

# Informe trimestral

## Nuestra visión de los mercados

### ÍNDICE

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

## Inundaciones (de liquidez)

**Las inyecciones masivas de liquidez del BCE en la banca europea han conducido a una mejora en la percepción del riesgo de los inversores, lo que, acompañado de una economía americana que se muestra sorprendentemente sólida, apunta a que el entorno de mercados actual todavía podría tener continuidad.**

En el último trimestral apuntábamos la importancia que deberían acabar teniendo las nuevas subastas del BCE, mediante las cuales ha provisto de más de un billón de euros (un trillón, en métrica anglosajona) a la banca europea. Suministraba así de oxígeno no solo a una banca en un estado de fragilidad extrema (tenía los mercados cerrados a cal y canto, que ahora parecen reabrirse tímidamente), sino también indirectamente a los gobiernos —italianos y españoles a la cabeza—, principales beneficiarios de las operaciones de "carry trade" incentivadas con la operación. Pero la principal aportación es un intangible: confianza —aquí sí que íbamos escasos— sobre todo en los mercados financieros, resultando en una fuerte revalorización en los activos de riesgo. Parece, pues, que han conseguido dejar de lado —al menos de momento— los famosos "riesgos de cola", que demasiada gente tenía hace muy poco por inevitables.

No faltarán obstáculos este trimestre que empezamos, centrados como no en Europa. España vuelve a ocupar más titulares de los deseados, tendremos elecciones en Francia y Grecia que pueden hacer más ruido de la cuenta, un referéndum en Irlanda que pondrá a prueba el (insuficiente) pacto fiscal europeo y, probablemente, se empezará a hablar de un nuevo paquete de ayudas para Portugal. Pensamos que los sustos serán moderados —véase texto de renta variable— y que los (lentísimos) progresos en Europa, junto con la pausa en la crisis de la deuda soberana —comprada por el BCE a golpe de imprenta—, hacen más probable una recesión suave en la zona, alejando la posibilidad de una contracción más acusada que pudiera contagiar al resto del planeta. De hecho, en EE.UU. los temores a una caída se han desvanecido de la mano de un mercado laboral por fin mucho más

robusto de lo previsto. La temida desaceleración de los emergentes parece también moderada y puede ser contrarrestada con bajadas de tipos, ya iniciadas en muchos casos. El precio del petróleo ocupa un lugar destacado en la lista de preocupaciones de los analistas, pero, aunque el Brent instalado por encima de los 120 dólares el barril seguro que no ayuda, el impacto sobre la economía global a los niveles actuales es muy moderado. Un eventual ataque a Irán parece el principal detonante potencial de una escalada del precio del crudo, pero creemos que Obama no lo apoyará, con las elecciones tan cerca.

Así pues, aunque una corrección en los activos de riesgo es inevitable —nada sube indefinidamente—, el entorno puede ser propicio aún para los activos de riesgo durante un tiempo. En la renta variable, las correcciones pueden ser buenas oportunidades tácticas de compra a corto plazo. En la renta fija, las duraciones cortas tienen más sentido que nunca, ya que los episodios de optimismo pueden llevar aparejadas nuevas ventas de deuda refugio, con *bund* y *treasuries* a la cabeza. Las ampliaciones en los *spreads* corporativos, en sintonía con la renta variable, pueden ser también buenas ocasiones para añadir posiciones. Sea como sea, nos tendremos que mantener muy atentos. El estado de ánimo de los inversores es uno de los activos más volátiles que existen, y somos conscientes de que los fundamentales siguen extremadamente frágiles, sobre todo en Europa, donde la crisis dista mucho de haberse solucionado. Intentaremos que las carteras que gestionamos se beneficien todo lo posible si el optimismo actual tiene continuidad, pero en ningún caso abandonaremos la prudencia que nos debe caracterizar.

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

¿Quién paga actualmente por la deuda: el emisor o el tenedor?

|            |   |
|------------|---|
| GOBIERNO:  |   |
| Eurozona   | ▼ |
| EE.UU.     | ▼ |
| CORPORATE: |   |
| Eurozona   | ▲ |
| EE.UU.     | ▲ |

### Renta variable

|               |   |
|---------------|---|
| Sin descabros |   |
| EE.UU.        | ▶ |
| Eurozona      | ▲ |
| España        | ▼ |
| BRIC          | ▶ |

### Materias primas

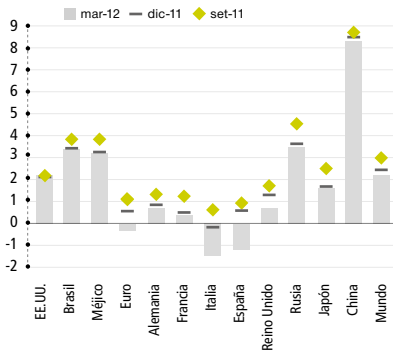
|           |   |
|-----------|---|
| Tensiones |   |
| Petróleo  | ▶ |
| Oro       | ▼ |
| Metales   | ▼ |
| Cereales  | ▲ |

### Divisas

|                  |   |
|------------------|---|
| Estados de ánimo |   |
| EUR/USD          | ▼ |

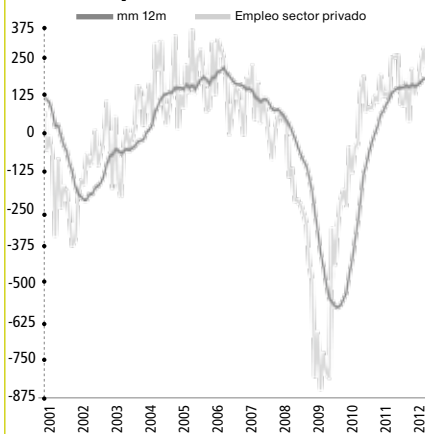
# Situación macroeconómica

## Expectativas de crecimiento mundial para 2012



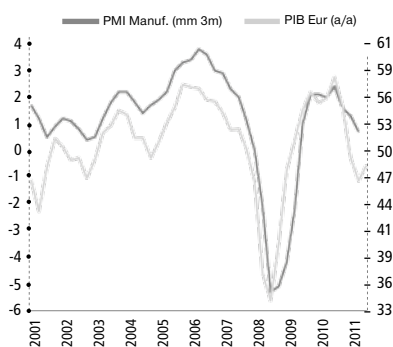
Las expectativas de crecimiento mundial para 2012 se han mantenido estables para EE.UU., pero se han reducido aún más para el área euro

## Evolución de la creación de empleo en EE.UU.



La creación de empleo ha mostrado tendencias relativamente sólidas en los últimos meses, especialmente dentro del sector privado

## PIB eurozona frente a PMI Manufacturero



Los PMI del área euro han mostrado cierta estabilización, aunque siguen apuntando hacia la contracción del PIB

## El crecimiento estadounidense puede haber entrado en una senda sostenible

**Cabe esperar cierta moderación del crecimiento a corto plazo en EE.UU., pero debería ser transitoria. Distintos indicadores sugieren que su economía puede encontrarse en una senda de crecimiento sostenible, aunque siguen existiendo riesgos.**

Desde finales del año pasado, la atención en la esfera macroeconómica mundial ha transitado de la preocupación por la recesión en el área euro a un optimismo contenido sobre el crecimiento en EE.UU. La intervención del BCE —particularmente la introducción de las operaciones de liquidez a tres años— ha facilitado esta transición, puesto que ha servido para limitar decisivamente los riesgos de escenarios extremadamente adversos.

En el informe trimestral anterior, ya se comentó la esperanzadora mejoría que se estaba observando en la economía estadounidense. Pues bien, la mejoría se ha ido afirmando con los últimos indicadores, lo que hace pensar que podemos haber entrado

la sostenibilidad del ciclo de crecimiento. Apuntan en esta misma dirección la mejora en la tasa de desempleo, que ha caído al 8,3%, o las peticiones semanales de subsidios de desempleo que, alrededor de las 355.000, se han situado en sus niveles más bajos desde marzo del 2008. Pero no solo hemos observado mejoras en el mercado laboral. La confianza de los consumidores, a pesar de que sigue en niveles históricos relativamente deprimidos, se ha recuperado con fuerza desde finales del verano pasado, y los indicadores adelantados del sector manufacturero y de servicios (los indicadores ISM) siguen en terreno expansivo, destacando la fortaleza del indicador de servicios en fechas más recientes.

## La economía estadounidense se desvinculará en buena medida de la europea si la recesión del área euro es moderada, tal y como se espera

en una senda de crecimiento sostenible. Las fases caracterizadas por el aumento de los temores de recesión, que se observaron a mediados de 2010 y 2011, podrían haber quedado atrás. Aunque cabe esperar cierta moderación del crecimiento en el primer trimestre de este año, tras un crecimiento en torno al 3% en el último trimestre del 2011, esta moderación —consecuencia en buena medida de la debilidad del consumo en meses recientes— debería resultar transitoria.

La creación de empleo en los últimos meses ha mostrado tendencias relativamente sólidas, lo que podría estar confirmando (dado que se trata de un indicador retardado)

El foco de riesgos más importante continúa en el área euro. No obstante, en nuestro escenario base de una recesión moderada en el área euro, la economía estadounidense se desvinculará en buena medida de la europea. La intervención del BCE ha comprado más tiempo para que las autoridades europeas sigan reparando los problemas del euro y dando pasos incrementales hacia una mayor integración fiscal. La posibilidad de una ralentización en China mayor de la prevista o un repunte excesivo de los precios del crudo constituyen otros riesgos destacables. Por último, hacia finales de año, podrían volver los riesgos de un tensionamiento fiscal excesivamente oneroso en EE.UU. (cuando pasen las elecciones). Si no se hace nada para evitarlo, expirarán varias rebajas impositivas de la era Bush y entrarán en juego recortes de gasto automáticos. En cualquier caso, la Reserva Federal podría suavizar el ajuste fiscal manteniendo la laxitud de la política monetaria. Un tercer *quantitative easing*, que se esperaba no hace mucho para la primera mitad del 2012, se antoja cada vez menos probable por la mejora de la economía estadounidense.

David Rojas Pecero  
Analista de Macroeconomía

# Renta fija

## ¿Quién paga actualmente por la deuda: el emisor o el tenedor?

**Precaución: es el mejor consejo que podemos dar a estas alturas a un inversor de renta fija. La teoría nos dice que los tipos largos tarde o temprano acabarán por subir, pero un repunte descontrolado podría minar el débil crecimiento que se empieza a intuir.**

Dos días consecutivos de repuntes en los tipos de interés fueron suficientes para desencadenar una avalancha de informes de analistas anticipando un cambio de tendencia en el mercado de renta fija. Llevamos más de treinta años con un goteo constante de tipos, que nos ha conducido a mínimos históricos. Todo ello ha sucedido con el beneplácito de los gobiernos. Anclando los tipos tan abajo han conseguido reducir el valor de su deuda, alargando vencimientos a tipos ultrabajos. ¡El Reino Unido se ha planteado hacer una emisión de bonos a 100 años!

Pero no han sido solo los bancos centrales con políticas ultraexpansivas y compras de papel en el mercado los que han conducido los tipos a mínimos. Los propios inversores, buscando refugio, han llevado al mercado de renta fija hasta niveles que se podrían considerar sobrecomprados.

Aunque ya hace tiempo que creemos que estos niveles no ofrecen valor y que a medida que superamos la crisis estos tienen que subir, actualmente los ingredientes necesarios para ver subidas agresivas de tipos aún no existen.

La quiebra de Lehman hizo caer la venda de los ojos a muchos inversores, al empezar a mostrar la fragilidad de un sistema que ya no se basaba en los fundamentos económicos sino en una burbuja de crédito/monetaria/financiera, de ética dudosa y apoyada en sistemas del bienestar insostenibles. Las rápidas actuaciones posteriores añadieron más deuda pública, pero no reformas estructurales. Probablemente ayudaron a evitar una segunda edición de la Gran Depresión de los años treinta, pero han derivado en una crisis de deuda global que ha vuelto a la economía productiva vía el sector financiero —principal tenedor de la deuda pública—.

En los países de la "periferia" europea aún les queda mucho camino por recorrer. La reestructuración más anticipada de la

historia, la griega, se parece mucho a *La Ilíada* de Homero, pero ¡cuidado!, al final de esta extenuante y sangrienta guerra los vencedores sufren una odisea de camino a casa. Metáfora de que lo importante no es el desenlace del conflicto, sino la capacidad de superar la posguerra y la reconstrucción, lo que pone de relieve el talento de los países para superar un obstáculo como este o, por el contrario, se verán condenados a una larga agonía.

En Estados Unidos los datos macroeconómicos están sorprendiendo al alza y el sentimiento se ha vuelto más positivo. El mercado laboral, una de las principales preocupaciones desde el inicio de la crisis, parece haber cambiado definitivamente de tendencia. Sin embargo, creemos que la recuperación todavía es incipiente y un repunte marcado de los tipos podría ahogar estos "brotes verdes" que se empiezan a ver. De momento la Fed ha asegurado que no subirá tipos hasta el 2014, aunque en el mercado ya hay quien pone en duda que Bernanke pueda mantener su palabra, si no quiere ver una escalada de la inflación.

Los activos refugio ofrecen un rendimiento real negativo (la inflación supera el tipo de interés nominal, con lo que el tenedor de la deuda no obtiene ningún rendimiento de la inversión, más bien al contrario, de hecho está pagando a Alemania o a los Estados Unidos para endeudarse) y un riesgo creciente ante un escenario de normalización (es decir que los tipos muestren poco a poco el resurgimiento de la economía real). Creemos pues que ahora hay poco que ganar ante nuevos episodios de pánico y, en cambio, tenemos mucho que perder en el medio plazo en escenarios de normalización. Nos mantenemos, pues, con duraciones cortas en las carteras y fuera de los bonos gubernamentales.

Susanna Torrent, CAIA  
Gestora de Renta Fija

### Tipos de interés real Estados Unidos (Fed Funds - Inflación)



Actualmente el rendimiento del "tipo de interés libre de riesgo" se encuentra en el terreno negativo, es decir, la inflación supera claramente el nivel de tipos fijado por la Reserva Federal

### Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado

|             | 30/03/12 | 2º trim'12 | 3º trim'12 | 1º trim'13 |
|-------------|----------|------------|------------|------------|
| Zona euro   | 1,00%    | 1,00%      | 1,00%      | 1,00%      |
| EE.UU.      | 0,25%    | 0,25%      | 0,25%      | 0,25%      |
| Reino Unido | 0,50%    | 0,50%      | 0,50%      | 0,50%      |

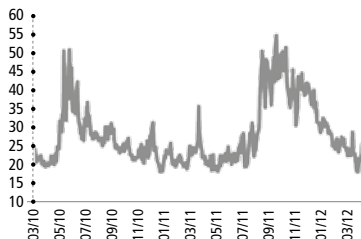
### Tipos de interés: variaciones

|                    | 30/03/12 | Últimos 3 meses | Último año |
|--------------------|----------|-----------------|------------|
| <b>Zona euro</b>   |          |                 |            |
| Euríbor 3 meses    | 0,78%    | -0,579          | -0,462     |
| Bund 10 años       | 1,79%    | -0,035          | -1,560     |
| <b>EE.UU.</b>      |          |                 |            |
| US Libor 3 meses   | 0,47%    | -0,113          | 0,165      |
| US 10 años         | 2,21%    | -0,333          | -1,262     |
| <b>Reino Unido</b> |          |                 |            |
| GBP Libor 3 meses  | 1,03%    | -0,053          | 0,209      |
| Gilt 10 años       | 2,20%    | 0,227           | -1,485     |

## Los activos refugio ofrecen un rendimiento real negativo

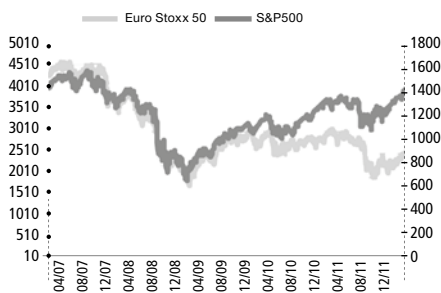
# Renta variable

## Volatilidad Euro Stoxx 50



La intervención del BCE ha normalizado los niveles de volatilidad

## S&P500 vs Euro Stoxx 50



La bolsa americana se acerca a máximos precios, mientras que la europea tiene mucho camino por recorrer

|            | Cierre               | Q1 %   | YTD %  |        |
|------------|----------------------|--------|--------|--------|
| EE.UU.     | S&P 500              | 1.408  | 12,00% | 12,00% |
|            | DJ Indus. Avg        | 13.212 | 8,14%  | 8,14%  |
|            | NASDAQ 100           | 2.755  | 20,96% | 20,96% |
| EUROPA     | DJ Euro STOXX 50€ Pr | 2.477  | 6,94%  | 6,94%  |
|            | Francia (CAC 40)     | 3.424  | 8,35%  | 8,35%  |
|            | España (Ibex 35)     | 8.008  | -6,52% | -6,52% |
|            | UK (FTSE 100)        | 5.768  | 3,52%  | 3,52%  |
|            | Alemania (DAX)       | 6.947  | 17,78% | 17,78% |
|            | Suiza (SWISS)        | 6.236  | 5,04%  | 5,04%  |
|            | Italia (FTSE MIB 30) | 15.980 | 5,90%  | 5,90%  |
|            | Países Bajos (AEX)   | 324    | 3,53%  | 3,53%  |
| JAPÓN      | TOPIX                | 854    | 17,26% | 17,26% |
|            | NIKKEI 225           | 10.084 | 19,26% | 19,26% |
| EMERGENTES | México               | 39.521 | 6,59%  | 6,59%  |
|            | Brasil               | 64.511 | 13,67% | 13,67% |
|            | Argentina            | 2.684  | 8,99%  | 8,99%  |
|            | China                | 2.263  | 2,88%  | 2,88%  |
|            | India                | 16.676 | 7,90%  | 7,90%  |
|            | Corea                | 2.014  | 10,31% | 10,31% |
| Rusia      | 1.517                | 8,21%  | 8,21%  |        |

## Sin descabros

Si bien la crisis de la deuda soberana en Europa no está en ningún caso superada, creemos que todavía prevalecerá un tiempo más el buen tono con el que hemos empezado el año. El riesgo de descabros ha disminuido y las correcciones de las bolsas pueden ser oportunidades de compra a corto plazo.

En el último texto nos preguntábamos si los niveles de pesimismo en los mercados no eran ya excesivos, con la volatilidad europea al 40% y crecientes temores a una desintegración de la zona euro. Un mercado laboral americano sorprendentemente robusto y, sobre todo, la inyección en dos tandas de un billón de euros en la banca europea han sido suficientes para uno de los mejores inicios de año en décadas (el S&P500 se encamina al mejor trimestre inicial desde 1998 y el DAX ha llegado a acumular ganancias cercanas al 20%). Llegados a este punto, estamos convencidos de dos cosas: la primera, que el movimiento ha sido demasiado rápido y potente como para no ver correcciones (la ley de la gravedad se aplica también a los mercados financieros), y la segunda, que probablemente el entorno benigno para los activos de riesgo tendrá continuidad aún un poco más. Los descabros en bolsas fruto de nuevos episodios de pánico, si bien para nada descartables, no son el escenario base con el que trabajamos para este próximo trimestre.

Los obstáculos a enfrentar no son pocos. En EE.UU. las mejoras en el mercado laboral deberían erosionar unos márgenes empresariales récord, pesando en el ritmo de crecimiento de los beneficios, con el S&P500 ya no muy lejos de máximos históricos. Nos atrae más la bolsa europea, con valoraciones más atractivas y mayor potencial de apreciación. Pero es precisamente en el viejo continente donde previsiblemente se centrará el grueso de los conflictos, para variar. España es otra vez el centro de atención y su prima de riesgo vuelve a superar la italiana. Con el paro encaminado al 25%, la economía en contracción y el crédito bloqueado por un sector bancario en reinvención, queda claro que no será fuente de alegrías. Pero está llevando adelante varias reformas —incluida la laboral, que ha costado ya una huelga general— y aprobará el que seguramente será el presupuesto más restrictivo en 30 años, a la vez que ha aprovechado la bonanza inicial para captar más del 40% de las necesidades previstas para todo el año. En Grecia, se ha completado con éxito una reestructuración masiva de deuda —no vista en un país desarrollado en 60 años— y, aunque pensamos que la deuda pública sigue siendo insostenible, se ha vuelto a aplazar el problema. Las próximas elecciones pueden

generar inestabilidad, pero creemos que el gobierno entrante no arriesgará —al menos de momento— la permanencia del país en el euro. Donde también tendremos elecciones es en Francia. Una victoria de Hollande podrá alterar los ánimos, dada su pretensión de renegociar los términos del pacto fiscal con Europa, pero creemos que se debe leer en clave de campaña electoral, para consumo doméstico. Los alemanes se oponen ferozmente a cualquier retoque a la baja y el BCE siempre ha puesto como condición la consolidación fiscal para prestar su inestimable apoyo. En Portugal, el coste de la deuda pública se ha disparado por temores a que no sea el siguiente en sufrir una reestructuración, pero pensamos que no tiene mucho sentido: es mucho más barato renovarles la ayuda, e incluso los alemanes parecen predispuestos a ello. En Italia, Monti ha conseguido aprobar los ajustes presupuestarios y las reformas de pensiones y laborales (en votaciones finales), y sigue manteniendo el apoyo mayoritario tanto de los partidos políticos como de la población (un 62% de apoyo en la última encuesta). También los mercados parecen preocupados por un eventual "no" al pacto fiscal en el referéndum convocado en Irlanda, pero las encuestas apuntan a todo lo contrario. De hecho, a diferencia de Grecia, la situación de los celtas es esperanzadora: el coste de su deuda ha ido bajando —no queda lejos ya del español o el italiano— y el gobierno podría retomar las emisiones un año antes de lo previsto.

Con los problemas en Europa relativamente bajo control y con la ayuda de un mejor entorno macroeconómico global, liderado por EE.UU., el buen tono de los mercados podría tener continuidad. En entornos de baja volatilidad como el actual (el VIX por debajo de 15), se hace evidente una cierta complacencia que podría facilitar correcciones, que intentaremos aprovechar tácticamente para hacer compras a corto plazo. Eso sí, sin abandonar nunca la prudencia que nos ha caracterizado todo este tiempo: el riesgo a tener descabros en las bolsas quizá ha disminuido, pero en ningún caso es inexistente.

David Macià, CFA  
Responsable de Análisis y Estrategia

# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## Tensiones

Las tensiones con Irán ya hace tiempo que duran, pero el incremento de declaraciones se ha sucedido desde noviembre de 2011, momento en el que un informe de la Agencia Internacional de la Energía Atómica informó de la naturaleza militar del programa nuclear iraní. Se estima que entre 10 y 15 USD por barril de subida de los últimos meses corresponden al riesgo geopolítico. En el terreno de las declaraciones, Israel ha amenazado con atacar Irak, a la vez que Ahmadineyad amenazaba con cerrar el estrecho de Ormuz por donde pasa un tercio del comercio mundial de petróleo. De momento, el único movimiento real ha sido la prohibición de las importaciones de petróleo de Irán por parte de varios países, entre los que destaca la UE, que representa el 25% de sus exportaciones, y que se hará efectiva el segundo semestre.

Otra fuente de análisis es saber hasta qué niveles de precio puede aguantar la economía sin que la demanda baje de manera importante. Dada la poca elasticidad de la propia demanda—se calcula que representa el 4% del gasto global— y teniendo en cuenta la diferencia entre países—el espectro va de los

emergentes que son altamente dependientes, a Estados Unidos, con menos dependencia—poner una cifra es más que complicado, pero recientes estudios sitúan este nivel cercano a los 150 USD por barril.

Nosotros no creemos que en el corto plazo se alcance este nivel. En Estados Unidos, en un año electoral, la economía es el factor fundamental en la reelección y lo último que quiere el actual presidente es una escalada de precios que pueda hacer peligrar la recuperación económica. Creemos que una intervención militar quedaría descartada al menos hasta el próximo año, si tenemos en cuenta que es poco factible sin el apoyo americano. Además, otro de los movimientos esperados es que la Administración de Obama y otros países amigos anuncien la liberación en el mercado de parte de las reservas estratégicas—que podría tener lugar durante el verano— y contrarrestaría el aparente incremento de las mismas por parte de China.

David Rabella, CAIA

Responsable de Fondos Externos y Activos Alternativos

DIVISAS

## Estados de ánimo

El euro ha sido un beneficiario más de las inyecciones de liquidez del BCE. No tanto por el efecto directo—no deja de ser más laxitud monetaria, que en principio debería debilitar la moneda—, sino porque desgraciadamente hace tiempo que la divisa europea ocupa un lugar distinguido en la lista de los activos de riesgo. En tanto y cuanto la intervención del banco central aligeraba los temores a un colapso europeo, una menor aversión al riesgo entre los inversores facilitó su apreciación, llevando al cruce con el dólar hasta niveles cercanos a 1,35.

La debilidad del euro se puede volver a acentuar en los próximos meses, aunque de forma moderada, ya que creemos que el entorno más benigno en los mercados financieros puede tener continuidad. El diferencial entre el vigor de la economía americana y la europea puede seguir aumentando, tanto por la evidente mejora de la primera, como por el previsible impacto de las medidas de austeridad en marcha de la segunda. No serían de extrañar tampoco nuevos brotes de nervios en la eurozona: un renovado protagonismo de España en los titulares de la prensa financiera, las elecciones francesas

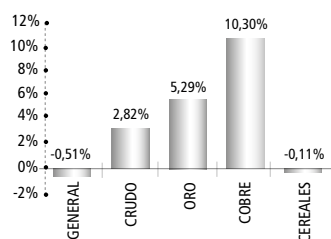
y griegas y el referéndum en Irlanda parecen los elementos propiciatorios más evidentes en estos momentos. Por lo que respecta a política monetaria, no son previsible nuevas subastas de liquidez en Europa en el corto plazo—las cantidades inyectadas, mastodónticas, han despertado ya los recelos del Bundesbank—, al tiempo que se aleja la posibilidad de un QE3 mientras la macro en EE.UU. continúe en la buena dirección actual. El euro-dólar se debería debilitar aún más, pues, atendiendo a estos factores.

Sea como sea, el principal determinante de la dirección del euro será un intangible difícil de pronosticar: el estado de ánimo en los mercados financieros. Si bien la crisis de la deuda soberana europea está lejos de haber encontrado solución definitiva, pensamos que, de la mano del BCE, los escenarios más oscuros para el futuro de la eurozona—que no pocos daban por seguros no hace tanto— han quedado bastante alejados. Esperemos que no haya cambios de humor repentinos.

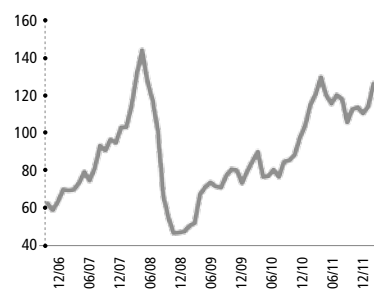
David Macià, CFA

Responsable de Análisis y Estrategia

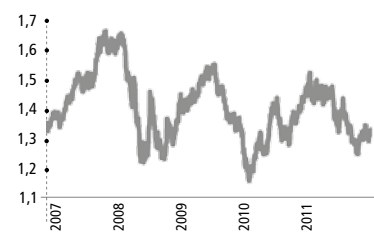
## Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



## Crudo - Referencia Brent



## Euro/Dólar



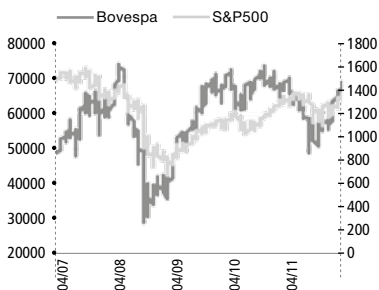
El euro se ha vuelto a debilitar este trimestre

## Tipo de cambio \$/€

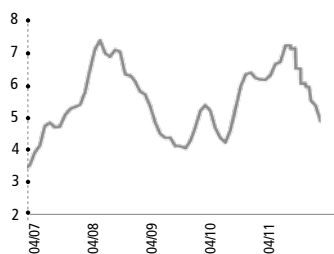
| % variación:          | 1 mes   | 3 meses | 1 año  |
|-----------------------|---------|---------|--------|
|                       | 0,19%   | 2,87%   | -5,87% |
| Previsiones consenso: | 2º trim | 3º trim | 2012   |
|                       | 1,28    | 1,30    | 1,31   |

# Latinoamérica

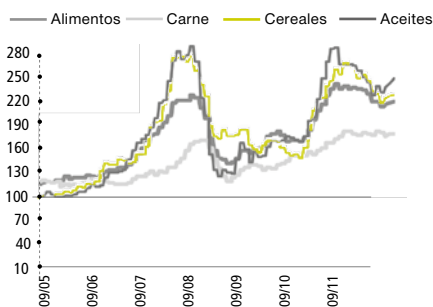
## S&P500 vs Bovespa



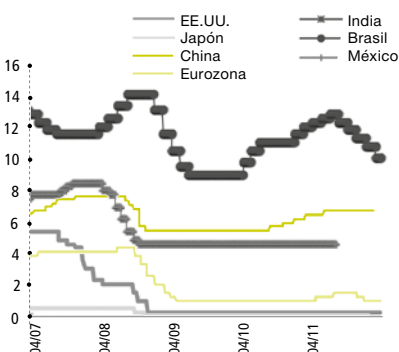
## Inflación Brasil



## Precios de los alimentos



## Tasas de interés - Bancos centrales



## ¿Brasil: “carnaval” alcista?

**Un escenario más benigno a nivel internacional, junto con las medidas de estímulos monetarios y fiscales, podría beneficiar el comportamiento de la bolsa brasileña.**

Brasil fue de las primeras economías Latam en mostrar signos de desaceleración y por ello fue el primer país de la zona en bajar contra todo pronóstico los tipos en agosto del 2011, a pesar de tener los niveles de inflación en máximos y por encima de los niveles requeridos por las autoridades monetarias (4,5%).

El Banco Central se la jugó a la carta del crecimiento y no dudó en tomar medidas drásticas argumentando los efectos previsibles de la desaceleración global en la demanda doméstica y en los precios de las materias primas. Desde entonces, las rebajas han sido de 275 puntos básicos, situando los tipos actuales en un 9,75% desde un 12,50%. Pero estas no son las únicas medidas expansivas: el incremento del gasto público, así como los recortes de impuestos principalmente a la pequeña empresa han sido otras de las acciones adoptadas por las autoridades brasileñas. ¿Pero están teniendo efecto estas medidas en el crecimiento? Podríamos afirmar que sí, ya que los indicadores adelantados apuntan a una gradual mejora del crecimiento tras la fuerte desaceleración de los últimos trimestres del año pasado. Concretamente el PMI manufacturero se situó en niveles expansivos, la confianza industrial avanzó tras meses consecutivos de caída, las ventas minoristas continúan en la senda alcista y la tasa de desempleo en mínimos.

A pesar de ello, en la última reunión del pasado mes de marzo, el COPOM volvió a sorprender doblemente al mercado: por un lado, rebajando los tipos más de lo esperado (75 puntos básicos en lugar de 50), y, por otro, cambiando el lenguaje de su discurso dando a entender que el proceso de rebaja de tipos podría estar próximo a su fin —al comentar que hay altas probabilidades de que la tasa SELIC baje hasta niveles relativamente superiores a su mínimo histórico (8,75% en julio 2009), estabilizándose a estos niveles. Creemos, por tanto, que el ciclo bajista podría finalizar durante el segundo trimestre, situándose los tipos a niveles próximos al 9%, dado que la inflación ha

ido desacelerándose hasta niveles del 5,85% versus el máximo del 7,31%.

Por lo tanto, en general, las condiciones y las perspectivas continúan siendo relativamente favorables para el país. Los precios de las materias primas, aunque se han desacelerado, siguen siendo elevados gracias a la fuerte demanda de los emergentes. Las políticas monetarias, muy laxas en los países desarrollados, y la abundancia de liquidez hacen que las condiciones de financiamiento se mantengan favorables para los países más solventes. Esperamos que el crecimiento para este año podría situarse en torno al 3,40%, lo que, teniendo en cuenta el débil crecimiento de las grandes economías, se trata de un resultado más que respetable. A nivel internacional, el panorama se muestra menos desfavorable que en los últimos meses del 2011 gracias a unos datos macroeconómicos mejores a lo esperado —especialmente las cifras de empleo y actividad económica de Estados Unidos— y a algunas de las medidas políticas adoptadas que han ayudado a la estabilidad mundial.

Las mejores perspectivas mundiales, junto con un escenario benigno de la inflación que permitirá continuar estimulando la economía, serán un aliciente para invertir en bolsa brasileña. Las principales razones de nuestra visión positiva serían, pues, la capacidad de recuperación del crecimiento económico gracias a los estímulos de política monetaria y fiscal, unas valoraciones atractivas comparadas con otras economías de la zona y las bajas tasas de interés real que favorecen la rotación desde bonos hacia renta variable.

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