

PRODUCTOS
I RENTA FIJA

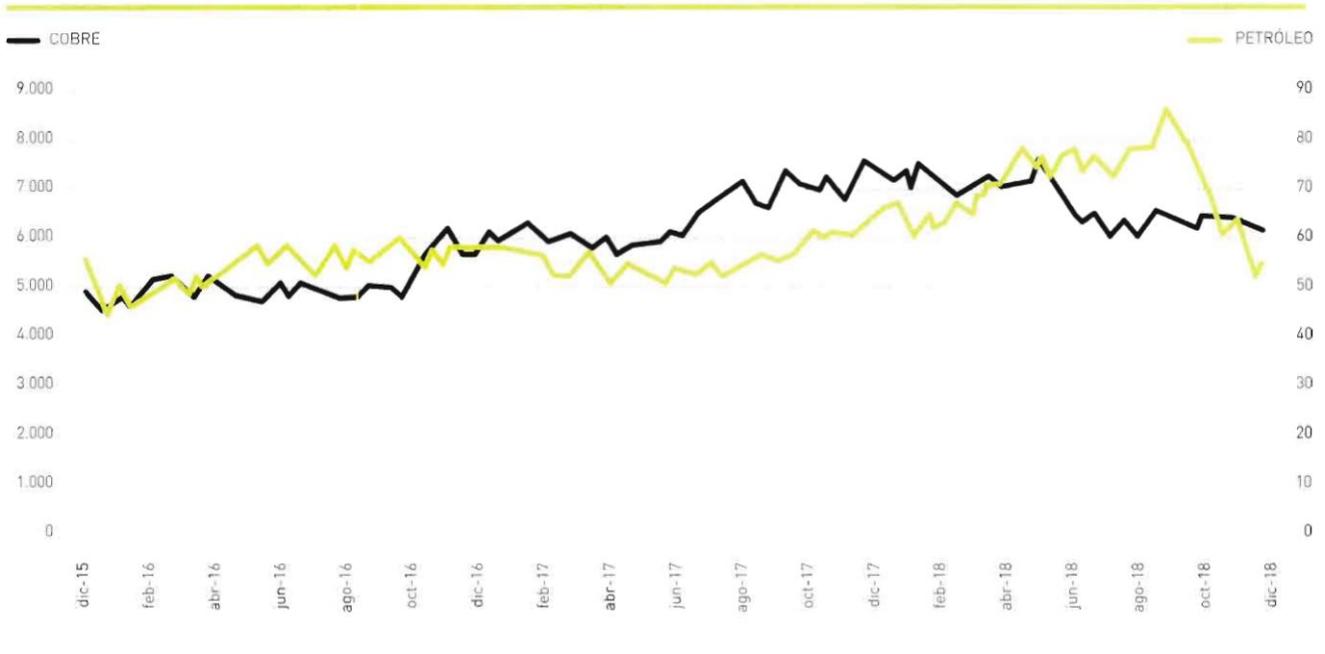


por
Alfredo Mordezki

Perspectivas de la deuda emergente para 2019

AUNQUE SE MANTIENEN IMPORTANTES DUDAS EN EL HORIZONTE, EL ESCENARIO ACTUAL COLABORA CON UNAS EXPECTATIVAS DE RENTABILIDAD ATRACTIVAS PARA LA DEUDA EMERGENTE.

Evolución de los precios del cobre y el petróleo



Fuente: Bloomberg.

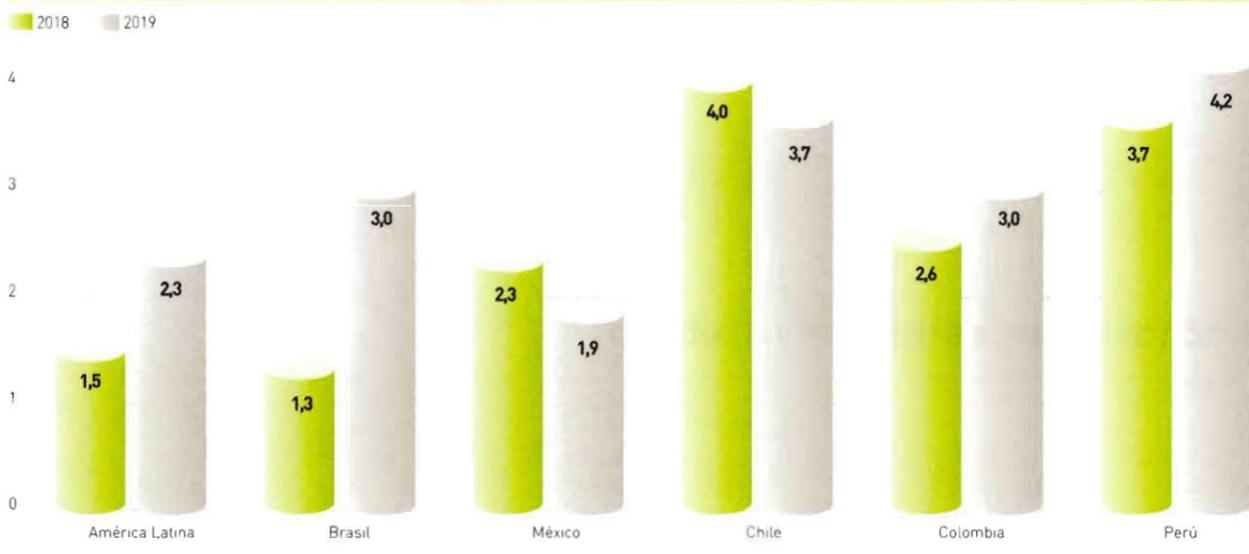
En el año 2018, el desempeño de la renta fija emergente se vio empañado por múltiples dudas de los inversores sobre la fortaleza del crecimiento, la amplitud del ajuste de la política monetaria norteamericana, la fortaleza del dólar asociada a ella y el nuevo contexto del comercio internacional, que desenterraba conceptos como guerra comercial y tarifas, que llevan a la baja desde hace décadas.

No hemos superado todas las preocupaciones, pero hay diferencias sustanciales que hacen pensar que este año va a ser muy distinto de 2018. Funda-

mentalmente hay dos diferencias. La primera, el año 2018 comenzó en un estado de optimismo, con expectativas de crecimiento sincronizado y recuperación en casi todos los rincones del globo. La segunda diferencia está en las valoraciones, en mínimos tanto de diferenciales de crédito como de tasa en términos absolutos, como resultado de años de políticas monetarias súperexpansivas.

¿Cómo comienza 2019? Primero, con un fuerte pesimismo, que va desde las expectativas de crecimiento tras el parón de Europa y Japón a la sostenibilidad del crecimiento americano. Las proyecciones de tipos de interés americanos han ▶

Estimaciones de crecimiento del PIB para 2019



Fuente: Santander Asset Management

cambiado significativamente en los últimos dos meses del año, y lo que parecía de tres a cuatro subidas de los tipos rectores de la Fed ahora es, una (y a lo mejor) bajada a fin de año. Lo que está claro es que el escenario de la Fed corriendo por detrás de las presiones inflacionistas y la posibilidad de un momento Volcker están descartados.

Cabe recordar que tipos sustancialmente más altos que los actuales impactan en el mundo emergente de dos maneras. Primero, quitan el atractivo de invertir en el mundo emergente al tener la opción de un tipo libre de riesgo lo suficientemente alto, eliminando fon-

dos disponibles al ahorro y la inversión. Segundo, generan costes financieros adicionales a empresas y consumidores emergentes, haciendo más caro el refinanciamiento de los vencimientos.

Ahora que tenemos tipos de interés que no van a subir tanto y las valoraciones son sustancialmente más atractivas que en 2018, tenemos que preguntarnos cuáles son los riesgos que podemos enfrentar este año.

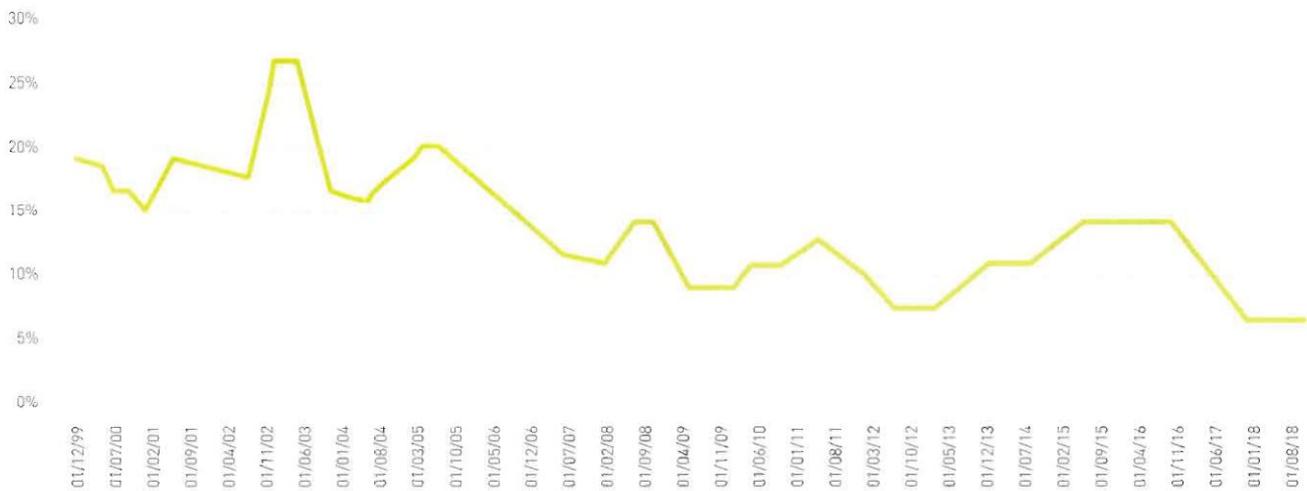
América Latina

En América Latina tuvimos un 2018 cargado de consultas electorales. Las más importantes, en Colombia, Brasil y

México. Al igual que en el mundo desarrollado, los procesos electorales fueron polarizados y, como consecuencia de ello, la incertidumbre electoral previa generó más cautela que en otras ocasiones, retardando decisiones de inversión y consumo. Este es sobre todo el ejemplo de Brasil. Además de consumidores y empresas, los bancos también se sumaron a la cautela, con lo que el volumen de créditos se estancó. Para la situación por la que pasa la economía brasileña, el nivel de crédito al consumo y a empresas debió haber sido más alto. Las carteras crediticias, a dos años de salir de la recesión, ya se encuentran suficientemente saneadas y, aunque los tipos de interés nos puedan parecer altos, han bajado muchísimo y los bancos tienen que ir a buscar rentabilidad fuera de los papeles gubernamentales, en la economía real. Si juntamos la situación de los bancos con la decisión de posponer inversión y consumo, es fácil entender que espereemos una reactivación que lleve el creci-

La incertidumbre previa a los procesos electorales generó más cautela que en otras ocasiones

Evolución de la tasa Selic del Banco Central de Brasil



Fuente: Bloomberg

miento del PIB al 3% en 2019, muy por encima del 1,8% de 2018

México tiene una nueva Administración que ha confundido al mundo inversor. La decisión de cancelar el nuevo aeropuerto de la Ciudad de México ha sido interpretada como un posicionamiento antimercado, algo que no se corresponde con la realidad. Pero ha habido decisiones administrativas muy ambiguas, y como México ha sido desde hace tanto tiempo el refugio del inversor más conservador dentro del mundo emergente, hay temores a que cualquier puerta sea demasiado pequeña si ese tipo de inversor perdiese la confianza y buscara salirse del país.

Los países andinos han tenido un mejor desempeño en 2018 y las expectativas para 2019 son también buenas. Chile, Perú y Colombia han mostrado crecimientos entre el 3% y el 4%, a pesar de la volatilidad del cobre y el petróleo. En un plano distinto tenemos a Argentina, inmersa en un ajuste fiscal con la ayuda del FMI, intentando estabilizar la

moneda y la inflación, con relativo éxito. Las elecciones en 2019 testarán la percepción de los ciudadanos respecto a los cambios desde 2016. Las valoraciones de los activos, mientras tanto, presentan un salto en 2019 poniendo un alto precio a la incertidumbre.

Todos estos ingredientes colaboran en expectativas de rentabilidad muy atractivas para la deuda emergente, basados en las valoraciones actuales y en escenarios relativamente benignos, además de buenos fundamentales en las economías tanto a nivel de empresas, bancos o endeudamiento de las familias.

Esperamos que Brasil lidere las ganancias, y Argentina contribuya significativamente. Los riesgos: una fuerte desaceleración en China que haga caer mucho el precio de las commodities, una vuelta de la economía americana a tipos de interés mucho más altos, un empeoramiento de la guerra comercial. . No son nuevos, pero no hay que perderlos de vista. ■