



Queridos amigos y clientes, queremos expresarles nuestro agradecimiento por la lealtad y la confianza que nos han brindado durante todos estos años.

En esta oportunidad, les anexamos el boletín financiero del periodo correspondiente al 2do trimestre del 2013, para tratar de alguna forma definir las tendencias del mercado en los últimos meses del año y analizar las estrategias potenciales sobre nuestros portafolios de inversión.

En esta oportunidad, queríamos hacerles llegar a ustedes un importante instrumento, critico y analítico, pero en lenguaje bien sencillo que les permita un mayor entendimiento de lo que sucede en este complejo mundo financiero.

Este Boletín lo estaremos elaborando de forma trimestral y la idea tratar de mantenerlos un paso delante de las tendencias del mercado.

En este Boletín también hemos incluido una sección al final con comentario de Nuevos Fondos que nos parecen interesantes seguir y fondos en los que consideramos hay que

ir pensando en liquidar posiciones si es que aun se tiene alguna exposición en la misma.

Muy Cordialmente.

David Unda Jesus Toledo Juan Vivas

Situacion Global

El año 2013 va a consistir en reducir la enorme brecha real entre la mejora de las condiciones del sistema financiero y las dificultades con las que se sigue topando la economía real.

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU. Han repuntado los indicadores de confianza en las principales áreas económicas, excepto Japón, y los datos reales de actividad y gasto siguen siendo consistentes con una expansión global moderada. El crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014 según cifras del FMI, casi la misma estimación de hace tres meses. En 2013 se compensan la revisión a la baja del crecimiento brasileño y el mantenimiento en

el área del euro y EEUU con las mejores previsiones de China, México o algunas economías latinoamericanas.

En el escenario global hay que tomar en cuenta que la continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro. En EEUU deben ir más allá de amortiguar transitoriamente subidas inminentes de impuestos y deben evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro, deben de seguir los avances en el ámbito gubernamental, en particular en lo relativo a la unión bancaria, tanto con acuerdos adicionales como con la implementación efectiva de la supervisión y procedimientos de la resolución bancaria.

La situación en los mercados financieros ha mejorado claramente. Las tensiones financieras están disminuyendo desde hace tiempo. De hecho, estos últimos meses, es por mucho, el periodo de estabilidad más largo desde que estalló la crisis de deuda europea. Incluso los países que la han protagonizado se han beneficiado de la menor aversión al riesgo. Y estas mejoras han sido graduales, a medida que en el mercado aumentaba la base de inversores. A finales del verano, las ganancias en los índices de renta variable y de renta fija fueron impulsadas por inversores cubriendo posiciones cortas.

Casi todos los activos han visto aumentos en sus valoraciones. En primer lugar, las bolsas han registrado considerables avances. Por ejemplo, desde finales de julio, el Euro Stoxx ha aumentado un 10%, mientras el Dow Jones ha alcanzado un máximo de cinco años.

Los mercados de renta variable de la periferia europea también han registrado aumentos importantes: el Ibex 35 de España y el FTSE MIB de Italia han crecido cerca de un 40%.

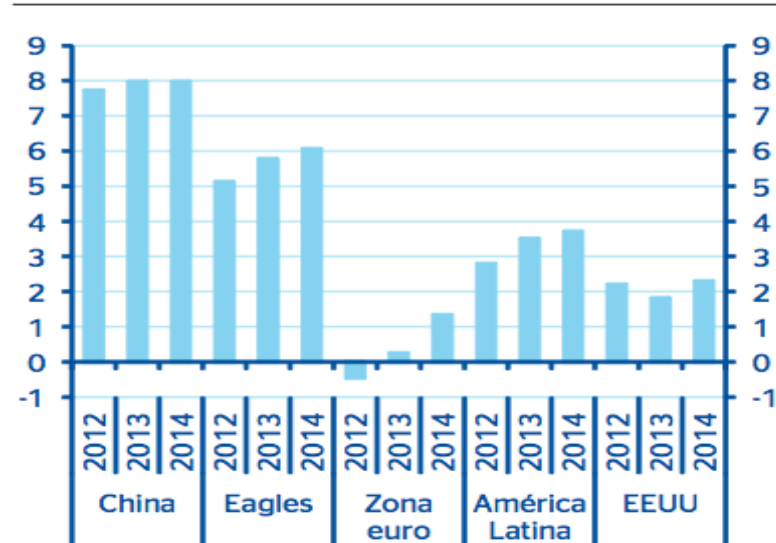
Un patrón similar se observa en el mercado de la renta fija. Desde finales de julio, los bonos de los países periféricos han experimentado una cierta normalización. Por ejemplo, el tipo de interés medio de los bonos españoles a 10 años en lo que llevamos de 2013 es el 5,1% (un mínimo de 13 meses), mientras que el rendimiento del bono italiano fluctúa en torno al 4,3% (el tipo más bajo desde noviembre de 2010, a pesar de la actual incertidumbre política que atraviesa el país). Ello significa que, desde julio, el tipo de interés ha caído cerca de 2 p.p.(puntos porcentuales) en ambos países. Los bonos con un vencimiento de menos de tres años, (que podrían ser comprados bajo el programa *Outright Monetary Transactions*, OMT, del BCE) han registrado una caída aún mayor. El precio de los bonos considerados como refugio ha retrocedido ligeramente: por ejemplo, el tipo de interés de los bonos alemanes a 10 años ahora es el 1,6% (frente al 1,3% de julio). Por lo que respecta a otros mercados de deuda pública, el

creciente activismo de los bancos centrales y las débiles perspectivas han aumentado el apetito por el riesgo: el tipo de interés de los bonos de EE.UU. a 10 años ha subido 50 p.b.(puntos básicos) desde julio, hasta cerca del 2%.

** OMT (Transacciones Monetarias Directas): Es un plan de compra de bonos por parte del Banco Central Europeo (BCE), para suavizar la presión del mercado sobre la deuda soberana en los países periféricos. El plan implica compras ilimitadas de bonos a corto plazo del gobierno (hasta tres años) y su objetivo es mantener a raya los costos de endeudamiento en un momento en que las economías flaquean y los rendimientos crecientes han puesto en peligro los esfuerzos para reequilibrar las finanzas públicas.

En líneas generales de la Economía Global tenemos que, el acuerdo parcial sobre el abismo fiscal en EE.UU, los efectos del programa OMT del BCE, y la recuperación de la economía china son buenos motivos para pensar que la economía mundial puede haber evitado los riesgos de cola descontados parcialmente en el mercado.

Tasa de crecimiento del PIB



Asia

El impulso de crecimiento asiático está repuntando, tal y como se esperaba, sustentado por políticas nacionales flexibles y por la recuperación de China. Tras tocar fondo el tercer trimestre del 2012, el crecimiento de la mayoría de las economías de la región repuntó el cuarto trimestre, y los últimos indicadores de alta frecuencia apuntan a que el impulso continuará en 2013. Los mercados de trabajo siguen ajustados, y la demanda interna se ha mantenido sólida, en especial en los países de la ASEAN (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático). Dicho esto, se trata de un repunte bastante modesto; quedan bolsas de fragilidad en toda la región, especialmente en algunas de las economías más abiertas, como Singapur, Corea y Australia.

El pronóstico apunta a que el Pacífico asiático crecerá un 5,6% en 2013 (desde el 5,2% de 2012), y que subirá hasta el 5,8% en 2014, sostenido por el sólido avance de China: un 8,0% en ambos años. Nuestra principal revisión al alza corresponde a Japón en 2013 (1,7% desde el 1,2% anterior), como consecuencia de las medidas de estímulo del nuevo gobierno y del Banco de Japón. En cambio, se espera a la baja la proyección para la India (6,5%, desde el 6,7% anterior) debido a la pérdida de impulso y a una política monetaria más estricta de lo esperado.

Con las presiones inflacionistas todavía controladas y el repunte del crecimiento todavía modesto, la política monetaria sigue manteniendo un sesgo flexible en la mayoría de los países. Varios bancos centrales han flexibilizado sus políticas en los últimos meses, entre ellos Australia, la India, Corea, Tailandia y Japón (flexibilización cuantitativa). De cara al futuro, prevemos una mayor flexibilización en la India, Corea y Japón (mediante la ampliación del programa de compras de activos), y no descartamos otro recorte en Australia si la actividad no minera sigue estancada. En cuanto a un futuro mediano, es posible que algunos países de la ASEAN tengan previstos aumentos de tipos de interés para hacer frente a un posible recalentamiento (sobre este particular, el incremento del déficit por cuenta corriente de Indonesia despierta preocupación).

Con el aumento del impulso del crecimiento, lo más probable es que las políticas fiscales de la mayoría de las economías se apunten a recetas menos expansivas que en 2012. Entre las excepciones se incluye Corea, donde la nueva administración del presidente Guen- Hye Park ha adelantado el gasto de 2013 y ha dejado la puerta abierta a nuevos estímulos del gasto. También Japón es una excepción: el nuevo gobierno del primer ministro Shinzo Abe ha implementado un plan de estímulo fiscal a pesar de la preocupación de los mercados por el elevado nivel de la deuda pública. En otros países de la región, las políticas siguen orientadas hacia la consolidación fiscal, en especial en la India, cuyos

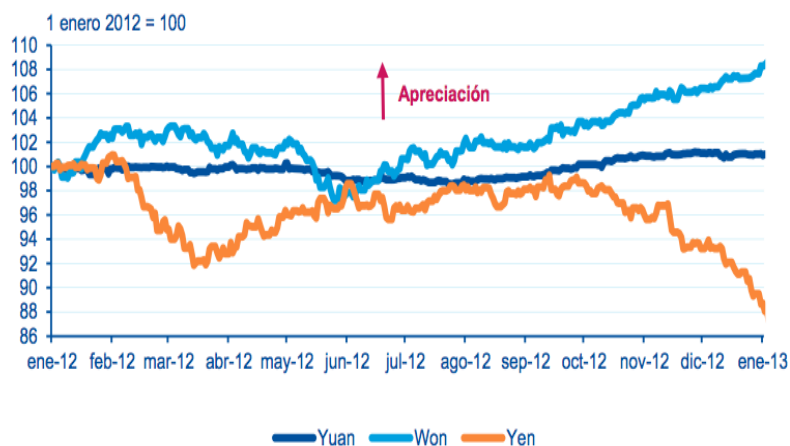
responsables continúan haciendo frente al enorme déficit, y en Australia, cuyo gobierno pretende que el presupuesto vuelva al superávit.

Las entradas de capitales previstas, con las consiguientes tensiones sobre las monedas, supondrán importantes retos para la política macroeconómica en 2013. Creemos que las entradas de capitales repuntarán gracias a la liquidez global, a la menor aversión al riesgo y a las sólidas perspectivas de crecimiento de la región. Esto podría suponer una presión alcista sobre la inflación y los precios de los activos, con la consiguiente problemática en la política monetaria. Además, la reciente depreciación del yen está generando tensiones entre los socios comerciales, sobre todo Corea, lo que podría ocasionar que las autoridades se resistan a las presiones de apreciación mediante intervenciones y herramientas de prudencia macroeconómica.

Tras el excelente comportamiento de 2012, las bolsas asiáticas han continuado su avance en 2013. El repunte de China ha sido un elemento importante que alimentó la confianza de los inversores regionales, y el principal factor que ha empujado en índice Hang Seng de Hong Kong. Entre los países de la ASEAN destaca el índice de Filipinas, que a principios de febrero alcanzó un nuevo máximo histórico. Además de descontar un nuevo y sólido crecimiento económico, los mercados apuestan por la mejora de la calificación de Filipinas (en este momento, las tres grandes

agencias sitúan a Filipinas apenas un nivel por debajo del grado de inversión). En Japón, los índices bursátiles iniciaron a mediados de noviembre un pronunciado incremento, después de que el entonces primer ministro Noda convocara nuevas elecciones, debido a las previsiones de depreciación del yen, pues se consideraba que sería favorable para los exportadores nacionales.

La brusca caída del yen fue el principal acontecimiento del 4T



En lo que respecta a las divisas, la pronunciada depreciación del yen ha alimentado expectativas de intervenciones en los mercados de divisas, especialmente en Corea (y también en Filipinas). Desde noviembre, el won coreano se ha apreciado en más del 20% frente al yen, lo cual ha provocado la alarma de los exportadores coreanos. En noviembre y diciembre, las autoridades coreanas decidieron cortar las presiones especulativas al recortar el límite de

posiciones a futuros de los bancos extranjeros desde el 200% al 150% del capital, y desde el 40% al 30% para los bancos nacionales. En el otro extremo de este espectro encontramos a la rupia indonesia, cuyo comportamiento fue el peor de Asia durante 2012. A pesar de su solidez como destino de inversiones, el aumento del déficit por cuenta corriente y la preocupación que despierta el impulso de la reforma económica (al igual que en la India) han lastrado la moneda.

Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

| (Tasa de crecimiento, % a/a) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 (P) | 2014 (P) |
|------------------------------|------|------|------|----------|----------|
| EE. UU. | 2.4 | 1.8 | 2.2 | 1.8 | 2.3 |
| UEM | 1.9 | 1.5 | -0.5 | 0.3 | 1.3 |
| Pacífico Asiático | 8.2 | 5.7 | 5.2 | 5.6 | 5.8 |
| Australia | 2.4 | 2.2 | 3.5 | 3.0 | 3.4 |
| Japón | 4.4 | -0.7 | 2.0 | 1.7 | 1.7 |
| China | 10.4 | 9.3 | 7.8 | 8.0 | 8.0 |
| Hong Kong | 7.0 | 5.0 | 1.4 | 3.5 | 4.0 |
| India | 8.9 | 7.5 | 5.4 | 6.5 | 6.9 |
| Indonesia | 6.1 | 6.5 | 6.2 | 6.3 | 6.8 |
| Corea | 6.2 | 3.6 | 2.0 | 2.7 | 4.0 |
| Malasia | 7.2 | 5.1 | 5.2 | 4.8 | 5.0 |
| Filipinas | 7.6 | 3.9 | 6.6 | 6.0 | 5.6 |
| Singapur | 14.5 | 5.0 | 1.5 | 2.3 | 4.0 |
| Taiwán | 10.8 | 4.1 | 1.2 | 3.5 | 4.2 |
| Tailandia | 7.8 | 0.1 | 6.4 | 4.5 | 5.2 |
| Vietnam | 6.8 | 5.9 | 5.0 | 5.8 | 6.3 |
| Asia (excl. China) | 6.7 | 3.4 | 3.6 | 4.0 | 4.4 |
| Mundo | 5.1 | 3.9 | 3.2 | 3.6 | 4.1 |

América Latina

América Latina aumentará su crecimiento del 2,8% en 2012 al 3,6% en 2013 y 3,7% en 2014. El crecimiento se apoyará en la demanda interna e irá convergiendo gradualmente hacia el potencial de la región.

Se observaría una gradual recuperación a partir del primer trimestre de este año. Esta recuperación estaría liderada por la aceleración del crecimiento en Brasil, Argentina y en menor medida en Colombia, así como por el empuje sostenido de países como Chile y Perú. En Brasil el gradual repunte de la actividad estará determinado por el impacto de los crecientes estímulos introducidos por las autoridades económicas del país, así como por la reducción de los inventarios industriales y la moderación de las turbulencias globales.

En Argentina, la recuperación vendría de la mano de una mejor cosecha de soja y del mayor dinamismo en Brasil. Por último, en Colombia, donde la moderación ha sido bastante menos acentuada que en los dos socios del Mercosur, el desempeño del consumo privado garantizaría una aceleración del PIB a lo largo del año.

En 2013 la recuperación de la actividad de los países que sufrieron una moderación en 2012 compensaría una ligera reducción del dinamismo en países como Chile y México.

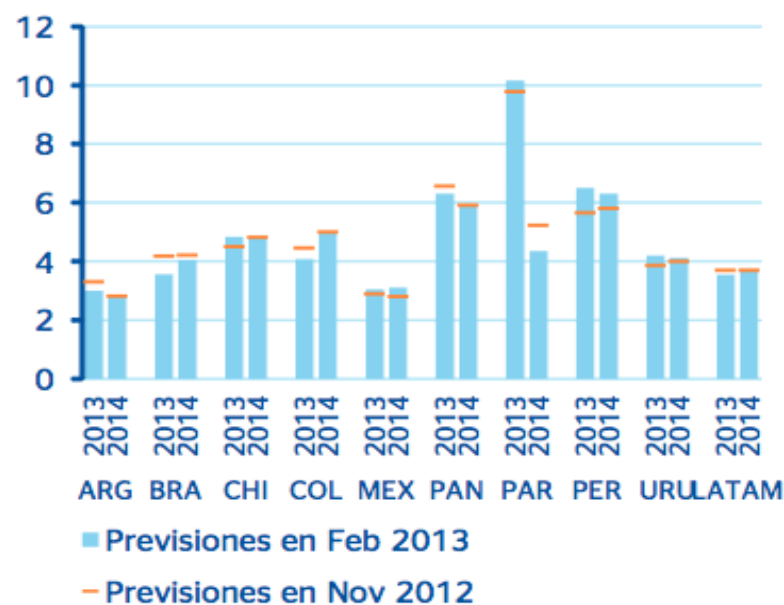
En el caso de Chile la moderación está en línea con la convergencia del PIB a su nivel potencial y en México estaría en gran parte explicada por una cierta pérdida de dinamismo de EE.UU. en el 2013. Finalmente, la moderación que anteriormente se esperaba se produjera en Perú no debería concretarse dado que el ritmo de crecimiento del consumo y de la inversión ha estado sorprendiendo al alza, lo que aumenta las perspectivas de crecimiento hacia adelante. Así, se espera que en el caso de este país el crecimiento se mantenga prácticamente estable en 2013 en línea con los altos niveles registrados en 2012.

Considerando las perspectivas de desempeño de las principales economías de la región a lo largo del año y tomando en cuenta la esperada mejora, aunque gradual del entorno global, esperamos que el crecimiento del PIB de la región alcance 3,6% en 2013. Este crecimiento seguirá estando apoyado en el dinamismo de la demanda interna en la mayoría de países, al tiempo que se verá favorecido por el mantenimiento de unos niveles altos de precios de las principales materias primas de exportación. Por países, dentro de la región destacará el crecimiento de los tres países andinos (Chile, Colombia y especialmente Perú, con un 4,8%, 4,1% y 6,5% respectivamente), así como el repunte de Paraguay

(10,2%) después de superar los efectos de la sequía y de Panamá (6,3%), impulsada por la fuerte inversión en proyectos de infraestructura.

Las expectativas de crecimiento para 2013 se mantienen prácticamente inalteradas con respecto a hace tres meses ya que la revisión a la baja de los números para Brasil, Argentina, Colombia y Panamá fueron compensados por revisiones al alza en las demás geografías, entre las que destaca la de Perú (desde 5,6% hasta 6,5%).

Previsiones de crecimiento del PIB, 2013-2014 (%)



La inflación sigue bien anclada en los países andinos y en México, mientras que en Brasil aumentan las presiones sobre los precios. La inflación cerró dentro del rango meta en la mayoría de países, ayudado en parte por menores presiones de precios sobre los alimentos y la energía. La excepción fue Chile, donde la inflación se mantuvo por debajo del rango objetivo y Uruguay, por encima del rango, si bien flexionando a la baja. Se espera que la inflación se mantenga dentro de los rangos objetivos de los respectivos bancos centrales en 2013 y 2014, con la excepción de Uruguay. En el caso de Brasil, esto se logrará especialmente gracias a la reducción de impuestos y el manejo de precios administrados.

Los saldos fiscales y exteriores se mantendrán en rangos manejables a pesar de un leve deterioro de la previsión sobre las cuentas externas, por la robustez de la demanda interna. Respecto a las cuentas fiscales, la tendencia general en la región será hacia una mejora, apoyado también en la robustez de la demanda interna y precios elevados de las materias primas de exportación.

El nuevo normal de la región está caracterizado por un crecimiento alto y una menor vulnerabilidad, lo que genera el problema de cómo gestionar el éxito en muchas economías.

Estados Unidos

El 1er trimestre del 2013 ha llegado y se ha ido sin un compromiso político sobre los recortes presupuestarios, y cuándo comenzarán los recortes del gasto a golpear la economía real?. El lado positivo es que la mayoría de los datos económicos anteriores a la fecha límite han sido positivos en su mayor parte, lo que refleja ganancias continuadas en el sector manufacturero y unos gastos de consumo personal estables pese al descenso del ingreso disponible, lo que en última instancia ha llevado a mejorar la confianza de los consumidores.

Además, la recuperación del sector de la vivienda sigue tomando impulso y debería contribuir a apoyar el crecimiento en 2013. En cuanto al crecimiento del PIB, la segunda estimación del cuarto trimestre del 2012 mostró una reversión a 0.1%. El gasto del gobierno y los inventarios privados impulsaron a la baja las expectativas. Esto no es sorprendente dada la incertidumbre que hubo en previsión del abismo fiscal y el hecho de que las empresas ya han empezado a reponer los inventarios en el primer trimestre del 2013. En general, solo esperamos ver un modesto crecimiento en el primer semestre del 2013, pero después, más avanzado el año, se prevé un repunte de la actividad una vez que las empresas y los consumidores se adapten a las nuevas medidas fiscales.

Si el Congreso no encuentra alguna forma de revertir los recortes automáticos del gasto, se podría experimentar una reducción de 0.5%-0.8% en el crecimiento anual del PIB en 2013, cuyo impacto se dejaría sentir con mayor fuerza en el segundo trimestre. Teniendo en cuenta que la expectativa actual de un crecimiento anual de 1.8%, los recortes presupuestarios totales no arrastrarían a una recesión.

Aún así, está claro que la Fed sigue preocupada por la sostenibilidad de la mejora de la actividad económica. Las minutas de la última reunión del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) confirmaron el intenso debate sobre cómo y cuándo finalizar el QE3. La mayoría de los participantes comentaron que las compras de activos efectuadas por el Comité han sido efectivas para flexibilizar las condiciones financieras y estimular la actividad económica, aunque muchos están preocupados por el aumento de los posibles costos y riesgos. Las principales preocupaciones expresadas por los participantes estuvieron relacionadas con las posibles complicaciones del eventual abandono de las medidas de flexibilidad monetaria, los posibles efectos negativos sobre los mercados financieros, así como de la posibilidad de que una amplia cartera de activos de larga duración pudiera, en determinadas circunstancias, exponer a la Reserva Federal a importantes pérdidas de capital cuando sean retirados dichos activos.

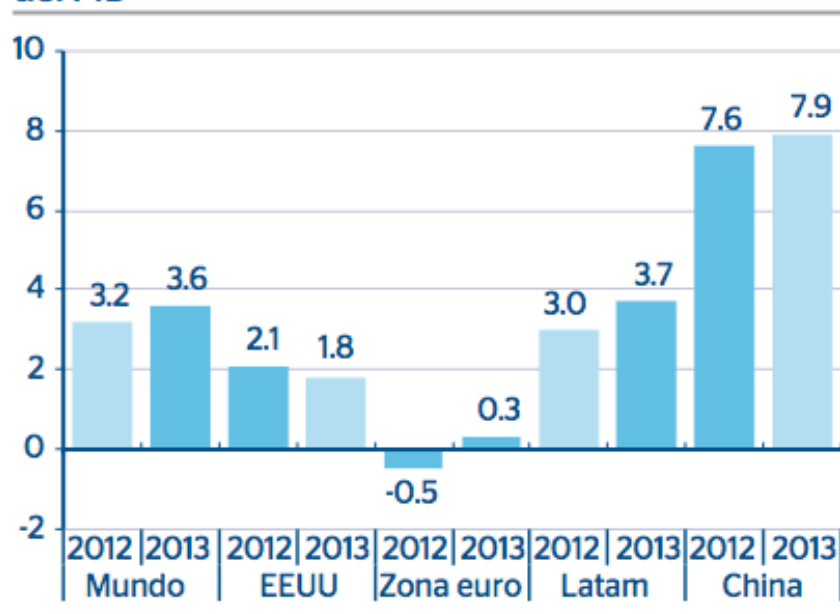
En última instancia, se pidió al personal que prepare análisis adicionales antes de las próximas reuniones para respaldar la valoración actual del FOMC sobre el programa de compra de activos. Aunque los aspectos de la reunión de enero fueron menos claras sobre el futuro a corto plazo de la flexibilización de la política monetaria, nuestras expectativas se mantienen sin cambios. Se continua esperando que el ritmo actual de compras de activos seguirá como mínimo hasta mediados de 2013, produciéndose una desaceleración hasta finales de año, ya que la economía mejora lentamente y aumentan los riesgos de crecimiento del balance y de la agresiva compra de activos. Los debates de la reunión del FOMC continuarán centrándose en cómo ofrecer una política monetaria muy flexible y reducir a la vez la posibilidad de un efecto negativo cuando llegue el momento de reducir el balance. Es necesaria una recuperación sólida y bien establecida antes de que pueda implementarse la estrategia de salida en su totalidad.

Los próximos meses podrían suponer un obstáculo a superar mientras la economía se ajusta a las nuevas medidas fiscales. Aparte de la mayor presión de los asuntos internos, comenzamos a ver cierta volatilidad procedente una vez más de Europa, relacionada en particular con los acontecimientos políticos de España e Italia. Además, la incertidumbre con respecto a las políticas del tipo de cambio pesa sobre unas perspectivas mundiales todavía vulnerables.

El riesgo de una rebaja de la calificación crediticia sigue presente **Europa**

en el radar, pues en Mayo se volverá a alcanzar el techo de deuda. En definitiva, si las condiciones globales se mantienen estables y solo tenemos que lidiar con el recorte presupuestario, la actividad económica debería volver a encarrilarse en su mayor parte a finales de 2013, salvo, naturalmente, que haya nuevas acciones políticas.

Tasa de crecimiento del PIB



Las condiciones financieras han mejorado sensiblemente en Europa, y los temores a una ruptura del euro parecen quedar atrás. Los últimos tres meses han sido relativamente positivos en los factores que pueden ayudar definitivamente a la zona euro a salir de su crisis. Por un lado, el programa OMT anunciado por el BCE en septiembre parece estar actuando claramente como barrera para el enfriamiento de las tensiones financieras, incluso aunque no haya sido utilizado por ningún país de la zona euro. Da la impresión de que el mero “efecto anuncio” de esta medida ha ayudado a poner un techo a los diferenciales soberanos, al dejar claro a los mercados que si las tensiones financieras aumentan para uno o varios países, la puesta en marcha del programa va a ser efectiva. La efectividad del programa OMT parece dejar claro que la defensa del euro por parte del BCE ha resultado creíble para los mercados.

Esta mejora de las condiciones financieras ha superado algunas barreras, demostrando que la zona euro es ahora más resistente. Una de ellas ha sido la segunda crisis griega, que quedó resuelta en noviembre a través de un acuerdo por el que el gobierno griego se compromete a tomar medidas para conseguir unos nuevos objetivos de ajuste fiscal más relajados que los anteriores, pero que hacen que su deuda sea sostenible, en principio. El proceso para llegar al acuerdo estuvo rodeado de cierta incertidumbre, que al

resolverse propició un nuevo descenso en las tensiones financieras de la zona.

El tercer elemento positivo lo han constituido los avances gubernamentales europeos hacia una mayor integración bancaria, que deberían de proporcionar una base sólida que rompa con la fragmentación de los flujos financieros en la zona en el medio plazo.

Una parte fundamental de la estrategia de salida de la crisis son las reformas de gobernanza europea para complementar la unión monetaria con una unión bancaria y fiscal que la haga más coherente. La cumbre del 13-14 de diciembre de la UE decepcionó en lo referente a la unión fiscal, pero cumplió con lo esperado en lo referente a la unión bancaria.

En la cumbre se manifestó un claro apoyo político al mecanismo de supervisión única, y se fijó el calendario para los siguientes pasos, a pesar de que la puesta en marcha efectiva de la supervisión común se retrasa hasta la primavera de 2014. El BCE tendrá un papel central en la supervisión común, que afectará a los bancos de un tamaño significativo y aquellos que han sido intervenidos. Por el lado del régimen de resolución común de bancos en crisis, se estableció junio de 2013 como la fecha límite para definir los criterios de recapitalización directa del sistema bancario en caso necesario por parte del MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad), mientras que se prevé aprobar el

mecanismo de resolución común y su sistema de financiación (que será predominantemente privado) durante 2013, en principio, aunque podría haber cierto retraso. No hubo avances sobre el fondo de garantía de depósitos común, que queda como objetivo a medio y largo plazo.

Todo ello debería ayudar a la creación de un sistema bancario único, y a dar seguridad a los inversores privados sobre la solidez de los mecanismos de resolución. La supervisión común ayudará también a romper la fragmentación regulatoria de los sistemas bancarios nacionales, lo que debería contribuir a la revitalización de los mercados interbancarios.

La cumbre de diciembre, sin embargo, no hizo ninguna referencia a pasos adicionales hacia una unión fiscal. Hasta ahora, el principal paso dado en este sentido ha sido el Tratado de Estabilidad, que impone a los países firmantes un déficit público estructural de 0.5% del PIB a partir de 2016. El control de las finanzas públicas ha sido también reforzado, con la instauración del “semestre europeo”, que adelanta el calendario anual de control presupuestario por parte del Ecofin, y son los nuevos criterios de vigilancia macroeconómica del “six pack”. Sin embargo, el debate sobre la mutualización de la deuda pública nacional, ya sea a través de los eurobonos, las euroletras o el mecanismo de redención de deuda propuesto por los institutos alemanes, parece haber sido dejado completamente de lado por el momento, a pesar

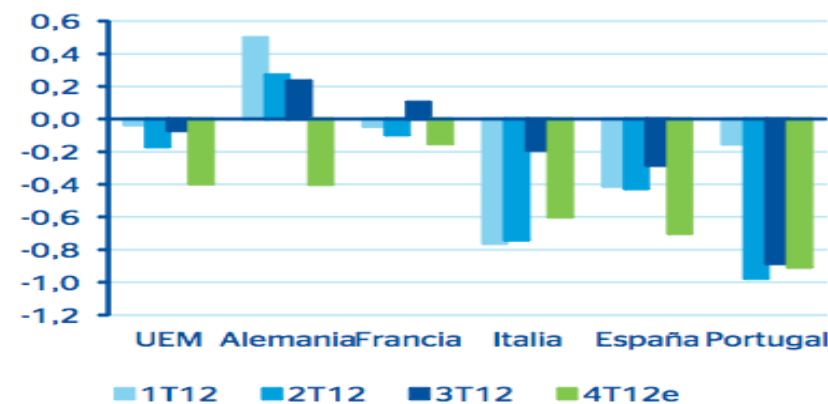
de que estaba muy desarrollado en los documentos previos a la cumbre elaborados por la Comisión Europea. Dicha mutualización es políticamente difícil de asumir en algunos países de la eurozona, especialmente Alemania, y vendría acompañada por la cesión de soberanía en la elaboración y control de los presupuestos nacionales, algo que tampoco parece de momento asumible en otros países de la zona. Tras las elecciones alemanas de septiembre de 2013 es posible que se reabra el debate.

Donde sí ha habido un cambio de actitud por parte de las autoridades europeas en los últimos meses es en los objetivos de déficit público, que han sido relajados para Grecia, Portugal y España en diversos momentos durante el último año, debido a la fuerza de la recesión.

En la zona euro, se mantienen las expectativas de crecimiento con un ligero repunte de la actividad (0,3% en 2013 tras contraerse un 0,5% en 2012), que precederá a un incremento del 1,3% en 2014. No obstante, los riesgos para el conjunto de la unión monetaria continúan sesgados a la baja, mientras que el desacoplamiento entre los países del centro y la periferia se mantendrá durante todo el periodo de previsión

CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO EN PORCENTAJE DE TASAS TRIMESTRALES POR PAISES

Crecimiento PIB (% t/t) por países



Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

| (Tasas interanuales, %) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos | 2,4 | 1,8 | 2,2 | 1,8 | 2,3 |
| UEM | 1,9 | 1,5 | -0,5 | 0,3 | 1,3 |
| Alemania | 4,0 | 3,1 | 0,9 | 1,0 | 2,0 |
| Francia | 1,6 | 1,7 | 0,0 | 0,4 | 1,5 |
| Italia | 1,8 | 0,6 | -2,1 | -0,7 | 0,9 |
| España | -0,3 | 0,4 | -1,3 | -1,1 | 1,1 |
| Reino Unido | 1,8 | 0,9 | 0,0 | 1,0 | 1,9 |
| América Latina * | 6,2 | 4,3 | 2,8 | 3,5 | 3,7 |
| México | 5,4 | 3,9 | 3,9 | 3,1 | 3,1 |
| Brasil | 7,6 | 2,7 | 0,9 | 3,6 | 4,0 |
| EAGLES ** | 8,4 | 6,6 | 5,1 | 5,8 | 6,1 |
| Turquía | 9,2 | 8,5 | 2,6 | 4,4 | 5,5 |
| Asia-Pacífico | 8,2 | 5,7 | 5,2 | 5,6 | 5,8 |
| China | 10,4 | 9,2 | 7,7 | 8,0 | 8,0 |
| Asia (exc. China) | 6,7 | 3,4 | 3,6 | 4,0 | 4,4 |
| Mundo | 5,1 | 3,9 | 3,2 | 3,6 | 4,1 |

Commodities:

Los inversores en materias primas tendrán su mirada puesta en 2013 con la esperanza de que surjan mejores oportunidades que en 2012, donde los beneficios de inversiones pasivos exclusivamente a largo plazo derivaron sobre todo de los cereales y, en cierta medida, del sector de los metales preciosos. Para que eso ocurra es necesario un repunte en la actividad económica mundial y, aunque prevemos que la economía estadounidense nos sorprenda para bien y China mejore, las continuas preocupaciones sobre la eurozona serán un reto para el mercado. No obstante, cualquier repunte de la demanda debería ir acompañado de un aumento de la oferta, sobre todo en el caso de materias primas cíclicas como la energía y los metales industriales donde las nuevas técnicas de producción y una mayor capacidad de extracción deberían calmar los temores a posibles crisis de suministro.

Petróleo

El mercado del petróleo en 2013 será con toda probabilidad una repetición de lo que vimos durante la segunda mitad de 2012. La naturaleza del mercado hará que el crudo Brent siga sin alejarse demasiado de los 111 dólares por barril, el precio medio de los dos últimos años.

Las diversas interrupciones del suministro en 2012 se unieron al aumento de producción en Arabia Saudí y ello, junto con un incremento continuado de la producción petrolífera estadounidense que tuvo un crecimiento récord de 766.000 barriles al día hasta alcanzar su máximo nivel en 15 años, ayudó a mantener el mercado relativamente estable. Iraq ha recuperado la estabilidad y gracias a eso la producción ha aumentado en 650.000 barriles/día hasta los 3,3 millones barriles/día. Se espera una producción aún mayor durante los próximos años.

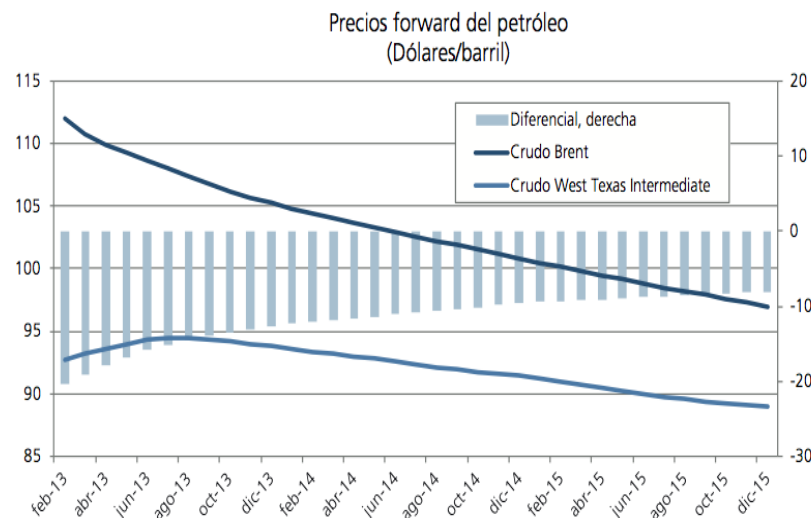
Las interrupciones en el suministro continuarán en 2013, lo que sumado a los riesgos de cola asociados al mercado, debería evitar que el precio del crudo Brent caiga más si cabe por debajo de los 100 dólares por barril. Lo que más anhelan consumidores y productores es la estabilidad. Por ello, la capacidad de los productores para reaccionar ante cualquier interrupción pequeña o mediana del suministro en lugares como Siria, Yemen, Sudán del Sur, Nigeria y posiblemente Venezuela seguirá siendo clave en 2013.

La estabilidad solo se puede alcanzar reconstruyendo un colchón de capacidad de almacenamiento, algo que en este momento está sobre todo en manos de Arabia Saudí, pero que en 2012 ha tenido que soportar cierta presión al incrementarse la producción para compensar la pérdida de petróleo

embargado de Irán.

El crecimiento de la demanda en 2013, que se espera provenga solo de países no miembros de la OCDE, debería compensarse con un aumento similar de la producción externa a la OPEP. Teniendo en cuenta la incertidumbre generalizada en torno el crecimiento global y la creciente disponibilidad de petróleo, creemos que el mercado será capaz de continuar con su normalización.

Esto llevará finalmente a Arabia Saudí a limitar la producción, aumentando así el colchón de capacidad de almacenamiento, lo que situará al mercado global en una posición mucho más favorable para capear cualquier temporal futuro. Se prevé que el precio del crudo Brent cotice principalmente por rango durante el primer trimestre, con la mayoría, si no toda la actividad, centrada en el rango entre los 105 y los 115 dólares, pero con el mayor riesgo a la baja. Una situación en torno a los planes nucleares de Irán es casi lo único que podría estropear este escenario.



Oro y Plata

Los metales preciosos, en particular el oro y la plata, vivieron una cierta presión de venta propia de finales de año como resultado de los beneficios de inversores apalancados tras el duodécimo año consecutivo con rentabilidad positiva. Este comportamiento de diciembre de 2012 fue una repetición del patrón que observamos en diciembre de 2011, aunque en menor medida.

Las ventas provocaron cierta incertidumbre respecto de las perspectivas para los metales preciosos en 2013, en

particular, si tenemos en cuenta que el debilitamiento del dólar y la última ronda de relajación cuantitativa en EE.UU. no supusieron dificultad alguna.

Sin embargo, se prevé que el punto de mira a principios de 2013 se sitúe de nuevo en el aumento del balance puesto en marcha por los bancos centrales de Estados Unidos, Japón y la eurozona, junto con otros que podrían unirse a lo largo del año. El mayor riesgo que entraña este aumento continuado podría derivar de unos resultados mejores de los esperados de la economía estadounidense, que podrían llevar al crecimiento en el empleo a superar las expectativas adelantando así la reducción de la relajación cuantitativa indefinida. No obstante, la ausencia de una solución clara para las negociaciones presupuestarias en EE.UU. es garantía de un conflicto continuado durante los próximos meses, lo que a su vez podría tener consecuencias negativas para EE.UU. y asegurar así que los tipos de interés sigan bajos.

Los inversores en oro a través de productos cotizados en mercados de valores siguieron acumulando durante el cuarto trimestre del 2012 a pesar de la falta de rentabilidad en materia de precios. Esta imagen contrasta con la de los inversores apalancados en futuros que redujeron sus posiciones largas netas en casi 10 millones de onzas, quedándose con un margen amplio para volver a entrar

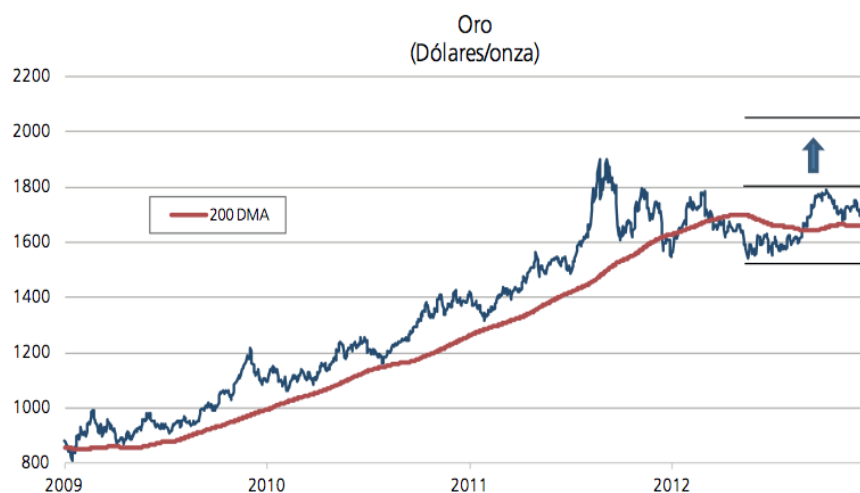
cuando la situación técnica sea más favorable. Los bancos centrales constituirán otra fuente de soporte en 2013, sobre todo en economías de mercados emergentes, ya que seguramente continuarán actuando como compradores netos, en específico en aquellos momentos en que los precios del oro caigan.

A pesar de su mayor volatilidad, la plata ha registrado unos resultados similares a los del oro y continuará haciéndolo. El ratio entre los dos metales se ha mantenido en un rango entre 51 y 55, con ratios más altos (peor rendimiento relativo de la plata) durante las correcciones. Para que la plata sea capaz de destacar y romper por debajo de 51, haría falta un repunte de la demanda industrial o bien un movimiento decisivo del oro por encima de la resistencia crítica en 1.800 dólares por onza.

Durante el primer trimestre, los flujos de inversión seguirán siendo el factor de soporte principal para ambos metales, pero no prevemos que el movimiento esperado por encima de los 1.800 dólares por onza en el oro se produzca hasta más entrado el año, con una previsión de media de 1.740 dólares por onza. El objetivo de subida para 2013 se mantiene en los 2.075 dólares por onza, pero somos conscientes de los riesgos que entraña el oro al haberse convertido en una negociación tanto emocional como de relajación cuantitativa continuada, por lo que una mayor debilidad de los precios hará que sea

una negociación dolorosa a medida que se vaya minando la confianza de muchas posiciones largas con poco aguante.

Tanto el platino como el paladio encontrarán soporte gracias a una prima de riesgo ligada a la industria minera sudafricana que parece garantizada tras los problemas de huelgas y violencia que empañaron 2012. Estos acontecimientos desplazaron el centro de atención de una situación de escasez de demanda hacia la preocupación por las interrupciones de suministro. Las cosas seguirán igual en 2013, siendo el paladio el principal beneficiado a medida que entramos en un déficit estructural derivado de una perspectiva de demanda estable y de una reducción del suministro proveniente de Sudáfrica y Rusia.



Venezuela

EL LEGADO DE HUGO CHAVEZ

El espectro económico existente, tras el fallecimiento de Hugo Chávez, tiene mas sombras que luces, el modelo económico que levantó el fallecido mandatario el 5 de marzo, se sustentó en los recursos provenientes del petróleo, hoy el 96% de los ingresos dependen de la venta del Crudo venezolano, pero paradójicamente las inversiones en esa área se han pospuesto, la estimación de PDVSA apunta a una producción de 5,8 millones de barriles para el año 2018.

En otros sectores claves de la economía como son la construcción, la agricultura y la manufactura tampoco es muy favorable, pese al impulso que tuvo la construcción de viviendas en 2011, el déficit habitacional sigue estando alrededor de los dos millones de viviendas.

La Agricultura por su parte, luce estancada, ya que su crecimiento es muy por debajo del ritmo con que se expande el comercio o las telecomunicaciones, en consecuencia la producción agrícola se encuentra mermada y la única vía para satisfacer el consumo nacional ha sido las importaciones que el propio estado realiza.

Estadísticamente, el desempleo ha descendido de acuerdo de datos oficiales, al cierre del 2012 se ubicó en 5,9 % pero la informalidad se mantiene en tasas muy elevadas y el empleo oficial se duplico

en comparación con el año 1999.

La participación estatal ha crecido en servicios financieros como la banca y la prestación de servicios como la electricidad con resultados dispares, el Gobierno hoy se ha convertido en el principal banquero al controlar un 40% del activo bancario.

En cuanto al servicio eléctrico con sus bajas y subidas presenta un cuadro deficitario en su producción ya que no ha habido inversiones significativas en las empresas básicas de Guayana, estas empresas son en el plano económico una carga para el estado después de la decisión de nacionalizarlas, haciendo que esas empresas produzcan menos en manos del Estado Venezolano, demostrando una finanza asfixiadas por los enormes compromisos que hoy en día tienen.

BOTTI ADVIERTEN QUE MEDIDAS ECONOMICAS NO PUEDEN ESPERAR

Jorge Botti, presidente de Fedecámaras considera que la dinámica económica no puede esperar por el desenlace electoral, en especial en lo referente a divisas para el sector privado. “Son decisiones que deben tomarse en lo inmediato para ayudar a tranquilizar al menos en el corto plazo el tema de los suministros y bajar la presión sobre la ciudadanía” Botti agregó que en los últimos cinco meses se ha venido arrastrando una escasez de divisas que ha comenzado a hacerse evidente no solo en alimentos y medicinas, sino también en otros productos.

Otro comentario de Botti es que los empresarios están “haciendo magia para mantener surtido el mercado, en vista de que la falta de dólares ha agravado el nivel de los inventarios, que no han podido ser repuestos.

Igualmente recordó que a un mes de la eliminación del Sitme, todavía no ha surgido un mecanismo legal alternativo que permita a la empresas acceder a divisas, el presidente de Fedecámaras insistió en que el Gobierno despenalice las transacciones con divisas particulares.

“Casi nos hemos tornado fastidiosos, pero estamos pidiendo esto desde que se prohibió, el que se trancen divisas entre particulares. La realidad es que no hay suficientes divisas y sobre todo a una tasa de cambio que esta muy por debajo de la realidad, es decir que no hay divisas baratas, y esto supone que lo que esta en crisis es todo un modelo y una forma de concebir el desarrollo económico” informó el empresario.

LA CESTA VENEZOLANA DE CRUDO PIERDE 2,33% Y SE UBICA EN 101,57 US\$.

El Ministerio para el Petróleo y la Minería informó que la cesta venezolana de petróleo cerró la semana pasada con una caída de 2,32 dólares, para ubicarse en 101,57 dólares el barril.

De acuerdo a lo mostrado en la página Web del Ministerio, los precios bajaron por los temores por el desenvolvimiento global de

la economía global, luego de las débiles datos publicados por China, Europa y Japón.

El promedio anual para la cesta de crudo venezolana, es de 104,15 dólares por barril, a pesar de que en las últimas 3 semanas ha bajado un promedio de 7,18 dólares por barril.

SIGUE SUBIENDO LOS INDICADORES INFLACIONARIOS DEL BCV

El BCV es el organismo que mantiene informado a la comunidad nacional de los indicadores inflacionarios, en el mes de febrero se presentó una reducción en el alza de precio, pero los mismos están intactos, tan solo se ha represado y se estima que la inflación seguirá impactando a los consumidores en el mediano plazo.

En enero se registró un 3,3 de inflación, lo que representa un índice anual al anualizar el primer mes del año, lo cual colocaría en un 39,6% de inflación, por su puesto las autoridades pegaron el grito al cielo por lo que en febrero se vieron toda clase de reducciones para bajar en febrero a 1,6 % el índice inflacionario, aunque sigue siendo alto al anualizado de los dos primeros meses del año lo coloca en 29,4%.

El núcleo inflacionario que estima el BCV refleja con precisión la marcha de la inflación porque aísla los factores estacionales como el aumento circunstancial de la oferta de bienes agrícolas y el efecto temporal de los controles, registró un avance de 3,3% en

febrero y en los dos primeros meses del año acumula un 6,6% que duplica el avance de 2,8 registrado en febrero del 2012.

Por experiencia los analistas del BCV saben que a partir de mayo comienza un incremento acelerado de los precios de los productos agrícolas porque culmina el tiempo de cosecha y la posibilidad de no reconocer aumentos en los productos regulados por un período prolongado luce complicada, la situación que se vislumbra para este año.

El Gobierno sabe que la capacidad de las familias es limitado y máxime en períodos electorales, así ocurrió después del 7 de octubre y después de conquistado el objetivo electoral, el Gobierno autorizó incremento para ajustar el costo del arroz, café, y harina de maíz.

Pero la cuestión sobrevenida por el fallecimiento del presidente electo, hace que estemos inmerso en un nuevo proceso electoral, que postergará las decisiones económicas pero el riesgo de iguales proporciones resulta en mayor escasez.

Es un hecho que cuando el Gobierno mantiene por mucho tiempo los precios artificialmente bajo la producción, se afecta y la ausencia de productos básicos en los supermercados haciendo repuntar a muchos productos, así que si no los agarra el chingo, los agarra el sin nariz, así que en febrero el índice de escasez se ubicó

en un 19,7% versus el 10,8% en febrero del año pasado.

Los planificadores del Gobierno, tendrán que esperar el próximo 14 de abril para ajustar los precios de productos como el queso blanco, leche pasteurizada, pollo y carne de res, entre otros alimentos que nos han registrado aumentos desde hace por lo menos un año.

El 46,5% devaluado el 9 de febrero, aún no se siente con todo el impacto de la devaluación anunciada, aquellos dólares que fueron aprobados antes del 15 de enero de este año, se supone habían sido aprobados por lo que estos comercios recibirán a Bs. 4,30 los dólares solicitados, pero no podemos saber si esas importaciones corresponden a alimentos, comercio, comunicaciones, prensa, electrodomésticos, electrónicos, informáticos, telecomunicaciones o salud.

Una vez las compañías dejen de recibir esta divisas se comenzará a sentir con mayor nitidez el efecto de la devaluación, en los precios sobre todo en el momento en que las importaciones baten record histórico y representa el 33% de la oferta. Sin duda que la eliminación del Sitme, un sistema en el que las empresas se proveían legalmente de dólares que no eran atendidos por Cadivi.

Hasta el presente no se ha disparado el precio del dólar paralelo, pero en la práctica este tipo de dólar se deberá incrementar porque será la única fuente de dólares diferente de Cadivi, a sabiendas que

este dólar será perseguido y ya se estudian mecanismos para procurar bajarle el precio, pero en mi opinión la única manera de hacerlo legal es ir a un mercado libre de dólares y no hayan persecuciones para bajarle el precio.

Analistas estiman que la inflación para este año se puede estimar en un 30%.

LAS RESERVAS EN DOLARES DE VENEZUELA

Las reservas en dólares del país siempre han estado en el BCV, sin embargo desde el 1° de febrero y el 11 de marzo, las mismas han venido disminuyendo, el descenso de un mil setecientos dos millones para presentar un saldo de 27.097 millones de dólares.

Esas reservas están en un 20 % en moneda de curso legal, unos 5 mil millones de dólares y el 80 % están en barras de oro, las que no permiten una mayor fluidez comercial de las importaciones.

Según los estudiosos de las reservas, se ha mencionado que la producción petrolera no es suficiente para sostener el monto de las reservas.

“A nuestro juicio en estos momentos el BCV liquida 115 millones de dólares por día, ese ciertamente no es un volumen que indique agilización, tampoco hubo presión importante de servicio de la deuda externa, de manera que cabe inferir que los ingresos petroleros son insuficientes para mantener el nivel de las reservas internacionales “ dice la firma Ecoanalítica.

El Sitme fue eliminado el pasado 9 de febrero, un sistema donde las empresas que no recibían divisas en Cadivi, compraban dólares con bolívares a través de bonos y no se ha anunciado un sistema sustituto para atender a este mercado.

El cierre del Sitme tiene para el mercado consecuencias, según Ecoanalítica, ya que este sistema atendía a las necesidades de una quinta parte de los dólares que se requerían para las importaciones. En la actualidad la industria nacional que ensambla piezas importadas, está llegando a una sequía de divisas que está afectando a las empresas de toda índole, que requieren comprar materia prima en el exterior.

“Muchas empresas tienen huecos importantes en su cadena logística, debido a la escala de liquidación de divisas” afirmó un industrial que prefirió su anonimato.

Para muchos industriales la situación es “preocupante” y que en algunos casos los inventarios están “bajando dramáticamente”.

Las industrias que están más propensas a tener un colapso y por ende dificultades de la población que se sirven de estas, estas industrias son la Farmacéutica, la Industria Automotriz, Auto Partes, Industrias Alimenticias, quienes han alertado al Gobierno Nacional de esta situación, pero aún no hay respuesta sobre la mejora del flujo de dólares.

SICAD

El sistema complementario de Administración de Divisas otorgará dólares mediante un mecanismo de subastas, al que acudirán las empresas por sectores a través de los agentes financieros. El tipo de cambio variará de acuerdo con la oferta de dólares y la demanda que exista en ese día en específico, y el Órgano Superior de Optimización del Sistema Cambiario será el encargado de aprobar la asignación.

El Sicad constituirá una válvula de escape a través de la cual se pretende abastecer de divisas a todas aquellas empresas importadoras de bienes que quedaron huérfanas luego de la eliminación del Sitme, y cuyos problemas a causa de una menor capacidad para reponer inventarios de insumos está afectando de manera importante la oferta de bienes en la economía y elevó los niveles de escasez a máximos históricos, además del alza de los precios.

Intervendrán 4 entes fundamentalmente: El recién estrenado Órgano Superior de Divisas, el Banco Central de Venezuela (BCV), los agentes financieros (que son los bancos, tanto públicos como privados) y las empresas autorizadas, que son aquellas empresas inscritas en el Registro de Usuarios del Sistema de Administración de Divisas (Rusad), creado por la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi).

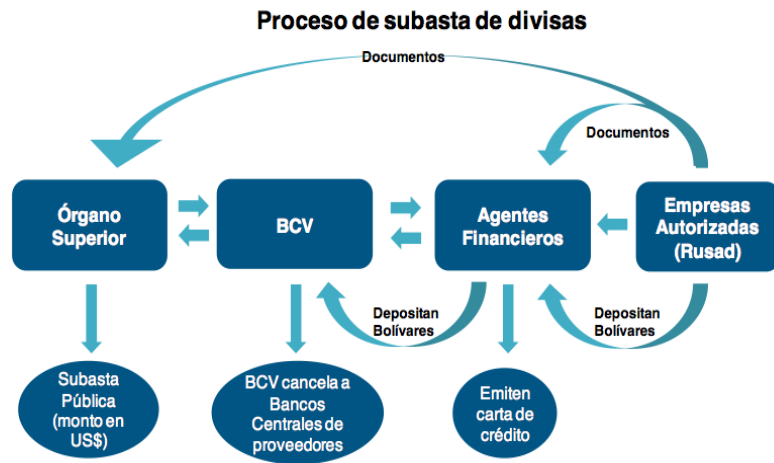
Aquí explicamos paso a paso cómo funcionara el sistema:

- El Órgano Superior publica la subasta y fija el monto de la oferta.
- Las empresas autorizadas presentan sus cotizaciones a los agentes financieros.
- Los agentes financieros remiten las cotizaciones al BCV y el BCV consolida las ofertas con el monto que fue previamente publicado por el Órgano Superior (hasta aquí el mecanismo es igual al procedimiento de las emisiones de títulos de deuda externa de la República).
- Luego se empleará el método de la subasta Vickrey*** modificada para la asignación de las divisas y se define cuáles serán las empresas ganadoras de la subasta.
- Luego de realizada la subasta, el Órgano Superior coteja la documentación por las empresas ganadoras e informa al BCV las autorizaciones.
- El BCV se pone en contacto con los agentes financieros y estos últimos le comunican a las empresas cuales han sido seleccionadas.
- Las empresas seleccionadas depositan en los agentes financieros

la contraparte en bolívares de lo que ha sido asignado para cada una de ellas, y estos a su vez se los hacen llegar al BCV.

- Simultáneamente los agentes financieros emiten una carta de crédito por el monto en divisas que les ha sido aprobado a cada empresa que será entregada a los proveedores.
- Luego de que los grupos de trabajo del órgano Superior constatan que la calidad, la cantidad y los precios referidos en la cotización de la solicitud de divisas concuerdan con el que efectivamente se encuentra en físico en los puertos venezolanos, se autoriza al BCV a cancelar la carta de crédito.

*** **Subasta de Vickrey:** Bajo la modalidad de subasta Vickrey modificada, los agentes económicos ofertan un precio por la cantidad requerida hasta que se agote el monto total que se ofertará ese día. Cuando esa oferta llegue a cero y se cierre la subasta, se calculará el promedio del precio máximo y mínimo ofertados. Cuando el precio ofertado se encuentre entre el precio promedio y el precio máximo, el agente pagará el precio promedio a pesar de que ofertó al precio máximo. Asimismo, si el precio ofertado se encuentra entre el mínimo ofertado y el precio promedio, el agente pagará la tasa que ofertó en la subasta.



Fuentes: Órgano Superior de Divisas y Ecoanalítica

Bibliografía:

1. Saxobank.
2. Ecoanalítica.
3. Bbva-research.
4. El Nacional.
5. Juan Elías Hernández Delgado.

A continuación algunas recomendaciones por sector y los fondos que nos parecen atractivos y con expectativas de crecimiento:



ASIA – MEXICO – USA (REAL STATE)

BRASIL – EUROPA DEL ESTE

ARGENTINA – ESPAÑA – PORTUGAL – GRECIA – FRANCIA - ITALIA

J.E.G

