a un leve repunte en 2013. Por economías, no obstante, hay una clara disparidad. A un lado del espectro, el más benigno, nos encontramos con Chile, que está exhibiendo inflaciones muy suaves, por debajo del +2%. En el extremo opuesto (excluyendo a las economías con “verdaderos” problemas de inflación, como Venezuela o Argentina), encontramos a Brasil, con tasas que se elevan por encima del +6% (muy cerca ya del límite máximo del intervalo objetivo del banco central).

Las economías del área presentan distintos grados de capacidad ociosa, como reflejan las tasas de desempleo de las principales economías, aunque, salvo en México, parece que no hay mucho margen —nos encontramos con tasas de desempleo cerca de mínimos históricos—. Igualmente, la demanda interna presenta un elevado dinamismo en varias de las economías de la región (la demanda externa parece que comienza a mejorar, según la evolución reciente de las exportaciones). Brasil se encuentra, en este caso, con un consumo muy fuerte y una tasa de desempleo en mínimos, pero también Chile, donde no existen presiones, luego debe haber algo más. En Brasil, los *shocks* externos no parecen tan influyentes como en otras economías, por lo que la inflación podría estar más vinculada a los problemas de los que adolece su modelo de crecimiento. Esto se evidenciaría en la inflación subyacente, que está cerca del +6%, o en la del sector servicios, que excede del +8%. Ni siquiera la decepcionante debilidad del crecimiento del PIB brasileño se ha visto traducida en una disminución de la inflación. La insuficiencia de inversión limita el lado de la oferta de la economía y el empuje de la demanda se traduce en tensiones sobre los precios. En este sentido, dado que se espera que la economía brasileña se reacelere en 2013, podrían aumentar las tensiones.

Pese a lo comentado, y aunque debe tenerse en cuenta que una inflación elevada socava la rentabilidad de la inversión, los activos emergentes deberían continuar beneficiándose de las políticas monetarias agresivas de los principales bancos centrales del mundo, que provocan un aumento de los flujos de entrada hacia las economías emergentes. Por otro lado, en la medida en que confieren apoyo a los precios de las materias primas, las políticas monetarias también deberían seguir beneficiando a las economías latinoamericanas más dependientes de ellas. No obstante, esta vía puede tener doble filo. Si se elevan los precios de las materias primas (en especial, las agrícolas), podemos asistir a mayores presiones inflacionistas.

Por último, el creciente y errático intervencionismo de algunas autoridades en la región, como las brasileñas, debe inducir a cierto grado de cautela entre los inversores. También un excesivo y arbitrario intervencionismo, como el que se ejerce sobre las divisas, puede alterar notablemente los rendimientos de inversión. No obstante, algunos de los riesgos más importantes sobre el escenario económico y financiero de la región siguen proviniendo del exterior. Cabría destacar, entre ellos, un posible impacto mayor del esperado de la política fiscal en EE.UU., una menor reacceleración de la economía china o el resurgimiento de la aversión al riesgo por un eventual agravamiento de la crisis periférica en el área euro.

*David Rojas Pecero,*  
Analista de Macroeconomía

# 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.





**Crèdit Andorrà**  
Asset Management