

# Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

## ÍNDICE

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

## 2014: entre luces y sombras

**Consenso abrumador entre analistas y estrategas para el año que empieza: “Comprenden ustedes renta variable y apuren las fuentes de rentabilidad que queden en la renta fija. ¿Riesgos? No se preocupen, todo está bajo control”. La primera frase puede terminar por ser un buen pronóstico, pero la segunda es una temeridad.**

De vuelta a casa en plena noche, un hombre se encuentra a otro que escruta el suelo alrededor de un poste de luz. Le explica que hace horas que busca sus llaves. “Está seguro que las ha perdido aquí?” le pregunta el recién llegado. “No, pero aquí es donde hay luz”. Algo así pasa en los mercados financieros. Los inversores miran solo en los tramos iluminados, hasta que los focos giran hacia algún otro lugar, dejando lo anterior en la oscuridad. Ahora mismo no hay duda posible hacia dónde apuntan, con una intensidad casi cegadora: no hay casa de análisis que no tenga la renta variable como activo favorito para el 2014. Entre penumbras queda la renta fija, también en medio de un consenso abrumador. El “saqueo” de los últimos resquicios de “spreads” solo puede continuar, nos dicen, y “high yield” y “deuda periférica” serán otra vez las mejores alternativas. No perturbará en demasía una subida de las TIR del 10 años americano (sobre todo) y alemán (en menor medida y arrastrado por el primero), que será muy gradual, según los principales oráculos en la materia. Como el crecimiento mundial no puede dar mucho de sí y a la inflación ni está ni se la espera, de lo anterior no pueden salir turbulencias significativas. Completa el repaso el oro, que ha perdido todo el lustre, y el dólar, objeto de todas las apetencias, a pesar de que el euro sigue empeñado en dejar en evidencia a propios y extraños.

En la más negra oscuridad, quedan esta vez los riesgos. Resulta perturbador el nivel de complacencia entre la comunidad de inversores y analistas, que no ven cómo puede torcerse la jugada. Ciertamente es que el acuerdo con Siria e Irán ha rebajado el riesgo geopolítico, que Europa ha pasado de ser la mayor de las amenazas a un aparente remanso de paz y que EE.UU. ha dejado atrás las encarnizadas disputas entre





demócratas y republicanos, a pesar de las cuales sigue demostrando una robusta recuperación. De hecho, nosotros creemos que esta incluso se podría acelerar: se reduce el impacto por consolidación fiscal, se han reparado los excesos de endeudamiento privado, la creación de trabajo se mantiene a buen ritmo, la riqueza del consumidor americano está en máximos otra vez y, probablemente, se reactive la inversión empresarial. Pero es precisamente en la economía americana donde reside, a nuestro entender, uno de los riesgos más infravalorados por los mercados. Una aceleración moderada de la inflación puede estar más cerca de lo que se calcula, entre otras cosas porque buena parte de la caída de la población activa puede ser estructural (derivada del incremento del paro de larga duración y de la progresiva jubilación de los “baby boomers”).

No nos gusta alinearnos con el consenso, pero esta vez creemos que el escenario que se descuenta tiene muchas papeletas para acabar prevaleciendo, al menos de inicio. Sin embargo, nos sentimos cada vez más incómodos con tanta unanimidad. Sí creemos que hay riesgos importantes, tanto más cuanto más complaciente sea el entorno y menos estén puestos en el precio (dadas las volatilidades actuales, sin duda no lo están). Conscientes de ello, participaremos de la pasión colectiva por la renta variable y mantendremos la apuesta por nombres periféricos que tan buen resultado nos han dado. Pero seguiremos con duraciones bajas y modulando la exposición bursátil en función de las circunstancias. El 2014 puede ser un año de luces, pero también de sombras.






David Macià, CFA  
Responsable de Análisis y Estrategia

## Estrategia





### Asset allocation (2014)

- Monetario 
- Renta fija gubernamental 
- Renta fija *corporate* 
- Renta variable 




### Renta fija

- Incómoda unanimidad
- GOBIERNO:
  - EE.UU. 
  - Eurozona 
- CORPORATE:
  - EE.UU. 
  - Eurozona (“Central”) 
  - Periferia 

### Renta variable

- El péndulo
- EE.UU. 
- Eurozona 
- España 
- Emergentes 

### Materias primas

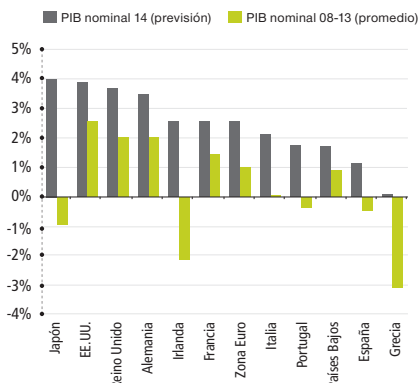
- Armonía excesiva
- Petróleo 
- Oro 
- Metales 

### Divisas

- Asimetría
- EUR/USD 

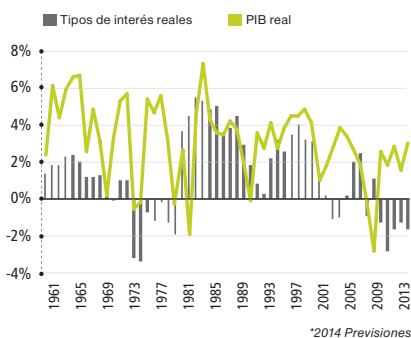
# Situación macroeconómica

## PIB nominal



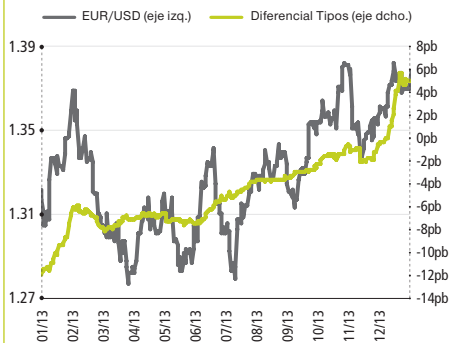
Según las previsiones de la Comisión Europea, el PIB nominal en 2014 crecerá mucho más que el promedio de los últimos años, ayudando al proceso de despalancamiento.

## PIB y tipos de interés reales



Desde 2010 hemos entrado en un periodo de bajos tipos de interés reales. En 2014 se acelera el crecimiento, lo que quizá no justifica los tipos de interés nominales tan bajos.

## Evolución del EUR/USD y del diferencial de tipos a corto plazo (3 meses)



El euro se ha apreciado en la última parte del año. Entre las posibles explicaciones está el aumento del diferencial de tipos a corto plazo (EUR-USD). En el medio plazo, hay razones para pensar que este diferencial se vuelva negativo, ayudando a que el euro se deprecie, lo que teóricamente fortalecerá las exportaciones.

## La recuperación económica se consolida

Para los países desarrollados se presenta un año con buenas perspectivas económicas, especialmente en EE.UU. Se espera que tanto el PIB real como la inflación aumenten, aliviando el peso que la deuda ejerce en la actividad económica. Entre los posibles riesgos, destacamos el “tapering”, un inesperado incremento de la inflación en EE.UU. y una recuperación famélica en Europa.

Coincidimos con las previsiones de los principales organismos y vemos el 2014 con cierto optimismo. El incremento esperado del PIB real es moderado, especialmente en el caso europeo. Sin embargo, en términos nominales, las previsiones apuntan a un crecimiento significativamente mayor que en el periodo anterior. Si bien el PIB real es la medida que mejor aproxima el bienestar económico de un país, el crecimiento del PIB nominal es especialmente importante en situaciones de alto endeudamiento (mientras que el valor de la deuda es fijo, los activos y sus rentas se ven afectados por la evolución de los precios). Por tanto, el probable aumento del PIB nominal en el 2014 ayudará a reducir la influencia negativa que ejerce la deuda en la actividad económica.

En Estados Unidos, el 2014 tiene ingredientes para ser un año de fuerte crecimiento. Así, los factores que frenaron a la economía en 2013 dejarán de hacerlo. La consolidación fiscal ha finalizado en gran parte y, lo más importante, los políticos parecen haber tomado una actitud más negociadora, reduciendo la posibilidad de otro cierre parcial de la administración. Otro argumento que permite ver con optimismo el 2014 es el aumento de la riqueza de las familias, gracias a la revalorización de la bolsa (S&P500 +30%) y al aumento del precio de la vivienda (+9%). En política monetaria, este año asistiremos al “tapering”: la reducción de los estímulos monetarios directos. En enero, la Fed comenzará a reducirlos tras inyectar unos 3 billones de dólares desde 2008. Es fundamental que este proceso finalice con éxito para la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Además del “tapering”, otro riesgo que nos preocupa es un repunte inesperado de la inflación, hecho que obligaría a la Fed a anticipar la subida de tipos, que el mercado espera para la segunda mitad del 2015. Un argumento adicional que forzaría una temprana subida de tipos por parte de la Fed es el hecho de tener tipos de interés reales negativos mientras el crecimiento se acelera, algo poco usual en términos históricos.

En la eurozona, los periféricos comienzan a dar señales de recuperación económica, mientras que algunos países “core”, especialmente Francia, frenan al conjunto. En cualquier caso, el crecimiento previsto para este año es moderado y basado en el crecimiento del sector exterior, siendo el empleo la última magnitud en notar la mejora económica. Un hecho que podría ayudar al crecimiento es la depreciación del euro, que teóricamente impulsaría las exportaciones. De hecho, justamente se produjo lo contrario en la parte final del año pasado, cuando el euro se apreció. Una de las posibles explicaciones es el incremento del diferencial de tipos (EUR-USD) a corto plazo. Así, si el BCE baja nuevamente tipos o si el crecimiento económico en EE.UU. impulsa los tipos de mercado, el euro podría depreciarse, mejorando la competitividad de su sector exterior. Por otro lado, parece que durante el 2014 seguirá completándose la unión bancaria. Sus tres pilares se encuentran en fases distintas: I) el mecanismo único de supervisión entrará en funcionamiento en noviembre de 2014; II) el mecanismo de resolución único se encuentra en proceso de negociación con la idea de que esté operativo en enero del 2016; y, por último, III) el fondo único de garantía de depósitos está paralizado y es poco probable que en el 2014 haya novedades al respecto.

Por tanto, un año con sólidos fundamentos económicos en EE.UU. y en que tanto la recuperación económica como las reformas estructurales avanzan en Europa. Además, el crecimiento del PIB nominal en los países desarrollados reducirá la carga de la deuda, lo que puede ser un fuerte catalizador de la actividad económica. ¿Los principales riesgos negativos? Un “tapering” mal ejecutado y que Europa no termine de despegar económicamente. Sin embargo, creemos que este año, por fin, será un año positivo para el crecimiento global.

Pablo Manzano,  
Analista de Macroeconomía

# Renta fija

## Incómoda unanimidad

Se han terminado los tiempos de obtener rendimientos positivos sin asumir riesgos. La subida de los tipos largos de los últimos meses supone un gran reto para los inversores de renta fija, en especial en EE.UU. Para el 2014 la máxima que relaciona riesgo con rentabilidad cobra más sentido que nunca: quien no esté dispuesto a exponerse a pérdidas obtendrá una rentabilidad muy cercana a cero.

El anunciado fin de la bonanza de los activos de renta fija ya parece estar llegando. En EE.UU. es donde más lo hemos notado: incremento del tipo a 10 años de cerca de 125pb durante el año pasado. Es decir, el inversor que tuviera una cartera formada por obligaciones a 10 años emitidas por el Tesoro norteamericano a inicios de año habría obtenido una rentabilidad negativa de cerca del -8% para el 2013. Después de las pérdidas sufridas durante los últimos meses por parte de los compradores de obligaciones con duraciones largas, creemos que la búsqueda de rendimiento no se realizará mediante apuestas de largos vencimientos, sino bajando la calidad crediticia de sus inversiones. Ir a buscar rendimiento mediante el riesgo de duración es una apuesta demasiado arriesgada actualmente.

La recuperación económica ya se ha iniciado en EE.UU. y en Europa está en camino: indicadores macroeconómicos mejorando, deuda periférica relajándose –¡quién lo iba a decir cuando, a mediados del 2012, parecía que la UE se hundía y la famosa prima de riesgo marcaba récords por encima de 500pb!–, mercado laboral en mejores condiciones, entidades financieras mayoritariamente saneadas, etc. Todos estos argumentos son los que utilizan la mayoría de los analistas para recomendar activos de calidad crediticia inferior e intentar obtener rendimientos positivos. No se trata de remar siempre a contracorriente, pero nos preocupa que haya tanto consenso entre los analistas y estar de acuerdo con ellos. De todos modos, esta vez la argumentación nos parece suficientemente sólida.

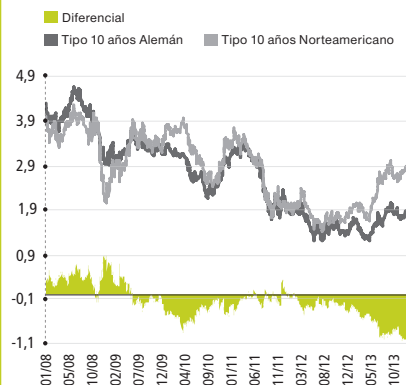
Hace un año, en estas páginas hablábamos de los “mundos de ZIRP” (*Zero Interest Rate Policy*). En EE.UU. ya se han comenzado a deshacer estímulos, pero en Europa todavía es vigente. La economía europea no está todavía en condiciones de permitirse restricciones en la política monetaria. El crecimiento débil en la eurozona implica que el BCE seguirá focalizándose en el estímulo del crecimiento vía tipos bajos y exceso de liquidez. Esta política de tipos de interés nulos favorece la búsqueda de rendimiento por parte de los inversores mediante activos de

más riesgo, a la vez que genera un entorno favorable para la refinanciación de las empresas –y mantiene el ratio de potenciales quiebras estable o a la baja–. Igualmente, la recuperación a cámara lenta en Europa tampoco incentiva a las empresas a realizar grandes adquisiciones o inversiones, lo que es positivo desde el punto de vista de los diferenciales de crédito de los emisores, que se mantienen estables. Por lo tanto, pensamos que los fundamentales de las empresas europeas seguramente se mantendrán robustos durante el 2014. Creemos que las empresas norteamericanas ya están en una fase más avanzada, donde el riesgo de compras (M&A) e inversiones sí es más elevado, aunque el potencial crecimiento superior de la economía podría compensar parcialmente estos efectos negativos. De todas maneras, la perspectiva para la renta fija tradicional en EE.UU. es muy peor que en Europa: no se puede descartar la aparición de tensiones inflacionistas a medio plazo en la economía norteamericana, ni que el ya iniciado repunte de los tipos largos se acelere.

¿No hay riesgos en este escenario que planteamos para el 2014? Sí, unos cuantos. Pero ahora mismo se mantienen escondidos y es difícil imaginar su materialización en el corto plazo. La “incómoda unanimidad” de la que hablamos nos hace sentir como ante una escena clásica de película de suspense: todo está tranquilo y no hay indicios por ningún lado de la aparición del asesino, pero este acaba apareciendo en el momento menos esperado; y hay que estar preparado por si aparece. Es necesario asumir más riesgos si queremos rendimientos positivos en las carteras de renta fija, pero no riesgo de duración. Seamos selectivos en las empresas en las que invertimos, evitemos la deuda gubernamental de países como EE.UU. y Alemania, cubramos el riesgo de subidas de tipos de interés, no mantengamos una cartera estática de obligaciones –habrá que ser muy ágiles en las compras y ventas– y busquemos activos de renta fija no tradicionales, con baja correlación con los tradicionales.

*Meritxell Pons, CAIA  
Directora de Renta Fija*

## Diferencial de tipos en ambos lados del Atlántico



El comportamiento diferenciado de los últimos meses entre el tipo a 10 años alemán y el norteamericano refleja las perspectivas divergentes de los inversores para las economías de ambos lados del Atlántico y los potenciales movimientos en sentido contrario de los bancos centrales.

## Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

	31/12/13	1° T 14	2° T 14	4° T 14
Zona euro	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
EE.UU.	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Reino Unido	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

## Tipos de interés: variaciones

	31/12/13	Últimos 3 meses	Último año
<b>Zona euro</b>			
Euribor 3 meses	0,29%	0,062	0,100
Bund 10 años	1,93%	0,150	0,613
<b>EE.UU.</b>			
US Libor 3 meses	0,25%	-0,003	-0,060
US 10 años	3,03%	0,418	1,271
<b>Reino Unido</b>			
GBP Libor 3 meses	0,53%	0,008	0,010
Gilt 10 años	3,02%	0,301	1,194

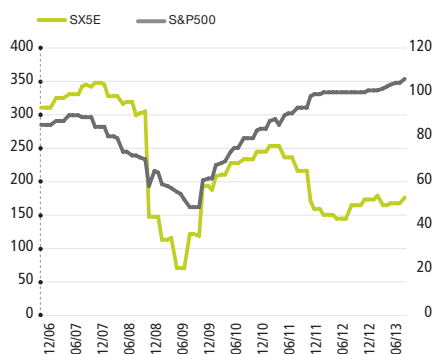
# Renta variable

## PER de Shiller



Las valoraciones a largo plazo (en el gráfico, el PER ajustado por ciclo -media de 10 años- e inflación) están claramente por encima de la media histórica en los EE.UU., bastante por debajo todavía en Europa.

## Evolución EPS S&P500 vs EuroStoxx50



Mientras en EE.UU. los beneficios (acumulados en los últimos 12 meses) marcan nuevos máximos hace tiempo, en Europa hay mucho por recuperar.

	Cierre	4º T %	YTD %	
EE.UU.	S&P500	1.848	9,92%	29,60%
	DJ Indus. Avg	16.577	9,56%	26,50%
	NASDAQ 100	3.592	11,62%	34,99%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	3.109	7,46%	17,95%
	Francia (CAC 40)	4.296	3,68%	17,99%
	España (Ibex 35)	9.917	7,95%	21,42%
	UK (FTSE 100)	6.749	4,44%	14,43%
	Alemania (DAX)	9.552	11,14%	25,48%
	Suiza (SWISS)	8.203	2,25%	20,24%
	Italia (FTSE MIB 30)	18.968	8,79%	16,56%
	Países Bajos (AEX)	402	7,17%	17,24%
JAPÓN	TOPIX	1.302	9,06%	51,46%
	NIKKEI 225	16.291	12,70%	56,72%
EMERGENTES	México	42.727	6,33%	-2,24%
	Brasil	51.507	-1,59%	-15,50%
	Argentina	5.391	12,69%	88,87%
	China	2.116	-2,70%	-6,75%
	India	21.171	9,24%	8,98%
	Corea	2.011	0,72%	0,72%
	Rusia	1.504	2,82%	1,99%

## El péndulo

**La renta variable sigue siendo la mejor alternativa también para este 2014. Pero las expectativas son ya elevadas, el grado de consenso, aterrador, y habrá que vigilar que cotizaciones y fundamentales no se separen mucho más.**

Uno de los gestores por el que un servidor tiene especial predilección, Howard Marks, comparaba en uno de sus libros el comportamiento de los mercados financieros con el de un péndulo. Como este, se mueven de un extremo a otro sin descansa y solo pasan por el punto de equilibrio durante unos instantes, de camino al siguiente extremo. Los inversores tienden a vender tanto más cuanto más bajan los precios y a comprar tanto más cuanto más suben, quedando a menudo atrapados en posiciones perdedoras en el peor momento. De pocos pronósticos se puede tener tanta convicción como que este patrón de comportamiento se continuará repitiendo. No es casual: los humanos, a pesar de ser la especie más racional, cuando se trata de invertir, les pueden las emociones demasiado a menudo. Miedo, codicia o envidia suelen prevalecer sobre la objetividad, sobre todo en momentos extremos de pánico o euforia.

Creemos que las bolsas ahora mismo están en el extraño -por poco habitual y efímero- punto de equilibrio antes descrito. Se descuentan los escenarios que estimamos más probables: aceleración macro en EE.UU., acompañada de un modesto incremento adicional de los beneficios (la media de analistas calcula un +5%). En Europa, donde los beneficios siguen muy deprimidos y existe un elevado grado de apalancamiento operativo, a poco que se consolide la débil mejora de la economía -en curso-, estos deberían repuntar más que proporcionalmente. Más si, como esperamos, la economía mundial mejora (gracias sobre todo a los americanos), el euro por fin se deprecia y el BCE termina añadiendo medidas adicionales -que muy probablemente serán necesarias.

Pero lo anterior puede estar ya recogido en las cotizaciones actuales, después de un 2013 excepcional. El S&P500 ha subido un 30%, pero los beneficios por acción se calcula que no habrían aumentado más de un 7,7%. No parece tampoco que se esté descontando un 2014 esplendoroso, a juzgar por el 5% que se espera que mejoren

los resultados. Revalorizaciones de un dígito podrían ser justificadas (sumando el dividendo y la recompra de acciones ya nos daría un rendimiento del 5%). Pero no mucho más, no por fundamentales, al menos. Los márgenes marcan máximos históricos y los beneficios -en proporción al PIB- están a niveles no vistos desde la Segunda Guerra Mundial. Para mejorarlo debería continuar una expansión de múltiplos difícil de justificar (ajustando por ciclo e inflación, la bolsa americana cotiza ahora a 25 veces los beneficios, muy por encima de la media histórica). En Europa, el problema es que el grado de optimismo es muy elevado y los analistas ya descuentan un crecimiento de beneficios a doble dígito, una combinación que dificulta sorpresas positivas. Con este panorama, a pesar del rendimiento estratosférico de la renta variable japonesa, nos parece todavía la apuesta con más recorrido, aunque seguro que no estará exenta de sobresaltos. Nos parece que bien las cosas mejoran, bien las autoridades redoblan esfuerzos (lo que debilita al yen).

Al exceso de complacencia explicado en la portada le debemos sumar, pues, valoraciones ajustadas y expectativas elevadas. Pero creemos que, al menos de inicio, el entorno puede seguir siendo propicio para unos inversores ávidos de renta variable, sobre todo de la mano de tipos bajos, mejoras macro globales y políticas monetarias todavía extremadamente laxas, que serán todavía la norma (aunque americanos, ingleses y algunos emergentes -estos últimos de forma involuntaria- pueden empezar a ser la excepción). Como un péndulo, se viene de una zona de clara infravaloración, se ha cogido carrerilla y probablemente vamos a explorar terrenos cada vez más difíciles de justificar. Aunque las sobrevaloraciones, todavía inexistentes -en Europa como mínimo-, pueden llegar a durar años (fue el caso en la formación de las últimas dos burbujas); será necesario prestar mucha atención.

David Macià, CFA  
Responsable de Análisis y Estrategia

# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## Armonía excesiva

El petróleo es el ejemplo perfecto de equilibrio. Ante unas perspectivas de mejora económica, con muchos matices, pero centrados principalmente en los países desarrollados –y con Estados Unidos a la cabeza–, muy probablemente veremos un incremento de la demanda. Pero a niveles de oferta, la reducción de tensiones en Libia, los acuerdos con Irán y la mayor producción de los Estados Unidos gracias al “shale oil” harán verter en el mercado más barriles, que serán compensados, bien por esta mayor demanda, bien porque la OPEP module la producción, incrementada en los últimos años. Por todo ello, creemos complicado ver movimientos de precios importantes, a no ser que haya nuevas tensiones en Oriente Medio o que esta ansiada recuperación económica no se acabe materializando.

En cuanto a los metales industriales, continúa la fuerte dependencia de las importaciones chinas. Si bien la evolución del gigante asiático nos plantea serias dudas, no es menos cierto que los peores escenarios parecen estar puestos en el precio. Además, en estos casos

las caídas de los últimos años han situado los costes de producción y los precios a niveles similares –o a niveles inferiores, como en el caso del zinc–, con lo que creemos que nuevas caídas harían aparecer temores de restricciones de oferta.

Y donde hay más margen de sorpresa es en el oro. Después de pasar su “annus horribilis”, el consenso es que puede continuar descendiendo –especialmente si rompe el soporte técnico de los 1.200. Pero también creemos que el hecho de que China, tras marcar un récord de importaciones en octubre, ya sea el mayor importador mundial de oro y que ahora mismo nadie hable de temores inflacionistas –y, por tanto, la sorpresa sería cualquier repunte– puede provocar que el sentimiento cambie en algún punto del año, con lo que el precio podría recuperar posiciones.

*David Rabella*  
Responsable de Fondos Externos  
y Activos Alternativos

DIVISAS

## Asimetría

En Europa, a pesar de la evidente mejoría –al menos hemos salido de lo que parecía una recesión interminable–, la economía languidece e incluso el BCE se vio obligado a recortar tipos el pasado noviembre hasta el 0,25%. Mientras tanto, en Estados Unidos se continúan generando 200.000 puestos de trabajo mensuales, el sector inmobiliario repunta, el consumo sorprende al alza, se han dejado atrás excesos presupuestarios y de deuda privada, y la competitividad de la economía americana sigue mejorando, gracias –entre otras cosas– a un dólar débil, sobre todo frente al euro. Esto último, en principio, no cuadra.

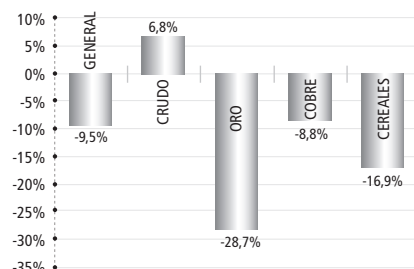
Hasta hace un par de trimestres, nos habíamos mantenido escépticos, sobre todo porque pensábamos que, mientras la Fed siguiera experimentando con nuevas medidas de expansión de balance, su moneda debería mantenerse débil. Cuando la Fed anunció la intención de empezar a reducir su balance el pasado mayo, parecía el momento de apostar por un dólar más fuerte. El yen, además, parece ahora el mejor instrumento para financiar operaciones de “carry trade”, visto el empeño puesto por su banco central en inundar de liquidez su economía. Pero el euro no solo resiste, sino que ha tonteado incluso con apreciaciones adicionales. Diversos factores parecen ex-

plicarlo. Un súbito interés internacional por los activos europeos ha provocado una compra masiva de euros, mientras gran parte de las economías periféricas incrementaban con éxito sus exportaciones, lo que ha ayudado a crecientes superávits comerciales. Por si fuera poco, el BCE era de los pocos bancos centrales que contraían de facto su balance, ya que los bancos europeos han devuelto a toda prisa los préstamos otorgados por la autoridad monetaria (LTRO), en parte por menor necesidad, en parte por miedo al “stress test” a los que serán sometidos –que irónicamente podría estar mirando de hecho al propio BCE: a pesar de la bajada de tipos oficiales, posteriormente el tramo más corto de la curva ha repuntado.

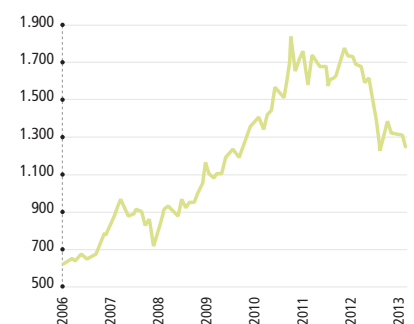
Al final, sin embargo, creemos que se impondrá la lógica, a medida que sigan divergiendo economías y políticas monetarias. Aunque no fuese así, un euro más fuerte mataría parcialmente el ansiado crecimiento en Europa, tan dependiente como es de las exportaciones, forzando al BCE a intervenir. A los niveles actuales, creemos que la apuesta por la debilidad del euro es asimétrica, con mucho a ganar y poco a perder.

*David Macià, CFA*  
Responsable de Análisis y Estrategia

## Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas 2013



## Oro



## Euro vs dólar



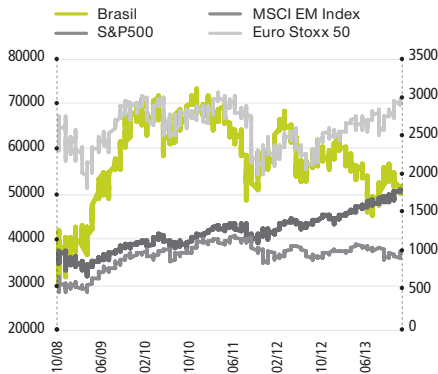
El euro no solo resiste, contra pronóstico, respecto al dólar, incluso confirmado el inicio del tapering, sino que termina el año apreciándose.

## Tipo de cambio \$/€

% variación:	1 mes	3 meses	1 año
	1,49%	1,91%	4,49%
-----			
Previsiones consenso:	2014	1° T 14	2° T 14
	1,28	1,33	1,31

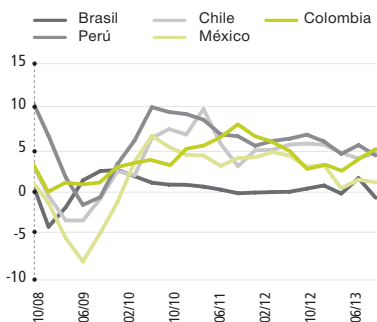
# Latinoamérica

## Evolución de bolsas



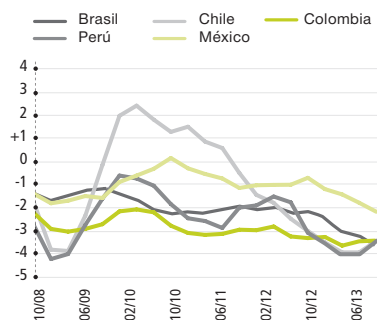
A pesar de que el 2013 ha sido un buen año para los activos de riesgo, como las bolsas europeas y norteamericanas, no ha sido así para las bolsas emergentes, que, contra todo pronóstico, sufrieron fuertes salidas de capital por parte de los inversores internacionales.

## PIB



La tendencia de desaceleración del PIB podría continuar en el 2014 en países como Brasil, que podría seguir viviendo una corrección de su divisa que incremente los riesgos inflacionistas y las probabilidades de subidas de tipos, que podrían presionar la demanda interna.

## Balance por cuenta corriente (% del PIB)



Los países con mayores déficits por cuenta corriente han sufrido correcciones de sus divisas, incrementando aún más su deuda externa y entrando en un círculo vicioso difícil de romper.

## La hora de la verdad: vivir con “tapering”

Con unas perspectivas de mayor crecimiento económico global, no todos los países de Latinoamérica se encuentran igualmente posicionados para tomar ventaja de dicha situación. En 2014, algunos países de la región se enfrentarán al reto de la desaceleración económica junto con los efectos que la retirada de los estímulos por parte de la Fed tendrá en sus economías.

La gran liquidez existente en los mercados, soportada en gran parte por los programas monetarios de los grandes bancos centrales, y la falta de alternativas de inversión atractivas hacían augurar para el 2013 un gran año para los activos de riesgos y, por tanto, para los activos emergentes. Esto no ha sido así en el caso de estos últimos y los activos de la región se han visto penalizados por el deterioro macroeconómico sufrido en algunos de sus países y la salida masiva de flujos de capital ante la amenaza del inicio del ya famoso “tapering”. Efectivamente, el final gradual del programa de estímulos monetarios por parte de la Fed ha puesto de manifiesto algunos desequilibrios en los principales países latinoamericanos y aquellos con mayores déficits por cuenta corriente han sufrido fuertes correcciones de sus divisas, como por ejemplo Brasil. El transvase de flujos de capital desde países emergentes hacia países desarrollados, principalmente europeos, fruto de las mejoras macroeconómicas de estos últimos, han hecho el resto. A pesar de que dichas correcciones hacen más atractivos los activos de la región, creemos que dichas dinámicas negativas podrían continuar en 2014 y que otras regiones, como la europea, presentarán un comportamiento relativo mejor.

Prevedemos que el entorno macroeconómico tenderá a la normalización, con mayor crecimiento en los países desarrollados y estabilización del crecimiento en China. Los países latinoamericanos deberían también verse beneficiados vía exportaciones, pero creemos que no todos los países se encuentran en la misma situación. México se erige como nuestra apuesta estrella en la región. Las profundas reformas que ya se han iniciado y continuarán durante el 2014 en dicho país (que deberían atraer inversión extranjera), junto con la correlación de su crecimiento con el de EE.UU., deberían impulsar el crecimiento económico mexicano, revalorizar su

divisa y mejorar las expectativas de beneficios de las empresas. Sectores cíclicos e industriales serían los mejores posicionados para beneficiarse de dicho entorno y evitaríamos sectores defensivos domésticos con valoraciones más elevadas. La otra cara de la moneda sería Brasil, que presenta los mayores riesgos de cola por la posible debilidad de su divisa –que, aunque creemos que será ordenada por posibles intervenciones del banco central, podría continuar incrementado los déficits por cuenta corriente–, además de crecimientos más débiles y niveles de inflación elevados. La baja visibilidad en beneficios empresariales y la incertidumbre política –se celebran elecciones en octubre– también son factores que podrían pesar en la evolución de los activos brasileños. El rating del país es posible que sea rebajado también durante el 2014. No obstante, vemos oportunidades en algunos nombres cíclicos con presencia global que se beneficiarán tanto de la recuperación en países desarrollados y en China, como de las caídas del real brasileño. Evitaríamos sectores con alta exposición a mercados domésticos que ofrecen valoraciones relativamente más altas, así como mayor exposición al crecimiento local. Creemos, por tanto, que en 2014 será clave el análisis “bottom up” a la hora de decidir dónde invertir dentro de la región.

Noelia Povedano, CFA  
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 2014.  
Reservados todos los derechos.





**Crèdit Andorrà**  
Asset Management