

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

ÍNDICE

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

Nanakorobi yaoki

“Cae siete veces, levántate ocho”, dice el antiguo proverbio japonés que nos sirve de título. Tras dos décadas de estancamiento económico, y afectado por una deflación crónica, Japón puede estar saliendo por fin del pozo.

Dieciocho años de tipos cero no han evitado que la economía japonesa haya encadenado dos décadas perdidas (el PIB nominal es el mismo ahora que en 1991). El QE (“*quantitative easing*”) no es invento de Bernanke, ya lo intentaron antes también –sin suerte– entre el 2001 y el 2006. Los estímulos fiscales tampoco son nuevos, Japón ha estado permanentemente en déficit público desde 1992. Una y otra vez los inversores vieron venir el final de la agonía y la anticiparon en forma de aparatosas subidas bursátiles que quedaban siempre en nada. ¿Es diferente ahora?

En Japón la enorme burbuja inmobiliaria tocaba máximos en el 89, estallando poco después, dejando el sector privado endeudado hasta niveles insólitos. Su banco central (BoJ) tardó más de cuatro años en darse cuenta de que eran necesarios tipos cero y diez años a intentar algo más atrevido. Mientras tanto, el desapalancamiento en marcha hacía arraigar la deflación, dejando una huella imborrable en la psique nipona. Esto último es lo que, a nuestro entender, explica que todos los intentos de revertir la situación hayan sido infructuosos. La evolución económica no depende tanto de lo que *está pasando*, como de *qué esperan los agentes económicos que pase*. Si esperan caídas de precios, se abstendrán de consumir e invertir, y los precios efectivamente caerán. Las empresas no subirán salarios y los bancos, con el valor de los colaterales cayendo, no darán préstamos. Encima, todos intentaban reducir simultáneamente la enorme deuda acumulada. Un círculo vicioso muy difícil de romper (¿suena? La “periferia” europea se le parece mucho más de lo que nos gustaría).

Veinte años de crisis han permitido digerir los excesos de deuda. Las expectativas de deflación, profundamente arraigadas entre

la población, parecen ahora el principal obstáculo a superar. Y eso es lo que creemos que sí es diferente esta vez. El BoJ anunció una intervención masiva (el *doble* en la *mitad* de tiempo que la de la Fed) a las órdenes de un nuevo gobierno, con amplia mayoría, que ha declarado que *hará lo que sea necesario*. Una vez gane las inminentes elecciones en la cámara alta, Abe debería poder sacar adelante también reformas estructurales. Todo ello parece haber convencido por fin a los inversores y, sobre todo, a los ciudadanos. La confianza de consumidores y empresas sube, se atisban fuertes incrementos de salarios y aumenta la compra de terrenos y viviendas. Incluso se observan tímidos indicios de inflación (en Tokio, por primera vez en cuatro años).

Riesgos sigue habiéndolos. La deuda pública acumulada es enorme (237% del PIB) y, de perderse el control sobre la curva de tipos, la combinación sería tóxica. Gestionar un cambio de expectativas no es sencillo, y una eventual pérdida de confianza en el banco central podría tener consecuencias muy desagradables. Con una pirámide demográfica invertida y una economía plagada de ineficiencias, se necesitan también profundas reformas estructurales muy impopulares. Pero lo más difícil de todo –romper con las expectativas– puede estar ya de camino. Lo anterior aconseja huir de la renta fija nipona, pero hace la renta variable muy recomendable. Procuraremos seguir disfrutando de las subidas, tal y como hemos hecho desde el principio de este año, comprando –gradualmente– las correcciones y siempre cubriendo la divisa. A la octava, va la vencida.

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

¿Harakiri o sabiduría sintoísta?

GOBIERNO:

EE.UU.	⬇
Eurozona	⬇

CORPORATE:

EE.UU.	⬇
Eurozona (“Central”)	⬇
Periferia	⬆

Renta variable

En el país del Nikkei naciente

EE.UU.	➡
Eurozona	➡
España	➡
Emergentes	⬇

Materias primas

Con Japón no basta

Petróleo	⬇
Oro	➡
Metales	⬇

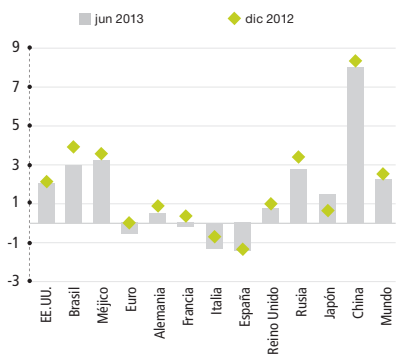
Divisas

Yen-dependencia

EUR/USD	➡
---------	---

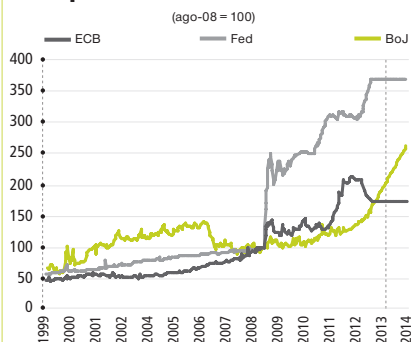
Situación macroeconómica

Cambio en las expectativas de crecimiento mundial para 2013



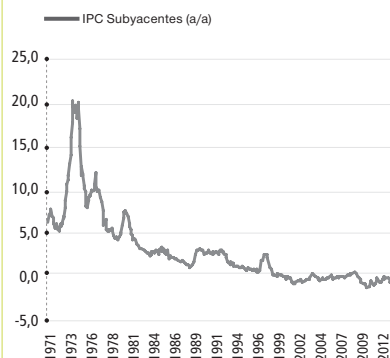
Entre las principales economías mundiales, solo Japón se ha beneficiado de revisiones al alza. Para buena parte de las principales economías, se han registrado rebajas en el crecimiento.

La carrera por la expansión de balances



El Banco de Japón, que había sido más activo que otros bancos centrales a principios de la década del 2000, recuperará terreno rápidamente atendiendo a la expansión de balance anunciada. (Nota: en el gráfico se supone que el balance de la Fed y el BCE se mantienen estables desde ahora).

Evolución de los precios en Japón



Los precios vienen mostrando una tendencia a la moderación "secular" en Japón, agravándose la situación en forma de una deflación prácticamente ininterrumpida desde finales de los 90.

"Abenomics": grandes esperanzas

En un contexto de revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento mundial, Japón destaca por las revisiones al alza.

En los últimos meses los analistas han ajustado a la baja las previsiones de crecimiento de buena parte de las economías mundiales, particularmente para algunas de las economías emergentes. En cambio, las previsiones para EE.UU. (en torno al +2%) pueden servir de apoyo al crecimiento mundial. Hay que destacar un punto especialmente brillante: Japón. Es la única, entre las principales economías, que ha recibido revisiones al alza, pasando el crecimiento del PIB esperado para 2013 de un +0,7% en diciembre a un +1,7% en fechas recientes. ¿Qué ha cambiado desde entonces? La respuesta en gran medida estaría en las "Abenomics", el conjunto de políticas económicas promovidas por el nuevo primer ministro japonés, Shinzo Abe, en el cargo desde diciembre del 2012.

El tercer eje, y el más importante hasta la fecha, es la política monetaria. El nuevo gobierno pedía al Banco de Japón (BoJ), bajo el mandato de un nuevo gobernador (Haruhiko Kuroda), que aplicase una política más agresiva para tratar de escapar de la deflación —de una vez por todas— y poner fin a las "décadas perdidas". El BoJ no defraudó y anunció que subía su objetivo de inflación al 2%, que pretende alcanzar en aproximadamente dos años. Para conseguirlo, aplicará una política monetaria expansiva sin precedentes, doblando la base monetaria en dos años, fundamentalmente mediante la compra de bonos del gobierno japonés (aunque también comprará ETFs y REITs) y alargará visiblemente la duración de los bonos que compra.

El banco central de Japón aplicará una política monetaria expansiva sin precedentes, doblando la base monetaria en dos años

Estas políticas giran en torno a tres ejes principales. El primero se centra en la política fiscal: con vistas a estimular la economía en el corto plazo, el gobierno anunciaba en enero un paquete de estímulos fiscales equivalente al 2% del PIB (a repartir en los próximos dos o tres años). Aunque hay que tener en cuenta que, como la situación fiscal en Japón es ciertamente apurada (la deuda pública está disparada), el gobierno también planea medidas para recuperar una senda fiscal sostenible. En este sentido, se prevé doblar el tipo impositivo del IVA del 5% al 10% en dos fases (en 2014 y 2015, aunque la primera fase podría retrasarse). Otro eje de las nuevas políticas son las reformas estructurales, principalmente para afrontar los problemas que plantean en el crecimiento unas dinámicas demográficas muy adversas. Pero de momento se ha avanzado poco y no nos detendremos en ellas en esta ocasión.

Las nuevas políticas habrían recibido el aval de los analistas, que han elevado las estimaciones de crecimiento. Lo cierto es que, de momento, se aprecian mejoras incipientes en algunos indicadores. El crecimiento del PIB en el primer trimestre sorprendía exhibiendo un +3,5% (anualizado). Además, la recuperación es claramente visible en algunos indicadores de sentimiento, como el PMI Manufacturero o la confianza de los consumidores. Esta última acumula una importante subida desde diciembre y alcanza máximos desde el verano de 2007. Pero sería pronto para cantar victoria. La deflación sigue instalada en la economía, y las tímidas presiones que se observan por ahora son coyunturales y podrían tener su origen en los precios de importación (por la debilidad del yen).

David Rojas Pecero
Analista de Macroeconomía

Renta fija

¿Harakiri o sabiduría sintoísta?

Antes del *harakiri* los samuráis bebían sake y escribían un poema de despedida. ¿Encontramos algún paralelismo entre este ritual y la inundación de liquidez del Banco de Japón? Pese adentrarse en terreno desconocido, creemos que estas medidas sí que ayudarán, por fin, a reactivar la economía nipona, aunque sea parcialmente. La renta fija del país, en todo caso, no parece un activo atractivo.

“Agresiva” y “sin precedentes” son los calificativos más utilizados para describir la rompedora política monetaria anunciada en Japón este año. Es una de las tres flechas —según un proverbio japonés, tres flechas juntas no pueden romperse— que conforman las medidas del llamado “Abenomics”. El banco central pretende doblar la masa monetaria del país hasta 2015, comprando con este fin cantidades ingentes de deuda pública y emitiendo moneda hasta donde sea necesario. ¿Verdaderamente estos calificativos hacen justicia a lo anunciado? Pongámoslo en contexto. La Reserva Federal de EE.UU. ha aumentado su balance un 233% desde 2007, lo que implica incrementar la base monetaria en el equivalente de 2.000 millones de euros. Una cifra muy similar al objetivo que se ha fijado ahora Japón, con la diferencia de que la economía estadounidense es tres veces mayor que la nipona y que lo ha llevado a cabo en un periodo de cinco años frente a los dos que se han fijado las autoridades de Tokio. Pues sí, poniéndolo en contexto, se trata de una avalancha de liquidez de proporciones estratosféricas y tenemos pocos precedentes —o ninguno— de política monetaria tan agresiva y en un plazo de tiempo tan corto.

La voluntad detrás de este programa es estimular el crecimiento económico, incrementar los precios y acabar con quince años de deflación (se han marcado un objetivo explícito de inflación del 2% en dos años). Dado que con expectativas de inflación los tipos tienden a subir, esto entra claramente en conflicto con la premisa de que estos deben mantenerse a niveles bajos para no frenar el crecimiento, de ahí la anunciada compra a gran escala de obligaciones y otros activos que fuerce la disminución de tipos de interés a lo largo de toda la curva soberana japonesa. Pero la clave no está en el nivel de tipos nominal, sino en el nivel de tipos real. Es decir, para estimular la economía se necesitan tipos reales (descontada la inflación) cercanos a cero o incluso negativos. Asimismo, también hay que fijarse en los tipos relativos y no absolutos. Es importante que el crecimiento nominal del

PIB sea superior a los tipos a largo plazo para que mejore la balanza fiscal primaria (una vez descontados los intereses que se pagan por la deuda pública).

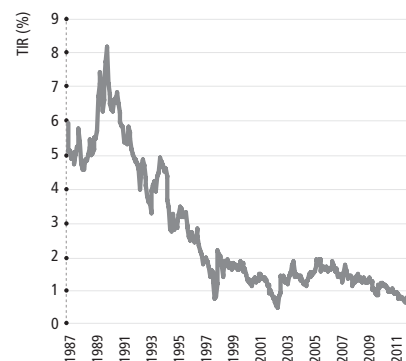
“No creemos que el gobierno nipón esté a punto de cometer un *harakiri*”

¿Y cómo se consigue este efecto deseado? A corto plazo, los tipos de interés tan bajos provocan una salida de los inversores de activos sin riesgo hacia renta variable —efecto riqueza— y otras áreas más atractivas. Al mismo tiempo, los inversores domésticos que buscan más rendimiento son forzados a invertir en el exterior —dado que el banco central acapara el mercado de renta fija y “expulsa” al resto—, debilitando el yen y favoreciendo los exportadores japoneses. A más largo plazo, las expectativas inflacionistas también incentivan una mayor inversión y un consumo privados, sin olvidar que permiten la disminución de la carga real de la deuda pública, esencial en un país como Japón con el endeudamiento público más elevado del mundo desarrollado (237% de deuda bruta sobre el PIB).

Ciertamente se ha adentrado en terreno desconocido con unas medidas muy ambiciosas, pero no creemos que el gobierno nipón esté a punto de cometer *harakiri*. Eso sí, habrá que implementar rápidamente la tercera flecha de su plan —reformas estructurales— para alcanzar un crecimiento sostenible de la economía a largo plazo. Así pues, si se confirman nuestras expectativas y se consigue generar inflación, la renta fija debería sufrir, tarde o temprano, a pesar de la extraordinaria ayuda que significan las compras del banco central.

Meritxell Pons, CAIA
Directora de Renta Fija

Tipos soberanos japoneses a 10 años



A pesar de la agresiva política de compra de activos por parte del Banco de Japón, no pensamos que el tipo a 10 años tenga mucho recorrido adicional a la baja.

Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

	28/06/13	3º T'13	4º T'13	2º T'14
Zona euro	0,75%	0,50%	0,50%	0,50%
EE.UU.	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Reino Unido	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Tipos de interés: variaciones

	28/06/13	Últimos 3 meses	Último año
Zona euro			
Euríbor 3 meses	0,22%	0,007	-0,435
Bund 10 años	1,73%	0,439	0,145
EE.UU.			
US Libor 3 meses	0,27%	-0,010	-0,188
US 10 años	2,49%	0,637	0,841
Reino Unido			
GBP Libor 3 meses	0,51%	0,003	-0,385
Gilt 10 años	2,44%	0,675	0,709

Renta variable

PER bolsa japonesa



Los múltiplos pagados por la bolsa nipona no son altos, en relación a lo pagado desde que empezó la crisis global en 2008 (en el gráfico, PER forward 12 meses para el Topix).

Nikkei



A pesar del fuerte rebote del Nikkei, este empezó muy cerca de mínimos históricos y queda muy lejos de los máximos marcados a finales de los 80.

En el país del Nikkei naciente

La renta variable nipona debería continuar beneficiándose de la mayúscula intervención monetaria y fiscal concertada por las autoridades, de valoraciones todavía razonables y, sobre todo, del cambio de expectativas que probablemente se está gestando.

El país del sol naciente ha vuelto a ser objeto de deseo. Gran parte de la subida de sus bolsas fue de inicio un ejercicio de anticipación. Participamos pronto, principalmente porque pensábamos que se estaba gestando un cóctel muy apetecible, que los inversores no podrían resistir dejar de beber: un nuevo gobierno de mensaje contundente y mayoría suficiente para ejecutarlo, al que seguiría en pocos meses el cambio de gobernador del banco central. Y así fue. El pasado noviembre las bolsas japonesas apenas hacían las paces desde inicio de año. Seis meses después el Nikkei se había revalorizado un 80%. No es tan extraordinario. Era la quinta vez desde que estalló la burbuja que teníamos ascensos superiores al 50%, que siempre acababan en nada (antes de este último rebote, la bolsa seguía muy cerca de mínimos históricos, un 77% por debajo de los máximos marcados en 1989).

Del ejercicio de anticipación hemos pasado a uno de confirmación. Tal y como se argumenta en portada, creemos que estamos en la dirección correcta para conseguir “el” cambio: una ruptura con las expectativas deflacionistas. Y aunque no fuera así, la magnitud de la intervención del BoJ es tal que creemos que como mínimo se conseguirá el otro tipo de inflación, la financiera. Mientras este proceso esté en marcha, la renta variable nipona debería seguir apreciándose. Los recortes del 20% desde finales de mayo no son más que una excelente oportunidad de entrada, en nuestra opinión.

Para los más proclives al vértigo, resulta reconfortante también que, a pesar de las subidas, la bolsa nipona sigue en valoraciones muy razonables. El PER estimado según el consenso de analistas queda ahora en 13,6x, muy lejos del 20x que se ha llegado a pagar recientemente (ver gráfico adjunto). Se espera que el ritmo de crecimiento de los beneficios de las compañías japonesas triplique este año la media mundial (57% vs 19%), en buena parte gracias a la caída del yen (los exportadores se ven muy favorecidos),

que ayuda también a importar la tan deseada inflación (lo que a medida que se confirme debería ser también un magnífico catalizador para las bolsas). Por si fuera poco, la economía mejora (el último dato de crecimiento del PIB excedía el 4%). Y las empresas parecen estar acelerando los planes de inversión, lo que pondría por fin en funcionamiento las enormes reservas de liquidez que mantienen, elevando ROEs y beneficios a largo plazo.

Es obligatorio insistir en que los riesgos no son menores. Caídas abruptas del yen o movimientos drásticos en la curva de tipos de interés asustarían a los inversores. Y la salud fiscal es frágil, siendo generosos: solo EE.UU. ha emitido más deuda pública en el mundo (pero su PIB es la mitad del americano) y su nivel de déficit (cerca del 10%) aseguraría pánicos en la eurozona. No olvidemos tampoco que romper con la deflación crónica es una misión titánica (el deflactor del PIB ha caído un 17% desde el 97) y por más que creamos que lo conseguirán, ciertamente se podría fracasar una vez más. Debemos ser conscientes de que las ganancias “fáciles” probablemente han quedado atrás. Ahora deberán venir acompañadas de resultados tangibles. Los beneficios empresariales deberán incrementarse, los datos macro deberán seguir por el buen camino y harán falta reformas estructurales. Creemos que los índices nipones deberían subir, pero no a la velocidad a la que lo hicieron en los primeros meses. Suficiente, sin embargo, para seguir siendo, en nuestra opinión, la bolsa con los mejores pronósticos a medio plazo, ahora mismo.

David Macià, CFA
Responsable de Análisis y Estrategia

	Cierre		2º T %	YTD %
EE.UU.	S&P 500	1.606	2,36%	12,63%
	DJ Indus. Avg	14.910	2,27%	13,78%
	NASDAQ 100	2.910	3,23%	9,35%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	2.603	-0,82%	-1,26%
	Francia (CAC 40)	3.739	0,20%	2,69%
	España (Ibex 35)	7.763	-1,99%	-4,96%
	UK (FTSE 100)	6.215	-3,06%	5,39%
	Alemania (DAX)	7.959	2,10%	4,56%
	Suiza (SWISS)	7.683	-1,67%	12,61%
	Italia (FTSE MIB 30)	15.239	-0,65%	-6,35%
	Países Bajos (AEX)	345	-1,01%	0,55%
JAPÓN	TOPIX	1.134	9,58%	31,87%
	NIKKEI 225	13.677	10,32%	31,57%
EMERGENTES	Méjico	40.623	-7,84%	-7,05%
	Brasil	47.457	-15,78%	-22,14%
	Argentina	2.976	-11,96%	4,27%
	China	1.979	-11,51%	-12,78%
	India	19.396	2,97%	-0,16%
	Corea	1.863	-7,06%	-6,70%
	Rusia	1.330	-7,52%	-9,78%

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Con Japón no basta

El oro se ha visto beneficiado durante mucho tiempo por una serie de noticias positivas que, poco a poco, han hecho que más inversores lo incorporasen en sus carteras. E incluso los inversores menos profesionales han visto en el metal precioso un instrumento ideal para sus carteras, deseosas de conseguir rendimientos pensando que no se asumirían los riesgos de la renta variable.

La que parecía la penúltima bala que tenían los inversores de oro era el inicio de la política monetaria expansiva japonesa. Pero tampoco estas medidas consiguieron revertir la situación reciente del oro, turbulenta desde inicio de año. Desde entonces hemos visto fuertes caídas, que superan el 20% en este 2013, y, a día de hoy, sin previsión de dónde pueden detenerse. Si los inversores buscaban en el oro diversificación, cobertura ante una hipotética inflación o ante temores de turbulencias financieras, ¿qué puede hacer que ahora lo mantengan? En los últimos

años han caído muchos mitos. Y el oro, junto con las emisiones gubernamentales y el yen –por poner dos ejemplos– han dejado de ser aquellos activos que siempre aportaban seguridad en momentos complicados –descorrelación, en terminología técnica.

De todos modos, todo tiene un precio. Y el oro sigue teniendo el apoyo de la necesidad de diversificación de las reservas de moneda de las economías emergentes –con China a la cabeza, aunque seguramente ahora mismo tengan otras problemáticas más urgentes. Respecto a la inflación, el riesgo de que todas estas medidas monetarias expansivas acaben por hacerlo aflorar en el medio plazo no es menor. Y, por último, no debemos olvidar que las empresas mineras tienen un precio por debajo del cual no les sale a cuenta extraer el mineral –algunos analistas lo sitúan en promedio alrededor de los 1.080 USD / onza.

David Rabella
Responsable de Fondos Externos y Activos Alternativos

DIVISAS

Yen-dependencia

La evolución del yen juega un papel clave en la recuperación económica japonesa. La moneda nipona bordeaba máximos históricos justo antes de que los inversores comenzaran a descontar los cambios que estaban por venir, y las expectativas no se vieron defraudadas. El nuevo gobernador del Banco Central se apresuró a anunciar una mayúscula intervención, en la que será la expansión de balance más agresiva hasta la fecha, empalideciendo incluso la de la propia Fed.

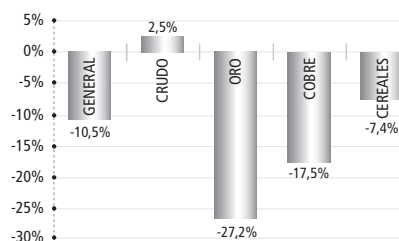
Las autoridades defienden que la debilidad del yen es una “consecuencia”, no un objetivo en sí mismo, pero lo cierto es que es una ayuda inestimable: impulsa las exportaciones –y, por tanto, los beneficios empresariales–, lo que debería revertir en mejoras salariales. Pero quizás pasa más desapercibido un segundo efecto aún más importante: también encarece las importaciones, ayudando a generar la tan ansiada inflación. Esto último es crucial, como explicábamos en la portada, para romper con expectativas de deflación que obstaculizan la recuperación. La

debilidad del yen también estimula el optimismo de los inversores –conscientes de todo lo anterior–, que se anticipan a los acontecimientos y colaboran con la causa: las subidas de la bolsa o el inmobiliario generan un efecto “riqueza” que estimula el consumo. Es más, a medida que el yen pierde valor, el inversor doméstico tiene más interés en invertir en activos foráneos, alimentando más ventas de la divisa.

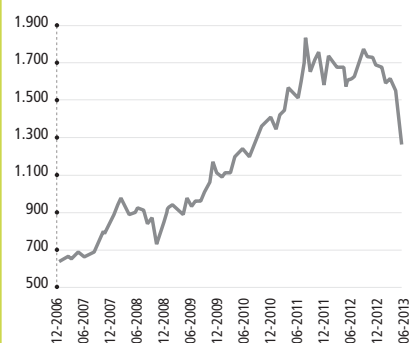
Uno de los mayores obstáculos para que este círculo virtuoso no se rompa radica en que no se vuelvan a poner en marcha las nucleares (no habría que importar tanta energía, lo que aumentaría el superávit por cuenta corriente y, por tanto, la demanda de yenes). Pero, sea como fuere, lo importante es que se han puesto en marcha dinámicas muy positivas. Mientras los movimientos sean graduales –caídas abruptas podrían asustar a los inversores–, la debilidad del yen es uno de los principales combustibles para la recuperación económica nipona.

David Macià, CFA
Responsable de Análisis y Estrategia

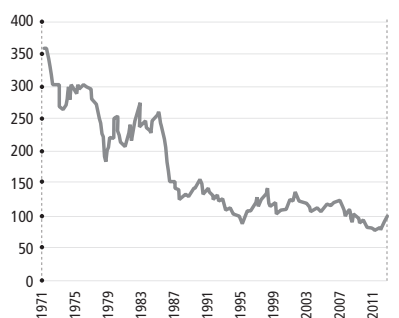
Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



Oro



Yen vs dólar



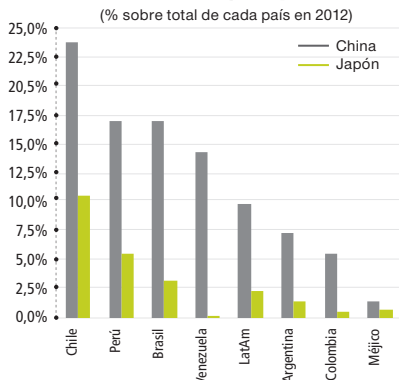
El yen venía de máximos históricos frente al dólar.

Tipo de cambio € vs. \$

% variación:	1 mes	3 meses	1 año
	0,26%	1,45%	2,80%
Previsiones consenso:	3 ^o T	2013	1 ^o T 14
	1,28	1,27	1,26

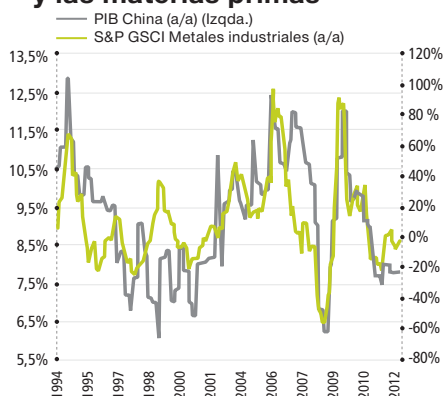
Latinoamérica

Exportaciones del área LatAm a China y Japón



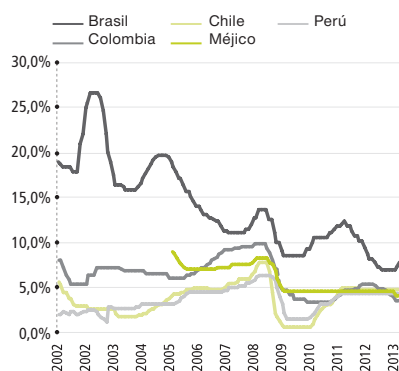
China es un socio comercial mucho más importante que Japón, pero, además, las exportaciones de buena parte del área tienen un claro sesgo hacia las materias primas, por lo que no competirían con las exportaciones japonesas (Nota: el área LatAm se refiere al grupo de países que se muestran).

El crecimiento chino y las materias primas



El crecimiento de la demanda de materias primas en los últimos años ha estado dominado por la demanda china. Por ello, los precios de las materias primas, como los metales industriales, se han visto muy influenciados por el crecimiento chino.

Evolución de los tipos de interés de referencia



Preocupado por la inflación, el banco central de Brasil ha iniciado una nueva fase de tensionamiento de la política monetaria. En otras economías como la chilena, la mayor contención de los precios daría margen a la política monetaria si la economía se debilita.

La clave es China, no el yen

La falta de reacceleración en China es un obstáculo mucho mayor para el área que la depreciación del yen. La salud de la economía americana servirá de apoyo en trimestres venideros, pero a corto plazo podría pesar más el temor a la retirada de estímulos de la Fed.

Con el nuevo gobierno del primer ministro Abe y el cambio de patrón en el banco central de Japón, unas políticas monetarias mucho más agresivas han conducido a una fuerte depreciación del yen. Pese a que se espera que el movimiento continúe, la divisa nipona no debiera estar entre las principales preocupaciones para las economías de la región LatAm. Aunque Japón podría robar cuota de mercado a otras naciones en los mercados de exportación mundiales, no es un competidor nato para la región, cuyas exportaciones están más sesgadas hacia las materias primas. Una aceleración de la economía japonesa tampoco es vital para las economías del área, dado que Japón es un socio comercial de importancia limitada (solo supone algo más del 2% de las exportaciones del área).

En cambio, China es un socio comercial clave para la región. Fuente de crecimiento para las exportaciones del área en los últimos años, China es ya destino de cerca del 10% de ellas. Además, el crecimiento del gigante asiático, por la importancia de su demanda, marca claramente el devenir de los precios de algunas de las principales materias primas. Por ello, el enfriamiento que viene registrándose en el crecimiento chino de un tiempo a esta parte es uno de los mayores obstáculos para las economías del área LatAm. Los indicadores más recientes siguen sin apuntar a una reacceleración del crecimiento chino, lo que está presionando a la baja los precios de las materias primas y ya se está traduciendo en un deterioro adicional en las balanzas por cuenta corriente en la región.

Además, seguimos con problemas adicionales en algunas de las mayores economías de la región. En Brasil, tras la decepción mayúscula del crecimiento en 2012, la reacceleración económica sigue siendo más débil de lo previsto y no cabe esperar "grandes alegrías" en 2013. Su modelo de crecimiento parece tocado, con los consumidores mostrando cierto agotamiento. El ciclo de crédito estaría bastante maduro, con las deudas de los hogares dificultando los crecimientos del

crédito observados en los últimos años. La inversión sigue siendo insuficiente en la economía, lo que agudiza los problemas del lado de la oferta y, junto a la estrechez del mercado laboral, presiona los precios tendencialmente –la caída de los precios de las materias primas al menos tiene un efecto parcialmente positivo en las economías de la región, aliviando presiones inflacionistas.

A las dificultades de la economía brasileña se sumaría el frenazo de México, aunque se espera que sea transitorio. Así, a medida que se reaccelere la economía estadounidense a partir de la segunda mitad de año, deberíamos asistir a la recuperación de crecimientos más dinámicos. Pero la salud de la economía estadounidense debería servir de apoyo a la región en su conjunto (es también el principal socio comercial para Colombia y Venezuela). A corto plazo, no obstante, la mejora en EE.UU. podría no ser tan positiva para LatAm, en la medida en que reaviva el debate sobre la retirada de estímulos por parte de la Fed, impactando negativamente sobre el apetito por el riesgo y por los activos emergentes. Los mercados de divisas reflejan bien esta preocupación, tal y como se aprecia en las fuertes sacudidas que han sufrido recientemente las divisas de la región.

*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