

# Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

## ÍNDICE

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

## Rendimientos en busca y captura

**Con "tipos cero" generalizados y con gran parte de los rendimientos potenciales de la renta fija agotados, el 2013 podría llevar a los inversores hacia el único activo tradicional que queda con cierto potencial: la renta variable.**

La primera burbuja financiera de la que tenemos constancia fue la de los tulipanes holandeses en el siglo XVII. La flor, introducida en el país por un profesor de botánica proveniente de Viena en 1593, fue ganando popularidad. La fiebre fue tal que en los últimos años la gente incluso los cambiaba por joyas o terrenos con la confianza de hacer grandes beneficios. En febrero de 1637, varias subastas quedaron desiertas y los precios se desplomaron abruptamente. La codicia y el miedo —inherentes a nuestra especie—, junto con un comportamiento de "manada" (se tiende a copiar demasiado a menudo lo que hacen el resto de inversores), ayudan a explicar que desde entonces no hayan parado de repetirse recurrentemente excesos similares. La burbuja tecnológica de finales de los 90 o la inmobiliaria de la década pasada son los dos ejemplos más recientes. Muy probablemente el siguiente protagonista de esta infortunada lista tenga ya el sitio reservado.

Y es que, reconfortados por políticas monetarias ultraexpansivas, los inversores han registrado todos los rincones de la renta fija en busca y captura de "extra-tipos". A excepción de los activos emitidos por países periféricos, que aún se ven obligados a ofrecer primas sustanciales (intentamos aprovecharlo añadiendo las referencias más sólidas a nuestras carteras), los retornos que se obtienen rayan en lo ridículo. Creemos que las pérdidas, si las hay, serán de momento moderadas (no calculamos que el *bund* alemán y el *treasury* americano puedan terminar el año mucho más allá del 2%). Pero a largo plazo los daños pueden ser mucho mayores. Pensamos que la falta de alternativas podría ir forzando a los inversores gradualmente hacia la renta variable, un activo que cada vez parece más atractivo en términos relativos, soportado por valoraciones bastante razonables (sobre todo en Europa) y por la

anestesia de los "riesgos de cola" administrada por los bancos centrales. La economía podría ayudar, también, aunque siempre de forma muy amortiguada. La americana podría ser la sorpresa para el próximo año. La recuperación del sector inmobiliario parece sólida, el paro baja (lentamente, pero baja), el sector privado se ha desapalancado en buena medida, el crédito bancario vuelve a fluir y la Fed parece dispuesta a hacer todo lo que convenga. Además, el país, gracias al *shale* gas, va ganando autosuficiencia energética. El gran obstáculo: unas cuentas públicas que creemos que se pueden empezar a enderezar bajo la presión del "precipicio fiscal", al que los políticos buscan solución mientras escribimos.

Pensamos, pues, que se puede estar gestando un buen año para la renta variable, y tenemos las carteras posicionadas en consecuencia. Pero no nos olvidemos que los riesgos siguen bien vivos. Oriente Medio más que una región es un polvorín: Irán sigue sin detener el programa nuclear e Israel podría perder la paciencia tras las elecciones en enero, mientras en Siria continúa la guerra civil ante la inexplicable pasividad internacional. En Europa, ciertamente se pueden abrir nuevos frentes y la economía seguirá previsiblemente muy débil. Las elecciones en otoño en Alemania podrían ser un punto de inflexión —una vez superadas tendremos dos años sin plebiscitos en los países clave de la eurozona—, una oportunidad de oro para alcanzar acuerdos de calado. Pero hasta entonces podemos esperar pocos avances (fuera de rogar que Monti continúe después de las elecciones italianas del primer trimestre). Todo ello obliga a ser ágiles ante los acontecimientos y a conservar la prudencia que nos caracteriza.

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

En los mundos de ZIRP	
GOBIERNO:	
Eurozona	▼
EE.UU.	▼
CORPORATE:	
Eurozona	▲
EE.UU.	▲

### Renta variable

Feliz centenario	
EE.UU.	▼
Eurozona	▲
España	▶
BRIC	▲

### Materias primas

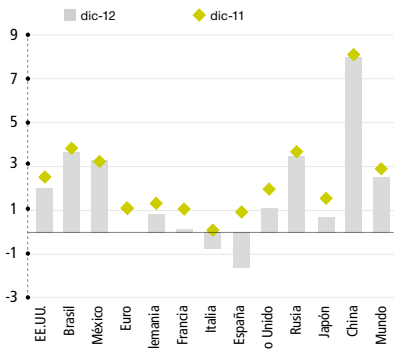
En rango	
Petróleo	▶
Oro	▶
Metales	▶
Cereales	▶

### Divisas

¿El año del yen?	
EUR/USD	▲

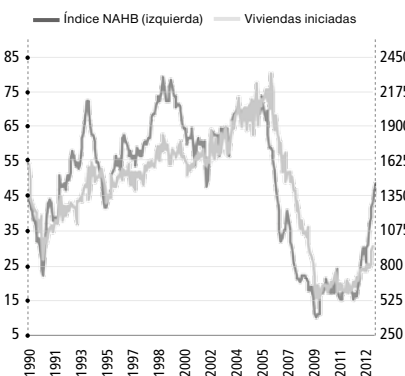
# Situación macroeconómica

## Expectativas de crecimiento mundial para 2013



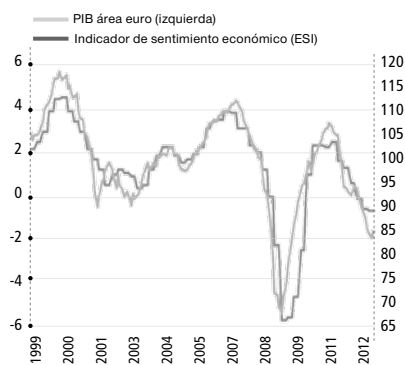
Las expectativas de crecimiento mundial se han reducido ligeramente este año para las principales economías, más acusadamente para el área euro, Reino Unido y Japón

## Mercado de la vivienda en EE.UU.



La mejora del mercado de la vivienda supone riesgos positivos sobre el crecimiento para EE.UU. La confianza de los constructores de viviendas (índice NAHB) sugeriría repuntes adicionales en la iniciación de viviendas

## Área euro: indicadores de sentimiento frente a PIB



Los indicadores del área euro sugieren que la recesión continuará en los próximos trimestres. El indicador de sentimiento económico de la Comisión (ESI) apunta a una profundización de las caídas de PIB

## La economía americana seguirá creciendo, sin prisa, pero sin pausa

**La recesión seguiría azotando al área euro hasta mediados de 2013, pero la economía estadounidense, si se evita el precipicio fiscal, debería continuar registrando un crecimiento moderado.**

El 2012 se despide con un área euro todavía en recesión, más aguda de lo que se esperaba en 2011, si bien no muy profunda gracias al buen comportamiento de las economías del núcleo, especialmente Alemania. La recesión se ha cebado con la periferia, como reflejan las intensas contracciones del PIB español e italiano (por no hablar del crecimiento desenfrenado del desempleo). En el escenario base, el área euro saldría de la recesión hacia mediados de 2013, pero los riesgos de que se retrase no son desdeñables. Hasta cierto punto se podría decir que la economía del área se encuentra “desamparada”. El BCE, después de anunciar el OMT (el programa de compras de deuda soberana ilimitadas), no parece muy inclinado a tomar medidas adicionales

de los mercados financieros internacionales podría haber sido su punto débil, pero la agresiva actuación de los bancos centrales ha constituido un cortafuegos eficaz (no solo el BCE, sino también la Fed con su “expansión cuantitativa” ilimitada). Mirando a 2013, el momento más espinoso se encontraría a principios de año. Demócratas y republicanos tendrán que llegar a un acuerdo si se quiere evitar un “precipicio fiscal” que llevaría a una recesión (en caso contrario, llegarían recortes automáticos de gasto y la finalización de estímulos y rebajas impositivas que detraerían unos 4 puntos de PIB). Y aún después de un eventual acuerdo, la política fiscal lastrará ligeramente al crecimiento, aunque iría ganando impulso a medida que transcurra el año. Cabe esperar, por tanto, un año de crecimientos moderados, por debajo del potencial, en el que habría margen para sorpresas positivas. Con un sector privado más saneado —son alentadores los avances en el desapalancamiento de los hogares—, una recuperación del mercado de la vivienda que parece consolidarse podría ser la chispa que desencadene crecimientos más vigorosos.

## Si el precipicio fiscal no se interpone, la economía estadounidense volverá a exhibir un crecimiento moderado en 2013

para combatir la recesión, y los gobiernos siguen enfrascados en la austeridad, sin que muestren especial entusiasmo en iniciativas procrecimiento.

Por fortuna, en el lado opuesto, encontramos a la economía estadounidense. Su comportamiento en 2012 ha sido el esperado, con crecimientos ligeramente superiores al +2% en el año. Esta constatación resulta ya por sí misma esperanzadora. La economía estadounidense se habría mostrado hasta cierto punto “inmune” a una recesión más grave en el área euro y a la inesperada ralentización de otras de las mayores economías mundiales, destacando emergentes como China o Brasil. El hecho de que la economía americana sea “relativamente cerrada” (poco peso de las exportaciones sobre el PIB) le habría permitido aislarse. El contagio por el canal

En el resto del mundo, para otras economías más expuestas al comercio mundial, como Japón, y en particular en el área euro, como Reino Unido, las perspectivas siguen siendo complicadas. Aunque se espera que el crecimiento emergente reacelere este año, los problemas estructurales y los cambios en los modelos de crecimiento en algunas de estas economías, como la china, podrían conducir a decepciones.

Por último, la inflación parece un mar en calma y, en buena parte del mundo, especialmente en el área euro, no cabe esperar presiones; pero en EE.UU., sobre todo si asistimos a sorpresas positivas en el crecimiento, podría mostrarse menos contenida.

*David Rojas Pecero*  
Analista de Macroeconomía

# Renta fija

## En los mundos de ZIRP

**En un entorno como el actual de tipos de interés nulos (“Zero Interest Rate Policy”) o muy cercanos a cero en las principales economías desarrolladas, cualquier repunte —por minúsculo que sea— puede representar para un inversor tradicional de renta fija lo mismo que la kryptonita para Superman.**

Una vez superados los escenarios apocalípticos sobre las consecuencias de la crisis mundial y de rotura del euro previstos por algunos analistas al inicio del 2012, y precisamente debido a todas las medidas tomadas en clave política y monetaria para evitarlo, nos quedamos en un mundo de tipos de interés cero. Adicionalmente al activismo desahogado de los bancos centrales, inventándose nuevas medidas de política monetaria —cuando las tradicionales ya se han agotado hace tiempo—, los gobiernos no han parado de emitir deuda. Como consecuencia, nos encontramos con unos balances de los bancos centrales a niveles nunca vistos y que propician la llamada "represión financiera", es decir, la necesidad por parte de los gobiernos de mantener los tipos de interés muy bajos y crear inflación con el objetivo de reducir la carga de deuda descomunal que han ido acumulando.

Por otra parte, ¿qué ha pasado con todos los riesgos que apuntábamos hace algunos trimestres que sobrevolaban tanto la economía norteamericana como la europea? ¿Podemos dar ya por superada la crisis? En nuestra opinión, todas estas medidas extraordinarias llevadas a cabo por los bancos centrales han creado una red de seguridad suficientemente importante como para descartar un retorno a los peores momentos vividos durante la crisis. Aun así, en el corto plazo el potencial para situaciones de estrés no ha desaparecido del todo: nos quedan algunos frentes políticos por solucionar (elecciones italianas, eventual petición de rescate de España, etc.). Y no es del todo descartable que las consecuencias sean episodios de volatilidad en los mercados de renta fija, tanto en los movimientos de los tipos de los países centrales como en las primas de riesgo de la periferia.

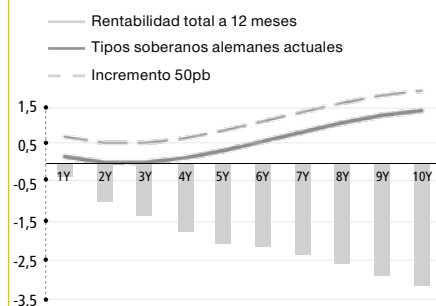
Niveles de tipos absolutos muy bajos, volatilidad, potencial inflación a medio plazo... Un escenario como el descrito

puede representar una bomba de relojería para los inversores que se centran en activos de renta fija tradicionales, emitidos por gobiernos o empresas con la mejor calidad crediticia, y los mantienen hasta vencimiento. De hecho, el rendimiento actual en términos reales de estas obligaciones ya es negativo y el más mínimo repunte de los tipos de interés puede provocar un retorno nominal también negativo.

¿Qué podemos recomendar entonces a los inversores para el 2013? “¡Reinventarse!” Palabra de moda en la actual situación del mundo laboral, también más válida que nunca para un inversor en activos tradicionales de renta fija. La estrategia habitual de mantener una cartera de obligaciones hasta vencimiento difícilmente proporcionará un binomio riesgo-rendimiento atractivo, ni siquiera positivo en muchos casos. Habrá que reinventarse y buscar activos y estrategias no tradicionales. Nuestra principal recomendación: carteras formadas principalmente por obligaciones de vencimiento medio-largo emitidas por compañías con sede social en los países periféricos, sólidas, pero castigadas por la coyuntura actual. Eso sí, cubriendo al mismo tiempo el riesgo de tipo de interés. Adicionalmente, será necesaria una gestión muy activa tanto de la duración de las carteras como de las posiciones que mantenemos —difícilmente será rentable comprar y olvidarse hasta el vencimiento—. Imprescindible también adquirir instrumentos que nos beneficien ante situaciones adversas de mercado para activos que puedan estar potencialmente sobrevalorados como el *high yield* u otros. Y, finalmente, sin olvidar posiciones en algunas materias primas u otros subyacentes que estén descorrelacionados de los tipos de interés.

Meritxell Pons, CAIA  
Directora de Renta Fija

## Rentabilidad esperada negativa a 12 meses para los inversores tradicionales de renta fija ante mínimos repuntes de tipos



Ante un pequeño repunte de tipos, el rendimiento esperado para un inversor en bonos de alta calidad crediticia será más negativo cuanto mayor sea el vencimiento del bono comprado. Será necesario reducir al mínimo el riesgo de tipos, aumentar la exposición a riesgo de crédito —seleccionando con cuidado los emisores— e invertir en estrategias no tradicionales descorrelacionadas de los tipos

## Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

	31/12/12	1r trim'13	2º trim'13	4º trim'13
Zona euro	0,75%	0,63%	0,63%	0,63%
EE.UU.	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Reino Unido	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

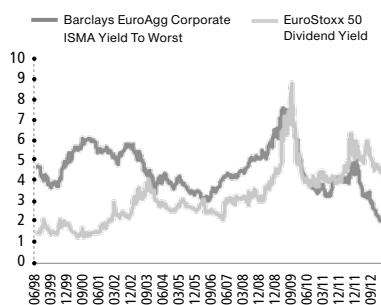
## Tipos de interés: variaciones

	31/12/12	Últimos 3 meses	Último año
<b>Zona euro</b>			
Euribor 3 meses	0,19%	-0,033	-1,169
Bund 10 años	1,32%	-0,126	-0,513
<b>EE.UU.</b>			
US Libor 3 meses	0,31%	-0,053	-0,275
US 10 años	1,76%	0,124	-0,119
<b>Reino Unido</b>			
GBP Libor 3 meses	0,52%	-0,082	-0,565
Gilt 10 años	1,83%	0,101	-0,149

## Habrà que reinventarse y buscar activos y estrategias no tradicionales

# Renta variable

## Dividend yield vs Corporate yield



El dividendo que pagan las empresas europeas es muy atractivo comparado con el que ofrecen las obligaciones

## La prima de riesgo marca el ritmo



La relajación en las primas de riesgo españolas está bastante correlacionada con el movimiento de la bolsa europea

	Cierre		4º trim %	YTD %
EE.UU.	S&P 500	1.426	-1,01%	13,41%
	DJ Indus. Avg	13.104	-2,48%	7,26%
	NASDAQ 100	2.661	-4,94%	16,82%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	2.636	7,40%	13,79%
	Francia (CAC 40)	3.641	8,53%	15,23%
	España (Ibex 35)	8.168	5,95%	-4,66%
	UK (FTSE 100)	5.898	2,71%	5,84%
	Alemania (DAX)	7.612	5,49%	29,06%
	Suiza (SWISS)	6.822	5,03%	14,93%
	Italia (FTSE MIB 30)	16.273	7,80%	7,84%
	Países Bajos (AEX)	343	6,04%	9,68%
JAPÓN	TOPIX	860	16,60%	18,01%
	NIKKEI 225	10.395	17,19%	22,94%
EMERGENTES	México	43.706	6,95%	17,88%
	Brasil	60.952	3,00%	7,40%
	Argentina	2.854	16,42%	15,90%
	China	2.269	8,77%	3,17%
	India	19.427	3,54%	25,70%
	Corea	1.997	0,04%	9,38%
	Rusia	1.475	1,13%	5,17%

## Feliz centenario

Con los activos de renta fija cada vez menos atractivos, las mejoras en la macro americana, un posible descanso del deterioro económico europeo y los riesgos de cola anestesiados por los bancos centrales, la renta variable se puede quedar sin competidores este 2013.

Empezar el pronóstico para el próximo año recordando que la Fed celebrará su centenario no puede ser más apropiado. Vivimos en una orgía monetaria planetaria sin precedentes. La propia Fed ha dado un nuevo paso vinculando sus actuaciones a la salud del mercado laboral, el BoJ sufrirá el acoso del nuevo gobierno, que quiere forzarlo a acabar con la deflación que reina en el país, el BoE experimenta con subsidiar crédito a la economía real mientras sigue siendo el mayor tenedor de deuda pública británica y el SNB tiene el balance más grande en términos de PIB nacional (cerca del 75%). Podemos dudar de cuáles serán los efectos secundarios finales, pero es difícilmente discutible que los bancos centrales han limitado mucho —al menos de momento— el dolor de la resaca de la mayor borrachera de endeudamiento que el mundo haya sufrido nunca, limitando el impacto sobre la confianza de los agentes económicos. No es baladí. Este intangible, la confianza, explica que la predicción económica tenga bastante más de arte que de ciencia. Poderosa e imprevisible a partes iguales, puede espolear el gasto y la inversión o detenerlos en seco, poniendo en marcha o matando ciclos económicos por sí sola.

En el listado anterior nos hemos dejado a propósito el banco central que creemos que tendrá más influencia en la renta variable el próximo año. El BCE ha conseguido comprimir los *spreads* periféricos y detener las dudas sobre la viabilidad del euro. Y solo de palabra, sin gastar ni un céntimo. La activación efectiva de la OMT, una vez España pida el rescate, puede ser un buen catalizador para las bolsas europeas —no pensamos que se alargue más allá del primer trimestre, pues España necesita abaratar su financiación y Alemania puede estar interesada en alejar la petición lo más posible de las elecciones de otoño. Estrictamente por valoración, una expansión de múltiplos estaría justificada, con la reducción de las primas de riesgo (¿no hace tanto que muchos temían la ruptura del euro!). El otro punto de esperanza radica, paradójicamente, en el mal momento

de la economía europea. No esperamos nada de ella, pero tiene a su favor tanto el efecto base (partiendo de niveles muy bajos es más fácil mejorar) como el efecto sorpresa (se descuenta recesión). Una pequeña alegría (que podría venir gracias a la fortaleza exterior, con EE.UU. en cabeza, véase portada) podría ayudar, y mucho, a estimular las compras de activos europeos. Además, creemos que las políticas de austeridad se están suavizando, en el fondo (no en las formas, mientras Alemania tenga pendientes las elecciones).

Pero el catalizador más potente de todos podría venir por la falta de alternativas. La renta variable multiplica su atractivo al compararla con una renta fija que ha agotado gran parte de su potencial, gracias a la descomunal injerencia de los bancos centrales, que han anclado los tipos a cero. El dividendo que se paga en Europa, por ejemplo, deja en evidencia la deuda corporativa, tanto en absoluto como en relativo. De hecho, dado que las empresas se pueden financiar a tipos minúsculos, tendría mucho sentido que reactivasen las compras de autocartera o pusiesen en marcha operaciones de fusiones y adquisiciones.

Todo ello nos hace ser especialmente optimistas en la renta variable, principalmente en la europea (en la americana pensamos que, precisamente por puntos de partida más elevados, los recorridos son menos atractivos). Pero no nos contamos entre los inversores a los que los bancos centrales han convencido de que no hay riesgo. Al contrario, sabemos que no son menores. Estaremos atentos a reducir rápidamente la exposición en la renta variable si estos se materializan. Mientras tanto, creemos que saldrá a cuenta estar invertidos en ella, este 2013. Le deseamos a la Fed un feliz cumpleaños.

David Macià, CFA  
Responsable de Análisis y Estrategia

# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## En rango

Si hablamos de petróleo, solo podemos decir que siguen las fuerzas contrapuestas. Durante este año hemos visto un incremento de la oferta fuera de la OPEP y una estabilización del crecimiento de la demanda (emergentes creciendo menos y desarrollados continuando el descenso), con lo que el rango de precios parece estar estabilizado. Creemos que únicamente las malas noticias geopolíticas que lleguen de las regiones productoras pueden mover los precios al alza, situación en la que aprovecharíamos para vender. En cambio, parece complicado que China pueda seguir contrarrestando la pérdida de demanda de los países desarrollados, así que creemos en caídas de precios hasta niveles cercanos a los mínimos de 2011, donde pensamos que la OPEP podría actuar para hacer aumentar los precios.

El oro sigue teniendo el favor de la mayoría de los analistas, pero por primera vez en tiempo se empiezan a oír voces menos positivas. Seguimos viendo el metal como una buena apuesta a medio plazo, pero no es menos cierto que la menor percepción de riesgo de los inversores hará que los activos refugio sufran las consecuencias. Recomendariamos, pues,

comprar oro en momentos de debilidad, dado que los argumentos favorables siguen vigentes: entre otros, que los bancos centrales continúan con sus políticas monetarias expansivas, al tiempo que los países emergentes —tienen una gran parte de sus reservas en USD— han manifestado repetidas veces la necesidad de diversificación hacia el oro. Por poner un ejemplo, los chinos mantienen menos de un 5% de sus reservas invertidas en oro, cuando países como India o Rusia tienen un 10%. No esperamos compras masivas, pero sí continuadas, lo que nos hace pensar que las caídas deberían ser poco sostenidas en el tiempo.

De los metales industriales no podemos esperar grandes subidas. El único impulso a los precios lo podría dar un plan de infraestructuras chino que, en el mejor de los casos, estará lejos de los importes del año 2009. Además, en el caso del cobre, se estima que a partir de la segunda mitad del año se incrementa la oferta, lo que podría presionar su precio a la baja.

*David Rabella*  
Responsable de Fondos Externos y Activos Alternativos

DIVISAS

## ¿El año del yen?

La cambiante configuración política nipona (han habido elecciones 47 veces desde 1890; queda claro que los cuatro años de mandato no se cumplen casi nunca) ha validado electoralmente la agresividad del candidato del LPD, Shinzo Abe, a quien los resultados otorgan mayoría suficiente para iniciar las reformas que crea oportunas —en coalición con sus tradicionales aliados del Komei. La lucha contra la deflación y la debilidad del yen, hasta hace poco en máximos históricos, son los dos caballos de batalla que tiene entre ceja y ceja. Y dice estar dispuesto a hacer lo que sea necesario, planeando incluso forzar al banco central a coordinarse con políticas fiscales diseñadas para conseguir retornar el crecimiento nominal en Japón, tras dos décadas de sangría. Si es necesario acabar con la sacrosanta independencia del banco central, que así sea.

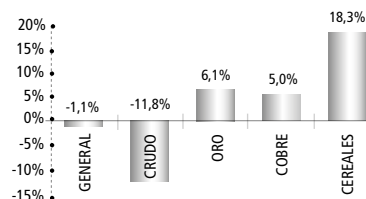
No olvidemos que la idea no es nueva, y menos en Japón, donde las políticas de *quantitative easing* se han repetido sin descanso, encadenando excesos fiscales (el déficit nipón lleva cuatro años seguidos

encadenando cifras cercanas al 10%), con entornos macro globales mucho mejores que el actual, sin ningún resultado hasta el momento (el país promedia un crecimiento real del 0,75% desde 1992 y la deflación es la norma). Con la deuda pública sobrepasando dos veces su PIB, la idea incluso puede ser peligrosa: si se acaba por perder la confianza en su deuda pública, el resultado podría ser contraproducente, dado que los propios japoneses son sus tenedores mayoritarios.

Creemos sin embargo que el 2013 puede ser el principio de la debilidad del yen, precisamente porque la situación se vuelve cada vez más insostenible y, por primera vez en años, hay un gobierno que quiere y puede actuar decididamente. Vistos los máximos históricos de partida contra el dólar, estamos convencidos de que estar cortos del yen acabará, tarde o temprano, por dar frutos. En las divisas, ciertamente, parece la apuesta más clara para el año que empezamos.

*David Macià, CFA*  
Responsable de Análisis y Estrategia

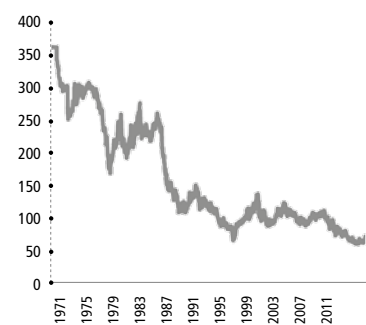
## Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



## ORO



## Yen/Dólar



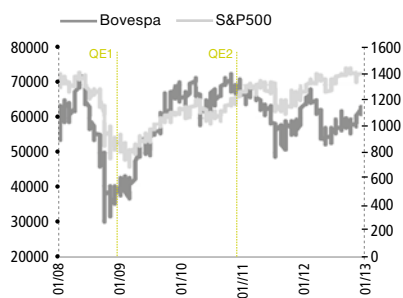
¿Será el cambio de gobierno en Japón el detonante para que acabe la fortaleza del yen?

## Tipo de cambio \$/€

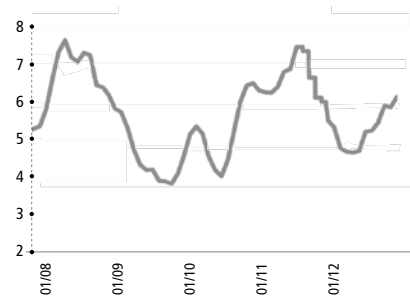
% variación:	1 mes	3 meses	1 año
	1,50%	2,49%	1,83%
Previsiones consenso:	1er trim	2º trim	2013
	1,29	1,28	1,27

# Latinoamérica

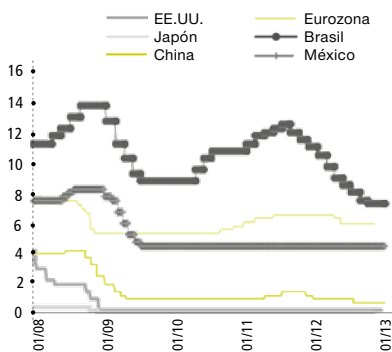
## S&P500 vs Bovespa



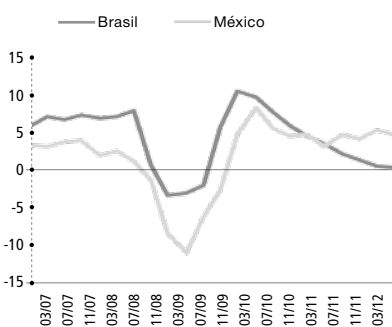
## Inflación brasilera



## Tasas de interés Bancos centrales



## PIB México y Brasil



## Vuelta a crecimientos potenciales

El 2013 se vislumbra como un año de recuperación para la zona, encabezada por Brasil, que presentó en 2012 una desaceleración mayor de la esperada. Mejores perspectivas macroeconómicas, junto con las políticas monetarias de estímulo en economías avanzadas, podrían hacer que se mantengan las condiciones financieras externas favorables, incentivando la inversión en activos de riesgo.

En el 2012, la incertidumbre sobre la evolución de las economías desarrolladas ha sido un lastre para el crecimiento de muchas economías emergentes. A pesar de ello, la región latinoamericana ha sido capaz de crecer a niveles próximos al 3% (con la importante excepción de Brasil). Estimamos que el crecimiento mundial se recuperará gradualmente en 2013 a medida que se reduzcan las incertidumbres existentes en EE.UU. y Europa. Las previsiones para la zona auguran el retorno a crecimientos cercanos a niveles potenciales del 4%, gracias a un panorama más positivo a nivel exterior y a una demanda interna que continuará robusta, tal como muestran los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores. Además, los países latinoamericanos exportadores de materias primas se verán favorecidos por los precios elevados en términos históricos de las mismas —por más que hayan caídas— y las buenas condiciones de financiación externa.

Por lo que respecta a los precios, las previsiones de inflación se han moderado en la mayor parte de la región, gracias a la caída del petróleo en términos interanuales en este último tramo del año, a la vez que se van corrigiendo los shocks causados por la sequía de este verano en los EE.UU. sobre las agrícolas. Sin embargo, en algunos países como Brasil, se mantienen los riesgos de un impacto sustancial durante este año si se reproducen los aumentos del precio de los alimentos, lo que obligaría a subir los tipos oficiales. Sea como fuere, esperamos que la inflación se mantenga dentro de las bandas objetivo de los bancos centrales.

Por tanto, en un entorno de crecimiento económico sustancial y con los precios bajo control, pensamos que las apuestas de inversión deberían inclinarse hacia activos con mayor nivel de riesgo, como las acciones y los bonos corporativos. La sólida situación financiera de

Latinoamérica, junto con el aumento de las reservas y la mejora de los saldos fiscales, debería favorecer nuevas subidas de *rating* de los principales países, reduciéndose un año más los diferenciales con los países desarrollados. A ello, debemos añadir la clara tendencia a una reducción de los niveles de *default*. Además, los bajos niveles de interés ofrecidos en las economías desarrolladas favorecerán la búsqueda de mayores rendimientos, como los ofrecidos por los *corporates* de Latinoamérica, en los que todavía podría quedar margen de mejora a pesar de las fuertes subidas vistas durante el 2012. Por último, la reducción de la aversión al riesgo, junto con las buenas perspectivas en el crecimiento de beneficios empresariales, favorecerá la inversión en acciones. Si en el transcurso del 2013 se confirma nuestro escenario de recuperación, nos iríamos posicionando en empresas de gran capitalización y sectores cíclicos, donde el sentimiento aún es negativo y donde se encuentran las valoraciones más atractivas. Pero lo anterior no está exento de riesgos. El “precipicio fiscal” de EE.UU. ha ganado protagonismo a la crisis europea y habrá que vigilar de cerca el transcurso de su resolución. Dentro de la región, deberemos vigilar cómo evoluciona Brasil, por las dudas crecientes sobre el sostenimiento del modelo de crecimiento y el efecto que sobre el resto de la zona podría tener si no se confirma el despegue que se espera para dicha economía.

Noelia Povedano, CFA  
Gerente General de CAPS

# 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 2012.  
Reservados todos los derechos.





**Crèdit Andorrà**  
Asset Management