

DICIEMBRE 2013

# Perspectivas para 2014



Fidelity Worldwide Investment aplica un estilo de inversión activo basado en un análisis fundamental profundo y amplio. Apostamos por la diversidad de opiniones y le damos mucha importancia.

Este documento contiene opiniones de varios de nuestros directores de inversiones y gestores de carteras sobre las perspectivas para el año 2014.



# Índice

<b>RENTA VARIABLE</b> .....	<b>4</b>
DOMINIC ROSSI	
RENTA VARIABLE CON REPARTO DE DIVIDENDO.....	7
DAN ROBERTS	
MICHAEL CLARK	
POLLY KWAN	
RENTA VARIABLE MUNDIAL .....	8
RICHARD LEWIS	
AMIT LODHA	
SUDIPTO BANERJI	
RENTA VARIABLE ESTADOUNIDENSE.....	10
ADRIAN BRASS	
ADITYA KHOWALA	
RENTA VARIABLE EUROPEA .....	10
PARAS ANAND	
MATT SIDDLE	
FIRMINO MORGADO	
ALEXANDRA HARTMANN	
CHRISTIAN VON ENGELBRECHTEN	
RENTA VARIABLE JAPONESA.....	12
ALEX TREVES	
JUNE-YON KIM	
RENTA VARIABLE ASIÁTICA.....	13
RAYMOND MA	
ALLAN LIU	
TEERA CHANPONGSANG	
GILLIAN KWEK	
DALE NICHOLLS	
SURANJAN MUKHERJEE	
RENTA VARIABLE EMERGENTE .....	18
ALEX HOMAN	
<b>RENTA FIJA:</b> .....	<b>19</b>
ANDREW WELLS	
DAVID SIMNER	
ANDY WEIR	
BRYAN COLLINS	
STEVE ELLIS	
PETER KHAN	
ANDREI GORODILOV	

TREVOR GREETHAM  
EUGENE PHILALITHIS

# RENTA VARIABLE

## 2014 será también bueno para la renta variable

Los inversores probablemente sigan mirando a la Bolsa con buenos ojos en 2014, conforme vayamos viendo nuevas señales de crecimiento económico real duradero en EE.UU. Sin embargo, dado que el crecimiento económico nominal y la inflación probablemente permanezcan en niveles bajos, no hay razón para que los tipos de interés suban durante el año, y la renta variable con reparto de dividendo como enfoque de inversión seguirá siendo muy atractiva para los inversores.

Sería posible que viéramos una revisión al alza de las valoraciones bursátiles desde los razonables niveles actuales, pero corremos el riesgo de que las acciones pasen a estar caras si este movimiento es muy fuerte. Dado que los inversores probablemente mejoren su visión sobre las empresas que atesoran propiedad intelectual, también es probable que aumenten las divergencias entre sectores y el atractivo de un enfoque ascendente de la inversión debería hacerse más evidente.

### LA PROMESA DE LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE SOSTIENE A LAS ACCIONES

Las previsiones de los mercados bursátiles de los países desarrollados de todo el mundo se siguen sosteniendo sobre la perspectiva de un progreso económico duradero en EE.UU.

De hecho, la economía estadounidense goza de la mejor salud que yo haya visto en los últimos 20 años gracias a las mejoras estructurales que estamos presenciando en el doble déficit. En 2009, el déficit presupuestario de EE.UU. era del 10% del PIB, alrededor de 1,5 billones de dólares. La Oficina Presupuestaria del Congreso calcula que el déficit presupuestario será del 3% del PIB en 2015, una cifra comparable al crecimiento tendencial del PIB y que permite a EE.UU. alcanzar un nivel de estabilización en la deuda.

Al mismo tiempo, también estamos viendo una mejora notable en la balanza comercial. Por primera vez en 30 años, el saldo comercial ha mejorado durante un periodo de crecimiento económico y la razón es estructural: la energía del esquisto. La explotación de los hidrocarburos presentes en los depósitos de esquistos ha reducido las importaciones de barriles equivalentes de petróleo de EE.UU. de 12 millones de unidades diarias a 8 millones, y se esperan nuevos descensos.

La mejoría en el doble déficit ha ayudado a estabilizar el dólar, que es una de las razones por las que los precios de las materias primas y algunos mercados emergentes han estado bajo presión. En mi opinión, el mercado bajista de 10 años que hemos visto en el dólar ha llegado a su fin y estamos al comienzo de un periodo sostenido de revalorización o estabilidad del dólar.

Las subidas de la Bolsa estadounidense han sido beneficiosas para reforzar la confianza del consumidor y mejorar su riqueza neta. Un punto importante a tener en cuenta sobre la Bolsa estadounidense es que es una fuente de fortaleza económica, así como una consecuencia de ella. Una parte importante de la riqueza de EE.UU. está invertida en la Bolsa y, a pesar de las desigualdades en la distribución de esa riqueza, la fortaleza del mercado bursátil tiene un efecto de refuerzo para la economía.

En estos momentos se manejan previsiones de crecimiento real para la economía estadounidense en torno a un 3% en un entorno de inflación baja, lo que significa que la Fed puede reducir la relajación cuantitativa de forma gradual. Este entorno es positivo en líneas generales para las Bolsas mundiales desarrolladas.



**DOMINIC ROSSI** es director mundial de inversiones del área de renta variable de Fidelity Worldwide Investment.

Podrían volver a revisarse al alza las valoraciones bursátiles, pero debemos tener claro que el crecimiento de los beneficios tiene menos potencial para impulsar los mercados. EE.UU. es donde probablemente se registren las mejores tasas de crecimiento de los beneficios, pero en general creo que los mercados subirán más rápido que los beneficios. De ello se desprende que las valoraciones del mercado subirían y existe el riesgo de que las acciones puedan estar caras y veamos periodos de corrección. El reto para los inversores es encontrar esas empresas con potencial de crecimiento de los beneficios por encima de la media, y ahí es donde cobra más sentido el análisis ascendente.

## CRECIMIENTO Y DESAPALANCAMIENTO

Aunque estamos observando una sólida recuperación en el crecimiento real en EE.UU., el crecimiento nominal seguirá siendo bajo. De hecho, puesto que la inflación generalmente sigue siendo baja en las grandes zonas económicas, no existen argumentos para endurecer la política monetaria y los debates en torno a una normalización rápida han perdido su razón de ser. Los tipos de interés reales probablemente sigan siendo negativos durante algún tiempo, a la vista de la dinámica de deuda de las economías desarrolladas. A pesar del desapalancamiento, los niveles de deuda pública son más altos hoy que en 2008 debido a la transferencia de deuda del sector privado al sector público.

Sin embargo, la reducción de las medidas cuantitativas será uno de los grandes temas de 2014. Cuando comience dicha reducción en EE.UU. (para lo que todavía podría faltar tiempo), el desafío será más grande para Europa que para EE.UU. A la vista de la dinámica deflacionista en Europa, creo que se prepara otra ronda de LTRO. Entretanto, tenemos que esperar que Janet Yellen no tome medidas demasiado pronto en EE.UU. mientras las condiciones financieras sigan siendo frágiles en Europa, al menos hasta que no acabe el primer semestre de 2014. Dado que la tasa de participación de la población activa está en mínimos históricos (después de haber caído hasta mínimos de 35 años en 2013) y las rentas reales no están creciendo en EE.UU., en estos momentos hay pocas razones para que la Fed actúe. Me gustaría ver un crecimiento del 3% y mejoras sustanciales en el empleo antes de que comience la reducción de los estímulos cuantitativos.

Puesto que el entorno de crecimiento nominal bajo y tipos de interés bajos va a quedarse con nosotros durante los próximos años (con independencia del famoso *tapering*), creo que la búsqueda de rentas seguirá de plena actualidad y, en concreto, que la renta variable con reparto de dividendo sigue siendo una estrategia muy atractiva sobre la que asentar las carteras de una amplia gama de inversores.

## EUROPA NECESITA TIEMPO

Aunque ya hemos visto las primeras señales de recuperación en Europa, estas deben interpretarse como un acontecimiento estadístico fruto de unos niveles de crecimiento extremadamente bajos. En Europa no hay casi inventarios, por lo que cualquier ligera variación de la demanda tiene un efecto inmediato en la producción industrial y el crecimiento. No debe confundirse una leve mejora cíclica con una recuperación estructural, ya que todavía no se dan las condiciones para que ocurra lo segundo. Este proceso estructural de ajuste más amplio probablemente dure otros dos o tres años. Aunque se han realizado progresos, como los costes laborales unitarios en los países de la periferia europea, se han conseguido con unos costes sociales muy altos.

Sigue existiendo el riesgo de que Europa se enfrente a un futuro deflacionista, a la vista de las políticas de los gobiernos. No es inconcebible una tasa de inflación cercana al 0% el próximo año. El crecimiento económico nominal podría rondar el 1%. A la vista de que la deuda pública a 10 años se mueve en torno al 4,1% en economías como Italia, el problema de la deuda está agravándose en realidad. Los países necesitan excedentes primarios sólo para compensar los efectos de la acumulación de intereses. Esto dificulta mucho la tarea de sacar a Europa de sus problemas de deuda a base de crecimiento. Sigo esperando que antes o después se produzca alguna forma de reorganización o reestructuración de deuda. El talón de Aquiles de las Bolsas europeas sigue siendo un sistema bancario mal capitalizado y expuesto al riesgo-país de los estados de la periferia. Nuestros estudios demuestran que los ratios de capital Tier 1 de los bancos europeos se han polarizado. Los bancos fuertes están más fuertes, pero los bancos débiles se han debilitado más.

La mejoría que hemos visto en las Bolsas hasta ahora se ha debido fundamentalmente a áreas previamente expuestas o económicamente sensibles con bajas rentabilidades sobre el capital, como los bancos griegos. Este no es el tipo de liderazgo que a uno le llena de entusiasmo y el nivel actual del euro también plantea ciertos obstáculos para seguir avanzando. Sin embargo, las valoraciones siguen siendo atractivas y la mitad de los valores del mercado europeo tiene una rentabilidad por dividendo superior a la de la renta fija, cuyos tipos están cerca de sus mínimos históricos.

## **MEJORÍA ECONÓMICA EN EL REINO UNIDO Y JAPÓN**

Los inversores podrían quedar sorprendidos por la fortaleza de la recuperación británica y la fuerza de la libra esterlina en 2014. Lo que comenzó como un boom inmobiliario está ampliando su extensión. Así, podemos ver mejoras en la deuda del sector público. Aunque el Reino Unido va por detrás de EE.UU. en lo que respecta a desapalancamiento y normalización financiera, las estructuras de capital de las entidades bancarias se han recuperado bien. En el plano negativo, seguimos teniendo importantes costes energéticos en el Reino Unido y la política actual del gobierno sólo empeorará las cosas. Con todo, hay motivos para ser razonablemente optimistas. El crecimiento salarial es bajo y los salarios han descendido en términos reales. El FTSE-100 tiene muchas probabilidades de romper la barrera de los 7.000 puntos. En este sentido, el tipo de cambio de la libra esterlina podría caer fácilmente hasta 1,50 dólares y solo eso daría un fuerte impulso al FTSE-100.

En Japón, los inversores estarán atentos por si aparecen pruebas reales del compromiso del primer ministro Abe con su tercera "flecha", las reformas estructurales. La Bolsa de Japón suele moverse bastante al son de la política. Las dos primeras flechas del radical programa de económico del primer ministro Abe (gasto público y estímulos monetarios) deberían traducirse en crecimiento del PIB durante los próximos doce meses. En este entorno, hay margen para que las acciones japonesas suban, pero si esta racha alcista se convertirá o no en un mercado alcista plurianual es otra cuestión. La respuesta dependerá del éxito de Abe gestionando esa tercera flecha. Los retos existentes requieren ajustes económicos valientes. Las tasas de crecimiento real a largo plazo de Japón no subirán a menos que aumente la población activa o mejore la productividad. Existen dos posibles caminos para aumentar la población activa: el primero es incrementar las tasas de participación de la mujer y, el segundo, permitir mayores niveles de inmigración, aunque la segunda posibilidad es poco probable.

## **LOS MERCADOS EMERGENTES NECESITAN UNA ESTRATEGIA MÁS MATIZADA Y DIFERENCIADORA**

Preveo que la tendencia estable/al alza del dólar seguirá tirando a la baja de los precios de las materias primas (y, por extensión, de algunos mercados emergentes). Los mercados emergentes requieren ahora una estrategia más matizada que tenga en cuenta los diferentes factores que impulsan a estos países. Durante el periodo 2003-2007, el vendaval chino y la debilidad del dólar/fortaleza de las materias primas inflaron todas las velas. Ahora estamos en un entorno diferente en el que se ha reafirmado la heterogeneidad subyacente de los mercados emergentes. Algunos mercados no lo harán bien y otros lo harán mejor.

En mi opinión, los mercados emergentes deben alejarse de los modelos económicos basados exclusivamente en las exportaciones y aplicar reformas estructurales. Los que lo hagan, como China, deberían comportarse bien y los que no podrían seguir enfrentándose a importantes dificultades. Es evidente que los mercados emergentes ya no pueden depender de las ventajas de un dólar débil y el encarecimiento de las materias primas.

En el plano de los riesgos, la evolución del ciclo crediticio en China es el riesgo que más me preocupa por la falta de transparencia. Es evidente que la creación de créditos en China ha sido superior al crecimiento económico durante algún tiempo y la deuda del país es ahora equivalente al 200% del PIB. En un país que carece de mercados financieros maduros como los que tenemos en Occidente, la magnitud de la deuda comparada por el tamaño y la experiencia del mercado financiero es un motivo de preocupación. La pregunta es cómo un mercado así podría abordar un posible proceso de desendeudamiento. En última instancia, creo que veremos una menor tasa de crecimiento económico a resultas de ello.

## LA PROPIEDAD INTELECTUAL ESTÁ CADA VEZ MÁS EN EL PUNTO DE MIRA

Durante la última década, las naciones productoras de materias primas han prosperado y hemos visto una revisión general al alza de los sectores y valores relacionados con los activos tangibles, como empresas mineras y acereras. Al mismo tiempo, se produjo una devaluación de los activos intangibles. En el futuro, creo que veremos una revisión al alza de las valoraciones de las empresas con propiedad intelectual en áreas como la tecnología, la salud y los servicios financieros. Creo que estos sectores son los que se pondrán a la cabeza de las Bolsas.

Por ejemplo, en el sector farmacéutico estamos a punto de presenciar grandes avances terapéuticos en áreas como la oncología. En el sector tecnológico, las empresas de Internet siguen siendo tremendamente innovadoras y las valoraciones están actualmente en niveles atractivos. El sector de las telecomunicaciones probablemente se beneficiará de las operaciones corporativas y especialmente en Europa, donde los reguladores pueden ver con buenos ojos consolidaciones que incrementen la inversión. Por último, aunque las presiones reglamentarias siguen siendo un importante obstáculo en el sector de los servicios financieros, creo que hay margen para una revisión al alza desde los bajos niveles actuales durante los próximos años.

## RENTA VARIABLE CON REPARTO DE DIVIDENDO



**DAN ROBERTS** es el gestor del FF Global Dividend Fund.

Conforme avanzaba el 2013, las inquietudes en torno a la crisis de la zona euro, el bloqueo político en EE.UU. y un aterrizaje forzoso en China fueron remitiendo gradualmente y dejaron su sitio a cierto optimismo en torno a la posibilidad de que se consolidara la recuperación económica.

Desafortunadamente, unas perspectivas económicas más prometedoras no se traducen necesariamente en mejores rentabilidades potenciales en las Bolsas. De hecho, si acaso la actitud más positiva de los inversores debería servir para dar un toque de atención. Sólo tenemos que ver cómo han evolucionado las valoraciones bursátiles durante los últimos años. Aunque el MSCI All Country World Index ha registrado una rentabilidad total en torno al 50% desde los mínimos del cuarto trimestre de 2011, la progresión de los beneficios empresariales ha sido mucho más modesta y las previsiones de crecimiento de los beneficios se han recortado constantemente. Dado que los indicadores de rentabilidad empresarial están en máximos históricos, resulta difícil prever que vaya a darse un periodo de fuerte crecimiento de los beneficios.

Por lo tanto, creo que en 2014 deberíamos ver un ritmo de crecimiento más moderado en las Bolsas, ya que ahora las empresas tienen que cumplir con las expectativas relativamente elevadas que descuentan las cotizaciones. Aunque tengo algunas reservas en cuanto a las valoraciones de mercado, creo que una estrategia centrada en valores sólidos que generen rentas ofrece las mejores perspectivas para conseguir unas buenas rentabilidades a largo plazo.



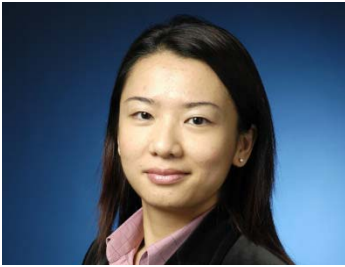
**MICHAEL CLARK** es el gestor del FF European Dividend Fund

El mercado británico vivió otro buen año y creo que podemos afirmar que la Bolsa se ha recuperado totalmente del hundimiento de 2008 y 2009. A pesar de ello, la valoración del mercado, con un PER de 14, sigue estando en niveles razonables. La rentabilidad por dividendo del 3,5% sigue siendo atractiva frente a los rendimientos que ofrece la renta fija y es muy superior a la tasa de inflación.

En vista de ello, podemos esperar otro año de rentabilidades reales positivas en 2014. Se observan señales alentadoras de estabilización económica y crecimiento renovado. El mercado de la vivienda sigue recuperándose y la actividad económica va bien en muchos sectores, pero el crecimiento económico no ha recobrado totalmente la normalidad y la renta de los consumidores sigue cayendo en términos reales. Si el crecimiento futuro del PIB decepciona, podrían aparecer turbulencias en los mercados. Como resultado de ello, creo que existen pocas probabilidades de que veamos movimientos desestabilizadores en los tipos de interés.

El porcentaje de los beneficios destinado al dividendo sigue estando por debajo del 50%, un nivel muy cómodo. Las empresas tienen abundante tesorería en general y las políticas de gestión en todos los sectores económicos tienen como objetivo el incremento paulatino de los dividendos.

En resumen, creo que tanto las valoraciones como las perspectivas de crecimiento de los dividendos seguirán dando apoyo a la estrategia de renta variable orientada al dividendo en 2014. Y así será incluso si la economía se debilita, y si el crecimiento del PIB es mejor de lo previsto, será positivo para las cotizaciones de las acciones.



**POLLY KWAN** es la gestora del FF Asia Pacific Dividend Fund

Según las previsiones, el crecimiento mundial va a acelerarse ligeramente en 2014 en paralelo a la recuperación gradual de EE.UU., la zona euro y Japón. La actividad económica de Asia debería también repuntar el próximo año gracias al mayor crecimiento de las economías desarrolladas y la región probablemente registre un crecimiento global del PIB en torno al 6%. Si Asia sigue avanzando por la senda de la recuperación, las empresas que ofrecen dividendos estables deberían seguir haciéndolo bien en Bolsa.

Entretanto, se espera que las acciones con dividendos crecientes muestren un mayor recorrido alcista y probablemente batan al mercado. En el ciclo de mercado actual, sigo centrada en empresas con equipos directivos de calidad y estrategias ejecutadas adecuadamente. En cuanto al posicionamiento de la cartera, he reducido la exposición a países de ASEAN, ya que sus valoraciones son elevadas comparadas con otros países asiáticos. Por otro lado, he elevado el peso de las posiciones en el norte de Asia, especialmente en fabricantes de coches coreanos, empresas tecnológicas taiwanesas y empresas de construcción chinas.

Los valores del norte de Asia están cotizando actualmente con valoraciones muy atractivas y espero que destaquen a medida que el sentimiento de mercado siga mejorando y aparezcan las oportunidades de revisión al alza de las valoraciones. De cara al futuro, los dividendos siguen siendo un componente clave de mi estrategia de rentabilidad total, que seguirá proporcionando a los inversores una solución de beta baja con un atractivo potencial de revalorización del capital.

## RENTA VARIABLE MUNDIAL



**RICHARD LEWIS** es el responsable de renta variable mundial

Yo abordo las perspectivas de tolerancia al riesgo bursátil en 2014 recurriendo a cuatro factores: las condiciones monetarias, las noticias sobre las empresas cotizadas, el sentimiento y posicionamiento de los inversores y las restricciones en materia de valoración. En lo que respecta a las condiciones monetarias, el entorno de liquidez cíclica nunca antes había sido tan expansivo como consecuencia de la relajación cuantitativa. Esperamos que se produzca una contención de esa liquidez: no una inversión de la situación, sino una reducción en la magnitud de la liquidez. A juzgar por los desequilibrios que se ciernen sobre nosotros a resultas de la gran crisis financiera, no parece que ese colchón de liquidez vaya a reducirse a corto plazo. Sin embargo, concentrará la atención de los mercados en 2014.

En lo que respecta a las noticias sobre las empresas cotizadas, las estimaciones de beneficios se están revisando a la baja a tasas que son históricamente normales. El crecimiento de los ingresos de las empresas generalmente es débil, pero los márgenes están aguantando en niveles elevados y, en algunos casos, están aumentando. Ello se debe a tendencias positivas a largo plazo que siguen dejándose sentir. Las fusiones y adquisiciones son otra fuente importante de noticias corporativas y espero que la actividad corporativa siga aumentando y reforzando la confianza del mercado. En lo que respecta al sentimiento y posicionamiento de los inversores, rara vez ha habido un consenso tan amplio sobre las perspectivas de las acciones. Un consenso muy amplio, sumado al hecho de que los *hedge funds* están largos en acciones, hace que las Bolsas sean proclives a sufrir reveses cortos y acusados. Siempre que se mantengan los niveles actuales de rentabilidad empresarial, las valoraciones bursátiles no son ni un soporte importante a la baja ni un lastre importante al alza a estos niveles. Así, las Bolsas podrían subir o bajar tranquilamente un 20% desde los niveles actuales sin traspasar los límites históricos. Para resumir, creo que puede continuar la situación de inflación persistente en los precios de los activos y alzas bursátiles, al menos hasta que alguna de las condiciones descritas arriba experimente un cambio apreciable.



**AMIT LODHA** es el gestor del FF Global Real Assets Securities Fund y del FF Global Focus Fund

En 2013 hemos visto cómo las cotizaciones subían a pesar de que las previsiones de beneficios se revisaban a la baja y de las inquietudes intermitentes en torno a los plazos de la reducción de los estímulos cuantitativos. De cara a 2014, el atractivo del mercado es menor, aunque la renta variable en conjunto sigue estando barata frente a otras clases de activos. Un factor determinante para la dirección general del mercado será la recuperación de la confianza de las empresas, que hasta ahora se ha visto lastrada por la incertidumbre en torno a las cuentas públicas, el riesgo de tipos de interés y la agitación política. Hace algún tiempo que la recuperación de la inversión empresarial está a la vuelta de la esquina y, si se produce, podríamos ver una recuperación cíclica. Si no, los mercados podrían sufrir presiones bajistas. Por fortuna, la economía mundial parece estar más fuerte. Aunque la recuperación del empleo y la vivienda en EE.UU. está ampliamente contrastada, podríamos ver una expansión similar en la construcción no residencial.

Una recuperación cíclica en Europa podría traer consigo un ciclo fuerte de acumulación de inventarios en el primer semestre de 2014. Entretanto, la mano firme con que el primer ministro



japonés Abe está aplicando su política económica podría conseguir que lo que ocurra en la economía japonesa tenga repercusiones en los mercados internacionales después de casi dos décadas de estancamiento. En otras regiones, los mercados emergentes han perdido fuste con respecto al mundo desarrollado, pero siguen teniendo perspectivas positivas a largo plazo. Ya han aparecido algunas señales de recuperación de la actividad económica en China, aunque todavía es muy pronto para saber si es cíclica o estructural. A la vista de este entorno tan dispar, sigo centrado en la selección ascendente de valores y doy prioridad a las empresas con poder de fijación de precios y a una selección de oportunidades por valoración.



**SUDIPTO BANERJI** es el gestor del FF Global Opportunities Fund

Como especialista en selección de valores con enfoque ascendente, sigo centrado en crear una cartera que ofrezca un crecimiento y una calidad superior a la del conjunto del mercado, con independencia del entorno macroeconómico. Dicho esto, sigo siendo optimista sobre las perspectivas de la renta variable para 2014. Tras un periodo prolongado de política monetaria muy expansiva que ha provocado ingentes entradas de capitales en la renta fija, estamos entrando en una nueva fase. A medida que la Reserva Federal vaya iniciando el proceso de endurecer su política monetaria, las decisiones de asignación de activos se verán afectadas en todo el mundo y eso debería ser favorable para las acciones.

La recuperación estadounidense ha alcanzado ya cierta madurez y está ampliamente aceptada. La Bolsa estadounidense ha ganado terreno de forma considerable desde la crisis. Sin embargo, las mejoras recientes en las tasas de crecimiento de los beneficios anunciadas se deben más a la gestión de los balances y las recompras de acciones que a una recuperación significativa de los beneficios de explotación. Me preocupa que una parálisis política prolongada provoque una interrupción de la expansión y dificulte el entorno de negocio de las empresas. Así, aunque soy optimista sobre las posiciones estadounidenses del fondo, soy consciente de que los argumentos que presenta EE.UU. son bien conocidos. De hecho, las fuertes ganancias que han experimentado en el tercer trimestre áreas que hasta ahora no contaban con el favor del mercado, como el sector financiero europeo, reflejan esta situación. Después de apostar por la recuperación de EE.UU., los inversores se están fijando cada vez más en una posible recuperación de los beneficios en Europa, donde es improbable que los fundamentales macroeconómicos y las políticas de los gobiernos vayan a peor. Países como Alemania y la región nórdica presentan previsiones de crecimiento razonables que están ayudando a compensar parte de la debilidad de la periferia de la zona euro.

Aunque no hay duda de que Europa está empezando a acrecentar su interés, creo que todavía tendríamos que ver una mejora clara de los beneficios, especialmente en la periferia, donde el decepcionante crecimiento interno ha lastrado la rentabilidad empresarial. Así, en un esfuerzo por no ser demasiado prematuro, sólo invierto en títulos europeos que tienen balances sólidos, están bien capitalizados y ofrecen protección frente a caídas. A corto plazo, espero que las acciones europeas se beneficien de un movimiento de retorno a la media, pero prefiero seguir tomando decisiones desde una óptica ascendente en lugar de perseguir esta revisión al alza del mercado.

El fondo tiene exposición a Japón, donde las perspectivas han mejorado tras dos décadas de estancamiento gracias a las nuevas iniciativas que favorecen políticas fiscales y monetarias más contundentes. El mercado ya descuenta las políticas de Abe y está esperando para ver una mejoría real de los fundamentales. Gran parte de la recuperación se asienta sobre un escenario de tipos de cambio favorable que pueda mejorar la competitividad de los exportadores japoneses frente a China y Corea. Está por ver si esto es lo que ocurre finalmente.

En lo que respecta a los mercados emergentes, ofrecen un panorámica con luces y sombras. El crecimiento se ha ralentizado en la región y muchas economías se enfrentan a desafíos estructurales y déficits dobles. La debilidad cambiaria tiene consecuencias para aquellos de estos países que importan energía y podría dificultar aún más el crecimiento. No obstante, las inquietudes en torno a la región de ASEAN parecen ser más cíclicas que estructurales por su naturaleza. Por ello, a pesar de que la reciente oleada de ventas bursátiles en estos mercados ha dejado los precios en niveles más próximos a su valor razonable, las divergencias en los fundamentales en los mercados emergentes hacen que la selección de valores sea esencial.

## RENTA VARIABLE ESTADOUNIDENSE



**ADRIAN BRASS** es el gestor del FF America Fund y el FAST US Fund

La renta variable estadounidense ha salido favorecida como clase de activo defensivo y de riesgo en diferentes momentos de la crisis crediticia, lo que ha provocado un ascenso importante hasta las medias históricas. Si a ello le sumamos unos niveles de volatilidad relativamente bajos, vemos que no hay preocupación por los problemas estructurales y sí cierta complacencia en el mercado, lo que me hace ser cauto. No obstante, la economía sigue mejorando y la recuperación del empleo y la vivienda refuerza la confianza del consumidor a pesar de las recientes subidas de impuestos. La recuperación tiene mucho margen todavía, ya que hay un considerable número de trabajadores desempleados y la actividad de construcción de viviendas sigue estando por debajo de su tendencia. Al mismo tiempo, cuando la incertidumbre en torno a las cuentas públicas se disipe, la confianza de las empresas también debería aumentar y traducirse en un rebote de la inversión empresarial. Esto debería ayudar a compensar el lastre que supone el recorte presupuestario en el sector público. Para el conjunto del mercado, el consenso ha rebajado sus expectativas de beneficios hasta niveles más razonables. Por lo tanto, en el futuro la evolución del mercado probablemente dependa del crecimiento de los beneficios, en lugar de una revisión al alza de las valoraciones de las acciones. En este contexto, busco empresas baratas en las que los beneficios probablemente superen las expectativas debido a su exposición a los motores económicos mencionados anteriormente o a iniciativas internas independientes de la economía.



**ADITYA KHOWALA** es el gestor del FF American Growth Fund

Las acciones estadounidenses han subido con fuerza en 2013, sobre todo por la expansión de los PER que ha traído consigo la política monetaria ultraexpansiva de la Reserva Federal, mientras que el crecimiento de los beneficios ha seguido decepcionando. Se espera que el crecimiento del PIB sea reducido a medio plazo y las expectativas de crecimiento de los beneficios de los mercados en 2014 siguen siendo demasiado elevadas, por lo que el próximo año podría ser un periodo de consolidación para las acciones. Este entorno es ideal para los expertos en selección de valores como yo a los que les gustan las empresas con valoraciones razonables que pueden crecer en un entorno de crecimiento neutral. Por fortuna, EE.UU. sigue ofreciendo numerosas oportunidades en materia de crecimiento estructural. Algunas de ellas son las empresas energéticas con exposición a los hidrocarburos de esquisto, las empresas que ayudarán a reducir el coste del sistema sanitario en combinación con el Obamacare, las empresas con una gran exposición a las clases medias en los mercados emergentes y las empresas tecnológicas innovadoras que están consiguiendo un trozo cada vez mayor de los presupuestos tecnológicos. El FF American Growth Fund sigue sobreponderando estas tendencias y mirando al 2014 con optimismo.

## RENTA VARIABLE EUROPEA



**PARAS ANAND** es responsable de renta variable europea

Las perspectivas de la renta variable europea a medio plazo siguen siendo atractivas por su combinación de motores estructurales y cíclicos, que se suma a las bajas valoraciones relativas que ponen de relieve el atractivo de las acciones europeas. Si analizamos la evolución de los mercados desde una perspectiva ascendente durante los últimos 18 meses, y ciertamente durante los últimos meses, creo que conviene dar un toque de precaución de cara al corto plazo, una precaución que, en mi opinión, permitirá a los modelos de negocio ganadores que nos gustan reafirmar su liderazgo en el mercado.

Aunque en Europa ha cundido el escepticismo sobre el potencial de recuperación de la demanda, el factor principal de la subida de las cotizaciones ha sido, en general, una amplia revisión al alza de las valoraciones. En otras palabras, las acciones han subido a un ritmo superior al que han crecido los beneficios de las empresas.

Esa revisión de las valoraciones se centraba en empresas que no solo habían sobrevivido sino que prosperaban durante un periodo de extraordinaria volatilidad y debilidad en mercados de toda Europa. Lo que ha ocurrido en fechas más recientes es que la convicción en torno a una recuperación de la demanda se ha reforzado y eso ha dado un nuevo impulso al mercado, cuyo liderazgo ha sido asumido por empresas que se considera que responden con más fuerza al ciclo económico. A la vista de los movimientos recientes, creo que conviene enarbolar la bandera de la precaución de cara a 2014, debido fundamentalmente a consideraciones de análisis ascendente, en contraposición al análisis descendente.

Las acciones han subido durante los últimos años sin que hubiera una mejoría sensible de la rentabilidad empresarial. Por eso la recuperación implícita de los beneficios ha seguido

acentuándose a medida que continuaban las ganancias. En términos generales, las Bolsas europeas descuentan un crecimiento entre el 15% y el 20%. Desde una perspectiva conductual, los mercados tenderán a escalar un muro de preocupación, como Sir John Templeton nos recuerda, y el escepticismo es el sentimiento que caracteriza la fase de formación de un mercado alcista.

Aunque gran parte del optimismo reciente ha girado en torno a la mejora potencial de las condiciones económicas en Europa en general y en su periferia en particular, las condiciones de la demanda se han ido deteriorando en los mercados en desarrollo. Esto presenta un reto sin lugar a dudas y, cuando se suma a la presión sobre las monedas de los mercados desarrollados, probablemente tenga como consecuencia poner ligeramente fuera de alcance el nivel especialmente alto de crecimiento de los beneficios que descuenta el mercado.

Así pues, aunque creo que las perspectivas a medio plazo para la renta variable europea siguen siendo atractivas, parece sensato aceptar que los beneficios que publicarán las empresas durante los próximos trimestres podrían hacer que los mercados se tomaran un respiro.

En el Reino Unido, si la política económica actual sigue apoyando la continuidad de la tendencia positiva que hemos observado en los datos económicos, los inversores internacionales podrían interesarse cada vez más por la renta variable británica como clase de activo. Y, curiosamente, esto podría pasar en un momento en el que el propio mercado está reorientándose hacia los beneficios que se obtienen en el mercado interno.



**MATT SIDDLÉ** es el gestor del FF European Growth Fund y el FF European Larger Companies Fund

La situación financiera de Europa ha mejorado, lo que se ha traducido en un importante descenso de los costes de financiación para los bancos. Este hecho puede apreciarse en el descenso de los tipos de interés tanto en España como en Italia (y tanto en la deuda pública como la corporativa) durante los últimos 12 meses. Además, los indicadores adelantados, incluidos los índices manufactureros y de confianza empresarial, han repuntado durante los últimos meses. Se han realizado progresos en muchos frentes -como en la competitividad y los déficits por cuenta corriente- en algunos de los países periféricos, aunque no todos han hecho avances tan grandes. Sin embargo, los problemas relacionados con el gasto público tardarán tiempo en resolverse. Por ejemplo, los niveles de deuda pública y las tasas de morosidad en España e Italia siguen aumentando a pesar de la mejoría de algunos indicadores.

En el plano empresarial existen muchas multinacionales de alta calidad en Europa con redes fuertes, modelos de negocio sólidos y balances saneados que están bien posicionadas para beneficiarse de oportunidades de crecimiento a largo plazo en todo el mundo. En general, la mejoría de la situación económica y las valoraciones atractivas frente a otras clases de activos y regiones han traído consigo un aumento de los flujos de entrada en renta variable europea y eso puede prestar apoyo a las valoraciones en el futuro.



**FIRMINO MORGADO** es el gestor del FF European Aggressive Fund y el FF Iberia Fund

Las economías de España y Portugal están registrando mejoras tangibles. En fechas recientes, el crecimiento del PIB mayor de lo previsto en Portugal en el segundo trimestre fue especialmente alentador después de diez trimestres consecutivos de contracción. En España, aunque el paro sigue siendo elevado, la confianza de los consumidores, las ventas minoristas y los PMI han subido ligeramente en los últimos meses. La progresiva reorientación de la economía española hacia las exportaciones es también un hecho realmente positivo. Las exportaciones a países fuera de la UE se han disparado y las exportaciones totales se sitúan ahora un 20% por encima de sus máximos de 2008; y eso es un paso importante para que los inversores recuperen la confianza y para captar inversión productiva a largo plazo. Por otra parte, el gobierno ha tomado medidas drásticas para reducir los costes laborales y hacer que el mercado de trabajo sea más flexible. Los costes salariales medios por hora son un 33% más bajos que en Francia y, a través de estas reformas laborales, España está recuperando su competitividad. Además, España está avanzando mucho en el proceso de saneamiento de sus bancos infracapitalizados y fortalecimiento de su sector financiero.

Juntos, estos factores positivos podrían actuar como catalizadores para incrementar el interés de los inversores en empresas domiciliadas en países de la periferia europea en 2014. También es importante recordar que las empresas españolas son algunas de las más internacionalizadas de Europa; así, más de la mitad de las ventas del IBEX 35 proceden del exterior. Por lo tanto, las perspectivas de las empresas no están limitadas por el potencial de crecimiento interno.



**ALEXANDRA HARTMANN** es la gestora del FF Euro Blue Chip Fund

La economía europea parece estar tocando fondo y la acumulación de cambios probablemente sea positiva. Los datos económicos en la zona euro han mejorado y el índice de gestores de compras (PMI) ha entrado en territorio positivo. Además, los mínimos en que se mueve la relación entre inversión empresarial y consumo sugieren que podríamos estar cerca del fondo. Las encuestas empresariales indican que la economía crece otra vez y que la inversión empresarial se está normalizando en cierta medida. Aunque se están realizando avances en muchos frentes y eso es un motivo de optimismo, el camino hacia la recuperación será largo, especialmente en la periferia europea. Sin embargo, conviene mencionar que a pesar de la revisión al alza de las valoraciones de las acciones europeas, el mercado sigue estando lo suficientemente barato para soportar una revisión a la baja de los beneficios. A la vista de las valoraciones atractivas de las acciones europeas frente a otras clases de activos y regiones, estamos viendo señales de mejora en los flujos de los fondos de renta variable europea, especialmente desde junio de 2013. Probablemente este hecho impulse las valoraciones de la región.



**CHRISTIAN VON ENGELBRECHTEN** es el gestor del FF Germany Fund

La subida de la Bolsa en 2013 se ha debido fundamentalmente a una revisión al alza de las valoraciones basada en una mejoría de la confianza que refleja mejor los sólidos fundamentales de las empresas alemanas. Aunque las valoraciones siguen estando alrededor de un 15% por debajo de las medias históricas, el próximo catalizador importante del mercado tiene que ser el aumento de los beneficios.

Soy optimista y creo que esto se va a producir en 2014. Desde que el BCE se convirtió en prestamista de último recurso, hemos visto importantes avances como el descenso de los costes de refinanciación, reformas en los países del sur de Europa, mejoría en los saldos por cuenta corriente, entradas de capitales en el sur de Europa y retorno de la confianza en toda Europa entre las empresas y los consumidores. A ello se suma el movimiento alcista en EE.UU. y los mercados emergentes, que seguirán creciendo a largo plazo a pesar de las inquietudes recurrentes. Alemania es un mercado especialmente prometedor en este entorno.

El crecimiento del PIB y los beneficios seguirá siendo superior al de la zona euro el próximo año, mientras que un PER de 12 deja la valoración en un nivel comparativamente moderado y unas rentabilidades por dividendo en torno al 3% son atractivas. Y todo apuntado por la seguridad de los balances alemanes, que muestran los niveles de deuda más bajos en muchos años, y los incrementos continuos de las cuotas de mercado gracias a la innovación y la fortaleza de la marca Alemania. Sin embargo, después de las subidas bursátiles de 2013, espero que se acentúe aún más la diferenciación entre los ganadores y los perdedores y que esto siga ofreciendo oportunidades atractivas a los gestores activos de fondos.

## RENTA VARIABLE JAPONESA



**ALEX TREVES** es responsable de renta variable japonesa

Hace algo más de un año, el lanzamiento de la nueva política económica del primer ministro Abe le recordó al conjunto de la comunidad inversora que Japón existía. Durante la década anterior el mercado japonés había desaparecido de los radares de muchos inversores y, como resultado de ello, la perspectiva de buenas noticias en la tercera mayor economía del mundo provocó una rápida revalorización del mercado tan pronto como las posiciones cortas y de infraponderación se cerraron.

Sin embargo, desde el segundo trimestre de 2013 se ha impuesto la realidad y la dificultad de impulsar cambios en una sociedad grande, compleja y conservadora, y el mercado japonés se ha movido lateralmente. Los *hedge funds* macro han perdido interés, mientras que los inversores que sólo invierten a largo plazo permanecen al margen a la espera de señales de cambio. Pocos, si es que hay alguno, tienen la capacidad de hacer un seguimiento de la situación tan estrecho como Fidelity.

Entretanto, los beneficios han seguido mejorando, los datos macroeconómicos en general son ahora más positivos y un observador paciente con enfoque ascendente puede encontrar alentadoras señales de cambio sobre el terreno. Es importante ser realista sobre las probabilidades de que se produzca una transformación repentina en Japón; de hecho, el primer ministro Abe se ha hecho un flaco favor a sí mismo suscitando unas expectativas demasiado elevadas entre los extranjeros, pero en cualquier caso la expectativa de una mejoría a largo plazo en las perspectivas de Japón sigue estando muy viva.

Ciertamente, los "espíritus animales" no son universales en el sector empresarial y eso favorece un enfoque de selección de valores en lugar de las inversiones generales en un índice: es poco

probable que los ganadores del mañana sean los gigantes de hoy. No obstante, a la vista de las valoraciones actuales y de la trayectoria del país a día de hoy, no se puede pasar por alto a Japón.



**JUNE-YON KIM** es el gestor del FF Japan Fund y el FAST Japan Fund

Los datos económicos adelantados han sido alentadores. La encuesta Tankan publicada recientemente por el Banco de Japón ha puesto de relieve una mejoría general en la confianza de las empresas. El PMI manufacturero apunta a una aceleración de las manufacturas. Las condiciones del mercado laboral también siguen mejorando. Por lo tanto, considero que las perspectivas son favorables para los próximos 12-18 meses. Durante el año hubo una corrección debido a la decepción que suscitó la estrategia de crecimiento del primer ministro Abe, la llamada "tercera flecha". Sin embargo, el mercado había avanzado demasiado rápido y se imponía un periodo de consolidación. Aunque yo esperaba una corrección más amplia y duradera, sí que purgó una parte importante de los excesos que se habían acumulado en el mercado desde mayo de 2013.

La buena noticia es que los fundamentales están empezando a reflejarse en las cotizaciones y que la beta ha descendido. Este retorno a la normalidad permitirá establecer una mayor diferenciación entre la calidad de las empresas y prestar más atención a las previsiones de beneficios a medio plazo. Este entorno favorece a los especialistas en selección de valores como yo.

Sigo creyendo que el Banco de Japón va a ser el motor más importante de la recuperación, que va a continuar en 2014. Las reformas estructurales del gobierno japonés facilitarán un crecimiento sostenible hasta 2015-2016. Sin embargo, las próximas decisiones en torno a las políticas de crecimiento serán más difíciles de tomar comparadas con las dos primeras "flechas". Aunque la estrategia económica de Abe sigue su curso, esta vez será más difícil cumplir las expectativas del mercado. Las tendencias que vimos en 2013 —subida de las cotizaciones y debilidad del yen— probablemente continuarán, aunque a un ritmo menor. Sin embargo, el mercado japonés estarán bien apoyado en 2014 por una fuerte recuperación en los beneficios empresariales, especialmente en comparación con otras regiones.

## RENTA VARIABLE ASIÁTICA



**RAYMOND MA** es el gestor del FF China Consumer Fund

Tras la tercera sesión plenaria en China, los líderes del país buscarán nuevos motores para impulsar el crecimiento. Esto se traducirá en la aparición de una "nueva fase de crecimiento". Esto significa que el modelo de crecimiento económico de China dejará de girar en torno a las exportaciones y la inversión y abrazará un crecimiento encabezado por el consumo. En estos momentos, los líderes chinos se centrarán en fomentar la demanda interna, revitalizar el sector privado y acelerar la urbanización.

En este contexto, me centraré en los sectores que yo denomino de "la Nueva China", ya que creo que serán los grandes beneficiados de la "nueva fase de crecimiento" de China'. Entre los sectores de la "Nueva China", destacan el consumo discrecional, los productos de primera necesidad, las tecnologías de la información, los seguros y la salud. Por otro lado, seguiré infraponderando los sectores de la "Vieja China", como materiales, energía e industria, que han registrado unas elevadas tasas de crecimiento durante las últimas tres décadas, pero ahora están sufriendo graves problemas de exceso de capacidad.

Preveo que los sectores de la "Nueva China" experimentarán tasas de crecimiento mucho más altas que el resto de la economía durante los próximos años. En concreto, espero que estos sectores supongan más del 50% del índice MSCI China durante los próximos cinco años. De cara al futuro, seguiré centrándome en las empresas que podrían beneficiarse de cuatro "nuevos" (nuevos motores, nuevos catalizadores, nuevas políticas y nuevas tendencias en los medios de comunicación) para conseguir crecimientos y batir al mercado.



**ALLAN LIU** es el gestor del FF South East Asia Fund

Sigo siendo optimista sobre las perspectivas de la región de Extremo Oriente menos Japón de cara a 2014. Las señales de mejoría sincronizada que se observan en economías clave como EE.UU., Europa y Japón auguran buenas noticias para las exportaciones asiáticas. Al mismo tiempo, la amplia liquidez propiciada por el retraso en la reducción de las políticas cuantitativas en EE.UU. y la continuación de las políticas monetarias expansivas en otras partes del mundo desarrollado deberían ser favorables para los activos de riesgo, incluida la renta variable asiática. Además, las valoraciones actuales de Asia son atractivas.



**TEERA**

**CHANPONGSANG** es el gestor del FF Emerging Asia Fund y el Fidelity South East Asia Fund (a 01.01.14)

En lo que llevamos de 2013, los mercados asiáticos han sido presa de la volatilidad y se han situado por detrás de los desarrollados. La inquietud en torno a la desaceleración de las economías de la región ha lastrado la confianza, especialmente en China, donde su proceso de transformación económica hacia un modelo impulsado por el consumo ha frenado el crecimiento del PIB. Entretanto, algunos países asiáticos como la India e Indonesia se han enfrentado a problemas cíclicos, como déficits por corriente y presupuestarios. La confianza de los inversores también se ha visto perjudicada por la perspectiva de que EE.UU. va a reducir su programa de expansión monetaria.

Ahora la pregunta es si estas inquietudes van a continuar en 2014. Creo que existen tres factores clave que darán apoyo a las bolsas asiáticas el próximo año.

El primero de ellos son los cambios que veremos en toda Asia. Por ejemplo, se espera que China adopte reformas económicas y sociales que le ayuden a cimentar su transición económica hacia un modelo más basado en el consumo. Espero que las empresas privadas desempeñen un papel más activo en la economía china en el futuro. Estas reformas se prolongarán en el tiempo y ayudarán a sostener la economía china a largo plazo.

En la India tenemos elecciones el próximo año y creo que el gobierno seguirá aplicando reformas en el mercado para abordar los problemas económicos actuales. También espero que los resultados de estas elecciones ayuden a impulsar un nuevo ciclo de inversión y fomenten el gasto en infraestructuras. Si a ello le sumamos el favorable perfil demográfico de la India y su mano de obra altamente cualificada y barata, las perspectivas para 2014 son muy interesantes. Las empresas indias ya han protagonizado sorpresas en el plano de los beneficios. Muchas han empezado a centrarse en las exportaciones a la vista de la atonía de la demanda interna este año, y la debilidad de la rupia ha impulsado los márgenes. Las empresas tecnológicas indias también se están beneficiando de la fuerte recuperación que ha experimentado la externalización tecnológica en países desarrollados como EE.UU.

Los cambios también afectarán a los países de ASEAN. Se verán favorecidos por la formación de la AEC en 2015, que será el equivalente de la Unión Europea en el sureste asiático. La AEC traerá consigo lazos más estrechos entre los países de ASEAN, aranceles más bajos y libertad de movimientos, lo que se traducirá en un crecimiento del comercio intrarregional y la inversión en toda la región. Esto también hará que la región sea más atractiva para los extranjeros y podríamos ver un aumento aún mayor de la inversión extranjera directa en países como Indonesia y Tailandia. Filipinas sigue viviendo en un momento dulce en la región ASEAN, ya que registra superávits presupuestarios y por cuenta corriente sólidos y cada vez más altos. La apertura de su sector turístico y las mayores inversiones en infraestructuras por parte de los actores privados darán aún más apoyo al consumo interno.

En segundo lugar, ya hemos dejado atrás lo peor en materia de datos económicos negativos en el segundo y tercer trimestre de 2013. La economía china tocó fondo en el segundo trimestre de este año y el déficit por cuenta corriente de Indonesia marcó máximos en el tercer trimestre.

La recuperación económica también se está produciendo en las economías desarrolladas y esto está beneficiando a Corea y Taiwán. Durante la última década, Corea ha creado numerosas marcas líderes mundiales como Samsung Electronics, Hyundai Motor, Kia y LG Electronics. Estas empresas siguen aumentando su cuota de mercado tanto en países desarrollados como emergentes. Entretanto, Taiwán es la fábrica tecnológica del mundo y sus empresas líderes seguirán beneficiándose de los lanzamientos de nuevos productos tecnológicos.

Por último, las valoraciones son ahora más atractivas y creo que las empresas comenzarán a registrar incrementos de los beneficios a medida que las economías se vayan recuperando el próximo año. Por ejemplo, aprecio valoraciones muy atractivas en empresas coreanas líderes que siguen aumentando su cuota de mercado mundial, pero cuyas acciones fueron objeto de fuertes ventas en 2013 por el miedo a que la debilidad del yen japonés afectara a las exportaciones. En resumen, Asia es un excelente lugar para invertir a largo plazo, ya que se está beneficiando del aumento del comercio intrarregional y una gran base de consumidores. Muchas empresas asiáticas se están convirtiendo en líderes mundiales gracias a su mayor número de marcas de consumo y su liderazgo tecnológico. Creo que existen diversas oportunidades de inversión en el amplio espectro de mercados de Asia que ofrecen a los inversores un excepcional potencial de crecimiento con valoraciones atractivas.



**GILLIAN KWEK** es la gestora del FF Malaysia Fund, el FF Singapore Fund y el FF ASEAN Fund

2013 ha sido un año volátil para los mercados de la región ASEAN. Estos mercados sufrieron fuertes ventas por la inquietud que suscitó la reducción de los estímulos cuantitativos en EE.UU. y la desaceleración de China. A pesar de cierto sentimiento bajista en el mercado, no creo que estemos viendo problemas estructurales. Los fundamentales de la región siguen siendo sólidos (población joven, tasa de ahorro elevada, balances empresariales saneados, mejores respuestas de las autoridades en comparación con China y la India) y eso da margen de maniobra a la hora de reaccionar ante los retos. Aunque estamos apreciando cierta desaceleración cíclica, el crecimiento debería repuntar si China y la economía mundial se reactivan.

En general, se espera que la región se beneficie de sus esfuerzos en pos de la Comunidad Económica de ASEAN en 2015. La inversión en infraestructuras será uno de los mayores motores de crecimiento, mientras que el sector turístico será uno de los mayores beneficiarios.

En el entorno actual, soy más optimista sobre los mercados emergentes de ASEAN, ya que deberían seguir registrando elevadas tasas de crecimiento en un entorno de crecimiento bajo. Sigo sobreponderando valores de los sectores de consumo discrecional, servicios financieros y tecnologías de la información (TI). Por otro lado, soy pesimista sobre consumo básico, industria, servicios públicos y energía, bien por sus débiles perspectivas de crecimiento o por sus elevadas valoraciones.



**DALE NICHOLLS** es el gestor del FF Pacific Fund.

### China

China es la locomotora de Asia y lo que ocurre ahí marca la pauta para el resto de la región. Como ha puesto de relieve la tercera sesión plenaria, las reformas son la máxima prioridad para los gobernantes y los inversores.

Si hay un mensaje de esta tercera sesión plenaria que destaca por encima de todos es que los nuevos gobernantes van a dar más importancia a las fuerzas del mercado a la hora de determinar los precios de los bienes y servicios y la asignación de recursos. Aunque la empresa privada es ya el principal motor de la economía, esto traerá más oportunidades para que estas compañías crezcan. También se hizo evidente que durante los próximos años comenzaremos a ver programas de reformas en las empresas estatales, el sistema financiero, los derechos urbanísticos y la estructura de la administración pública, y también cabe esperar ver más esfuerzos en materia de protección del medio ambiente y bienestar social.

Me interesan especialmente las reformas previstas en las tierras agrícolas y el *hukou* (sistema de registro de los hogares), que deberían mejorar considerablemente los derechos y los servicios que reciben los aproximadamente 230 millones de trabajadores inmigrantes que hay en el país. Estas reformas deberían crear un trasfondo positivo para el crecimiento y el consumo. También deberían ayudar mucho a aquellas empresas que dependen de los trabajadores inmigrantes, en forma de menor número de bajas en el personal. Aunque es menos importante en lo que se refiere a su impacto económico, la supresión de medidas como la política de hijo único demuestra el compromiso del gobierno con el progreso del país y fomentará la confianza de la población.

Los plazos de introducción de estas reformas siguen sin estar claros. Lo que sí se sabe a ciencia cierta es que el presidente Xi ha consolidado mucho su poder, lo que augura una ejecución relativamente rápida. En cualquier caso, desde el punto de vista de la inversión, me mantengo en mi convicción a largo plazo, a saber, que las inversiones en cualquier sector que estén relacionadas con el aumento de la riqueza personal y los consiguientes cambios en los estilos de vida serán un gran tendencia en China. El aumento del consumo, la transición desde el comercio tradicional al comercio electrónico de bienes y servicios y la demanda de mejores condiciones de vida (mejor atención sanitaria y menos contaminación) seguirán siendo aspectos muy presentes para los inversores y hay varias empresas chinas muy buenas operando en estos sectores. Me gustan especialmente algunas de las empresas privadas en estas áreas, ya que están gestionadas por excelentes emprendedores que han tenido que innovar para labrarse las posiciones competitivas que tienen en un mercado tan grande.

Pero, a medida que las empresas privadas van ganando en importancia, ¿habría que dar de lado a las empresas estatales? Las empresas estatales pasan por ser entidades grandes, complejas e ineficientes empleadas por el estado para controlar sectores estratégicos. Aunque esto es verdad en parte, existen algunas empresas estatales muy buenas que merecen ser consideradas por los inversores. De cara al futuro, creo que el fomento de la participación privada en la economía y la liberalización de los precios en áreas como la energía y los recursos naturales ayudarán a algunas de las empresas estatales mejor gestionadas a ser más eficientes y rentables. Estas empresas ya

poseen experiencia en su sector, tienen los contactos adecuados y sus marcas son conocidas dentro de China; si se gestionan en la dirección correcta, algunas de ellas podrían ser excelentes inversiones. También cabe señalar que muchas de ellas han sido dadas de lado por los inversores, por lo que las valoraciones son atractivas.

Entonces, ¿qué pasa con la economía? Los últimos datos revelan que al menos la situación está estabilizándose, si no girando al alza. Sigo creyendo que estamos entrando en un periodo de crecimiento más bajo pero más equilibrado en el que el consumo desbancará a la inversión y las exportaciones como gran motor económico. Este cambio es saludable y, de hecho, me preocuparía ver una regresión hacia el crecimiento impulsado por la inversión, sobre todo si se basa en una expansión continua y fuerte del crédito. La expansión del crédito que hemos presenciado, sobre todo en los dos últimos años, ha sido importante y el impacto de los préstamos potencialmente morosos sobre el sistema financiero debe vigilarse de cerca.

Aun con un crecimiento menor, lo cierto es que las tasas de crecimiento del país probablemente sigan siendo muy atractivas en un contexto internacional. Este entorno es favorable para el crecimiento de las empresas, especialmente las que pertenecen a áreas relacionadas con el consumo. No obstante, también tenemos que fijarnos en las empresas industriales que van a beneficiarse de algunas de las iniciativas legislativas de las autoridades. Sabemos que el medio ambiente va a seguir siendo un área prioritaria y que existen muchas empresas interesantes que van a beneficiarse de ello, incluidas las que operan en el área de las energías alternativas. La liberalización de industrias de primer orden, como la red ferroviaria, donde los precios de los billetes no suben desde 1996, también sería un aspecto a considerar. Algunas de las áreas más cíclicas del mercado también merecen atención a la vista de la mejoría de la dinámica de oferta y demanda. A la vista de las dudas que me provoca el aumento de la morosidad en el sistema, soy cauto sobre muchas de las empresas estatales del sector financiero. Además de las dudas en torno a la calidad crediticia, creo que los inversores deben estar atentos a la liberalización de los tipos de interés, que podría reducir considerablemente los márgenes de intermediación de la banca. Esto me lleva hasta los riesgos de invertir en China, ya sea en forma de riesgo regulatorio, financiero o de gobierno corporativo. Se requiere un análisis detallado y visitas constantes a las empresas para garantizar que estos riesgos se entienden, y en 2014 seguiré realizando esos exámenes tan necesarios. Si echamos un vistazo a las valoraciones de varios sectores, que en muchos casos rondan los mínimos históricos, parece que muchos de estos riesgos han sido descontados por el mercado.

Así pues, en líneas generales soy optimista sobre las perspectivas de China y aunque la "nueva" China forma la base de las áreas en las que invierto, creo que también se debe tener en cuenta una visión de conjunto que integre las áreas que han sido dadas de lado por el mercado, como las empresas estatales, e industrias más maduras. Estoy muy ilusionado con las oportunidades que se dependen de un mercado grande y escasamente cubierto que está experimentando grandes cambios y se apoya en un sólido marco de crecimiento.

### **Región del Pacífico**

Llevo invirtiendo en la región del Pacífico desde hace más de 10 años y el entorno actual es uno de los más interesantes que he visto nunca. Existen numerosas dinámicas en marcha actualmente en la región, desde las políticas de Abe en Japón, las expectativas de reformas en China, el rápido ritmo de desarrollo de los países de ASEAN y la creciente fortaleza de las marcas internacionales en Corea.

China es la locomotora de Asia y lo que ocurre ahí marca la pauta para el resto de la región. Como ha puesto de relieve la tercera sesión plenaria, las reformas son la máxima prioridad para los gobernantes y los inversores. Si hay un mensaje de esta tercera sesión plenaria que destaca por encima de todos es que los nuevos gobernantes van a dar más importancia a las fuerzas del mercado a la hora de determinar los precios de los bienes y servicios y la asignación de recursos. Aunque la empresa privada es ya el principal motor de la economía, esto traerá más oportunidades para que estas compañías crezcan.

Mientras el gigante chino sigue realizando avances positivos, su anteriormente dormido vecino japonés, que sigue siendo la tercera mayor economía del mundo, parece que se despierta de sus 20 años de letargo. El primer ministro Abe tiene una mayoría parlamentaria sólida, un periodo de cuatro años por delante sin tener que preocuparse de unas elecciones, y un amplio apoyo social. La estrategia en tres frentes del primer ministro Abe para dinamizar la estancada economía japonesa ha echado a rodar. Las dos primeras flechas (relajación monetaria y estímulos presupuestarios) están dando muestras de estar generando crecimiento y ciertamente han



mejorado el sentimiento de los inversores dentro y fuera de Japón. Sin embargo, la tercera flecha del primer ministro Abe, la de las reformas estructurales y el crecimiento, es la más compleja y ahí es donde creo que las expectativas del mercado podrían ser demasiado optimistas. El mercado encierra sin duda un gran atractivo, pero tras un avance considerable desde mínimos, en general el apoyo que ofrecen las valoraciones ya no es tan sólido como a comienzos de 2013.

La región de ASEAN muestra una excepcional tendencia de crecimiento estructural a largo plazo y no tengo ninguna duda de que, con el tiempo, estos mercados recompensarán a los inversores. Las dinámicas de industrialización, urbanización y consiguiente incremento de la riqueza y la renta resultan muy atractivas y son muchas las empresas que pueden aprovecharse de ello. Sin embargo, estas dinámicas son de sobra conocidas y los inversores extranjeros ya han colocado su capital ahí. A pesar de la corrección experimentada recientemente, los mercados siguen estando un poco caros en términos absolutos e históricos. Además, la reciente amenaza de reducción de los estímulos cuantitativos en EE.UU. por parte de la Fed fue un toque de atención para estos países. Durante muchos años, el exceso de liquidez en el extranjero se encaminó hacia los mercados de ASEAN y sus elevadas tasas de crecimiento y, de algún modo, estos países se han vuelto complacientes en sus expectativas de recepción de capitales foráneos. Los últimos acontecimientos en EE.UU. y el posterior freno a los flujos de capitales hacia ASEAN fue todo un shock para estos países. En realidad pienso que la decisión de posponer la reducción de los estímulos cuantitativos les ha dado una tregua muy necesaria para evaluar los cambios estructurales que deben aplicar para abordar el problema cuando la Fed finalmente detenga su programa. No obstante, en conjunto las cosas pintan bien para estos países, ya que los planes de construcción de infraestructuras siguen su curso, la renta está aumentando y la población gasta.

Dentro de las naciones más desarrolladas de la región, Corea me parece un país muy interesante. El mercado coreano sufrió a comienzos de este año debido a que los problemas con su beligerante vecino del norte y el supuesto impacto negativo en sus exportaciones debido a la debilidad del yen dominaron el ánimo de los inversores. Las valoraciones coreanas son muy bajas y el país alberga algunas de las marcas líderes mundiales, como Samsung y Hyundai. Las empresas coreanas están en una posición única. Pueden usar sus marcas para aumentar su cuota de mercado de la mano de la recuperación económica de los países desarrollados y aprovechar en Asia la ventaja que les da "jugar en casa" para convertirse en líderes en las naciones emergentes. Creo que el próximo año será un periodo interesante para Corea.

Taiwán es la fábrica de tecnología del mundo y se beneficiará de la recuperación del crecimiento mundial y la constante innovación tecnológica. El país cuenta con algunas de las empresas tecnológicas más desconocidas del mundo, que suministran los componentes que hacen posible algunas de las tecnologías líderes que se emplean actualmente. Existen oportunidades aquí, pero creo que la selección de valores es determinante y que la forma de beneficiarse con el mercado taiwanés es seleccionar cuidadosamente empresas con una ventaja competitiva perdurable.

Finalmente, Australia ha tenido una excelente evolución durante las últimas décadas y cuesta encontrar valoraciones atractivas en él. Aunque las empresas están bien gestionadas y son sólidas, creo que muchas de ellas no son especialmente atractivas. Además, el país depende mucho de dos sectores: la banca y la minería. Los bancos me parece que están caros, mientras que las empresas mineras se enfrentan a algunos problemas estructurales. Las inversiones en las explotaciones mineras están descendiendo por la caída de la demanda mundial y esto podría ser un problema para el conjunto de la economía australiana.

En conclusión, creo que 2014 va a ser interesante en la región de Asia-Pacífico y el potencial que ofrece a los inversores para que se beneficien de los cambios en marcha es muy atractivo. La selección de valores sobre el terreno seguirá siendo un factor clave para tener éxito en estos mercados, pero estoy especialmente ilusionado con algunas de las oportunidades que estoy encontrando en China y Corea.



**SURANJAN MUKHERJEE** es el gestor del FF Asian Special Situations Fund y el FAST Asia Fund

Los motores de crecimiento estructural a largo plazo de Asia, junto con las señales de que la recuperación económica mundial podría estar ampliándose, son motivos para ser optimistas sobre la renta variable asiática. En China, la economía más influyente de la región, las autoridades previsiblemente van a anunciar importantes reformas para dar una nueva orientación a la economía, reducir su dependencia de la inversión en inmovilizado y mejorar la calidad del crecimiento. Sin embargo, se espera que el proceso sea largo y podría frenar el ritmo de crecimiento. Entretanto, la preocupación que suscita la reducción de las políticas de relajación cuantitativa en EE.UU., que ayudaron a la economía a salir del estancamiento en 2012, podría lastrar las rentabilidades bursátiles en todo el mundo. No obstante, la mayor parte de las economías de la región están bien posicionadas para sobrellevar este difícil entorno gracias a sus amplias reservas de divisas y sus saneados sistemas financieros.

Dado que los acontecimientos macroeconómicos como los plazos y la intensidad de la reducción de los estímulos cuantitativos son difíciles de predecir, sigo centrándome en el análisis fundamental ascendente y seleccionando para mis carteras empresas que pueden generar crecimientos que impulsen las rentabilidades. El sector empresarial de Asia ha estado recortando gastos y ha sido más prudente con sus planes de inversión. Las perspectivas de crecimiento de los beneficios se han revisado a la baja, mientras que las valoraciones siguen siendo atractivas desde un punto de vista histórico. Creo que el trasfondo es favorable para las bolsas asiáticas y estoy seguro de que mi enfoque de inversión riguroso ayudará a mis fondos a batir a sus índices a medio y largo plazo.

## RENTA VARIABLE DE MERCADOS EMERGENTES



**ALEX HOMAN** es el director de productos de renta variable emergente

A pesar del atractivo a largo plazo de muchos atributos, como las poblaciones jóvenes y crecientes, los bajos niveles de deuda y el aumento de la renta disponible, que los mercados emergentes siguen ofreciendo, la evolución de las acciones emergentes en 2014 probablemente siga estando influenciada por los acontecimientos del conjunto de la economía mundial. El mundo en desarrollo y desarrollado están indisolublemente ligados a través de los flujos financieros y comerciales.

El grado en que se ajusten los mecanismos de estímulo en el mundo desarrollado obviamente tiene grandes implicaciones para las economías emergentes, especialmente las que dependen de los inversores externos para financiar sus economías y las que se endeudan en divisa extranjera. Los países en posiciones más débiles tienen ahora una oportunidad de reformar sus economías antes de que la retirada de los estímulos sea una amenaza o ya una realidad. Sin embargo, también es importante señalar que, en general, la deuda externa del mundo emergente está en niveles muy inferiores a los que tenía durante las crisis cambiarias de los años 90. Como resultado, seguimos pensando que el riesgo actual de que se repitan estos acontecimientos es más reducido.

Una oportunidad clave de cara al futuro es la posibilidad de que la mejoría del crecimiento económico mundial actúe como catalizador de la demanda para los exportadores y fabricantes de los mercados emergentes. Este efecto positivo probablemente se vea realizado por el refuerzo de la posición competitiva de los exportadores gracias a la reciente debilidad de las monedas. Muchas personas consideran que la reciente debilidad de las monedas es algo negativo. Nosotros pensamos que no. Si la reciente debilidad de las divisas continúa en esos países lastrados por los desequilibrios comerciales, se fomentará un reequilibrio gradual de los saldos por cuenta corriente mediante un menor poder de compra de bienes importados y una mayor competitividad de las manufacturas. Ambos efectos se combinan para reducir la magnitud de los déficits por cuenta corriente y, por lo tanto, refuerzan la situación económica de los mercados afectados.

Sin embargo, no todos los exportadores se beneficiarán de este efecto. Existen algunos segmentos (especialmente en las materias primas) que siguen amenazados por los riesgos relacionados con los precios, y ello es debido a la creciente amenaza derivada de los importantes incrementos de la oferta que se producirán durante los próximos trimestres. Desde el punto de vista del consumo, aunque hay unos cuantos mercados concretos donde el poder de compra de mercancías importadas puede verse temporalmente reducido por la debilidad de la divisa, existen infinidad de oportunidades relacionadas con el consumo emergente que gozan de buena salud y muestran crecimientos de los volúmenes que en algunos casos llegan cómodamente a los dos dígitos. Seguimos centrando nuestros esfuerzos en identificar a los ganadores sectoriales que pueden beneficiarse del crecimiento de los volúmenes repercutiendo la inflación de los precios sobre los consumidores finales. Buscamos empresas que sean lo suficientemente rentables para financiar su estrategia de crecimiento con su flujo de caja y, lo más importante, que tengan valoraciones que no reflejen las oportunidades de crecimiento a largo plazo que tienen a su disposición.

# RENTA FIJA:

## 2014 podría ser un año intenso

La renta fija probablemente viva otro año intenso en 2014. Los rendimientos están en niveles bajos en todas las clases de bonos, aunque eso es una consecuencia lógica del difícil entorno económico, y el miedo a una gran rotación desde los bonos hacia las acciones por parte de los inversores es exagerado. Los inversores deberían más bien recalibrar sus expectativas en torno al crecimiento tendencial, ya que las comparaciones de valor con los periodos de crecimiento e inflación fuertes de las décadas anteriores sirven de poco en el contexto actual. Esto adquiere todo su sentido cuando se piensa en el elevado endeudamiento actual, tanto en las economías desarrolladas como emergentes.

### LA BÚSQUEDA DE RENDIMIENTOS CONTINÚA

Creo que hay muchas probabilidades de que la búsqueda de rendimientos dure más de lo que muchos esperan; así, veo que habría margen para que los diferenciales se estrecharan más tanto en los bonos de buena calidad crediticia como en los de alto rendimiento en 2014. Aunque los tipos de la deuda pública rondan sus mínimos históricos, los diferenciales de la deuda corporativa siguen estando bastante por encima de sus niveles anteriores en un entorno de apalancamiento relativamente contenido y elevadas tasas de cobertura de intereses. Estos fundamentales y estas valoraciones son positivos y, sumados a un contexto de política monetaria favorable, deberían animar a los mercados de deuda corporativa durante los próximos doce meses.

Dentro de la deuda corporativa, creo que destacan los bonos de alto rendimiento europeos, una clase de activo que presenta mejores diferenciales, una calidad crediticia media superior y un menor riesgo de tipos de interés, lo que constituye una combinación atractiva para los inversores que buscan rendimientos elevados. Las tasas de impago siguen siendo bajas en los mercados de bonos de alto rendimiento y en 2014 es improbable que suban, dado que las empresas han reorganizado sus vencimientos de deuda. En el pasado, un entorno de crecimiento lento ha sido generalmente positivo para los bonos de alto rendimiento, ya que la renta que se consigue con los cupones apoya las rentabilidades.

Dentro del universo de alta calidad crediticia, los inversores deben ser conscientes de que estamos entrando en la fase de madurez del ciclo crediticio, donde domina el riesgo de acontecimientos y se reduce el potencial de revalorización del capital por el estrechamiento de los diferenciales. Por lo tanto, los inversores deben mantener un frágil equilibrio entre buscar *carry* y ser lo suficientemente ágil para reducir el riesgo si aparecen tensiones en los mercados. EE.UU. se sitúa a la cabeza del ciclo de reapalancamiento, así que los inversores probablemente roten hacia la deuda corporativa europea y otras soluciones internacionales diversificadas para mitigar algunos de estos riesgos.

### EL CRECIMIENTO LENTO ES LA NUEVA NORMALIDAD

La economía estadounidense se perfila para registrar un crecimiento medio trimestral anualizado del 2% en 2014. Esto es un resultado más bien pobre, a la vista de la amplia capacidad económica y los apoyos monetarios. Las autoridades están preocupadas por el hecho de que la recuperación que vivimos desde 2008 no ha conseguido alcanzar las tasas de crecimiento que se registraron en las décadas de 1990 y 2000. Fijándonos en sectores concretos, la vivienda es el único brote verde, pero está dando señales de desaceleración. El gasto empresarial mantiene un equilibrio delicado y la incertidumbre de la política monetaria empaña las perspectivas de inversión en inmovilizado. Para que la recuperación entre en una fase más autónoma, las empresas tienen que dar un paso al frente a invertir en la economía en 2014. Esto también será determinante para las perspectivas del mercado laboral.



**ANDREW WELLS** es el director mundial de inversiones del área de renta fija de Fidelity Worldwide Investment.

En la zona euro, las tendencias también podrían tener efectos positivos a comienzos de 2014 tras la reciente estabilización de los datos macroeconómicos, pero los retos estructurales que deben afrontar estas economías son enormes. El riesgo por acontecimientos, especialmente los relacionados con las pruebas de estrés de los bancos y las revisiones de calidad de los activos, podría perfectamente desestabilizar el mercado el próximo año, si bien este ejercicio de transparencia es un elemento natural del proceso de saneamiento de esas economías.

En cuanto a los tipos de interés, en 2014 deberíamos ver un pequeño ascenso de los rendimientos de la deuda pública, pero la magnitud de las posibles ventas de bonos será limitada por la extrema cautela de los bancos centrales. El verano de 2013 nos dio una idea de lo que los inversores podrían experimentar si comienzan a retirarse los estímulos monetarios. La tolerancia de los bancos centrales a los movimientos en los tipos de mercado se puso a prueba durante ese periodo, pero la subida de 120 pb en los rendimientos de los títulos del Tesoro de EE.UU. a 10 años se consideró que era más de lo que la economía podía soportar. La clave para los inversores no es necesariamente lo que hagan las autoridades, sino lo que pueden tolerar.

Es probable que seamos testigos de la reducción de la relajación cuantitativa en EE.UU. en 2014, pero creo que esta vez el discurso de la Reserva Federal será más tranquilizador para los mercados de bonos. Hay una gran diferencia entre reducir la relajación cuantitativa y normalizar los tipos de interés y a la nueva presidenta de la Reserva Federal le costará que esta idea cale en los mercados. Por lo tanto, probablemente las declaraciones sobre la evolución futura de los tipos vuelvan a ser la herramienta preferida de la política monetaria, desplazando así a las compras directas de títulos. En última instancia, a la vista de que el crecimiento se moverá en niveles bajos y las presiones inflacionistas están contenidas, las subidas de tipos tardarán aún años en llegar. Y lo que es más importante, la posible normalización de los tipos tendrá que ser una consecuencia de un mayor crecimiento económico y una inflación más alta.

## **CONTRA LOS RIESGOS EXTREMOS, DIVERSIFICACIÓN**

Los inversores en bonos se enfrentan a numerosos riesgos en 2014 y la amenaza de subidas de tipos es sólo una parte del problema. Muchos inversores se han centrado en estrategias que reducen la duración en las carteras, pero no es ni mucho menos la panacea, y no lo es por dos razones: en primer lugar, las rentas se erosionan y, en segundo lugar, las características de una cartera de bonos se alteran, de forma que los bonos pierden sus ventajas de diversificación y muestran una mayor correlación con los activos de crecimiento. Una estrategia de duración baja también implica una elección perfecta de los momentos de inversión, ya que mantener de forma permanente una duración baja conlleva un coste en forma de renta que se traduce en un peor comportamiento relativo a largo plazo. De hecho, esto puede pasar incluso si los rendimientos están subiendo y las curvas siguen tendiendo al alza. Por lo tanto, conseguir una buena diversificación en el universo de bonos es un enfoque más prudente.

Aunque el crecimiento es pobre y la inflación probablemente permanezca en niveles bajos durante los próximos doce meses, los bancos centrales están intentando mantener un equilibrio muy delicado: estimular el crecimiento a expensas de generar riesgos de inflación más adelante. Este entorno de política monetaria es propicio para cometer errores. Para los inversores, los bonos indexados a la inflación siguen siendo un diversificador y una cobertura excelente contra las incertidumbres de la política monetaria. Ahora que la inflación está contenida en la mayoría de grandes mercados, el momento actual es idóneo para empezar a levantar defensas contra la inflación, ya que los mercados están descontando unas perspectivas débiles. Este tipo de bonos puede ser también una herramienta útil para mitigar el riesgo de subidas de tipos.

La deuda emergente se ha usado generalmente para diversificar carteras tradicionales de bonos, aunque el verano de 2013 fue un doloroso recordatorio de la escasa liquidez de esta clase de activo y su sensibilidad a las tendencias monetarias en el mundo desarrollado. Los inversores deben cuidarse mucho de verse atrapados en apuestas masificadas.

Por fortuna, los diferentes tipos de deuda emergente están evolucionando rápidamente y los inversores pueden disfrutar de una mayor diversidad de opciones de inversión. Los

bonos chinos en yuanes, o bonos Dim Sum, son un ejemplo excelente. Esta clase de activos presenta una volatilidad anualizada en torno al 3% (alrededor de un tercio de la volatilidad de los índices de bonos emergentes en divisa nacional), pero ofrece rendimientos superiores al 4%. Es una propuesta atractiva a la vista de su reducido riesgo por calidad crediticia, su baja duración en tipos de interés y su potencial para capitalizar las moderadas apreciaciones de la divisa china. Los bonos Dim Sum resultaron ser mucho más resistentes el verano pasado y esperamos que registren un buen comportamiento en 2014, sobre todo después de los recientes anuncios de reformas.

Otra cuestión interesante es la evolución constante de los instrumentos de renta fija, que espero que continúe en 2014. Las presiones continuas sobre los bancos para que moderen la concesión de préstamos están empujando a multitud de emisores a los mercados de bonos de alto rendimiento y emergentes, mientras que los cambios en la legislación del sector bancario también están alterando el panorama de la propia deuda bancaria. Estas tendencias van a desarrollarse a lo largo de muchos años. Los títulos corporativos híbridos son otra fuente de oportunidades, especialmente para los inversores que buscan aumentar su diversificación.

## CONCLUSIÓN

Para concluir, quería señalar que, a pesar de las inquietudes en torno a las subidas de tipos que resonaron durante el verano, tal vez sorprenda a los inversores saber que las rentabilidades de los bonos corporativos se han mantenido en territorio positivo en lo que llevamos de 2013, incluso después de que subieran los tipos de la deuda pública en todo el mundo. Creo que en 2014 podríamos volver a vivir una situación similar. Aunque los tipos de interés están en niveles bajos y existen probabilidades de que suban algo en 2014, los diferenciales de la deuda corporativa siguen siendo atractivos, por lo que los inversores deberían seguir dando preferencia a estrategias centradas en esta clase de activo y enfatizando en la diversificación y la protección frente a las incertidumbres que suscitan las medidas de las autoridades.



**DAVID SIMNER** es el gestor del FF Euro Corporate Bond Fund y el FF Euro Bond Fund

Las valoraciones de los títulos con buena calidad crediticia son atractivas en un contexto de expansión monetaria y deuda pública con tipos en mínimos generacionales. Sin embargo, las perspectivas de que aumenten las presiones alcistas sobre los tipos, sumadas a las dudas en torno a la calidad de la deuda corporativa, amenazan la tendencia de compresión de los diferenciales que hemos venido observando. Aunque, en nuestra opinión, la deuda con buena calidad crediticia va a seguir siendo un ingrediente esencial de las carteras de los inversores, esperamos que la búsqueda de rendimientos deje paso a unos ratios de Sharpe sólidos.

El crecimiento lento de EE.UU., que sigue siendo nuestra hipótesis de trabajo, está aumentando las expectativas de la que Reserva Federal retrase la primera reducción de las compras de bonos hasta marzo de 2014. En este contexto, esperamos que los inversores sigan buscando rendimientos y que los diferenciales de la deuda corporativa estadounidense de alta calidad crediticia continúen estrechando en el primer trimestre de 2014. Las perspectivas de ampliación de los diferenciales de deuda corporativa como resultado de los tipos de interés generarán volatilidad y obligarán a los inversores en renta fija a entrar en los sectores más defensivos de esta clase de activo para encontrar una exposición más típica.

En Europa, la leve mejora de los indicadores cíclicos, así como la suavización de los riesgos políticos, dibuja un panorama más optimista que en el pasado. No obstante, la región sigue luchando contra sus desafíos a medida que las autoridades van dando pequeños pasos hacia una recuperación plena. El crecimiento del crédito está muy fragmentado, la competitividad es baja y los niveles de inflación están en mínimos y, ante estas condiciones, el BCE sigue esgrimiendo un posicionamiento proclive a la relajación monetaria. Aunque el mantenimiento de su política expansiva a corto-medio plazo es, en líneas generales, positivo para los diferenciales crediticios europeos, será necesario un enfoque muy selectivo para extraer alfa de unas valoraciones que nunca antes habían estado tan ajustadas.



**ANDY WEIR** es el gestor del FF Global Strategic Bond Fund y el FF Global Inflation-linked Bond Fund

En 2014, las clases de activos de renta fija tienen pocas probabilidades de repetir las sobresalientes evoluciones de los últimos años. Los rendimientos han caído de forma bastante generalizada en todo el mundo como resultado de los recortes concertados de los tipos de interés a corto plazo y la relajación cuantitativa. Creo que los rendimientos de la deuda pública siguen estando en niveles demasiado bajos comparado con cualquier indicador de valor razonable a largo plazo. Sin embargo, no veo que vaya a producirse un repunte inmediato de los rendimientos. La relajación cuantitativa continuará durante algún tiempo, casi con toda probabilidad hasta comienzos-mediados de 2014, momento en el que se espera que Janet Yellen anuncie alguna forma de reducción de los estímulos cuantitativos. Las subidas de tipos por parte de la Fed tardarán en llegar todavía. Yellen ha propuesto un marco de "control óptimo" en el que una inflación más alta es el precio que hay que pagar para conseguir antes una reducción del paro, manteniendo los tipos de interés en niveles bajos durante más tiempo. Sin embargo, cuando terminen subiendo, el incremento será probablemente más acusado de lo que sugiere la regla de Taylor de la Fed.

Dentro de la renta fija, espero que los bonos de alto rendimiento sobresalgan gracias a unos fundamentales relativamente saludables. El factor técnico dominante que ha llevado a los inversores monetarios a lo largo de la curva de vencimientos y a profundizar en la curva de la deuda corporativa en busca de rentabilidades probablemente continuará y compensará cualquier pequeño repunte de los tipos de la deuda pública. Ante la continuación de la relajación cuantitativa, el riesgo de inflación extrema aumentará. Además, las turbulencias del mercado durante el verano de 2013 provocaron una distorsión en los precios de los bonos indexados a la inflación. A la vista de estos factores, creo que los bonos indexados a la inflación siguen siendo atractivos.



**BRYAN COLLINS** es el gestor del FF Asian High Yield Fund y el FF China RMB Bond Fund

2014 parece que se perfila para ser un año más positivo para la renta fija de alto rendimiento de Asia por tres motivos principales. En primer lugar, los fundamentales empresariales siguen siendo mayoritariamente estables, aunque hay bolsas de debilidad. En segundo lugar, el aspecto técnico de la deuda de alto rendimiento seguirá siendo favorable, en mi opinión, debido a la demanda continua de rentas, respaldada por unas condiciones monetarias todavía muy expansivas. Y, por último, las valoraciones son más atractivas ahora que el año pasado por estas fechas.

Como sabemos, los mercados emergentes registraron volatilidad durante 2013, desencadenada por el discurso de normalización monetaria de la Fed. Sin embargo, los bonos de alto rendimiento asiáticos lo hicieron mejor que la mayoría de activos emergentes. Desde entonces, hemos visto algunas mejoras y cierta estabilización, conforme los inversores, incluidos nosotros, hemos ido aprovechando lo que no eran otra cosa que desajustes entre los fundamentales y las valoraciones.

Las rentas siguen siendo determinantes y la selección de títulos es especialmente importante en el entorno actual. Cuando surjan nuevos periodos de volatilidad a corto plazo, pretendo usarlos en mi beneficio e intentaré reforzar mis posiciones en oportunidades en las que tengo un alto grado de convicción. El FF Asian High Yield Fund sigue enfocado en ofrecer a los inversores un elevado nivel de rentas periódicas, exposiciones diversificadas por emisor y sector, y liquidez. Creo que los fundamentales, los factores técnicos y las valoraciones actuales me van a ayudar a conseguir estos objetivos en 2014.



**STEVE ELLIS** es el gestor del FF Emerging Market Debt Fund y el FF Emerging Market Local Currency Debt Fund

El aumento de la volatilidad en 2013 a buen seguro les recordó a los inversores los riesgos inherentes de invertir en la deuda emergente. Los inversores no pueden caer en la complacencia cuando invierten en deuda emergente y se necesita un enfoque activo para aprovechar las oportunidades del mercado cuando surgen. A pesar de algunos comportamientos agresivos y dispersos de los inversores en los activos de riesgo de deuda emergente, el conjunto del mercado ha dado señales de recuperación. Según nuestras previsiones, esta clase de activo seguirá teniendo un perfil de riesgo elevado, con un margen de error más reducido. Los inversores deben mantener un enfoque de inversión riguroso y a la vez flexible con el fin de superar los retos que cada vez en mayor número plantean los mercados.

Aunque el mundo parece inclinarse por las subidas de tipos, los plazos no están nada claros. La reducción del programa de compra de activos de la Reserva Federal estadounidense probablemente se posponga hasta 2014 y es posible que se produzca otro cierre de la administración pública en este país a comienzos del próximo año. Juntos, estos acontecimientos podrían acentuar la sensibilidad del conjunto del mercado y creemos que los inversores encontrarán recompensas si son cautelosamente optimistas.

Es importante recordar que aunque los tipos suban ligeramente en todo el mundo, seguirán estando en la parte inferior de la horquilla histórica. Por lo tanto, los inversores deben tener una

visión equilibrada de las posibles subidas de tipos. La magnitud y el ritmo de las subidas de tipos en la economía mundial durante un periodo de crecimiento por debajo de la tendencia estarán supeditados al volumen de endeudamiento del sistema financiero mundial.

Los inversores siguen mostrando una elevada sensibilidad al riesgo. Parece que se ha iniciado un proceso de reconfiguración de la economía mundial de varios años de duración y la tendencia del crecimiento mundial se está convirtiendo en un juego de suma cero. Ello es debido a que los mercados emergentes no han participado en la recuperación de los mercados desarrollados. Normalmente, cuando la actividad económica en los países desarrollados aumenta, se estimula la demanda de importaciones de productos emergentes para alimentar este crecimiento. Esto se traduce en una mayor demanda final para los productos emergentes y permite que el crecimiento se extienda por sus modelos económicos tradicionales basados en las exportaciones.

Sin embargo, el aumento de la demanda de productos emergentes tampoco ha estado presente en la recuperación que se vive actualmente en EE.UU. En lugar de eso, la recuperación de los países desarrollados se ha cimentado sobre una demanda interna generada por los mercados nacionales, mientras que la demanda de exportaciones emergentes ha sido limitada. Espero que esta situación continúe el próximo año.

Sin unas reformas profundas y generalizadas, es poco probable que los países emergentes tengan la suficiente fortaleza estructural para restablecer su competitividad mediante mejoras de la eficiencia y la productividad, habida cuenta de la recuperación de las economías desarrolladas y la ruptura del modelo de crecimiento basado en las exportaciones. La clave será que los inversores centren sus esfuerzos en identificar países que pueden reorientar sus economías y seguir siendo competitivos en un mundo en el que el crecimiento no se conseguirá a golpe de crédito.

Se celebrarán varios procesos electorales en los mercados emergentes en 2014 y las reformas serán el tema estrella el próximo año. Muchas economías emergentes siguen estando frágiles y necesitan urgentemente solucionar el problema de la escasez de capital y reorientar sus desequilibrados modelos de crecimiento. Probablemente haya disparidades entre las diferentes regiones y países, ya que estas cuestiones suscitarán mucha atención en los electorados nacionales y los mercados internacionales. Conforme se vaya acercando el momento de depositar la papeleta en la urna, los gobernantes actuales podrían intentar seguir en el poder superando los límites de los presupuestos públicos para impulsar el crecimiento.

Sin embargo, a los inversores no les gusta la incertidumbre, especialmente cuando tenemos en cuenta el trasfondo de volatilidad en el conjunto de la economía mundial y los riesgos de tipo político que influirán en los precios de los activos en función de los sondeos de opinión en los diferentes países. Las rentabilidades esperadas en las divisas emergentes seguirán siendo débiles y aquellos países con grandes déficits por cuenta corriente estarán en el ojo del huracán. A la vista de la ausencia de demanda externa inmediata, a corto plazo la debilidad de las divisas debería tener un efecto beneficioso limitado sobre el modelo tradicional basado en las exportaciones utilizado por los países emergentes.

La mejoría de las condiciones económicas internacionales en la segunda mitad de 2014 debería ser beneficiosa. Las tasas de inflación podrían tender al alza en los países emergentes donde la inflación por efecto de los tipos de cambio es elevada, y ello podría deberse a la ausencia de subvenciones públicas, a reducciones de impuestos importantes o tal vez a una dependencia estructuralmente alta de los productos importados, donde la debilidad de las divisas reduce el poder adquisitivo.

Los gobiernos con agendas electorales intensas serán reacios a subir los tipos para combatir estos efectos. En este entorno, los bonos emergentes indexados a la inflación podrían ser atractivos. En el lado positivo, los riesgos asociados con los periodos electorales parecen concentrarse a comienzos de 2014. A medida que vaya remitiendo la incertidumbre, los activos de renta fija emergente volverán a encontrar apoyo, ya que los nuevos gobernantes afrontarán los desequilibrios sin el peso del calendario político.

No perdemos de vista la debilidad técnica y las presiones de valoración a tenor de unos fundamentales ya deteriorados. Las entradas y salidas de capitales de la deuda emergente seguirán influyendo mucho en este sector, ya que los inversores continuarán teniendo muy presentes los factores técnicos.

Aunque las salidas de capitales del sector han sido negativas, las entradas netas de capitales siguen siendo positivas. Las asignaciones estratégicas a largo plazo, fundamentalmente capitales

de grandes inversores institucionales con vocación a largo plazo, seguirán apoyando a la deuda emergente. Esperamos que el grupo de inversores centrado en los mercados emergentes siga diversificándose y vuelva al mercado cuando las condiciones sean más favorables en el segundo semestre de 2014.

Sigue siendo fundamental establecer diferenciaciones entre las clases de activos de deuda emergente y los países emergentes. Los países se encuentran en momentos diferentes dentro de sus ciclos económicos y las decisiones futuras de las autoridades determinarán cuáles de ellos tienen unas perspectivas positivas. Tras su peor comportamiento relativo, la deuda pública emergente en divisa fuerte presenta cierto atractivo. Las valoraciones y los riesgos de la deuda corporativa emergente parecen estar bien equilibrados. En general, las autoridades siguen aplicando políticas de austeridad en el gasto público, regímenes con objetivos de inflación y una fuerte determinación para corregir sus balanzas de pagos. En nuestra opinión, las autoridades de los países emergentes siguen teniendo un margen moderadamente amplio para hacer uso de herramientas decisivas con el fin de reducir su vulnerabilidad a crisis endógenas y exógenas.

A largo plazo, los mercados en desarrollo seguirán creciendo a un ritmo más alto que los desarrollados. Este nivel absoluto de crecimiento tiene un origen estructural gracias al apoyo que brindan el crecimiento de la población, los factores demográficos, el aumento de la renta disponible y la diversificación de los servicios financieros en estos países. La deuda de los mercados emergentes sigue teniendo un peso comparativamente más bajo en las carteras de inversión, frente a otras clases de activos estratégicos. Sin embargo, invertir en deuda emergente seguirá ayudando a diversificar las asignaciones de activos e incluso ofrecerá mayores niveles de rendimientos y rentabilidades potenciales a los inversores.



**PETER KHAN** es el gestor del FF Global High Yield Fund y el FF Global Income Fund

Las valoraciones de los bonos de alto rendimiento están próximas a su valor razonable, pero existen varios catalizadores que podrían provocar nuevas compresiones de los diferenciales durante el año 2014. El entorno macroeconómico —la recuperación de EE.UU. cobra impulso y Europa está haciendo progresos— parece algo más despejado que el año pasado. En EE.UU. probablemente tenga lugar un endurecimiento moderado de la política monetaria, pero los bonos de alto rendimiento deberían resistir mejor que otros activos de renta fija.

La mayoría de los parámetros crediticios son estables, pero están apareciendo lentamente señales de deterioro en el mercado en forma de políticas financieras más agresivas, incremento del endeudamiento, menor calidad de las nuevas emisiones y cláusulas más laxas. Estos "espíritus animales" están más desarrollados en EE.UU., pero pueden llegar a Europa durante los próximos 12 o 18 meses. En general, las empresas siguen en modo defensivo y los impagos deberían descender durante los próximos doce meses. Además, al panorama técnico sigue siendo favorable.

A la vista del menor margen de error, somos cautelosamente optimistas y mantenemos nuestro disciplinado enfoque de inversión. Parece probable que tengamos otro año de rentabilidades impulsadas por los cupones.



**ANDREI GORODILOV** es el gestor del FF European High Yield Fund y el FF Emerging Market Corporate Debt Fund

El cuadro macro general ofrece un entorno favorable para los bonos de alto rendimiento europeos en 2014. Europa se encamina hacia la recuperación, pero el crecimiento es exiguo, el paro es alto y la austeridad sigue pesando. A la vista de estos factores y de la ausencia de presiones inflacionistas, el BCE ha confirmado su compromiso de mantener los tipos "más bajos durante más tiempo", con lo que fomenta el interés por las inversiones en bonos de alto rendimiento.

Los fundamentales son sólidos. Las empresas siguen estando mayoritariamente en modo defensivo y la mayor parte de las nuevas emisiones tienen como objetivo refinanciaciones. El mercado tiene una elevada calidad crediticia; así, dos tercios de las empresas tienen calificación BB, frente al 40% de EE.UU. Pero lo importante es que esperamos que las tasas de impago permanezcan firmemente por debajo de las medias históricas durante el próximo año. Además, el cuadro técnico está bien respaldado por la búsqueda de rendimientos que alimenta los flujos de capitales hacia esta clase de activo y la rotación fuera del mercado europeo de préstamos, lo que contribuye a otro año récord de emisiones.

Aunque los rendimientos históricamente bajos nos plantean un dilema en cuanto a las valoraciones, los diferenciales siguen ofreciendo un colchón adecuado en este sentido. Como ha ocurrido históricamente, los cupones probablemente sean el principal motor de las rentabilidades el próximo año; el cupón medio del índice es ligeramente superior al 7% actualmente.



# MULTIACTIVOS



**TREVOR GREETHAM** es director de Asignación de Activos

La economía mundial está beneficiándose de una expansión duradera liderada por EE.UU. tras varios años de crecimiento discontinuo. La normalización gradual de las condiciones monetarias en EE.UU. durante los próximos años, denominada por algunos la "Gran Operación Salida", tendrá grandes implicaciones para los inversores. Seguimos manteniendo los fondos multiactivos alejados de los bonos y orientados hacia las acciones, una posición que hemos conservado durante más de un año. Nos gustan especialmente EE.UU. y Japón, mercados que van a beneficiarse de la fortaleza de la economía estadounidense y del dólar. Un aumento generalizado de la inflación sugeriría un endurecimiento más acelerado de la liquidez de los bancos centrales en todo el mundo y, en última instancia, una desaceleración del crecimiento, aunque todavía no hay señales de ello y el entorno positivo para las acciones podría durar más de lo que muchos esperan.

Las grandes economías del mundo probablemente registren crecimientos sólidos en 2014. La desaparición del lastre fiscal y las políticas monetarias favorables de la Reserva Federal sustentarán y fortalecerán lo que es ya una recuperación de cuatro años de duración en la mayor economía del mundo. Afortunadamente, la austeridad europea ha pasado ya a un segundo plano con el retorno de la confianza en que la zona euro permanecerá unida por el momento, lo que ha reducido los costes de financiación de la periferia y hace que la crisis del euro esté remitiendo. EE.UU. probablemente disfrute de un boom de la vivienda a la vieja usanza antes de las elecciones generales de 2015. Japón va a subir los impuestos sobre las ventas en abril, pero esperamos más medidas de compensación por parte del gobierno de Abe, que está firmemente decidido a estimular el crecimiento.

Aunque el crecimiento mundial es fuerte, las presiones inflacionistas no se detectan y esto es una excelente noticia para los inversores. El modelo Investment Clock que guía nuestras asignaciones de activos se encuentra en la fase de "recuperación" del ciclo económico, que es positiva para las acciones. Los beneficios empresariales están aumentando, pero la política monetaria es expansiva en todas las regiones sin que haya señales de endurecimiento. La relajación cuantitativa de la Reserva Federal continuará después de que Janet Yellen tome el timón con el año nuevo y todavía no se perfilan en el horizonte las subidas de los tipos de interés; en este sentido, el tan comentado *tapering* consiste en levantar el pie del acelerador, no pisar el freno.

Como la Fed, el Banco de Inglaterra ha prometido mantener tipos en mínimos históricos hasta que el paro descienda de forma considerable. Si acaso, el descenso de la inflación en la zona euro está presionando al BCE para que recorte aún más los tipos y se están debatiendo medidas como tipos negativos sobre los depósitos y alguna forma de relajación cuantitativa. El Banco de Japón está relajando a tope las condiciones monetarias con el objetivo explícito de crear una inflación del 2%, y esa política seguirá aplicándose para compensar una ligera reducción del gasto público. Los problemas estructurales hacen que China no sea ya el motor del crecimiento mundial, pero incluso aquí hay poco interés en enfriar la economía o controlar los precios inmobiliarios. La liquidez abunda.

Hemos estado sobreponderados en acciones durante un año y hemos recuperado una sobreponderación próxima a su máximo durante la fase de debilidad del verano. Las valoraciones a largo plazo son razonables, ya que las acciones nunca descontaron unos rendimientos de los bonos artificialmente bajos. Por su parte, los bonos probablemente pierdan su estatus de refugio a medida que las tasas de crecimiento más elevadas provoquen un ajuste al alza de los rendimientos. Mantenemos bajas tasas de exposición a la renta fija y aprovechamos el descenso de los tipos en septiembre para vender otras inversiones sensibles a los tipos de interés, como títulos del sector inmobiliario, empresas de servicios públicos y empresas de consumo básico. La "Gran Operación Salida" podría dejar otras víctimas.

Los buenos datos de crecimiento y las expectativas de subidas de los tipos de interés deberían provocar el retorno de los capitales de inversión a EE.UU. e impulsar una tendencia duradera de fortaleza del dólar, como la de la década de 1990. Esto presionará a las divisas emergentes, lo que desencadenará tensiones financieras en las economías que dependen de la financiación extranjera. Los exportadores de materias primas también tendrán que luchar con la debilidad de los precios de las materias primas derivada del exceso de capacidad y las menores tasas de crecimiento de China.

Estamos infraponderados en acciones emergentes y preferimos reforzar la exposición a EE.UU. y Japón, donde vemos la combinación más favorable de políticas fiscales y monetarias y donde la fortaleza del dólar será positiva. Seguimos infraponderados en Europa, aunque menos que durante el apogeo de la crisis. El retorno de la confianza ha reducido la presión para finalizar la unión fiscal y bancaria. Las revisiones de beneficios siguen siendo negativas y las tensiones políticas probablemente regresen cuando la economía mundial vuelva a entrar en una fase de debilidad.

Existen dos grandes riesgos para nuestro posicionamiento. El crecimiento mundial podría ralentizarse, tal vez como consecuencia de las tensiones financieras en China y de acontecimientos inesperados en Europa. También podría subir la inflación. Esperamos que en algún momento nuestro Investment Clock cambie a la fase de "recalentamiento", que desencadenaría un rápido incremento de los tipos de los bancos centrales que podría provocar debilidad en una amplia gama de clases de activos. Sin embargo, habida cuenta del exceso de capacidad y las elevadas tasas de paro, las presiones inflacionistas son mínimas. La persistente debilidad de los precios de las materias primas debería mantener así las cosas. Fue el elevado nivel de los precios de los alimentos y la energía asociado con el enorme paquete de estímulos de China en 2008 lo que hizo que el periodo posterior a la crisis fuera especialmente negativo para los consumidores de EE.UU. y Europa. Una desaceleración estructural en China y problemas en los mercados emergentes podrían ser positivos para el resto del mundo. Los bajos precios de las materias primas se traducen en mayores rentas reales, lo que impulsa el poder adquisitivo de los consumidores y pone fin a la crisis del coste de la vida. Ahora que China interpreta el papel desinflacionista de Japón en la década de 1990, el entorno positivo para los mercados desarrollados podría durar años.



**EUGENE PHILALITHIS**  
es el gestor del FF Global  
Multi Asset Income Fund

En 2014 espero un crecimiento mundial positivo, aunque bajo, que estará impulsado por los mercados desarrollados en lugar de los emergentes.

En este entorno, los bancos centrales seguirán dando liquidez y ampliando sus balances. Esto es probable que ocurra incluso si la Fed estadounidense reduce las compras de activos dentro de su programa de relajación cuantitativa. Esta situación será favorable para las Bolsas, que deberían seguir batiendo a otras clases de activos —especialmente a los bonos— durante el año.

Sin embargo, es improbable que las rentabilidades en las diferentes clases de activos sean equiparables a las de 2012 y 2013, dos años de excelentes rentabilidades excepto en la deuda pública. Por lo tanto, la percepción de rentas será un componente importante para conseguir unas rentabilidades totales constantes, al igual que la gestión activa y la selección de valores.

En renta variable, nuestra atención se centrará en los mercados desarrollados, donde los bancos centrales siguen actuando con decisión y apoyando el crecimiento. Esto contrasta con los mercados emergentes, donde seguimos viendo riesgos en forma de crecimiento más débil y necesidad de reformas estructurales.

Dentro de la renta fija, se mantendrán los factores que impulsan la búsqueda de rendimientos. Esto significa que incluso los bonos de alto rendimiento siguen teniendo margen para batir a otras clases de activos de renta fija. Sin embargo, la fuerte demanda actual de bonos de alto rendimiento dejará a esta clase de activos expuesta a las salidas de capitales si la Fed estadounidense pone en marcha la reducción de estímulos cuantitativos o cualquier otra medida de endurecimiento monetario. Por lo tanto, las rentabilidades probablemente las consigan los gestores activos que puedan aportar valor mediante una cuidadosa selección de valores.

También espero una revalorización del dólar estadounidense y eso seguirá pesando sobre las materias primas, el precio del oro y las divisas emergentes.

## Información legal importante

La presente comunicación no está dirigida a personas residentes en los Estados Unidos. Está únicamente dirigida a personas residentes en jurisdicciones en las cuales los fondos en cuestión estén autorizados para ser distribuidos o donde no se requiera la autorización y registro de los mismos. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. A no ser que se establezca lo contrario, todas las opiniones recogidas son las de la organización Fidelity. Las referencias en este documento a determinados valores no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta de los mismos, ya que se incluyen únicamente a efectos ilustrativos. Los inversores deben tener en cuenta que las opiniones recogidas pueden haber dejado de tener vigencia y que Fidelity puede haber actuado ya en consecuencia. Fidelity se limita a informar acerca de sus propios productos y servicios, y no presta asesoramiento de inversión basado en circunstancias individuales. Las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. El valor de las inversiones puede fluctuar y el inversor puede no recuperar el importe invertido. Las inversiones denominadas en una moneda distinta a la moneda propia del inversor estarán sometidas a fluctuaciones de los tipos de cambio. Las transacciones de cambios de divisa son efectuadas a través de una compañía asociada de Fidelity al tipo de cambio en conjunción con otras transacciones por las cuales, la compañía asociada puede obtener un beneficio. Las inversiones en mercados pequeños y emergentes pueden ser más volátiles que las inversiones en mercados más desarrollados. Fidelity Funds, Fidelity Funds II y Fidelity Active Strategy Fund son sociedades de inversión colectiva de capital variable constituidas en Luxemburgo. Las entidades distribuidora y depositaria de Fidelity Funds, Fidelity Funds II y Fidelity Active Strategy Fund son, respectivamente, FIL Investments International y Brown Brothers Harriman (Luxembourg) S.C.A. Fidelity Institutional Liquidity Fund Plc es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida de acuerdo a las Leyes de Irlanda. El depositario de la sociedad es J.P. Morgan Bank (Ireland) plc. Fidelity Funds, Fidelity Funds II, Fidelity Active Strategy Fund y Fidelity Institutional Liquidity Fund están inscritas para su comercialización en España en el registro de Instituciones de Inversión Colectiva Extranjeras de la CNMV con el número 124, 317, 649 y 403 respectivamente, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment, el logo de Fidelity Worldwide Investment y el símbolo F son marcas registradas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A. CSS1687

