

Inversiones 2015-2016 Condiciones económicas Proyección y Entorno



Por Leonardo Zepeda

Leonardo Zepeda es un Profesional financiero con experiencia y fortalezas demostrables en Desarrollo, Gestión y Estrategia de Negocios. Leonardo se ha desempeñado por varios años como Responsable en Dirección Financiera y de estructuración de proyectos de infraestructura, de TI, Telecomunicaciones y otros sectores. Especialista en Análisis Financiero Estratégico, Leonardo frecuentemente contribuye activamente en la ruta crítica del arranque de operaciones de proyectos y emprendimientos hasta su estabilización.

Como parte de su experiencia previa, Leonardo ha participado exitosamente como estratega en Mercado de Capitales, Especialista en renta fija en los mercados de capital y en Capital de Riesgo en México además de experiencias en las diversas responsabilidades de la Dirección Financiera.

Adicionalmente ha participado como Consultor Senior para operadores de Telecomunicaciones, Start-ups, empresas e instituciones públicas desarrollando varias actividades como consultoría en due-diligence financiero, valuación de empresas, auditoría y peritaje de desempeño financiero, entre otros.

Leonardo es Economista del CIDE, cuenta con un MBA especializado en Banca y Finanzas por la Universidad de Birmingham en Inglaterra además de cursos de especialización en Valuación y Venture Finance por la Universidad de Harvard, EEUU.

En esta entrega Value Edge comunica a sus clientes una visión coyuntural de las condiciones económicas. En la primera sección dibujaremos nuestras recomendaciones de inversión en un horizonte de uno a dos años, mismas que serán respaldadas con los argumentos expuestos en las siguientes secciones. En la segunda sección nos referiremos a los retos del Entorno Económico Internacional. Posteriormente abordaremos los retos de las Economías Emergentes y finalmente en la última sección expondremos una revisión de la coyuntura económica de México que podría ser útil para la toma de decisiones.

Selecciones:

Global a 1-2 años

- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en el sector de la Minería y Metales
- Bonos Gubernamentales con alta calificación crediticia
- Acciones de Empresas relevantes en Mercados Emergentes
- Activos denominados en Dólar Americano

-EEUU a 1-2 años

- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en Metales Preciosos
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en Comercio al Menudeo
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en Sector Industrial
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en Servicios Públicos
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en Servicios de Salud
- Acciones de Empresas con reparto estable de dividendos
- Bonos de la Tesorería de protección contra inflación
- Bonos municipales con alta calificación

-México a 1-2 años

- Bonos del Gobierno Mexicano (Mbonos)
- Bonos de protección contra la inflación (UdiBonos)
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en el Sector de la Infraestructura
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en el Sector de Transporte
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en el Sector Químico
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en el Sector Minero
- Acciones de Empresas con reparto estable de dividendos

Omisiones:

-Global 1-2 años

- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en el Sector de la Energía
- Bonos de Largo Plazo de países del Emisferio Norte
- Bonos de países del Sur de Europa
- Bonos Corporativos con promesa de Alto Rendimiento
- Instrumentos de dudosa calidad crediticia
- Derivados y Estructurados
- Bonos de Economías Emergentes con alto endeudamiento, mercado interno débil y/o centrados en materias primas

-EEUU 1- 2 años

- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en el Sector de la Energía convencional
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en el Sector de la Energía alternativas
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en Sector Inmobiliario Comercial
- Acciones, Bonos y Fondos Comunes en Sector Financiero
- Acciones, Bonos y Fondos en Sector Automotriz

-México 1-2 años

- Acciones, Bonos y Fondos comunes en Telecomunicaciones
- Acciones, Bonos y Fondos en Sector de la Vivienda
- Acciones, Bonos y Fondos en Sector de la Construcción e Infraestructura

Oportunidades para Especular

1. Mercado Cambiario
2. Acciones de empresas en el Sector de Ventas al Menudeo
3. Acciones de Empresas en el Sectores Primarios
4. Acciones de Empresas en Tecnologías de la Información
5. Acciones de Empresas Farmacéuticas
6. Acciones de Empresas de Servicios de Salud
7. Fondos de Cobertura en Tecnología, Cambiario, Deuda
8. Compra-venta Intradía y/o Algorítmico



Retos del Entorno Económico Internacional

*Divergencia y
Descoordinación que
generan un entorno de
oportunidades y riesgos.*



En los siguientes 12 meses los mercados internacionales iniciarán su desincronización, generado que los bancos centrales actúen de forma independiente y enfocada a las circunstancias específicas de sus áreas geoeconómicas. A pesar del aparente optimismo entre los inversionistas, existe la inquietud de que los mercados estén desestimando el riesgo y la incertidumbre inherentes a la divergencia en el comportamiento de las economías y de las reacciones descoordinadas de las autoridades monetarias. Los principales factores que anteceden a este contexto son:

- El incremento en el valor relativo del dólar
- La caída en los precios del petróleo
- Una probable crisis de la Zona Euro
- El probable fracaso de los intentos por reactivar a Japón
- La burbuja inmobiliaria China

El mejoramiento de la economía norteamericana se presenta en un contexto de empresas y economías emergentes con importantes endeudamientos, altamente vulnerables al posible aumento en las tasas de interés. Durante el 2014 Estados Unidos presentó una aceleración en su crecimiento económico muy superior al mostrado por el resto de los países del G10. El aumento del empleo y el fortalecimiento de su consumo interno, han favorecido el valor relativo de la moneda americana, mientras que el resto de los países continúan enfrentando un aparente debilitamiento económico y político que acarrea la devaluación de sus monedas. Para 2015 se espera que el crecimiento de PIB de Estados Unidos alcance el nivel más elevado desde 2005, con un 3% de crecimiento, cifra que es tres veces mayor que el 1.1% esperado para la zona del euro y el 1% ciento esperado para Japón. Sin embargo, esta aparente bonanza podría motivar un alza

en su tasa de interés referencial, actualmente en niveles cercanos a cero y con ello involuntariamente ejercer una importante presión sobre los bonos soberanos de economías emergentes y también sobre bonos corporativos de algunos sectores industriales con niveles record de endeudamiento tan solo comparables a aquellos que se contabilizaban en la antesala de la crisis financiera asiática de los noventa.

La caída en el precio del petróleo amenaza con escenarios de deflación y con severos impactos negativos en economías y corporaciones productoras de petróleo. La explicación de la caída del precio del petróleo se debate entre argumentos económicos y políticos que se mantendrán por los siguientes 12 meses. Las explicaciones económicas se centran en: 1) la aparente guerra de precios entre países productores para asegurar clientes en Asia; 2) los incentivos de la economía norteamericana por mantener un precio del petróleo tan bajo que contribuya a retrasar la implementación una política monetaria restrictiva que continúe fortaleciendo su consumo interno; y 3) el nivel de endeudamiento de las principales empresas productoras que las obliga a continuar produciendo para dar servicio a la deuda a pesar de su escaso margen de utilidad. Por otro lado, las explicaciones políticas se centran en el aparente acuerdo entre Estados Unidos y Arabia Saudita para incrementar la oferta de petróleo y debilitar con ello liderazgos incómodos y amenazantes a la estabilidad política global, tanto en Medio Oriente, Asia, África y Latinoamérica. El principal problema radica en que una mayor reducción en los precios del petróleo podría provocar el deterioro del ambiente político y la gradual desestabilización de los principales productores de petróleo del Golfo Pérsico.

El riesgo de fracaso del modelo europeo continuara amenazando al Euro y la estabilidad de la Unión Europea. Aunque hemos visto dos años de relativa calma en Europa las políticas de forzada austeridad fiscal, el elevando desempleo, la perspectiva de una triple recesión con deflación y la guerra de divisas, están gestando un deterioro de las perspectivas económicas para la región y otorgando argumentos a los electores críticos de la Unión Europea y del Euro. Ante la perspectiva de una triple recesión, el Banco Central Europeo (BCE) apostará por una flexibilización de la austeridad económica manteniendo un ritmo lento de ajuste de la zona europea, acompañado de un programa de compra de deuda pública (al estilo relajamiento cuantitativo) con el fin de promover la liquidez en los mercados financieros. Lo anterior no implica que el Gobierno Alemán y el Bundesbank abandonen sus intentos por imponer medidas de disciplina fiscal a los países con condiciones mas críticas

como Italia, Portugal y Grecia con endeudamientos en el orden del 135%, 130% y 175% de su PIB respectivamente, generando con ello el incremento de opositores al status-quo y al Euro y recurrentes periodos de incertidumbre y vulnerabilidad para los portafolios de deuda soberana y para el Euro.

Continuará latente el riesgo de fracaso del criticado modelo Japonés de Recuperación (Abenomics). Con un endeudamiento del doble del valor de su economía, Japón acumula décadas intentando recuperar el dinamismo y la estabilidad económica. El intento más audaz por parte del gobierno de estabilizar la deuda pública mediante una estrategia de otorgar flexibilidad presupuestaria y monetaria sin precedentes, dio resultados positivos en los primeros meses de implementación, pero ha mostrado sus limitaciones con sostenidos meses de estancamiento, y finalmente una recesión que acaba por confirmarse para el tercer trimestre del 2014. La expectativa era que mediante una importante devaluación se estimulara un superávit comercial que impulsara el crecimiento con un costo económico aceptable (inflación al 2%). Sin embargo, la dramática caída del yen y el aumento de impuestos al consumo está minando el poder adquisitivo de los consumidores y ha incentivado a las empresas a invertir en el extranjero para amortiguar el efecto del elevado costo de las importaciones. Recientes anuncios de las autoridades parecen confirmar que el Gobierno continuará con la estrategia, deteriorando aun más el valor del yen con el objetivo de motivar la sustitución de importaciones.

China podría experimentar una crisis inmobiliaria o buscar incentivar exportaciones mediante la devaluación de Yuan. La situación económica actual de China comienza a generar desconfianza en los mercados financieros. China ha venido impulsando una política de créditos blandos para fomentar la adquisición de viviendas, desatando una ola gigantesca de crédito que estimamos volvió a la economía excesivamente dependiente del sector inmobiliario. Hoy en día, los precios del inventario inmobiliario están cayendo más rápido de lo que lo hicieron durante el 2012 y el crecimiento económico sufre una desaceleración precipitada mientras su sistema financiero muestra signos de estrés significativo. Creemos que China deberá purgar los excesos de su sistema financiero y reequilibrar la economía entre inversión y consumo centrándose en estabilizar su sistema bancario y reincentivar los mercados de productos básicos. Esto último podría implicar decisiones que devalúen la moneda local para incentivar exportaciones y mejorar su competitividad. Por su magnitud, el ajuste puede ser doloroso e impactar al resto de las economías del mundo.

Los retos de las Economías Emergentes

Menor financiamiento, menor inversión, menores ingresos.

Los pronósticos de los analistas reflejan la creciente preocupación sobre la capacidad de los mercados emergentes para resistir la problemática de las grandes economías y sostener el rápido ritmo de crecimiento que han experimentado en la última década. Durante los últimos años, la búsqueda de mejores rendimientos ha incentivado a los inversionistas a invertir miles de millones de dólares en los países en desarrollo, en un contexto de tasas de interés en mínimos históricos. Este flujo sin precedentes de inversión extranjera, contribuyó significativamente a impulsar el crecimiento en los mercados emergentes en todo el mundo, quienes aprovecharon las oportunidades de endeudamiento público y privado y lo llevaron a niveles récord. Sin embargo, muchos inversionistas temen que la mejoría en la economía de Estados Unidos y un aumento de la tasa de interés de referencia a finales de este año generarán una salida de recursos sin precedentes de economías emergentes. La explicación radica en que debido al debilitamiento de las monedas locales, las ganancias en acciones y bonos denominados en la moneda local de los mercados emergentes serán erosionados por las pérdidas en el mercado de divisas lo que motivará la repatriación de activos. Ante ello, el Banco Mundial recortó su pronóstico de crecimiento para las economías emergentes en más de medio punto porcentual hasta el 4.8% para 2015, citando la posibilidad de mayores riesgos e impactos debido a sus niveles de endeudamiento. A pesar de ello, los mercados emergentes en general han continuado confiando sustancialmente en los flujos de los inversionistas extranjeros debido a

que aun no es clara la profundidad y severidad de los impactos esperados, ya que ésta depende de las características de cada mercado. Así, el impacto de la repatriación de activos será diferente para cada economía emergente, siendo más vulnerables aquellas economías centradas en materias primas y/o con debilitados mercados internos.

Para Latinoamérica, el impacto de la problemática global comienza a reflejarse y será previsiblemente más profundo que en otras latitudes. El ritmo de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de la región ha mantenido una clara tendencia descendente durante los últimos años, pasando del 6.2% en 2010, al 2.7% en 2013 y cerrando el 2014 con un crecimiento de apenas 1.3%; aunque que el FMI prevé un 2.2% para el 2015, éstos siguen siendo los índices más bajos de los últimos 5 años, incluso a pesar de que la región se ha visto claramente beneficiada por el encarecimiento de los precios de las materias primas, especialmente provocado por la demanda de China. Una mayor desaceleración en China comenzará a significar riesgos aún mayores durante el 2015 para los países sudamericanos, pues la demanda de la materia prima será menor de lo esperado, afectando los precios de las materias, los volúmenes de exportación y la confianza de los inversionistas. El acercamiento de Latinoamérica con China en búsqueda de financiamiento tuvo un impulso importante en los últimos años, sin embargo, recientemente China ha endurecido su postura en las negociaciones exigiendo condiciones que asemejan contratos coloniales.

Coyuntura Económica de México

México –Feo pero con suerte

El caso de México podría ser diferente al del resto de las economías emergentes. Para comenzar, creemos que el mercado internacional ha asimilado a México como un exportador de productos con mayor sofisticación y valor que aquellos de sus símiles emergentes, lo que lo posiciona como una economía menos vulnerable a las variaciones de la demanda y de los precios de materias primas. Adicionalmente, estimamos que la vecindad geográfica con Estados Unidos, que en repetidas ocasiones ha significado un importante diferenciador al motivar el acercamiento de la producción al destino de consumo, en esta ocasión volverá a ser un ancla para el crecimiento local impulsado por la reciente aceleración en Estados Unidos y por la reorganización geográfica de la producción global. Y por si fuera poco, cuando se evalúa el crecimiento de los costos de mano de obra, la competitividad de México continúa siendo destacada al presentar patrones de crecimiento muy por debajo de las economías con las que se le compara. De igual manera, México ha venido diferenciándose en lo que respecta al manejo de sus variables financieras: a finales de 2014 la tenencia extranjera de Bonos Locales fue 21 veces la cifra reportada en 2002, pasando de representar el 1.8% al 38% del total en circulación. Aparentemente, uno de los atractivos es el bajo nivel de endeudamiento del gobierno mexicano si se le compara con otras economías emergentes y aun con economías de países miembro de la OCDE. A pesar de que el nivel y ritmo de endeudamiento de México se encuentra en franca aceleración desde hace un par de años al pasar del 37.5% del PIB en 2012 al 42% del PIB al cierre de 2014, creemos que en la coyuntura actual continúa siendo un importante activo ante los ojos de los inversionistas que lo comparan con el 76.9% para Alemania y el 101.5% para EE.UU. Más aún, si consideramos que el Fondo Monetario Internacional pronostica que en los próximos años la deuda pública de México podría alcanzar un 43% del PIB, frente al 110% para los EE.UU., el 77% para Alemania, el 91% para la Zona Euro y un 77% en general para el Grupo de los 20. Sin embargo, más allá de la posición de endeudamiento, el caso de México podría diferenciarse del resto de las economías emergentes si demuestra su compromiso con continuar su maduración en el manejo prudencial de las variables económicas. Este aparente compromiso ha permitido que la percepción de México en los mercados haya venido mejorando sustancialmente desde que en 2009 S&P redujera su calificación crediticia. Así, el costo de la protección de la deuda en dólares de México ha declinado sostenidamente hasta reducirse a la mitad de lo que era en 2011. La calificación de la deuda de Méxi-

co para S&P ha permanecido en BBB+ desde marzo de 2013, con el CDS a 5 años cotizando en 115 puntos base (pb), cifra que se compara con los 144 pb que cuesta la protección de la deuda en dólares para Malasia con una calificación Estable en A-, o los 177 pb de Brasil con una calificación de BBB-.

En Value Edge consideramos que en los siguientes meses el Banco de México seguirá muy de cerca el comportamiento de la FED en dirección, oportunidad y magnitud en lo que al manejo de tasas de interés se refiere. Consideramos además, que las variaciones de la tasa de referencia contribuirán a contener una salida abrupta de capitales y a mantener un razonable nivel de apetito por los activos mexicanos, principalmente por los bonos gubernamentales, debido a que el diferencial de tasas continuará siendo atractivo considerando la evolución comparativa de los indicadores de riesgo que llevan asociados. De esta forma, creemos que México se diferenciará de otras economías emergentes por sus proximidad geográfica y vinculación al ciclo económico de Estados Unidos, y confiamos en que también por la continuidad en el prudente manejo de las variables económicas.

Sin embargo, en Value Edge creemos que México podría enfrentar importantes retos para capitalizar las expectativas sobre las tan ansiadas reformas estructurales en materia energética. Identificamos importantes riesgos originados por la misma reforma, que implícitamente acelera la reducción de la capacidad de producción de Pemex y que aunado a la caída de los precios del petróleo representa un reto mayúsculo para un portafolio de finanzas públicas que dependen en un 40% de la actividad petrolera. Adicionalmente, advertimos que los mecanismos de política existentes para mitigar el deterioro del peso encontrarán sus limitantes en el entrono actual y que el tipo de cambio continuará su deterioro de manera paulatina en la misma dirección, aunque en menor magnitud que el resto de las economías emergentes. Asimismo, y ante la creciente violencia y los recientes escándalos de corrupción y conflicto de intereses que exhiben a oficiales en el más alto nivel de decisión, percibimos un importante desafío del Gobierno Mexicano para conservar la legitimidad de su actuar, lo que continuará obstaculizando su capacidad para impulsar las tan necesarias reformas estructurales o peor aun, para llevar a cabo ajustes necesarios en el rumbo de la economía. Creemos sin embargo, que todo lo anterior no tendrá efectos sensibles en la actividad económica y que continuará en franca recuperación arrastrada más por la dinámica de la economía estadounidense que por una exitosa conducción local.