

PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL

Dinámica e impacto en los mercados



FELABAN

FEDERACION LATINOAMERICANA DE BANCOS

Darío Epstein
Research for Traders

Bogotá, Colombia

Saber donde estamos parados

- **EE.UU. es el lugar en el mundo desarrollado del G3 con una actividad económica que supera al resto: pero no está ajena a lo que ocurre en el mundo.**
- **La inversión en acciones emergentes sufrió un duro revés este año.**
- **Es porque va a subir la tasa de interés de la Fed (el dólar ya lo descontó: pausa y retomaría el alza).**
- **Y porque Emergentes ya no son lo que eran: Brasil y Rusia en recesión y China sobre todo muestra desaceleración.**
- **Commodities corrigen, sin excepciones y las monedas de EM reflejan debilidades estructurales.**
- **Valuaciones de acciones se sinceran.**
- **Entorno de muy baja inflación: problema en el G10.**

ESCENARIO MACROECONOMICO

A dramatic, low-key photograph of a person in a dark suit standing in a field of tall grass, holding a black umbrella. The person is seen from behind, looking out over a vast, flat landscape. The sky is filled with dark, heavy clouds and several bright, jagged lightning bolts striking down. The overall mood is one of uncertainty and risk, which directly relates to the 'Macroeconomic Scenario' title.

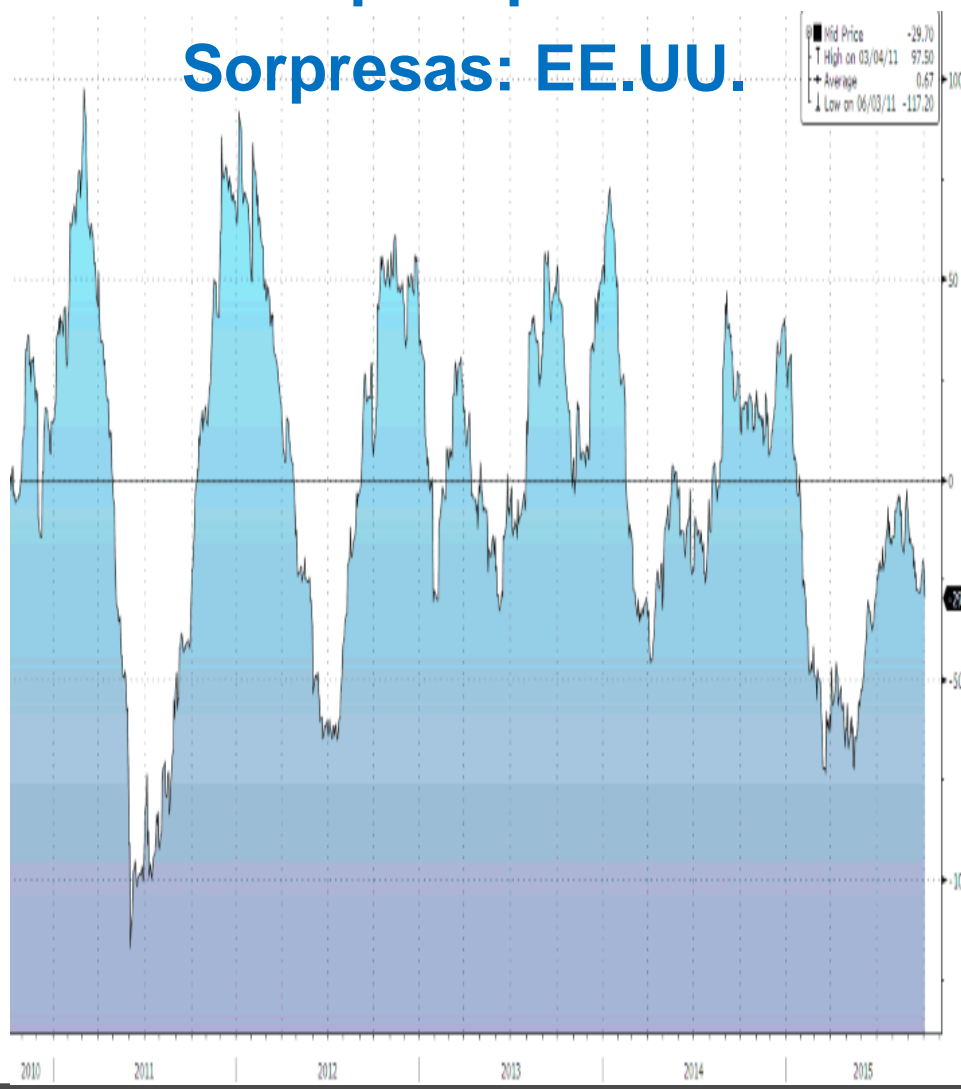
Países desarrollados: EE.UU. y Gran Bretaña lo más sólido del G-10 en un contexto Global de debilidad (especialmente EM) apuntando a un 2016 con mejoría y reflación en DM

	Variación PIB Real (en %)			Inflación Minorista (en %)		
	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e
EE.UU.	2.4	1.9	1.8	0.1	1.5	2.2
Eurozona	1.3	1.9	1.8	0.1	1.3	1.7
Japón	0.5	1.6	0.8	0.6	1.3	2.6
Reino Unido	2.7	1.9	2.1	0.1	1.4	1.6
Emergentes	4.1	4.6	5.1	5.3	5.1	5.3
China	6.7	6.8	6.7	1.5	1.5	1.5
India	7.4	7.9	8.0	4.8	4.9	4.5
Brasil	-2.4	-1.2	1.4	8.7	6.3	5.0
Rusia	-4.2	-1.3	1.6	15.5	8.6	7.2
MUNDO	3.1	3.4	3.7	3.1	3.5	4.0

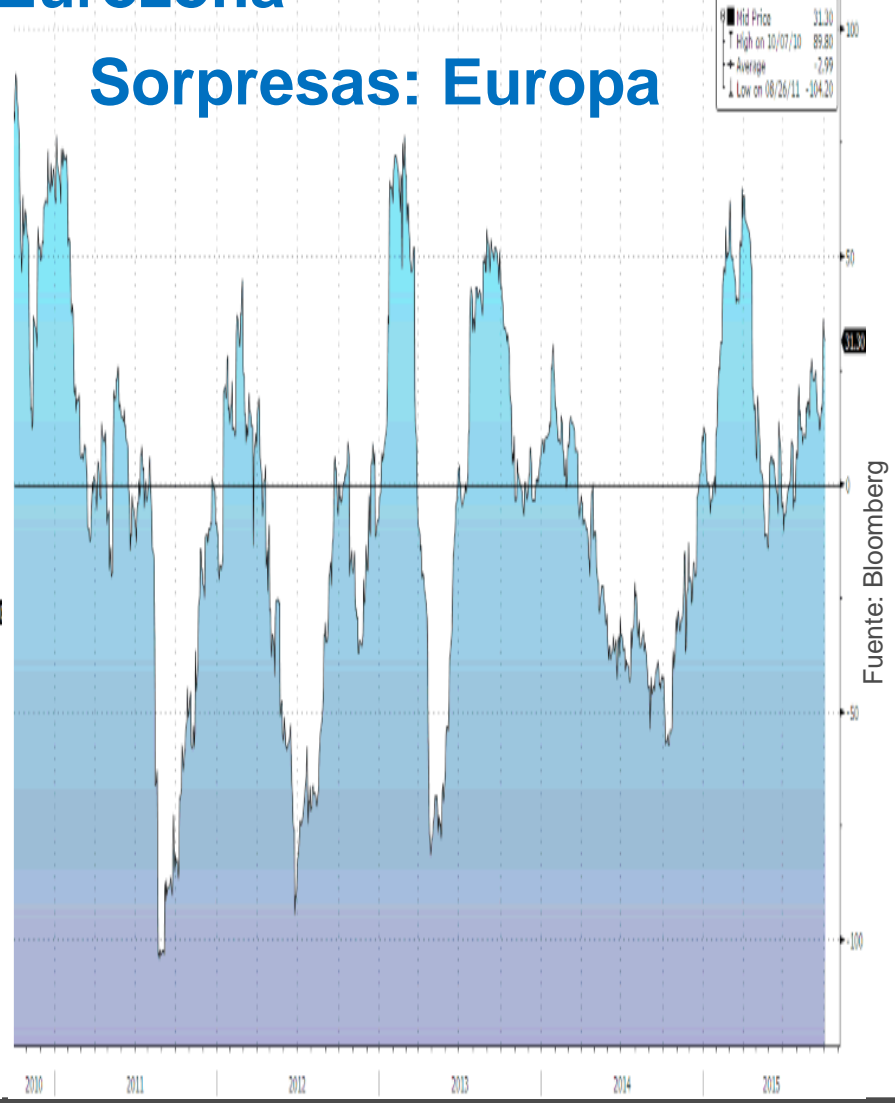
Fuente: Morgan Satnley

Las sorpresas económicas han sido negativas últimamente en EE.UU: pero positivas en la Eurozona

Sorpresas: EE.UU.



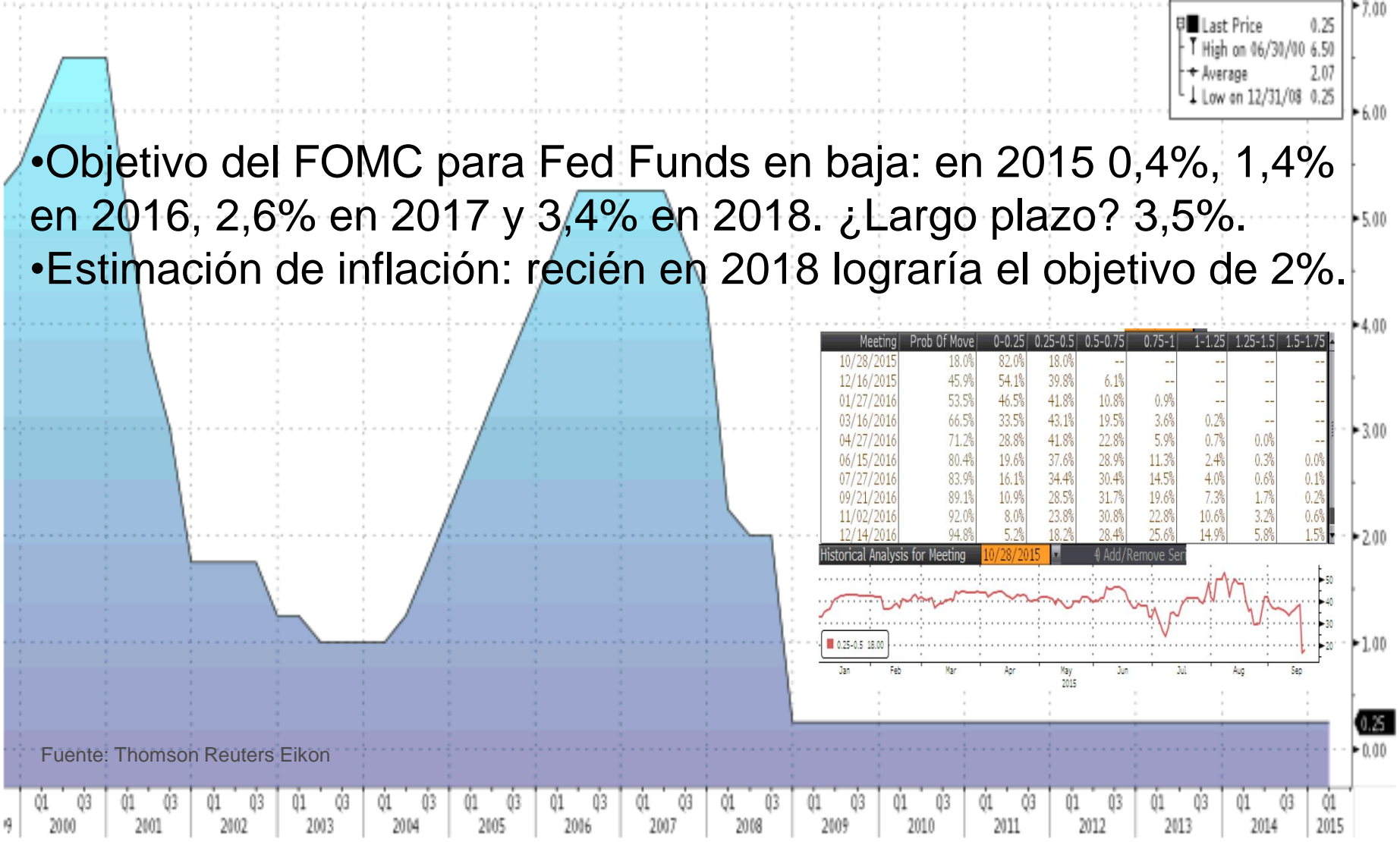
Sorpresas: Europa



Fuente: Bloomberg

El final de las tasas de interés cero: recién en 2016 subirían

- Objetivo del FOMC para Fed Funds en baja: en 2015 0,4%, 1,4% en 2016, 2,6% en 2017 y 3,4% en 2018. ¿Largo plazo? 3,5%.
- Estimación de inflación: recién en 2018 lograría el objetivo de 2%.



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Las tasas se resisten a subir, pero deberán acusar el golpe en algún momento (cuando aparezca la inflación o la Fed se decida a actuar)



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Los estímulos monetarios surtieron su efecto positivo

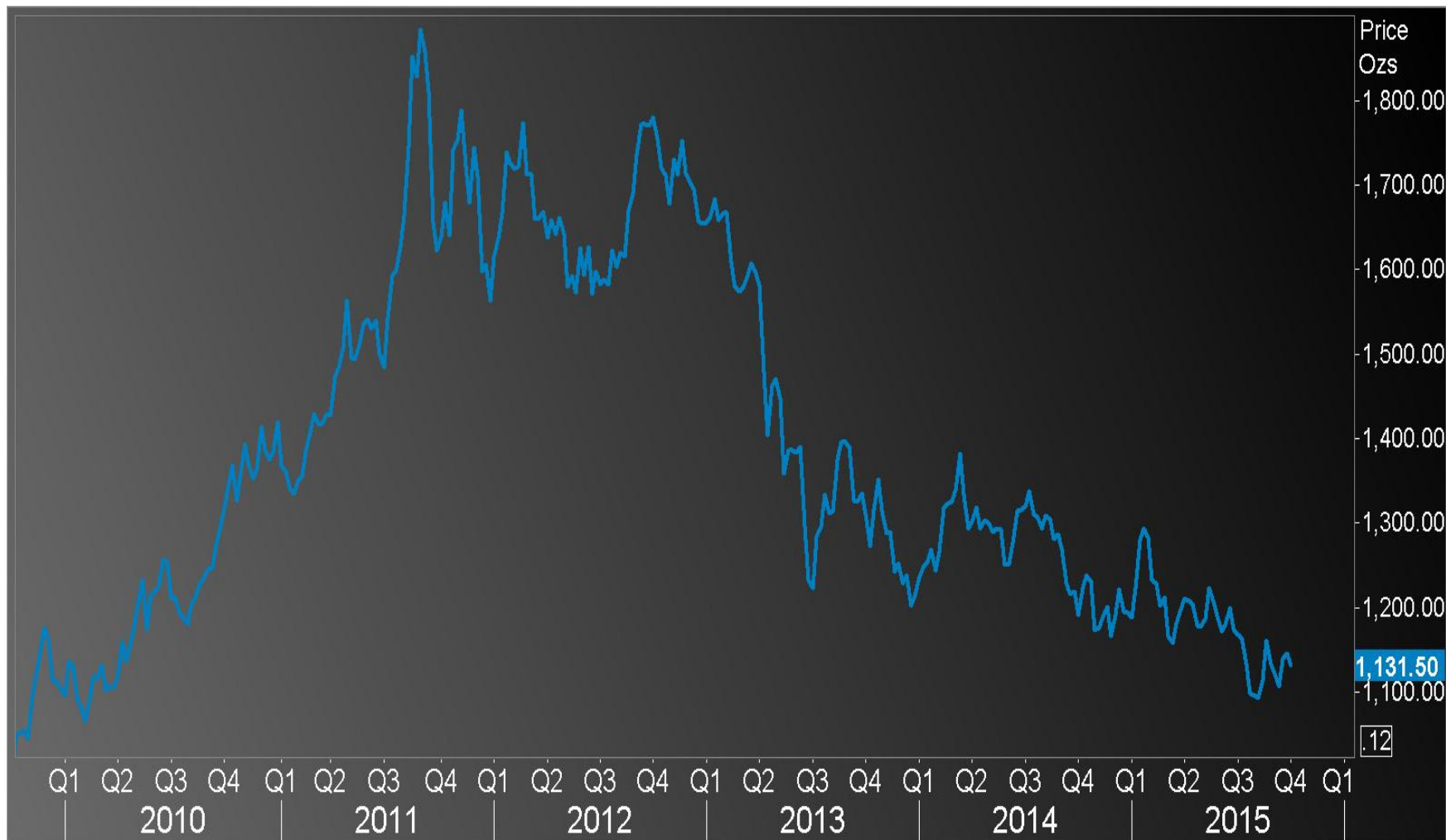


Fuente: Thomson Reuters Eikon

¿Inflación en EE.UU.? ¿Qué inflación? Deflación en la Eurozona. Japón reflacionando como puede.

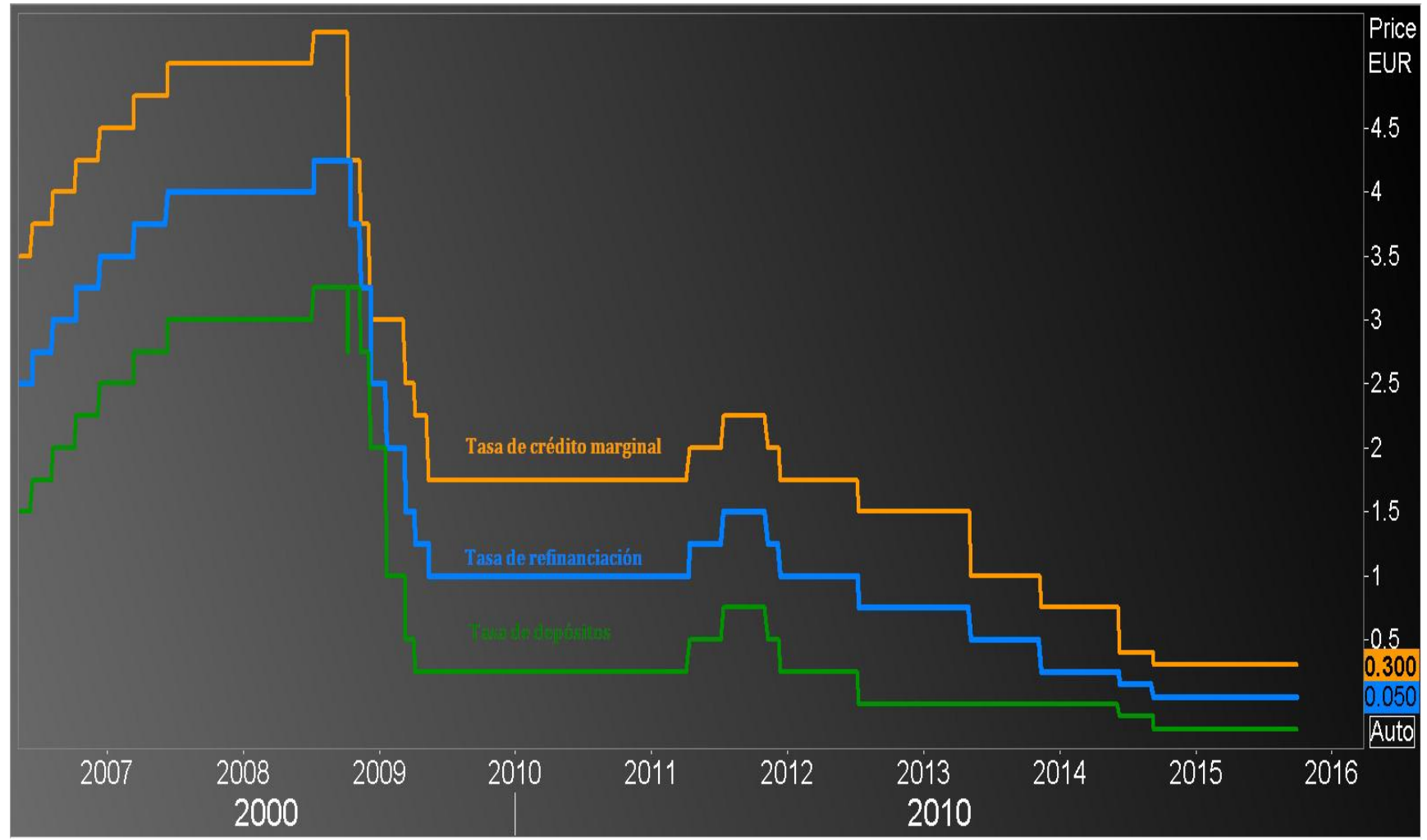


ORO: a mínimo de 5 años. Mientras no repunte la inflación no veremos al oro atractivo.



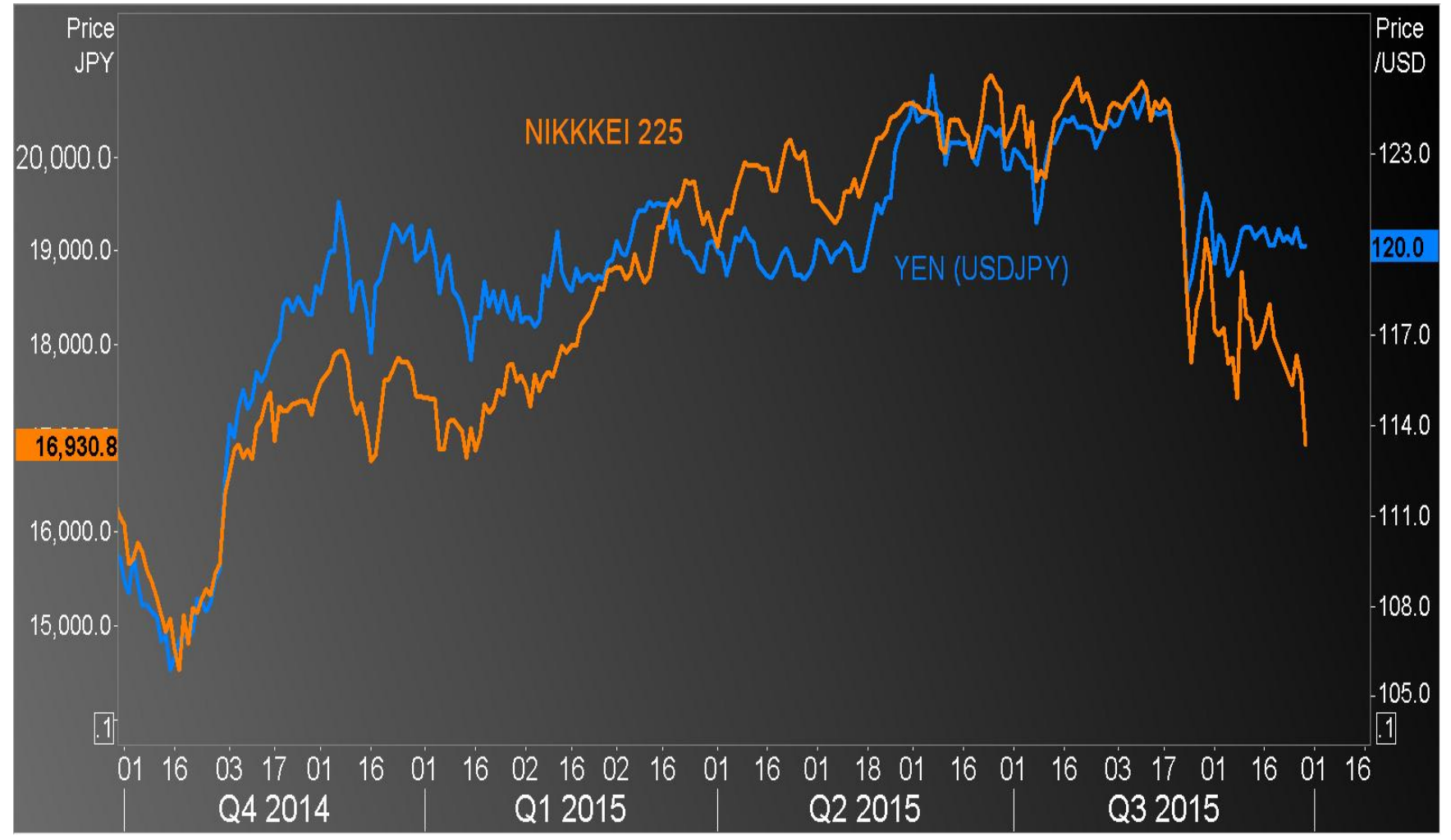
Fuente: Thomson Reuters Eikon

El BCE podría ampliar los estímulos: podría ampliarlos (tasas ya están en mínimos históricos: poco margen)



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Japón: precursor de la receta aplicada por el ECB. El Nikkei y el impacto de la devaluación del Yen.



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Tipos de Cambio: El regreso al superdólar (en %)

	30-sep-15	2015	12m
Euro	1.1176	-7.6	-11.5
Yen Japonés	119.84	-0.1	-9.3
Libra Esterlina	1.5127	-2.9	-6.7
Franco Suizo	0.9727	2.2	-1.9
Corona Sueca	8.3675	-7.3	-16.0
Corona Noruega	8.5135	-13.9	-32.6
Dólar Canadiense	1.3312	-14.6	-18.9
Dólar Australiano	0.7017	-14.1	-19.8

La fortaleza del Franco Suizo a lo largo del tiempo se mantiene pero no vemos mucho más potencial a corto



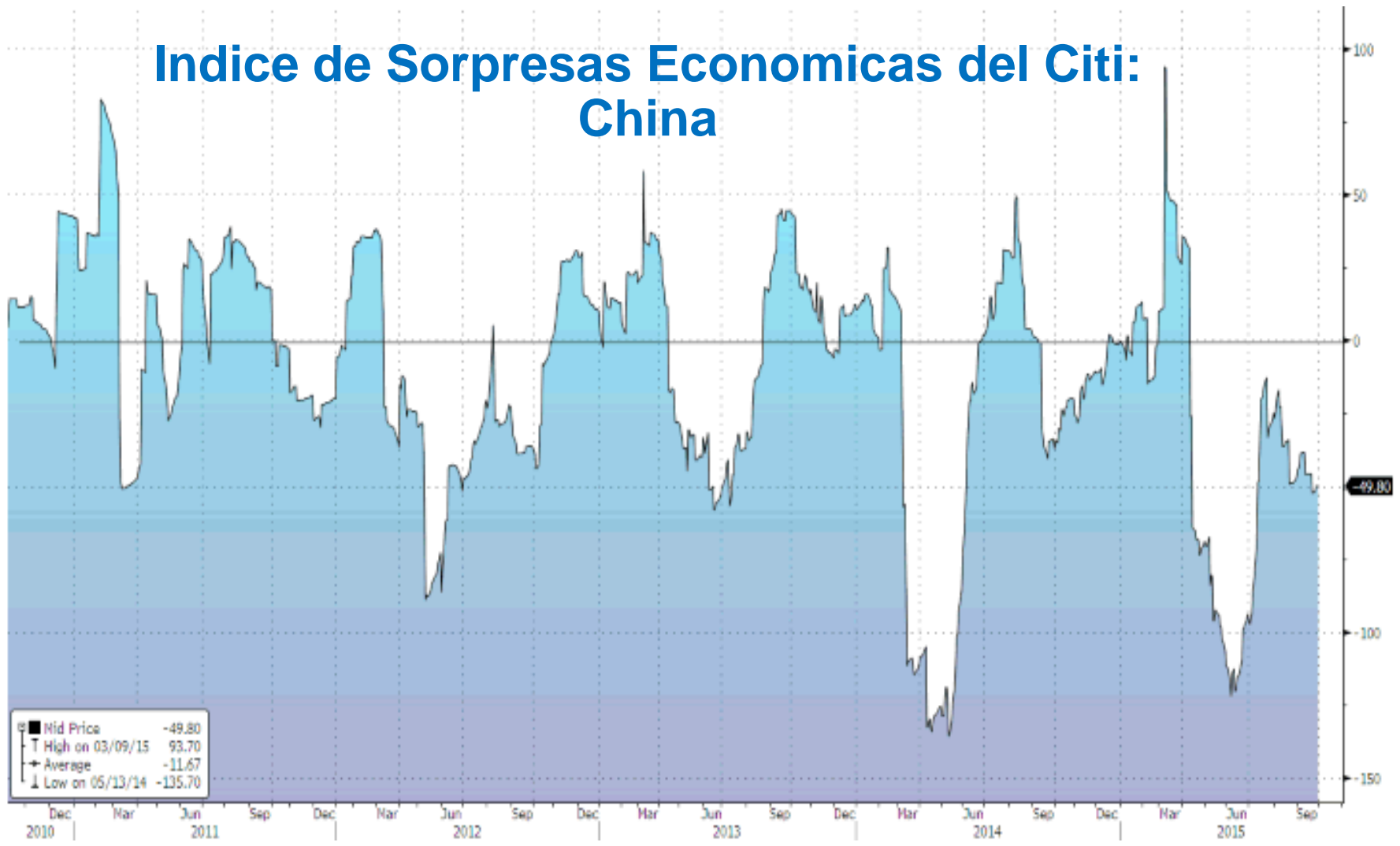
Fuente: Bloomberg

Monedas: expectativas de mayor fortaleza del dólar aún

	2-oct-15	1m	3m	6m	12m
JPY	118.96	122.0	124.0	126.0	127.50
EUR	1.13	1.10	1.08	1.06	1.07
GBP	1.52	1.54	1.54	1.548	1.54
CHF	0.967	0.971	0.99	1.02	1.03
AUD	0.70	0.71	0.70	0.70	0.706
NZD	0.64	0.64	0.63	0.63	0.635
CAD	1.32	1.32	1.33	1.33	1.30
SEK	8.28	8.436	8.555	8.68	8.66
NOK	8.36	7.919	8.02	8.195	8.10
CNY	6.35	6.44	6.50	6.52	6.46
ZAR	13.95	13.24	13.29	13.30	13.26
MXN	16.93	16.90	16.65	16.35	16.23
BRL	4.02	3.60	3.62	3.63	3.70
INR	65.48	66.0	65.83	65.73	65.6
TRY	3.02	2.93	2.97	3.00	2.95

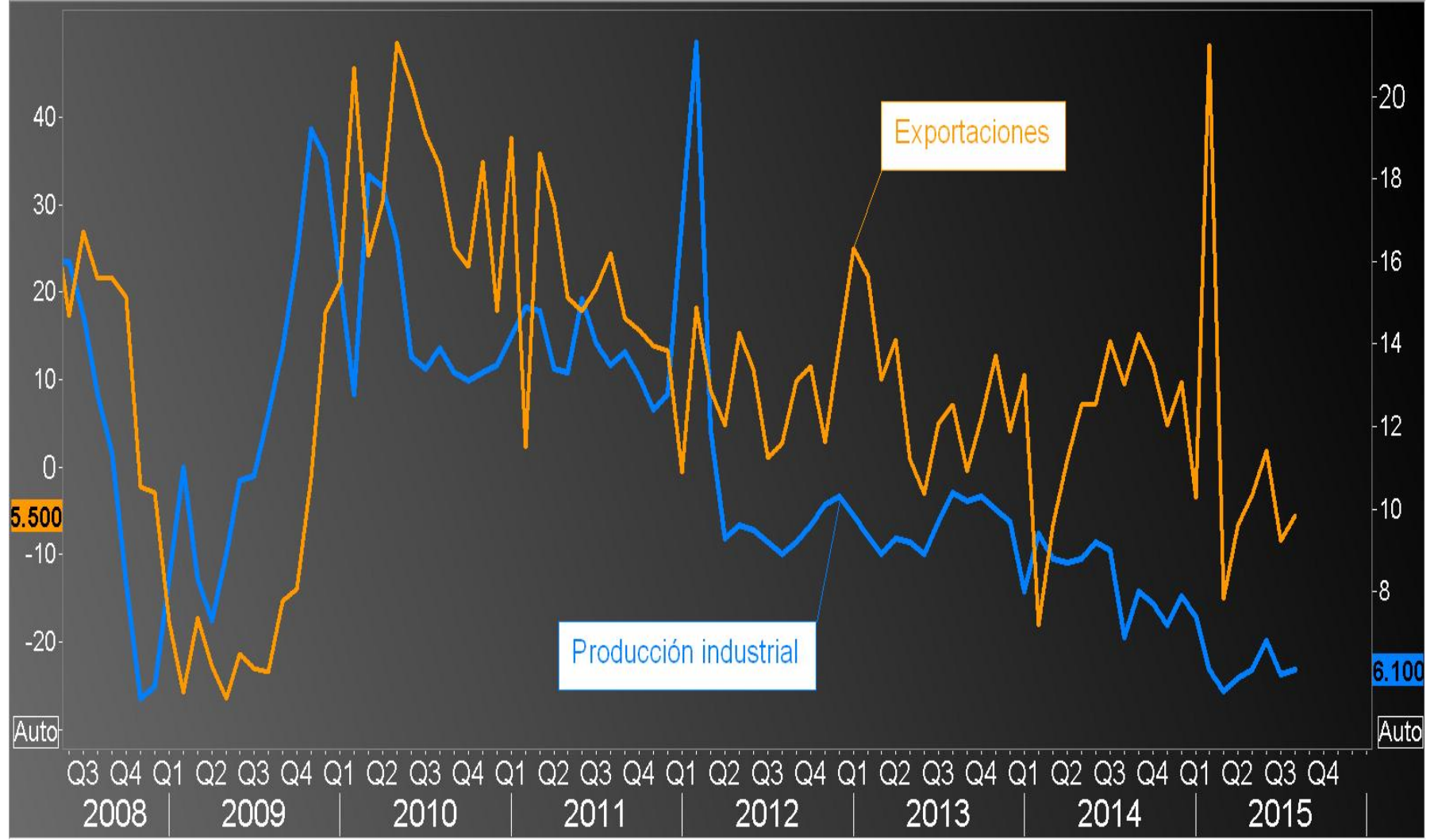
China tiene mucho que ver con las correcciones de mercado

Indice de Sorpresas Economicas del Citi: China



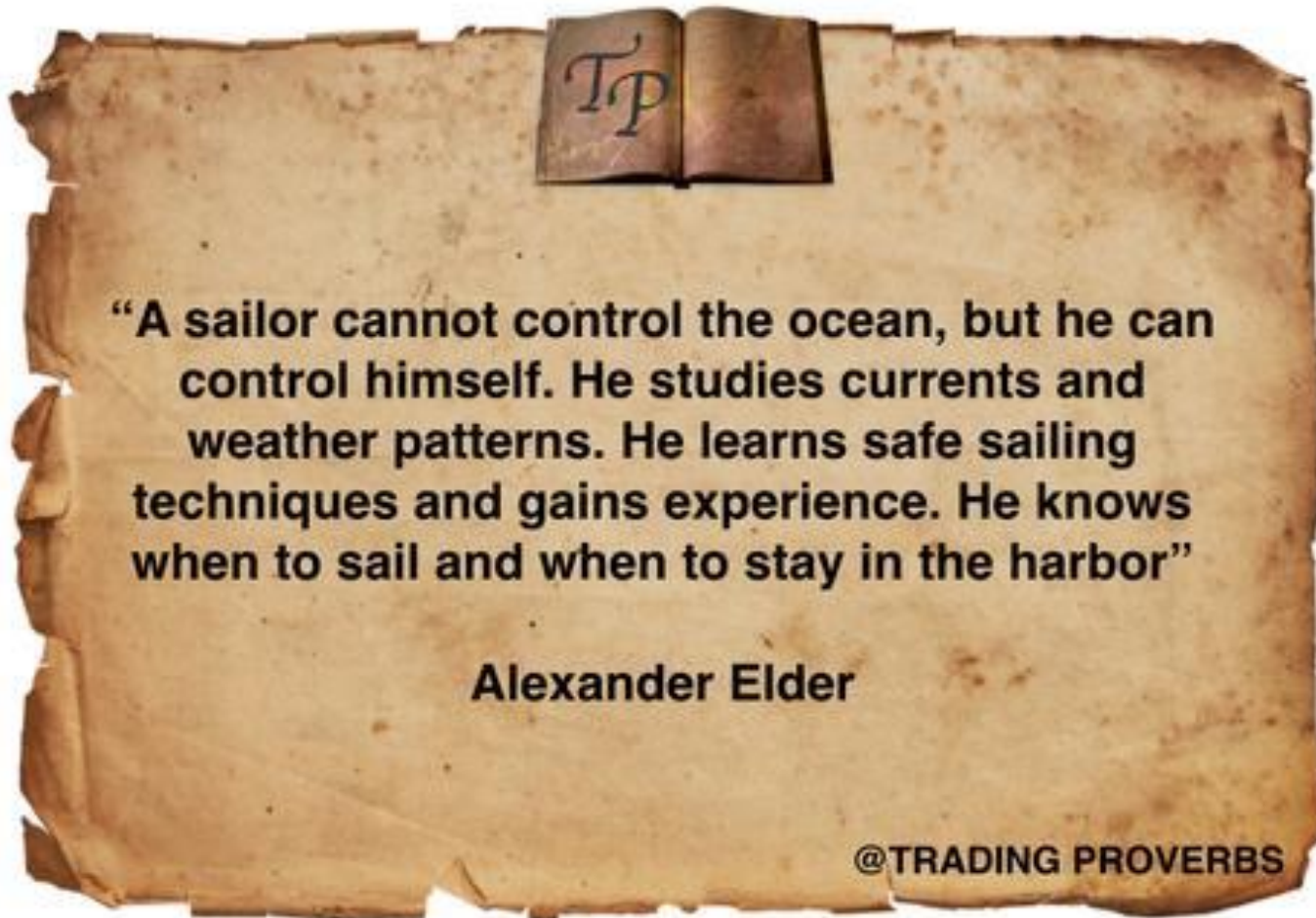
Fuente: Bloomberg

China: ¿soft landing o hard landing?



Fuente: Thomson Reuters Eikon

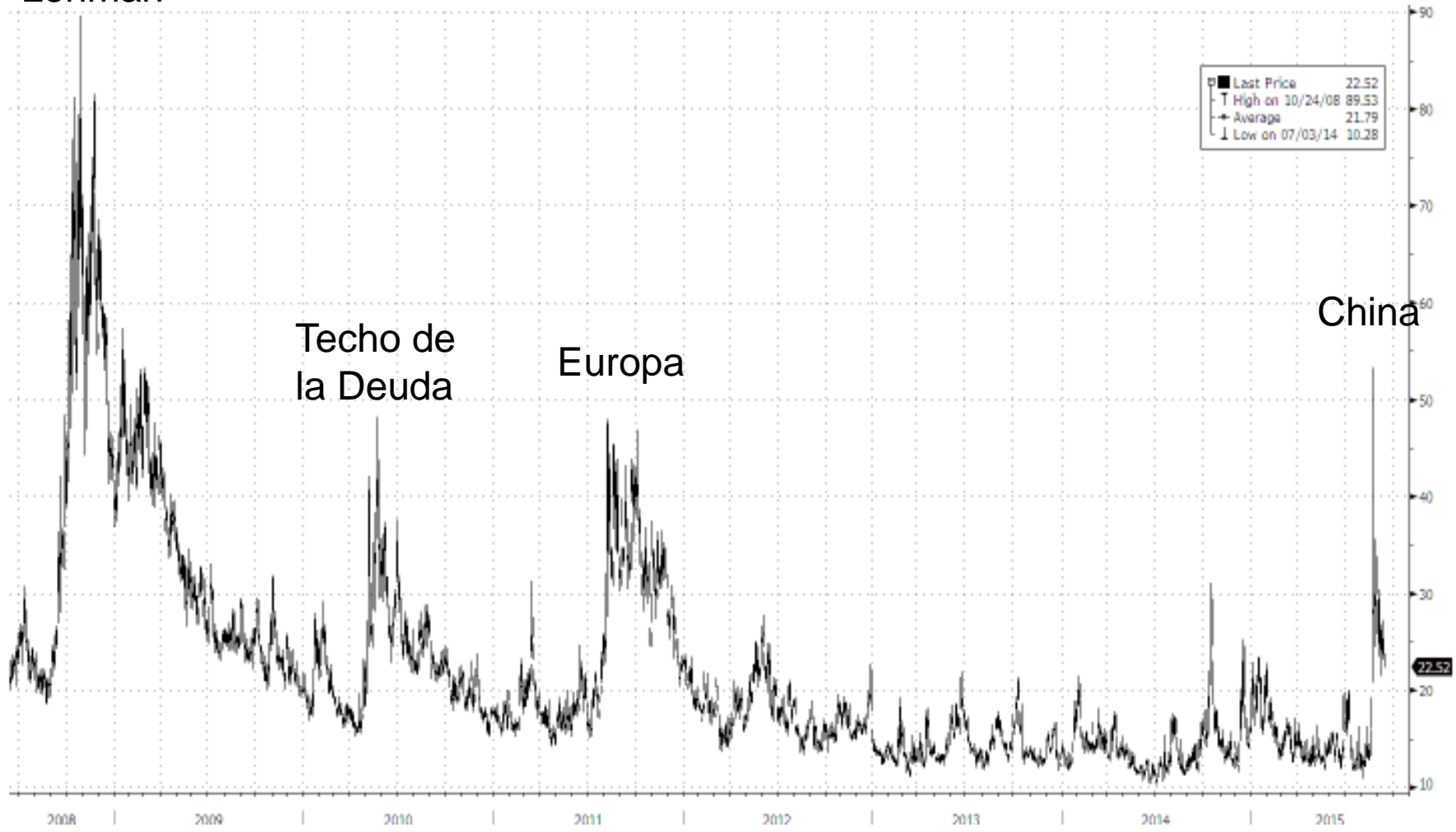
CAIDA DE LOS MERCADOS: No podemos adivinar la coyuntura, pero sí administrar los riesgos...



Acciones muy volátiles e impredecibles: imposible predecir una tendencia de corto plazo (recalculando...)

Lehman

Índice VIX, en porcentaje, 2008-2015



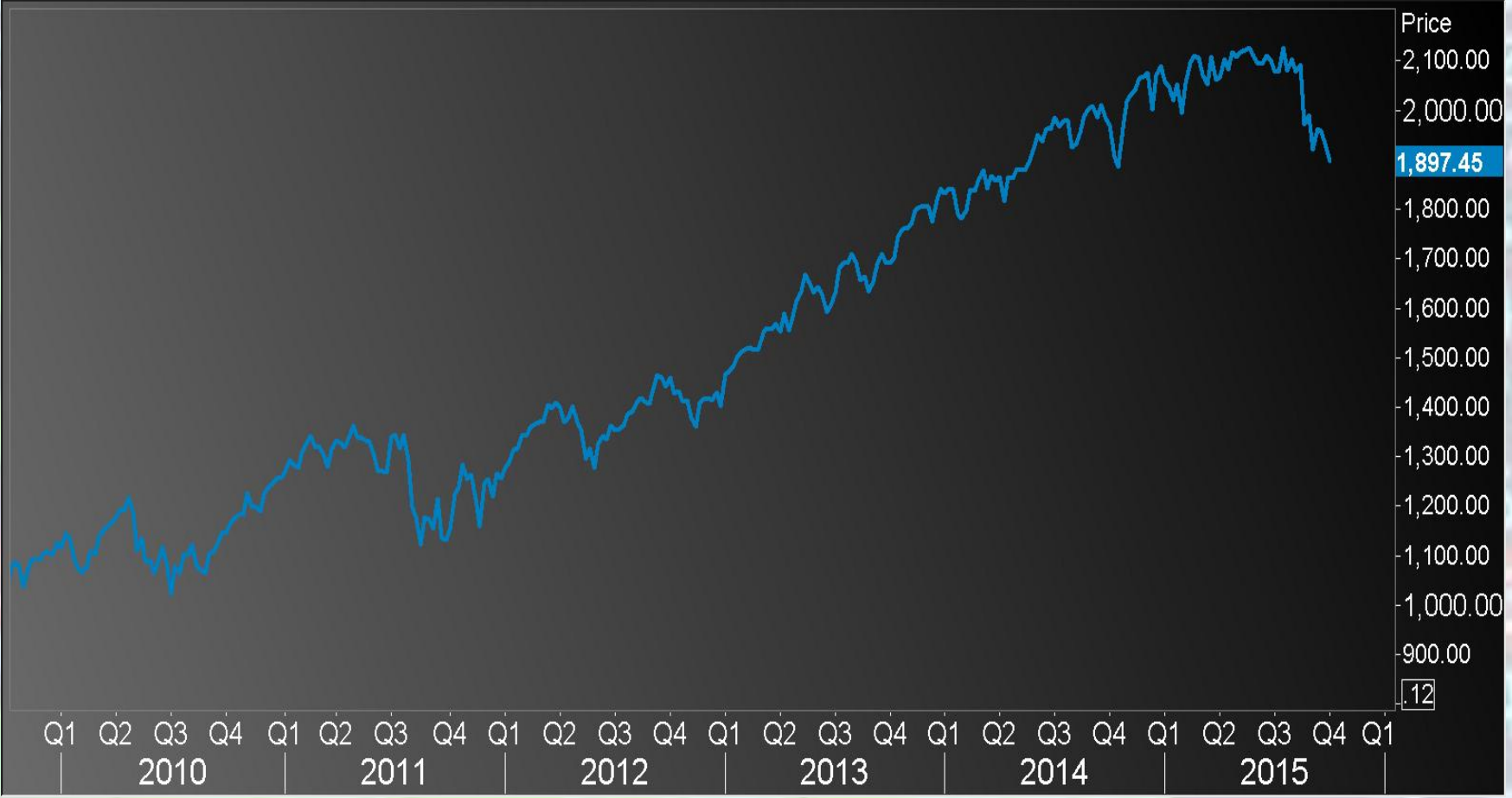
Fuente: Bloomberg



**¿Simplemente cansado y haciéndose el muerto?
¿O hay que consultarlo con alguien?**

Acciones de EE.UU. Se toman una pausa: en máximos, el riesgo se mantiene aún en niveles muy complacientes

Índice S&P 500



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Valuaciones del equity de nuevo en terreno barato

RATIO DE PRECIO A GANANCIAS DEL S&P 500
Trailing 12 meses y SPX (1953-2015: 62 años)



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Cuidado con las ganancias corporativas en EE.UU., que se desacelerarían (excluir empresas petroleras)

VARIACIÓN INTERANUAL DE GANANCIAS DEL S&P500:

	<u>2ºT15</u>	<u>3ºT15e</u>	<u>2015e</u>	<u>2016e</u>
Índice S&P 500	-0.7%	-5.1%	0.5%	9.9%
Consumo Discrecional	8.8%	10.3%	10.6%	15.7%
Consumo Básico	2.7%	-2.8%	1.2%	8.2%
Energía	-55.6%	-64.5%	-59.0%	9.1%
Financiero	6.8%	5.4%	14.8%	9.8%
Salud	15.3%	6.9%	11.6%	11.4%
Industrial	-4.7%	-5.9%	0.4%	7.8%
Tecnológico	4.5%	-0.1%	4.6%	8.9%
Materiales	4.2%	-13.7%	-2.2%	15.5%
Telecomunicaciones	8.5%	17.8%	16.9%	3.6%
Utilities	6.5%	-0.6%	1.7%	4.2%

Recordar:
Los cisnes negros
existen, y no avisan
(beta asimétrico)



Se terminó lo que se daba para Latinoamérica

- ❑ Hasta 2007 el contexto global fue de dólar débil, monedas emergentes fuertes, precios de las materias primas elevados (soja), alta liquidez, demanda importadora regional firme y Brasil en crecimiento y con el real fuerte.
- ❑ Los años 2009 y 2015 corrigen con monedas débiles y precios de materias primas más bajos : quedó atrás el ciclo de apreciación de las monedas
- ❑ La situación en Latinoamérica ha sido en los últimos años las de no poder sostener el ritmo de crecimiento económico ni mantener baja la tasa de inflación, evitar tensiones en el sector externo y no perder reservas y eludir el deterioro fiscal y los ajustes.
- ❑ La actividad de Latinoamérica se habría expandido al 1,3% en 2014, siendo ésta la menor tasa de crecimiento desde 2002 (con la excepción de la breve recesión registrada en 2009) según el FMI .
- ❑ Para 2015, se proyecta que el crecimiento siga reduciéndose, hasta 1,0%.

El problema se centra en emergentes

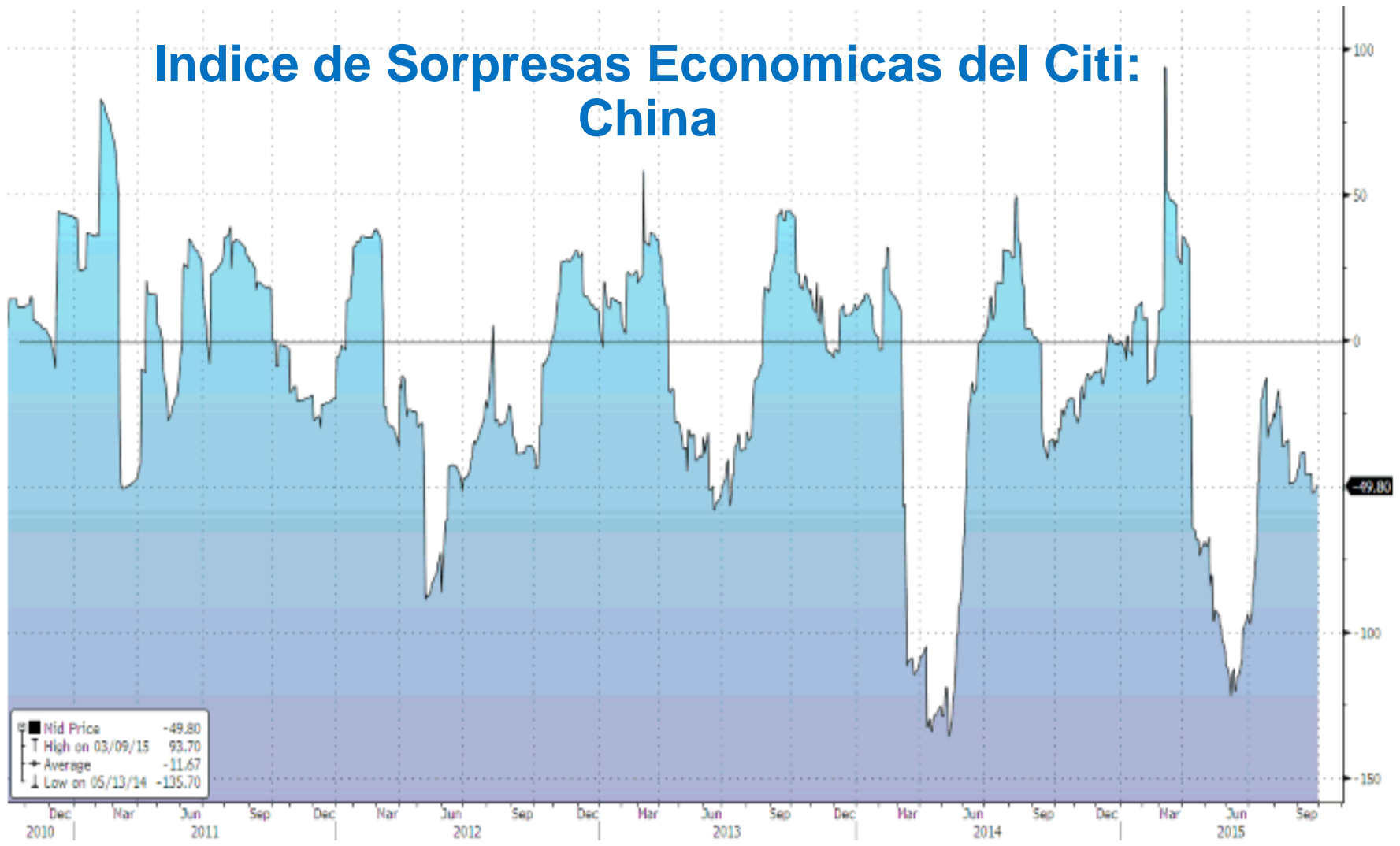
Indice de Sorpresas Economicas del Citi: países emergentes



Fuente: Bloomberg

China tiene mucho que ver con las correcciones de mercado

Indice de Sorpresas Economicas del Citi: China



Fuente: Bloomberg

China en el sube y baja: las valuaciones bajan mucho

Precio y Price-to-earnings forward del Shanghai Composite Index 2005-2015 (10 años)



Fuente: Bloomberg

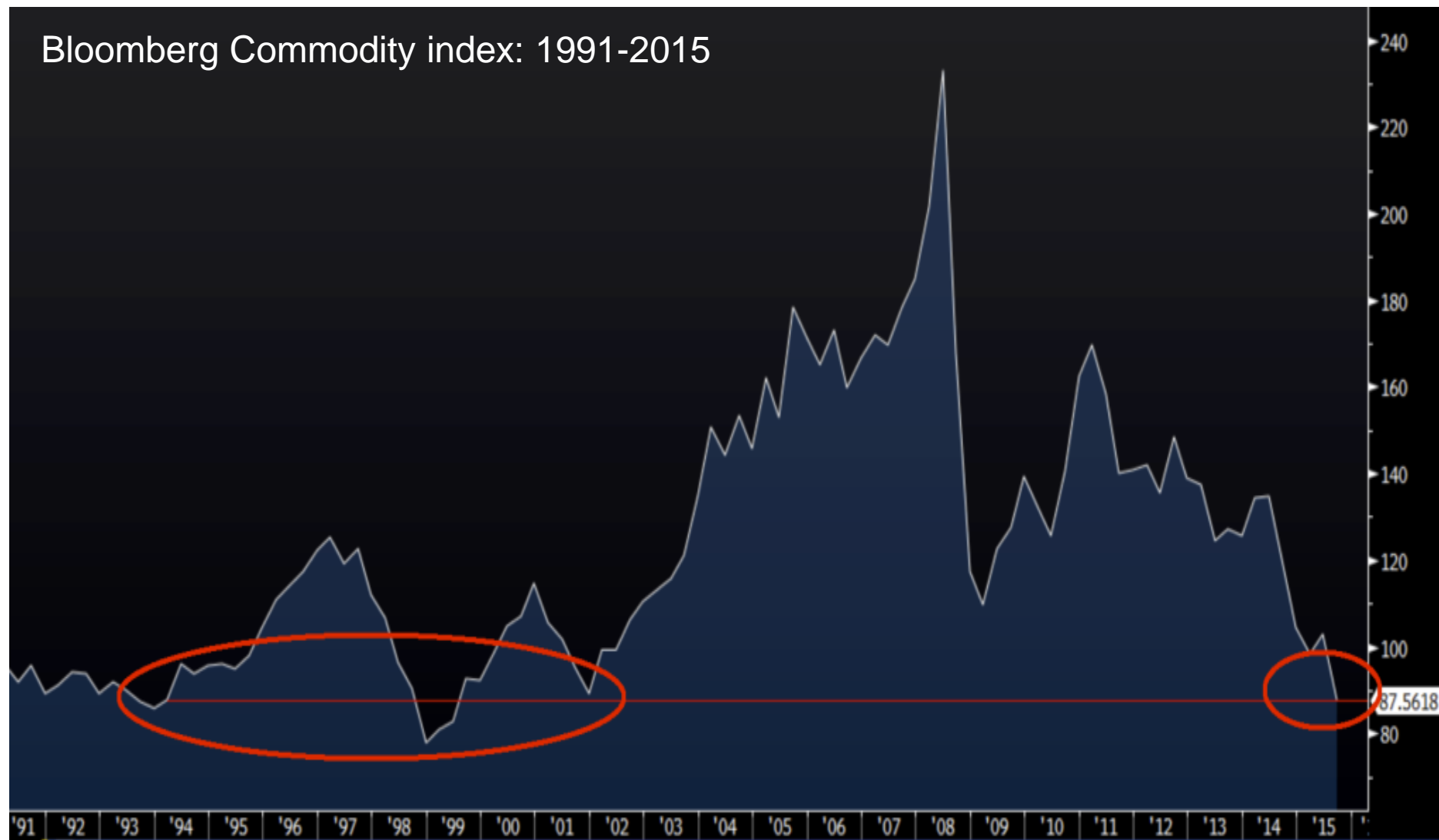
Shanghai Stock Exchange Composite Index				2 - BEst P/E Ratio (SHCOMP Index)(Curr			
Price	3005.17	BEst EPS (Y)	235.95	BEst P/E	12.74	High	42.42 on 10/12/2007
52 Week High	5178.19	BEst EPS (Y+1)	265.42	BEst P/B	1.53	Low	7.55 on 1/17/2014
52 Week Low	2279.84	BEst EPS (Y+2)	301.92	BEst Sales	2.59B	Average	15.55
Price Chg 1Yr	708.62	CAGR	N.A.	BEst EBITDA	406.87M	Median	13.61

Superdólar: golpe a las monedas emergentes (%)

	30-sep-15	2015	12m
Rupia India	65.5067	-3.9	-5.8
Rembimbi Chino	6.3556	-2.4	-3.5
Nueva Lira turca	3.0247	-29.6	-32.8
Real Brasileño	3.9478	-48.6	-61.5
Peso Mexicano	16.9173	-14.7	-26.0
Peso Chileno	696.20	-14.8	-16.5
Nuevo Sol Peruano	3.2223	-8.2	-11.7
Peso Colombiano	3,086.81	-29.3	-52.4
Peso Argentino	9.4217	-10.3	-11.8
Peso Uruguayo	29.05	-19.4	-17.4

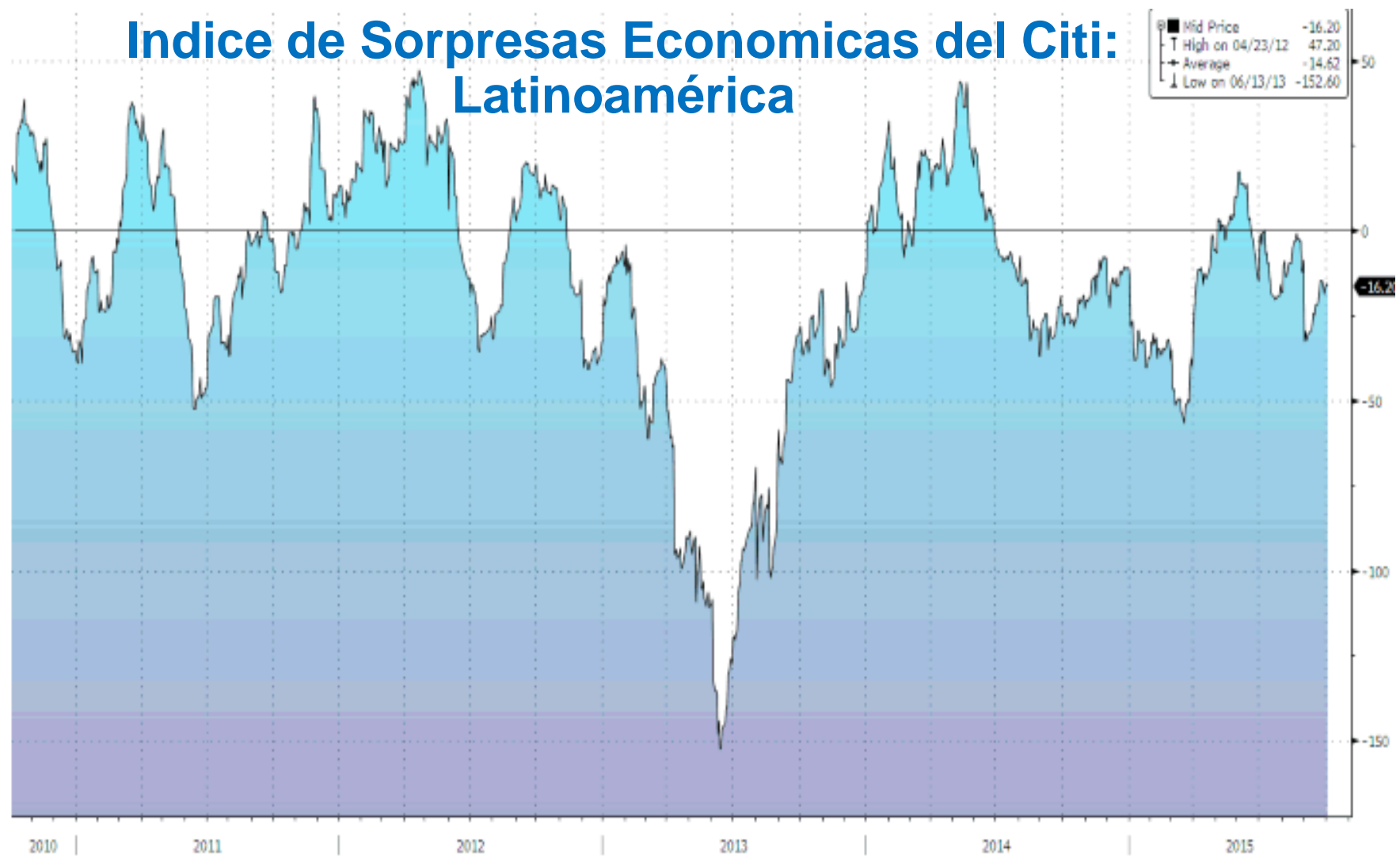
Commodities: una vuelta atrás a los valores de los 90's

Bloomberg Commodity index: 1991-2015



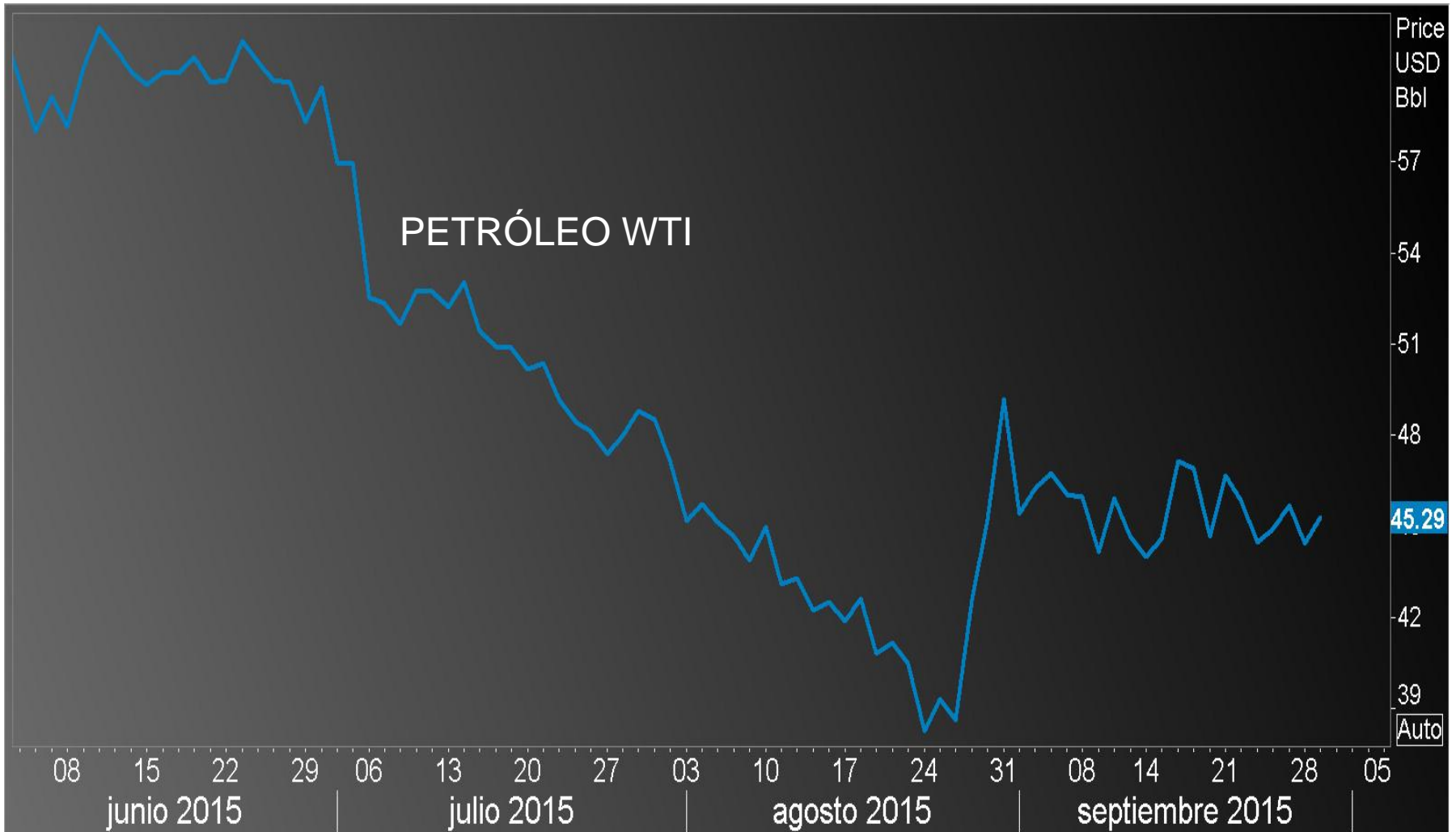
Las sorpresas siguen siendo del lado negativo

Indice de Sorpresas Economicas del Citi: Latinoamérica



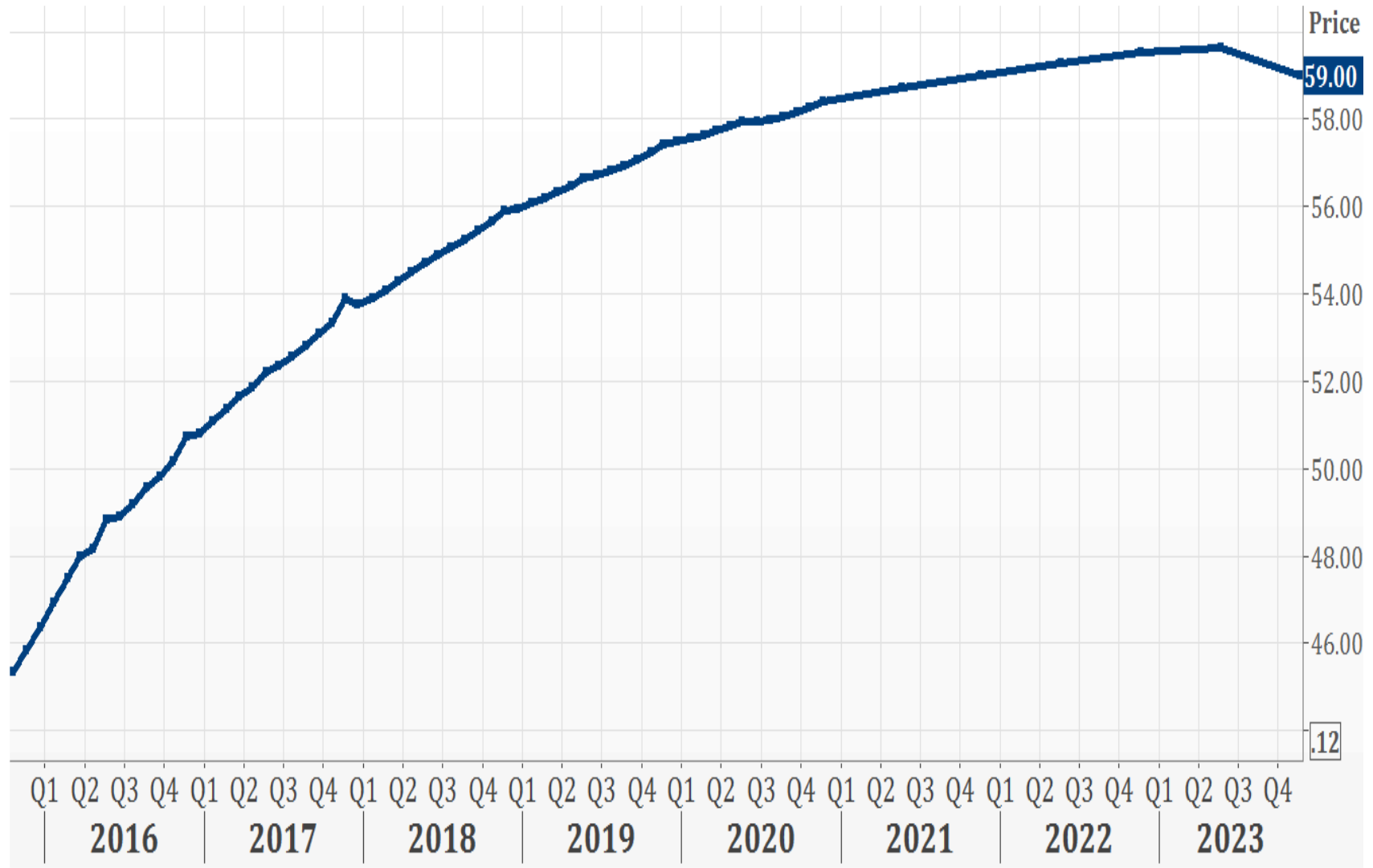
Fuente: Bloomberg

PETROLEO: la contracción de la oferta no alcanza a afectar las expectativas. Sigue el desbalance.



Fuente: Thomson Reuters Eikon

PETROLEO: lo que piensa el mercado de aquí al 2023



Fuente: Thomson Reuters Eikon

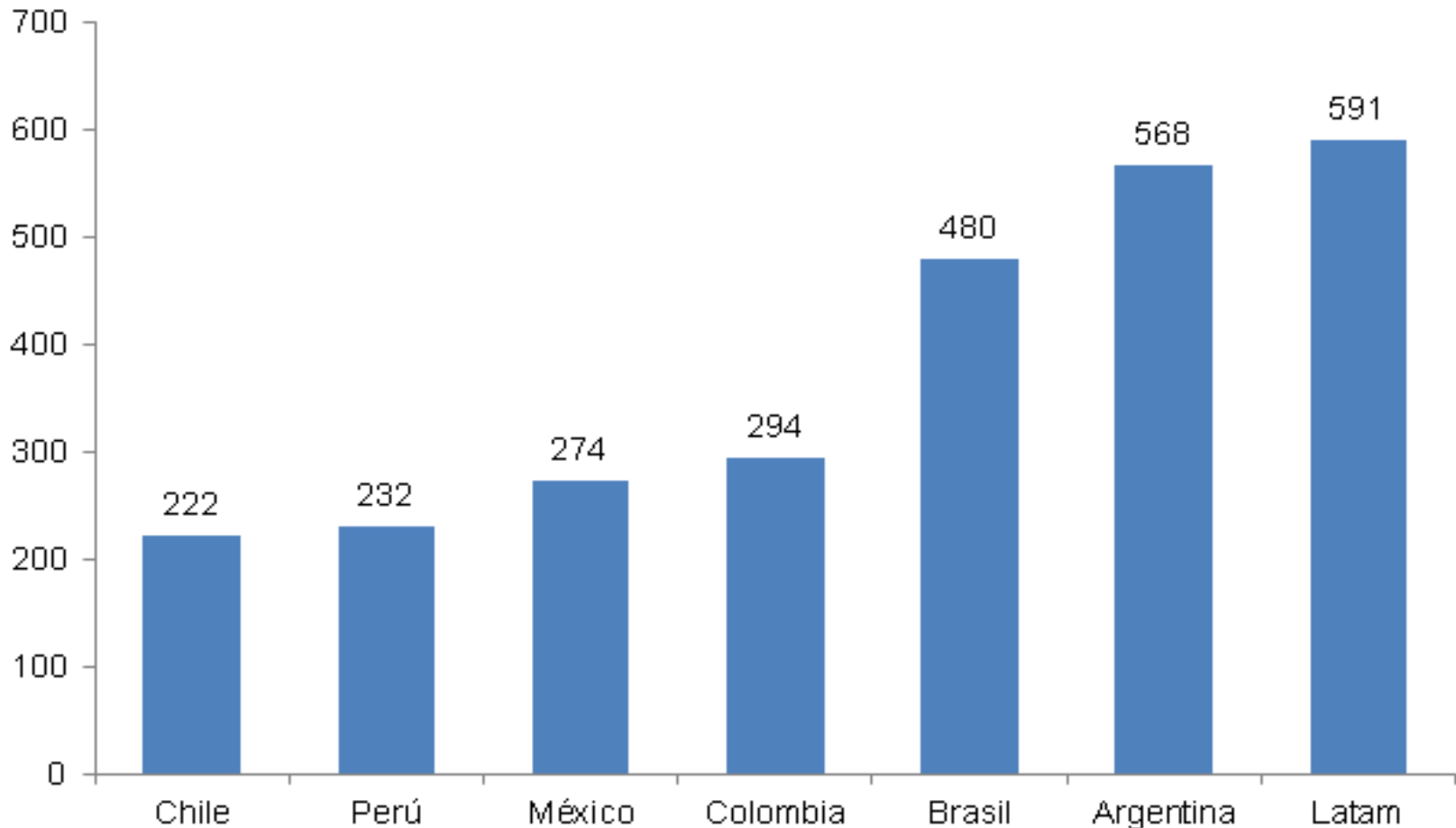
Latinoamérica complicada: el año del estancamiento selectivo y con problemas estructurales, fuertemente influenciada por Brasil

	PIB Real (% YoY)				Inflación (%)			
	2013	2014	2015e	2016e	2013	2014	2015e	2016e
Argentina	2.9	0.5	-0.5	2.5	10.9	24.0	15.7	17.5
Brasil	2.7	0.1	-2.3	-0.5	5.9	6.4	9.5	6.5
Chile	4.1	1.9	2.2	2.4	2.9	4.6	4.6	3.5
Colombia	4.7	4.6	3.0	3.2	1.9	3.7	4.8	3.6
México	1.4	2.1	2.7	3.5	4.0	4.1	3.0	3.4
Perú	5.8	2.4	3.0	4.0	2.9	3.2	3.7	2.5
Uruguay	5.1	3.5	2.5	2.0	8.5	8.3	8.6	8.0
Latinoamérica	2.7	1.2	0.2	1.6	5.2	7.5	7.0	5.9

	Balance Fiscal (% del PIB)				Cuenta Corriente (% del PIB)			
	2013	2014	2015e	2016e	2013	2014	2015e	2016e
Argentina	-1.9	-2.5	-3.9	-3.0	-0.7	-0.9	-1.3	-2.3
Brasil	-3.3	-6.2	-10.0	-6.3	-3.7	-4.5	-3.8	-3.3
Chile	-0.6	-1.6	-3.0	-2.8	-3.5	-1.2	1.0	-0.5
Colombia	-2.4	-2.3	-3.0	-3.7	-3.5	-3.4	-6.0	-5.2
México	-2.3	-3.2	-2.8	-2.6	-2.1	-1.9	-2.3	-2.5
Perú	0.9	0.2	-2.0	-1.0	-4.5	-5.5	-4.5	-3.5
Uruguay	-2.4	-3.3	-3.2	-3.0	-5.2	-4.6	-3.6	-3.3
Latinoamérica	-2.4	-4.1	-5.9	-4.2	-3.0	-3.2	-3.1	-3.0

Fuente: Santander Research

La escalada de Riesgo País en Latinoamérica llega a más que duplicarse en el caso de Brasil: Argentina afectada por un default técnico de su deuda (holdouts)

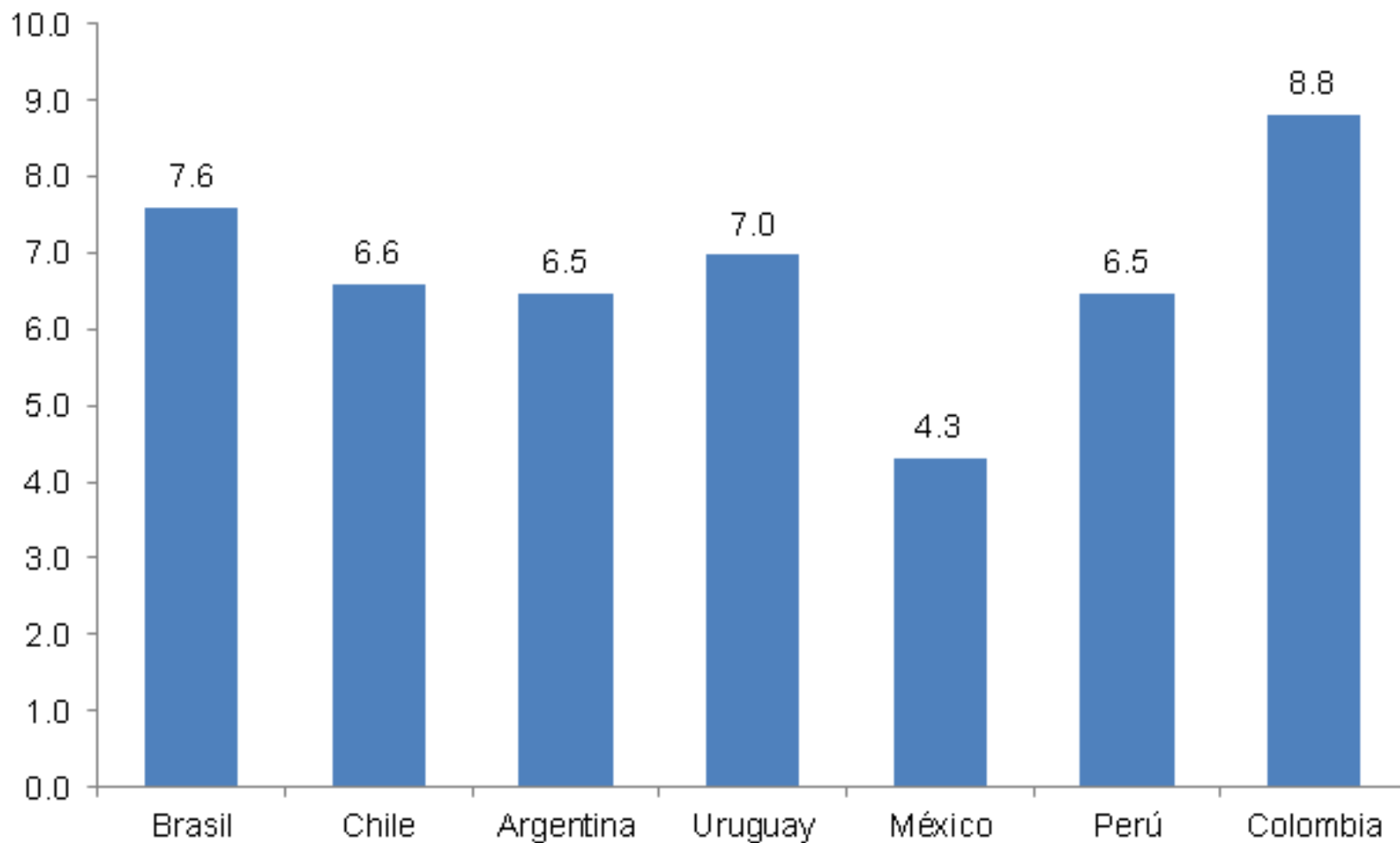


Siempre se puede estar peor...(la necesidad de una estrategia de cobertura)

La estimación del real por el mercado de futuros a fin del 2015 es de BRLUSD 4.10 y a fin del año que viene de BRLUSD 4.40.

La devaluación es un mecanismo de ajuste ante los desajustes fiscales y de cuenta corriente de este año.

Tasa de desempleo de países de Latinoamérica: Colombia lidera comparado con sus pares de la Región



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Deuda pública manejable, siempre y cuando los inversores no se replieguen. Pero deuda externa acecha en un contexto de devaluación de monedas regionales.

	Deuda Pública (% del PIB)				Deuda Externa (% del PIB)			
	2013	2014	2015e	2016e	2013	2014	2015e	2016e
Argentina	16.1	18.0	21.0	26.0	22.9	25.9	27.7	38.9
Brasil	33.8	34.1	38.2	40.7	14.1	16.0	20.0	22.0
Chile	7.8	2.7	4.4	6.5	47.6	56.4	60.8	62.6
Colombia	31.6	30.1	29.9	30.2	21.6	26.7	32.0	34.5
México	36.8	39.8	41.0	42.5	17.8	18.8	20.2	20.5
Perú	19.6	19.7	18.9	18.2	30.1	31.2	31.5	31.3
Uruguay	42.7	42.6	45.0	46.4	41.0	42.1	43.2	44.2
Latinoamérica	30.8	31.5	34.0	36.0	19.6	21.9	24.9	27.2

	Balanza Comercial (Bn de USD)				Tasa de Desempleo (%)			
	2013	2014	2015e	2016e	2013	2014	2015e	2016e
Argentina	8.0	6.7	4.5	2.7	6.4	6.9	7.5	6.6
Brasil	2.6	-3.9	7.9	20.5	5.4	4.8	6.8	8.5
Chile	2.1	7.8	8.2	7.2	6.0	6.4	6.6	7.0
Colombia	-0.6	2.1	-8.0	-6.0	9.6	9.1	8.5	8.3
México	-1.2	-2.8	-6.0	-7.5	4.9	4.8	4.2	4.2
Perú	0.0	-3.9	-2.0	2.0	5.9	5.9	6.5	6.3
Uruguay	-1.3	-0.9	-0.3	-0.1	6.5	6.6	7.5	8.1
Latinoamérica	9.6	5.1	4.3	18.8	5.8	5.5	6.3	6.9

Gracias

www.researchfortraders.com



[/rftraders](https://twitter.com/rftraders)



[/researchfortraders](https://www.linkedin.com/company/researchfortraders)



[/DarioEpstein](https://www.youtube.com/channel/UCDarioEpstein)



[/rftraders](https://www.facebook.com/rftraders)

Darío Epstein – Gustavo Neffa – Analaura García



ANEXOS

Valuación de acciones Latinoamericanas por país (tasas, riesgo país y tipo de cambio. Múltiplos al 23/9/15)

Indices	PBV	PE		EV/EBITDA	
		2015e	2016e	2015e	2016e
Argentina	1.3	7.5	6.6	2.6	2.4
Brasil	0.9	10.2	8.1	6.1	5.4
Chile	1.3	13.8	11.7	8.0	7.1
Colombia	0.8	9.8	7.9	5.6	5.0
México	2.3	16.1	17.1	8.4	8.6
Multinacional	0.9	22.3	15.9	6.9	6.3
Perú	1.7	10.4	9.4	8.5	7.5
Latinoamérica (MSCI)	1.2	12.2	10.6	6.8	6.3

Indices	Tasa de Interés	Riesgo País		Tipo de cambio	
		Cierre	en 2015	Cierre	en 2015
Argentina	21.7	568	-151	9.39	-9.9
Brasil	14.3	480	210	4.17	-36.5
Chile	2.8	222	53	704	-13.8
Colombia	4.5	294	98	3119	-23.8
México	3.0	274	61	17.12	-13.8
Perú	3.5	232	50	3.22	-7.4
Latinoamérica (MSCI)	-	591	83	-	-

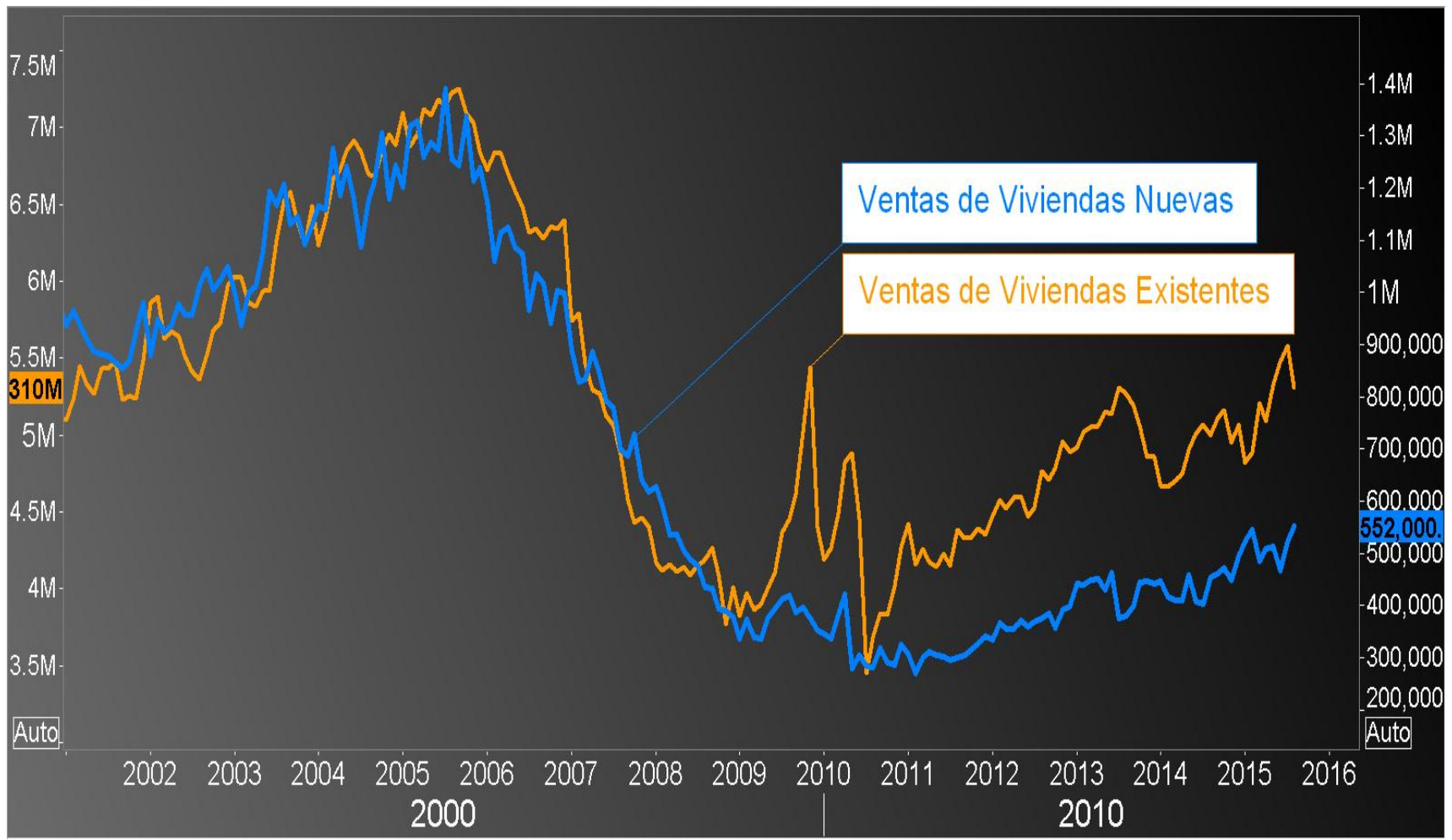
¿Cómo vemos los mercados hacia adelante?

- ❑ El Euro alcanzaría la paridad contra el dólar: una convergencia peligrosa para las empresas norteamericanas exportadoras o multinacionales.
- ❑ Yen acompañando la tendencia que le sigue imprimiendo el BoJ.
- ❑ Oportunidades en monedas no atadas a los commodities
- ❑ Acciones de EE.UU.: aún queda más ajuste por delante. Priorizar sectores de consumo, bancos, salud y tecnología. Cash Flows, Buy Backs, Dividendos.
- ❑ Renta Fija de larga duration y bajo rating: seguir esquivando por más que luzcan más atractivas.
- ❑ Emergentes: otro año perdido, a comenzar a mirar con lupa aquellos países no exportadores de commodities, en especial Asia emergente.
- ❑ Luego de la transición de este año, el Crecimiento mundial mejoraría en 2016 siempre y cuando EE.UU. no pise el freno, políticas del ECB efectivas y los emergentes dejen atrás lo peor, commodities rebotando un poco.

Renta Fija: priorizar mejores créditos y menores durations para poder enfrentar la suba de tasas de la Fed

- US Treasuries Fixed Rate (-)
- Treasury Inflation-Protected Securities TIPS (=)
- Investment Grade Treasuries (-)
- Municipal Bonds (-)
- Agencies (-)
- Preferred Securities (+)
- US High Yield Corporate Bonds (=)
- US Investment Grade Corporate Bonds (+)
- Emerging Market Bonds Local currencies (-)
- Emerging Market Bonds Local currencies (+)

El mercado inmobiliario de EE.UU. se recupera aunque lejos de los valores pre-crisis



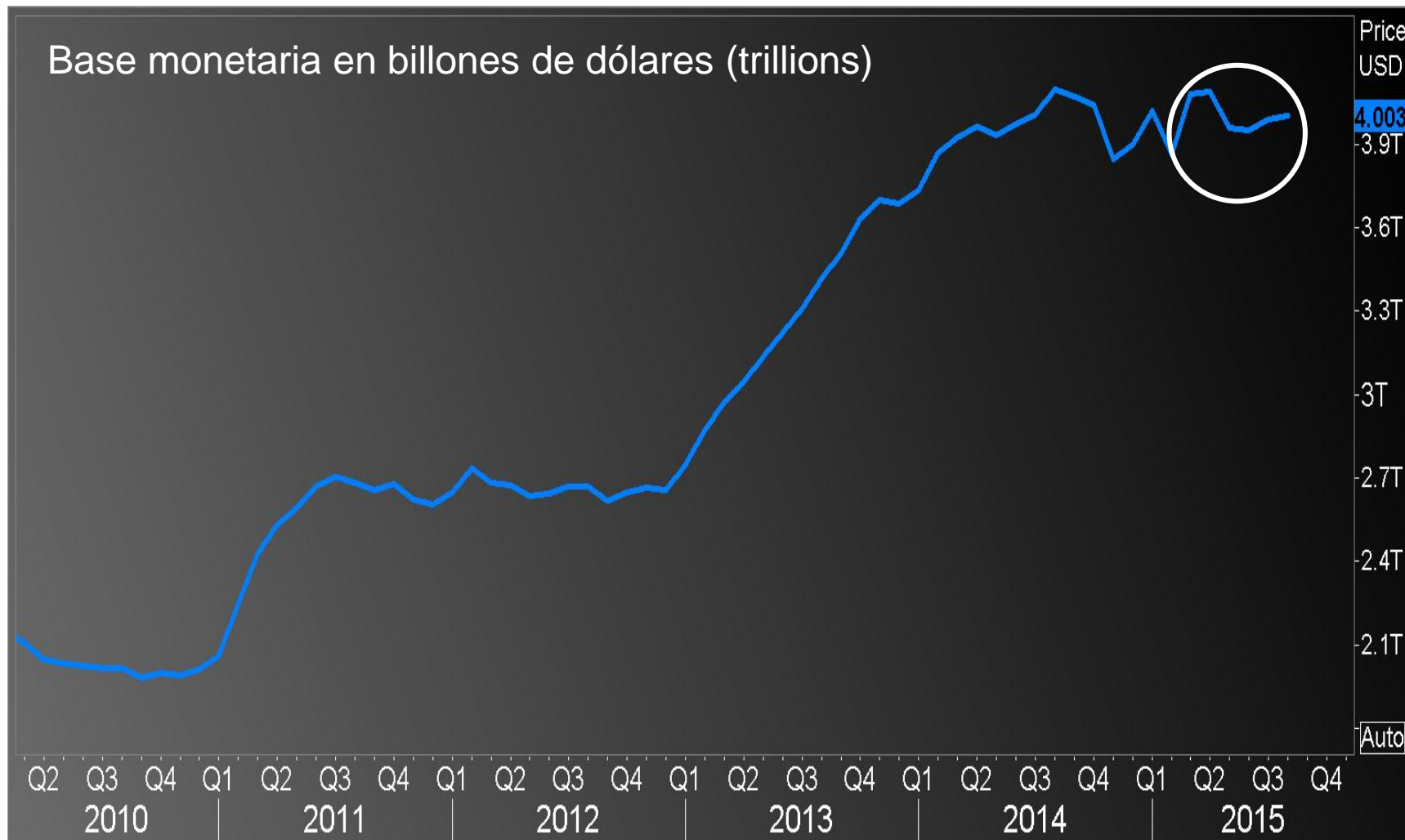
Fuente: Thomson Reuters Eikon

Confianza del Consumidor: en niveles altos, pero con ligera caída después de superar los 100 puntos



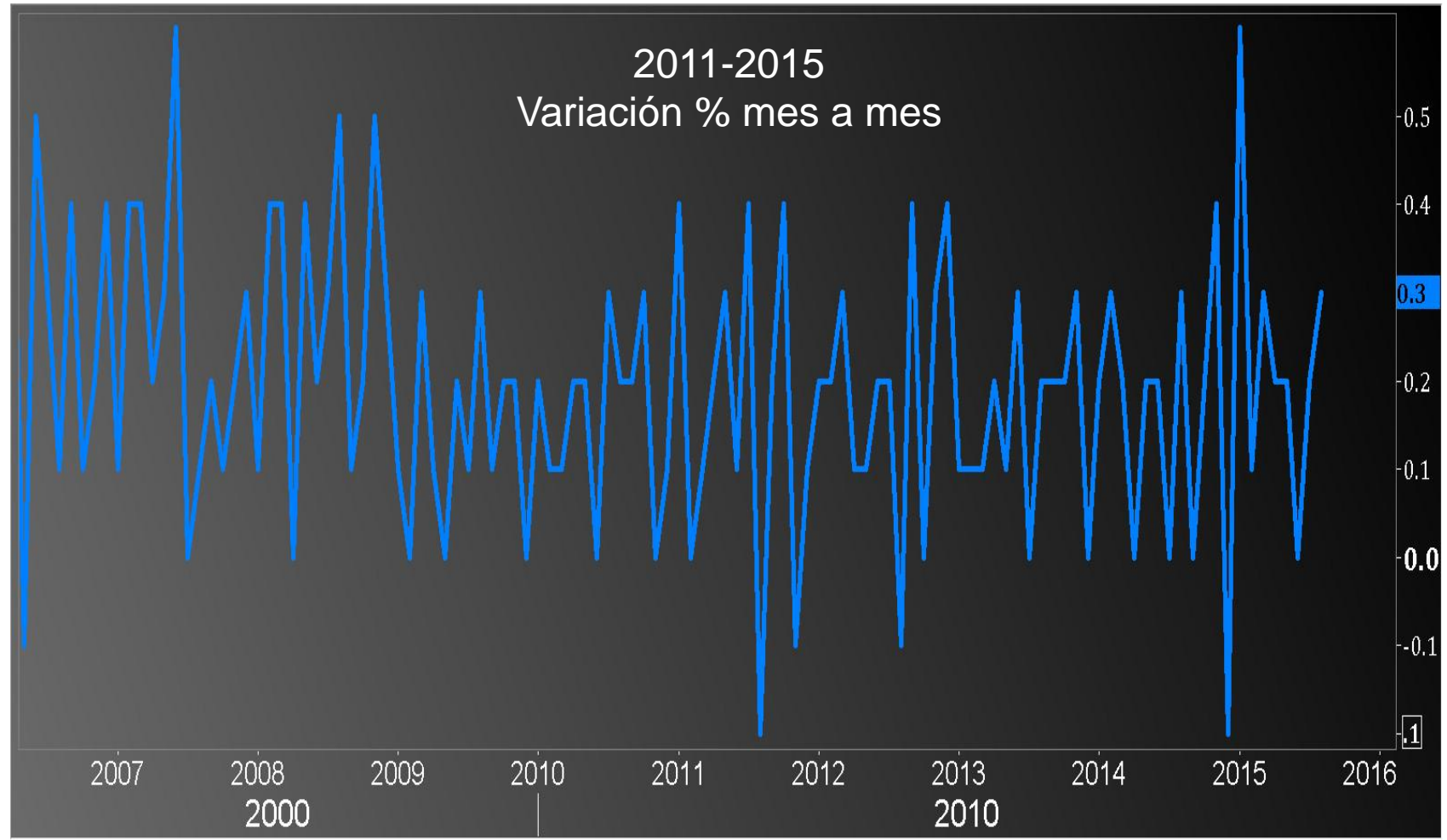
Fuente: Thomson Reuters Eikon

Emisión monetaria en EE.UU: sacando el pie del acelerador



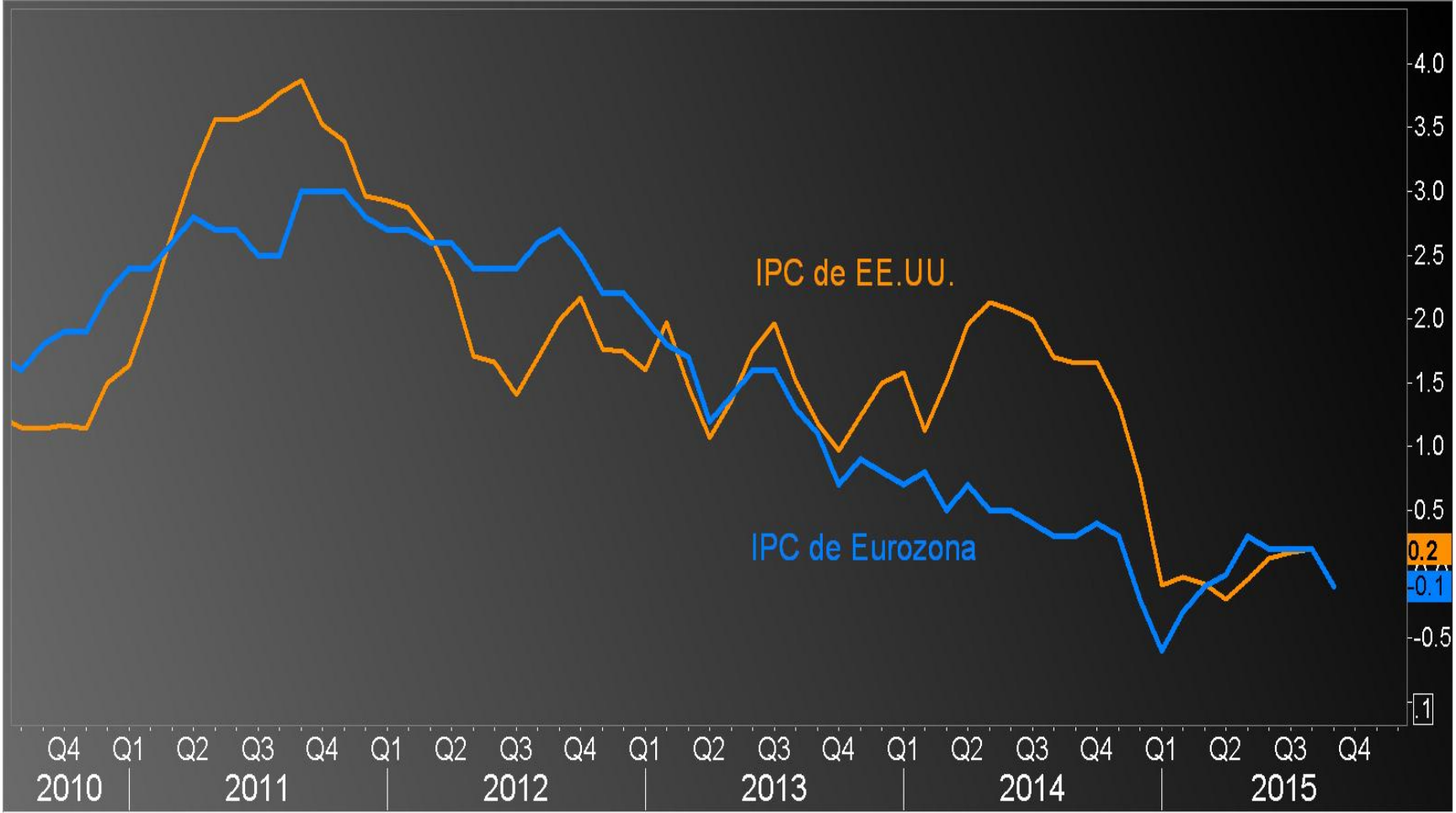
Fuente: Thomson Reuters Eikon

Crecimiento promedio de ingresos por hora en EE.UU.: sin grandes presiones de los salarios sobre los precios



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Inflación Core: Europa toma cartas en el asunto y presenta un ambicioso plan cuantitativo para evitar una peligrosa deflación



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Rebote de tasas de Treasuries europeos desde rendimientos mínimos históricos (y posterior caída)



Fuente: Thomson Reuters Eikon