



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN EN LOS PAÍSES EMERGENTES

Autor: Juan Rayo Morell

Director: Pedro Mirete

ÍNDICE

| | | |
|-----|---|-----------|
| 1. | Resumen | 1 |
| 2. | Introducción | 2 |
| | 2.1 Objetivos | 2 |
| | 2.2 Metodología | 2 |
| 3. | Análisis macroeconómico: el panorama mundial actual | 3 |
| 4. | Países emergentes | 4 |
| | 4.1 Definición | 4 |
| | 4.2 Clasificación y selección de países objeto de estudio | 5 |
| | 4.3 Atractivo de la inversión en emergentes | 7 |
| | 4.4 Riesgos de invertir en mercados emergentes | 9 |
| 5. | Posibles métodos de inversión | 10 |
| 6. | Modelo de valoración | 11 |
| | 6.1 Price-earnings ratio | 11 |
| | 6.2 Modelo de Gordon-Shapiro | 11 |
| | 6.3 Earnings Yield Gap | 13 |
| 7. | Relación tipos de interés y bolsa | 15 |
| 8. | Relación PIB y bolsa | 16 |
| 9. | Análisis por países y de mercado | 19 |
| | 9.1 América Latina: Brasil, México y Chile | 19 |
| | 9.2 Europa, M. Este y África: Sudáfrica, Rusia, Turquía y Qatar | 25 |
| | 9.3 Asia: China, India, Corea del Sur y Taiwán | 33 |
| 10. | Resumen de los resultados | 42 |
| 11. | Modelo RAYMO y recomendación de inversión | 43 |
| 12. | Conclusión | 48 |
| 13. | Bibliografía | 51 |

1. RESUMEN

Este estudio analiza el atractivo de los países emergentes como inversión bajo el panorama mundial actual. Tras la realización de este artículo se concluye que, a pesar de las buenas perspectivas en el largo plazo, las economías emergentes no están ausentes de riesgos e incertidumbre. La heterogeneidad bajo los países emergentes está presente tanto en un análisis financiero-económico como político-social, por lo que se deberá atender a las especificidades de cada mercado. A través de un modelo de análisis de creación propia se cierra el informe con una recomendación de inversión.

Palabras clave: inversión, mercado emergente, Gordon-Shapiro, bolsa, índice bursátil, valoración, Earnings Yield Gap, prima de riesgo implícita, Price-earnings ratio, crecimiento implícito.

ABSTRACT

This paper analyzes the appeal of emerging markets, from an investment point of view, under the current state of global affairs. After the completion of this study, it was determined that several risks as well as factors of uncertainty exist despite the positive long-term prospects. When investing, the various financial- economic and socio- political indicators of these emerging markets must be taken into account. An investment recommendation sums up the paper through an own creation model.

Key words: investment, emerging market, Gordon-Shapiro, stock exchange, valuation, Earnings Yield Gap, implicit risk premium, Price-earnings ratio, implicit growth rate.

2. INTRODUCCIÓN

2.1 OBJETIVOS

Mediante la realización de este trabajo, se pretende comprobar si las expectativas de mayor crecimiento que ofrecen las economías emergentes frente a las economías maduras se corresponden, en la actualidad, con una mejor oportunidad de inversión.

2.2 METODOLOGÍA

PARTE DESCRIPTIVA:

Un análisis del entorno global conformará la primera parte del proyecto. Con la ayuda de informes del Fondo Monetario Internacional, se pretenderá conocer el panorama mundial actual al mismo tiempo que se ofrecen proyecciones y tendencias de los principales indicadores globales.

Tras una selección de los países emergentes que serán objeto de estudio, se ahondará en las debilidades y fortalezas que puedan presentar sus economías, así como sus relaciones de dependencia a determinados sectores o terceros países. Un análisis PESTEL proporcionará la información necesaria para valorar riesgos y oportunidades futuras.

PARTE CUANTITATIVA:

Abordando un análisis financiero-económico de los mercados elegidos, se llegará al corazón del proyecto; una parte de carácter principalmente cuantitativo, que con la ayuda del modelo de Gordon- Shapiro, se estudiará el nivel de infravaloración de cada uno de los índices seleccionados.

A modo de conclusión, un modelo de creación propia, permitirá clasificar los diferentes mercados en base al análisis previo y cerrar el proyecto con una recomendación de inversión.

3. ANÁLISIS MACROECONÓMICO: PANORAMA MUNDIAL ACTUAL

La reactivación notable de la inversión, el comercio internacional y la producción industrial, sumada a la mejora de la confianza de las empresas y los consumidores, está apuntalando la recuperación. (FMI, 2017) Se prevé un crecimiento mundial para 2017 del 3,7% y dos décimas más para 2018.

Tras este aparente optimismo global, todavía se esconden algunos países con frágiles perspectivas de crecimiento. Por el momento, no se han logrado los niveles de inflación objetivo de muchas economías avanzadas y los países exportadores de materias primas siguen acomodándose al estancamiento de los ingresos del exterior.

A nivel global el repunte de la actividad parece consolidarse debido a la intensificación del crecimiento en emergentes gracias al entorno mundial más favorable y la recuperación de las economías avanzadas. Según el FMI (2017), China y otras economías emergentes de Asia, siguen conservando el empuje del crecimiento, al tiempo que algunos países exportadores de materias primas de América Latina muestran indicios de mejora en sus difíciles condiciones.

El crecimiento se percibe sólido en los mercados financieros. Se espera que los cambios aplicados en la política tributaria estadounidense, consistentes en reducciones de las tasas impositivas a las empresas, favorezcan el impulso de la actividad económica. Pese a ello, existe incertidumbre en cuanto a las tensiones de índole geopolítica y a las políticas de regulación, donde se esperan subidas graduales de los tipos de interés y medidas de normalización monetaria.

El vigoroso crecimiento de los índices bursátiles a principios del 2018, aumenta las posibilidades de una corrección en los mercados financieros, lo que provocaría una minoración de la confianza en un crecimiento sostenido. Habrá que estar muy atentos a posibles desencadenantes de ruptura de la tendencia alcista de los últimos meses como las políticas proteccionistas y enfrentamientos comerciales entre países.

Respecto a las materias primas, los precios del crudo han repuntado gracias a las limitaciones en la producción y los acuerdos de la OPEP, lo que ha llevado a superiores niveles de inflación subyacente. Estos aumentos en el precio empujan también los índices de los países emergentes, sobre todo en aquellos donde la exportación de materias primas es primordial.

De cara a los próximos años, se sigue esperando fortaleza en el crecimiento global con proyecciones del 3,9% para 2018 y 2019.

4. PAÍSES EMERGENTES

4.1 DEFINICIÓN

Los criterios utilizados a la hora de clasificar los mercados en emergentes y desarrollados son muy diversos y en numerosas ocasiones, la no universalidad del término “emergente” da lugar a error. “Durante mucho tiempo, la condición de emergente de un país venía dada por su nivel de riqueza, medido por la renta nacional bruta per cápita. Sin embargo, el ritmo al que han crecido las economías emergentes y el cada vez mayor número y diversidad de países que han ido entrando en esta clasificación hacen difícil mantener este dato puramente estadístico como único criterio.” (Carmignac, 2017)

Con la finalidad de evitar confusión a lo largo del estudio, en este trabajo se entenderá el término “mercado emergente” de acuerdo con la definición del economista del Banco Mundial Antoine van Agtmael en 1981, como aquellas naciones que se encuentran bajo un rápido crecimiento económico y proceso de industrialización. (EconomyWatch,2017)

Los mercados emergentes se caracterizan principalmente por reunir una gran parte de la población mundial (en su mayoría de edad joven), por experimentar un elevado crecimiento del consumo y por una fuerte internacionalización de sus economías. (GestiónPasiva,2018)

4.2 CLASIFICACIÓN Y SELECCIÓN DE PAÍSES OBJETO DE ESTUDIO

Una de las múltiples opciones de clasificación de países es la utilizada por Morgan Stanley en la elaboración de sus fondos de renta variable internacional. De acuerdo al desarrollo económico, tamaño y liquidez de los mercados de capitales y nivel de accesibilidad para el inversor extranjero, esta clasificación permite agrupar los países de cada zona geográfica en: mercados desarrollados, mercados emergentes y mercados frontera.

| MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX | | | | | | | | | | |
|------------------------------------|---------------------|------------|---------------------|--------------------------|-----------|-------------------|--------------|------------|------------|------------|
| MERCADOS DESARROLLADOS | | | MERCADOS EMERGENTES | | | MERCADOS FRONTERA | | | | |
| AMERICA | EUROPA Y MEDIO ESTE | PACÍFICO | AMERICA | EUROPA, M. ESTE Y ÁFRICA | PACÍFICO | AMÉRICA | EUROPA Y CIS | ÁFRICA | MEDIO ESTE | ASIA |
| Canadá | Austria | Australia | Brasil | Sudáfrica | China | Argentina | Croacia | Kenia | Bahrein | Bangladesh |
| Estados Unidos | Bélgica | Hong Kong | Mexico | Rusia | India | | Estonia | Mauritania | Jordania | Sri Lanka |
| | Dinamarca | Japón | Chile | Turquía | Korea | | Lituania | Marruecos | Kuwait | Vietnam |
| | Finlandia | N. Zelanda | Colombia | Qatar | Taiwán | | Kazakshta | Nigeria | Lebanon | |
| | Francia | Singapur | Peru | Polonia | Malaysia | | Rumanía | Tunisia | Oman | |
| | Alemania | | | Em. Árabes | Indonesia | | Serbia | | | |
| | Irlanda | | | Rep. checa | Tailandia | | Eslovenia | | | |
| | Israel | | | Grecia | Filipinas | | | | | |
| | Italia | | | Egipto | Pakistán | | | | | |
| | Holanda | | | Hungría | | | | | | |
| | Noruega | | | | | | | | | |
| | Portugal | | | | | | | | | |
| | España | | | | | | | | | |
| | Suecia | | | | | | | | | |
| | Suiza | | | | | | | | | |
| | R. Unido | | | | | | | | | |

Teniendo como objetivo la simplificación del estudio y tomando como base el listado anterior, se seleccionarán aquellos países con mayor capitalización bursátil dentro de las tres zonas geográficas determinadas por el MSCI (America; Europa, Medio Este y África; Asia).

En las siguientes tablas, se puede observar el porcentaje de capitalización bursátil que representan los índices sobre el total de cada zona geográfica. De esta forma, se realizará el estudio sobre aquellas economías que, ordenadas de mayor a menor, alcancen un acumulado de más de un 80% de capitalización sobre el área seleccionada (sombreado gris).

| America Latina | | | | |
|----------------|--------------|---------------------------|-------------|-----------|
| PAÍS | ÍNDICE | MARKET CAP BILLONES \$ | % del Total | Acumulado |
| Brasil | Bovespa | 837,77 | 52% | 52% |
| Mexico | BMV | 355,72 | 22% | 74% |
| Chile | IGPA General | 217,85 | 14% | 88% |
| Colombia | BVC | 106 | 7% | 95% |
| Peru | BVL | 84,89 | 5% | 100% |
| TOTAL | | 1602,23 | 100% | 100% |

| Europa, Medio este, África | | | | |
|----------------------------|--------|---------------------------|-------------|-----------|
| PAÍS | ÍNDICE | MARKET CAP BILLONES \$ | % del Total | Acumulado |
| Sudáfrica | JSE | 995,12 | 42% | 42% |
| Rusia | MOEX | 643 | 27% | 69% |
| Turquía | BIST | 174,4 | 7% | 76% |
| Qatar | QE | 156,3 | 7% | 83% |
| Polonia | GPW | 152,95 | 6% | 89% |
| Emiratos árabes unidos | ADX | 116,96 | 5% | 94% |
| República checa | | 45 | 2% | 96% |
| Grecia | ASE | 35,96 | 2% | 98% |
| Egipto | EGX | 32,64 | 1% | 99% |
| Hungría | BSE | 23,2 | 1% | 100% |
| TOTAL | | 2375,53 | 100% | 100% |

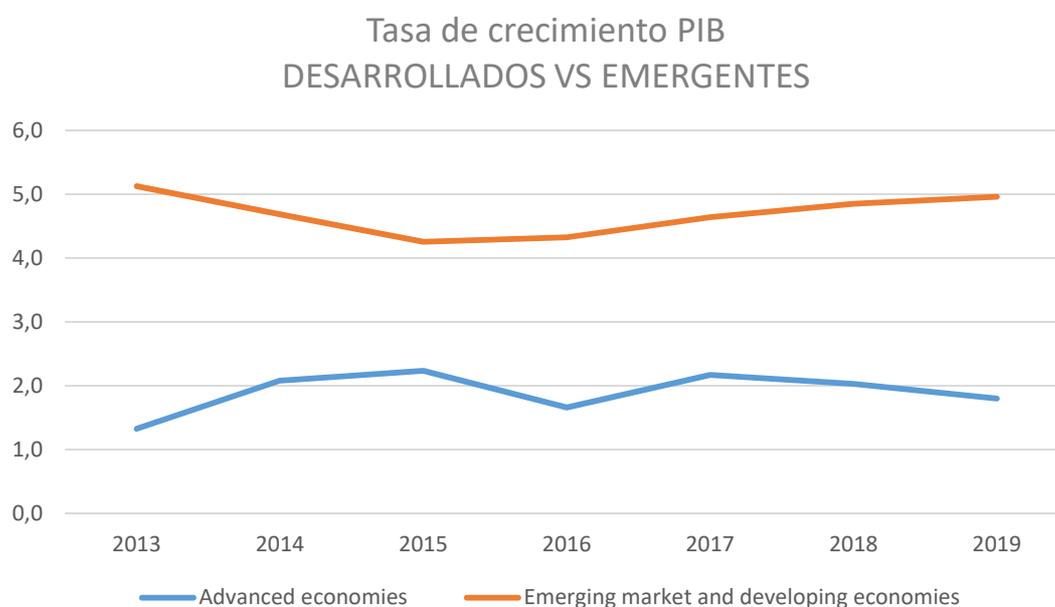
| Asia | | | | |
|-----------|--------|---------------------------|-------------|-----------|
| PAÍS | ÍNDICE | MARKET CAP BILLONES \$ | % del Total | Acumulado |
| China | SSE | 4270 | 44% | 44% |
| India | BSE | 1660 | 17% | 61% |
| Korea | KRX | 1330 | 14% | 75% |
| Taiwán | TWSE | 891,06 | 9% | 84% |
| Malaysia | MYX | 372,72 | 4% | 88% |
| Indonesia | IDX | 431,81 | 4% | 92% |
| Tailandia | SET | 449,55 | 5% | 97% |
| Filipinas | PSE | 252,14 | 3% | 100% |
| Pakistán | PSX | 44 | 0% | 100% |
| TOTAL | | 9701,28 | 100% | 100% |

4.3 ATRACTIVO DE LA INVERSIÓN EN EMERGENTES

Convencionalmente, los países de Europa Occidental, EEUU y Canadá controlaban los intercambios de materias primas, comercio de bienes y flujos de capitales, siendo considerados los dueños de la economía mundial. Con la entrada del siglo XXI, esta tendencia parece estar cambiando y los países en desarrollo concentran ya el 51% del comercio global y el 40% del PIB mundial. (Banco Mundial, 2015)

Jim Yong Kim, presidente del Banco Mundial, confirmaba esta nueva tendencia afirmando en diciembre de 2017 que “los mercados emergentes conducirán el crecimiento mundial en 2018” (Reuters, 2018). Estas economías crecerán a tasas próximas al 4,5 por ciento en 2018 y a ritmo de 4,7 en 2019 y 2020, principalmente impulsadas por las economías exportadoras de materias primas. Tasas claramente superiores a las previstas para las economías desarrolladas, las cuales sufrirán una ligera desaceleración que las llevará a crecer a paso del 2,2 por ciento.

En el gráfico que se muestra a continuación, se observa la clara diferencia de la evolución del PIB en las economías emergentes y en desarrollo en el período 2013-2019.



*Datos obtenidos del Fondo Monetario Internacional.

La mejora de las infraestructuras y el avance tecnológico están favoreciendo un aumento de la productividad en la mayor parte de los sectores. Lo que unido al aumento del consumo interno y la mejora del poder adquisitivo en ciertas economías, potenciará fuertemente su desarrollo.

Por otro lado, el proceso de globalización les ha brindado la oportunidad de aumentar las exportaciones de sus compañías a terceros países, así como elevar los flujos de capital hacia sus mercados a través de nuevas inversiones. Además la demografía parece favorable para un crecimiento sostenido, ya que se trata de poblaciones jóvenes de gran tamaño que emigran hacia áreas urbanas en busca de mejores condiciones.

4.4 RIESGOS DE INVERTIR EN MERCADOS EMERGENTES

No todo es tan bonito como parece. Invertir en emergentes tiene ciertos riesgos que se deberán tener en cuenta si no se quieren sorpresas. Al fin y al cabo uno de los básicos de las finanzas es el binomio rentabilidad-riesgo, exponiendo la elevada correlación entre ambas variables.

La incertidumbre política es sin duda, uno de los principales riesgos que presentan estas economías. Conflictos geopolíticos, corrupción, abusos de poder y malas decisiones son algunos de los acontecimientos frecuentes que causan incertidumbre en los mercados. Unido a ello, existe un riesgo de inflación fruto de la combinación de un elevado crecimiento económico con una inadecuada política monetaria. La inflación podría lastrar el crecimiento en caso de una devaluación de la divisa y consecuente perjuicio de los beneficios empresariales.

Existen también riesgos de liquidez resultantes de los menores volúmenes de negociación en comparación con los mercados más desarrollados. Se podrían producir fuertes fluctuaciones en las cotizaciones en caso de no haber suficientes compradores para determinados niveles de precios y viceversa.

Al tratarse de una inversión en países extranjeros, se deberá tener en cuenta el efecto divisa, ya que las rentabilidades no solo dependerán de las variaciones del activo en cuestión, sino también del tipo de cambio existente en cada momento.

5. MÉTODOS DE INVERSIÓN

En el caso de que consideremos que realmente los países emergentes representan una gran oportunidad de inversión y que nuestro perfil de riesgo es compatible con la incertidumbre y volatilidad que estos mercados pueden presentar, existen numerosas formas de hacerlo.

Aunque los riesgos en cuanto a regulación y liquidez están presentes, la opción más sencilla es la compra directa de acciones de los mercados emergentes. Pero esta no es la única opción posible. A través de valores de países desarrollados que lleven a cabo gran parte de su actividad en economías emergentes, se pueden reducir los riesgos que conlleva hacerlo directamente en los índices de emergentes. Con el potencial de crecimiento que tienen, cada vez es mayor el número de grandes compañías que deciden internacionalizar parte de su negocio a estos países para elevar sus beneficios.

De modo contrario, se puede invertir en acciones de empresas de mercados emergentes que coticen en las bolsas de mercados desarrollados. Aunque las opciones de inversión se vean muy reducidas y restringidas podría ser una posibilidad interesante para perfiles menos arriesgados y con menor conocimiento financiero.

Y por último, una opción en auge es invertir a través de fondos de inversión o ETF's. Permiten entrar en los mercados delegando parte de la gestión y selección de activos a entidades financieras a cambio de una serie de comisiones. Los ETF's o fondos indexados serán fondos de gestión pasiva que replicarán las fluctuaciones del índice que seleccionemos.

6. MODELO DE VALORACIÓN

6.1 PRICE-EARNINGS RATIO (PER)

Debido a su simplicidad y rapidez en el cálculo, tomaremos como punto de partida el análisis del ratio PER. Como su propio nombre indica (Price-earnings ratio), pone en relación capitalización bursátil y beneficio neto. Si lo analizamos de forma teórica, nos indica cuántas unidades de precio estoy pagando por cada unidad de beneficio. Por ejemplo, un ratio PER de 18 nos indicaría que se está pagando 18 veces el beneficio neto anual. O de otra forma, suponiendo que se mantuviesen constantes los beneficios netos anuales, se tardarían 18 años en recuperar la totalidad del dinero invertido.

De ello podemos concluir que cuanto más elevado sea el valor de este ratio, más sobrevalorada podría estar la compañía o índice analizado y viceversa. Sin embargo, la utilidad de esta cifra de forma aislada es escasa. Suele ponerse en valor cuando se utiliza de forma comparativa con empresas o índices semejantes al sujeto del análisis.

A pesar de su rápida aproximación al grado de sobrevaloración e infravaloración del activo estudiado, deberemos complementar el PER con otros modelos de valoración así como llevar a cabo un análisis macroeconómico que soporte los resultados obtenidos.

6.2 MODELO DE GORDON

Se utiliza el modelo de Gordon para estudiar con más detenimiento la situación de los índices bursátiles de los países emergentes y observar si realmente representan una oportunidad de inversión o si los mercados ya descuentan sus abultadas tasas de crecimiento económico. Este modelo parte de la base de que el precio del índice se puede obtener a partir del valor actual de los flujos de caja generados a perpetuidad. En el caso de los índices bursátiles, los flujos de caja serán los dividendos de las empresas que lo componen y crecerán a una determinada tasa a perpetuidad “g” y siendo descontados a una tasa “K”.

$$P_0 = \frac{FC_1}{K_e - g} = \frac{BPA \times \text{payout}}{K_e - g}$$

- P_0 : precio índice bursátil en la actualidad
- FC_1 : dividendos de las compañías que componen el índice
- K_e : tasa libre de riesgo + prima de riesgo
- g : tasa de crecimiento a perpetuidad
- BPA: Beneficios Por Acción
- Payout: % del beneficio neto repartido como dividendos

Si asumimos que la totalidad de los beneficios obtenidos por las compañías son repartidos como dividendos a los accionistas podemos obtener la siguiente igualdad:

$$PER = \frac{1}{K_e - g}$$

Como se explica en (Pedro Mirete, 2018) habremos conseguido hacer que la valoración dependa de las siguientes variables:

- Beneficios generados por las empresas que componen el índice
- Tipos de interés a largo plazo (bono a 10 años)
- Crecimiento esperado de la economía

Teniendo como hipótesis una tasa “ g ” basada en el crecimiento del PIB y con unos beneficios y tipos de interés dados, seremos capaces de hacer una aproximación a la prima de riesgo implícita descontada por el mercado en un momento concreto. Y si por el contrario, tomamos como hipótesis en el modelo la prima de riesgo, se podrá obtener una aproximación a la tasa de crecimiento implícita.

$$\text{Prima de riesgo implícita} = \frac{1}{PER} + g - \text{Bono a 10 años}$$

$$\text{Crecimiento implícito a perpetuidad} = k - \frac{1}{\text{PER}}$$

Si como norma consideramos que las ineficiencias del mercado van a tender a corregirse tarde o temprano, una prima de riesgo elevada nos indicará que estamos ante un buen momento de inversión por la infravaloración aparente del índice. Mientras que si lo que tenemos es una prima de riesgo reducida (aproximadamente menor al 5%), la bolsa estará en estado de sobrevaloración y no será un buen momento de entrada en el mercado.

Un análisis similar podemos hacer con la tasa de crecimiento implícita. Cuanto menor sea el crecimiento implícito, más atractivo será el mercado en el momento del análisis ante las mayores posibilidades de revalorización del índice.

6.3 EARNINGS YIELD GAP- VALORACIÓN RELATIVA

Una alternativa a los modelos de valoración utilizados previamente sería el uso del Earnings Yield Gap (EYG). Este método de valoración consiste en realizar una comparativa entre las rentabilidades ofrecidas por los dos mayores grupos de activos financieros: la renta fija y la renta variable.

En el caso de la renta fija, se utiliza como medida de rentabilidad la tasa interna de retorno o TIR que ofrezca el bono a diez años de la economía que se esté analizando. Mientras que para estimar la rentabilidad de los activos de renta variable se considera la inversa del ratio PER como aproximación a los rendimientos ofrecidos.

De esta forma, podemos “medir la rentabilidad que ofrece la Bolsa medida en términos de beneficio en comparación con la tasa libre de riesgo” (Pedro Mirete,2018) de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$\text{EYG} = \text{TIR bono a 10 años} - \frac{1}{\text{PER índice}}$$

Aplicando la ecuación podemos obtener conclusiones distintas según los valores resultantes:

- Valores mayores que 0 → Sobrevaloración del índice. No será buen momento de invertir en renta variable, ya que la rentabilidad ofrecida por la Bolsa no es capaz de superar la TIR del bono a 10 años. Lo que es lo mismo, es preferible invertir en renta fija antes que hacerlo en el índice.
- Valores menores que 0 → Infravaloración del índice. Podríamos encontrarnos ante una buena oportunidad de entrada a renta variable por los mayores rendimientos frente al activo libre de riesgo.

En definitiva, si queremos sacar conclusiones suficientemente argumentadas y contrastadas resulta interesante estudiar diferentes métodos de valoración para un mismo activo y así tratar de minimizar los sesgos que cada modelo puede presentar.

7. RELACIÓN TIPOS DE INTERÉS Y BOLSA

El tipo de interés refleja el precio del dinero que se pide prestado. En este contexto, resulta muy conveniente entender esta variable en profundidad, ya que es considerada el factor con mayor efecto sobre los mercados y la economía.

El valor de estos tipos de interés no es igual para cualquier plazo, sino que es dependiente del momento en el que tenga que devolver el dinero. Así podremos obtener una curva de tipos con mayor pendiente cuando menores sean los tipos a corto plazo y mayores sean las expectativas de actividad económica y por lo tanto de inflación. (Pedro Mirete, 2018)

Suelen ser tres los efectos predominantes que se producen sobre los mercados financieros ante un cambio de tipos de interés.

- **Movimiento de flujos de capital:** una bajada de tipos de interés hará que los inversores prefieran tener su dinero en renta variable frente a la fija por un aumento de la rentabilidad relativa. Del modo contrario, una subida de tipos favorecerá los movimientos de capital hacia la renta fija.
- **Coste financiero:** cuanto menores sean los tipos de interés, menores serán los gastos financieros que tengan que asumir las compañías. Esto conlleva un posible aumento de los beneficios y por tanto de su valoración. Mientras que una subida penalizará el endeudamiento y la valoración de las compañías será menor.
- **Valor de las compañías:** si aumentan los tipos de interés, subirá el coste medio ponderado de capital (WACC) utilizado como tasa de descuento de los flujos de caja y perjudicará el valor actual de las compañías viéndose lastradas en Bolsa.

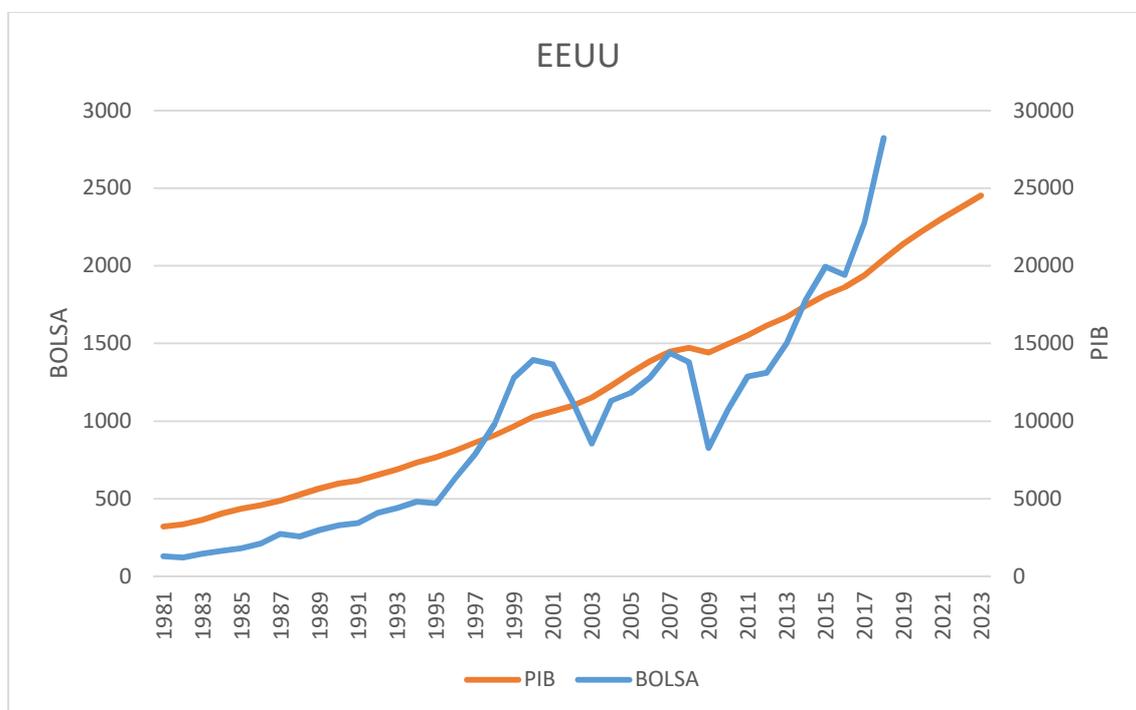
Con todo ello, podemos concluir que los tipos de interés y la bolsa se caracterizan por tener una relación inversa entre sí. Conforme suban los tipos de interés, menor será la valoración bursátil de los índices y viceversa. Ante el panorama mundial actual, se esperan subidas progresivas de los tipos de interés que puedan afectar a las Bolsas. Sin embargo, estas subidas podrían no considerarse excesivamente negativas, ya que estaríamos hablando de una normalización de tipos ante unas tasas extraordinariamente bajas durante los últimos años.

8. RELACIÓN PIB Y BOLSA

Una relación muy estudiada en el mundo financiero es la existente entre el crecimiento económico medido a través del producto interior bruto y los rendimientos obtenidos en los mercados bursátiles. El hecho de que muchos países emergentes presenten tasas espectaculares de crecimiento, en ocasiones superiores al 6%, nos hace preguntarnos si deberíamos aumentar el peso de las carteras en estas economías. Deberemos estudiar si mayores tasas de crecimiento del PIB nos indican una mejor oportunidad de inversión y por tanto mayores rendimientos.

Cabe pensar que un mayor crecimiento económico lleva a mayores beneficios empresariales, aumentando los Beneficios Por Acción (BPA) y a su vez incrementando los precios de las acciones. De ello, podemos extraer que existe una relación directa entre crecimiento del PIB y las bolsas.

Al objeto de corroborar lo anteriormente expuesto, tomaremos como ejemplo la bolsa de Estados Unidos y el crecimiento del PIB experimentado en el mismo período de tiempo y observaremos los resultados gráficamente:



Con este gráfico concluimos que en el largo plazo, la bolsa sigue a la economía. Sin embargo, la evolución bursátil tiende a ser mucho más volátil que el crecimiento económico. Ambas variables tienden a converger en largos períodos de tiempo, por lo que estudiando esta relación, podremos hacer una primera aproximación a la sobrevaloración o infravaloración de los índices objeto de estudio.

En un contexto meramente teórico, donde la economía está totalmente cerrada y solo compañías nacionales forman el índice bursátil del país (Simon Herrmann, 2016), los incrementos del precio de las acciones y el crecimiento del PIB estarán fuertemente correlacionados.

No obstante, esto no ocurre en la realidad y existen una serie de factores que favorecen las discrepancias entre ambas variables:

- El mercado se mueve por **expectativas** y trata de anticiparse a los acontecimientos económicos que puedan influir sobre el precio de la acción. En ocasiones, las expectativas de crecimiento no se corresponden con lo que realmente ocurre, provocando mayores fluctuaciones que el indicador subyacente.
- Existe un **efecto dilución** en el beneficio por acción fruto de la emisión de nuevas acciones por parte de las compañías.
- La **globalización** hace que los beneficios que reportan algunas compañías multinacionales no se vean reflejados en el PIB del propio país, sino que como resultado de su actividad más o menos global los beneficios son generados en el extranjero.
- El Producto Interior Bruto también recoge los **beneficios de compañías no cotizadas**, mientras que los índices engloban las compañías más potentes que negocian sus acciones públicamente.

De acuerdo con un artículo de Tomás García en Rankia (2016), en épocas de recesión la volatilidad del S&P500 ha sido superior frente a las épocas de expansión económica. Para realizar una buena inversión y conocer el riesgo que estamos asumiendo, sin duda, será interesante tratar de estudiar en qué fase del ciclo económico nos encontramos.

Como conclusión, cabe mencionar que existe un efecto apalancamiento en los beneficios y flujos de caja cuando los ingresos aumentan. Esto se debe a que beneficios y ventas no crecen en la misma proporción. Debido a la existencia de economías de escala, cuando las ventas suben, los beneficios tienden a crecer en mayor medida y viceversa. Gracias a la existencia de costes fijos, cuando aumenta la producción de bienes, los costes unitarios se ven reducidos y provocan un efecto palanca sobre los beneficios obtenidos. Este hecho podría explicar la mayor volatilidad de la cotización bursátil frente al PIB.

9. ANÁLISIS POR PAÍSES Y DE MERCADO

9.1 AMÉRICA LATINA

9.1.1 BRASIL

Considerada la novena economía mundial, la economía brasileña no se encuentra en sus mejores momentos. Hasta 2010, era una de las economías que experimentaba un mayor crecimiento a nivel global. Sin embargo, en 2015 y 2016, la disminución del consumo privado junto con la caída del precio de las materias primas, llevaron a Brasil a entrar en una profunda recesión.

Aunque dispone de ricos recursos naturales como soja, hierro y petróleo, el sector terciario representa más de un setenta por ciento de su PIB. “El país atrae a un gran número de empresas multinacionales de la industria agroalimentaria y de biocarburos, además de contar con el mayor volumen de ganado comercial del mundo.” (Santander Trade, 2017)

Pese a la riqueza de sus tierras, “el escenario económico de Brasil se ve opaco; el gobierno tiene que resistir las presiones económicas externas mientras que resuelve los desequilibrios internos.” (Infolatina, 2016) La deficiencia en las infraestructuras, normativas poco favorecedoras de los negocios, elevadas tasas de criminalidad y profundas desigualdades sociales son algunas de las dificultades a las que se enfrenta esta economía.

Con todo ello, se espera que la economía empiece a repuntar para 2017- 2018 gracias a un aumento de la inversión y las nuevas medidas de ajuste presupuestario.

El índice Bovespa es el índice más relevante en el contexto brasileño, en el que se encuentran las 60 empresas cotizadas con mayor liquidez de la Bolsa de valores de Sao Paulo (Economipedia, 2015). En él cotizan algunas compañías como Petrobras, Telefónica, Santander o Ultrapar.

La prima de riesgo implícita se encuentra excesivamente baja (0,71%) y el Earnings Yield Gap nos indica mayores rentabilidades ofrecidas por los activos de renta fija. A lo que hay que sumar el “grave estado de las cuentas fiscales con la mayor relación deuda- PIB de la región, el ambiente político volátil y la corrupción dominante a pesar de los avances recientes.” (UBS, 2017)

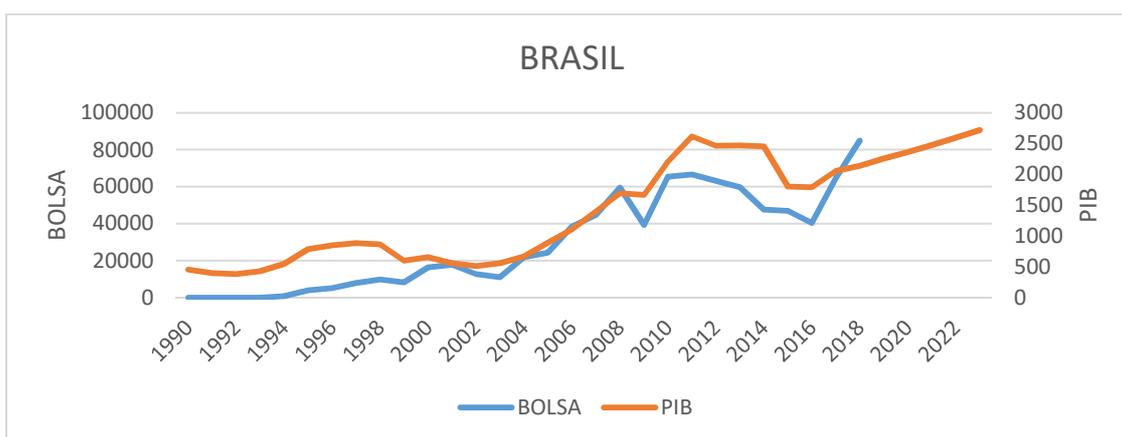
Sin embargo, el análisis del ratio PER sitúa al índice brasileño como el más barato entre las bolsas latinoamericanas, 12,83 frente a más de 17 del resto de países analizados del área. Además, el desencadenamiento de la recuperación

económica después de dos años de recesión, la tendencia descendente del paro y la reducción de las tasas de interés, traen buenas perspectivas macroeconómicas para los próximos años.

| | | | | | |
|--------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| BRASIL | ACTIVIDAD | PIB yoy | mar-18 | 0,7% | Ascendente |
| | | Producción industrial yoy | mar-18 | 2,5% | Ascendente |
| | | Tasa de paro | mar-18 | 12,2% | Descendente |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 2,80% | Estable |
| | | IPI interanual | ago-15 | 7,30% | Estable |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | dic-17 | 2,33% | |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-17 | -0,48% | Descendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-17 | -7,80% | |
| | | Deuda pública | dic-17 | 74,04% | Ascendente |

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|--------|----------|----------|----------|
| BPA | 272,40 | 3.994,98 | 6.528,23 | 7.440,00 |
| PER | 307,53 | 20,97 | 12,83 | 11,26 |
| EYG | 0,09 | 0,05 | 0,02 | 0,01 |
| Prima riesgo impl. | -6,75% | -2,31% | 0,71% | 1,80% |
| Crecimiento impl. | 13,75% | 9,31% | 6,29% | 5,20% |

| | | |
|--------|--------------------------|-----------|
| BRASIL | Índice | Bovespa |
| | Precio índice | 83.771,25 |
| | Bono a 10 años | 9,58 |
| | Growth rate (hypothesis) | 2,50% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.1.2 MÉXICO

La economía mexicana es una de las economías más grandes de Latinoamérica detrás de la brasileña. Su fuerte dependencia comercial con EEUU, la pone en una situación de incertidumbre desde la llegada al poder de Donald Trump. Con aproximadamente el 80% de sus exportaciones dirigidas a la economía norteamericana, lidiar con los conflictos con EEUU se convierte en una de las prioridades del gobierno mexicano. Este conflicto ha debilitado fuertemente el peso mexicano frente al dólar y ha favorecido un aumento de la inflación hasta el 5,3%.

El crecimiento del PIB se sitúa en torno al 1,5%, tras una pequeña desaceleración económica en 2016 fruto de la caída del precio del petróleo y las medidas proteccionistas estadounidenses. Además de ser uno de los mayores productores de minerales y productos agrícolas, sus reservas petrolíferas y de gas sitúan a México entre los cinco mayores productores de estas fuentes energéticas.

Con cerca de un 4% de desempleo, el sector servicios es el que más trabajo ofrece a los mexicanos, realizando también la mayor aportación al Producto Interior Bruto del país (63%). Según Portal Santander (Santander Trade, 2017), los sectores de alta tecnología, informática y desarrollo de software también están teniendo mucho auge gracias a la calidad de la fuerza de trabajo, las agrupaciones empresariales y los bajos costes de operación.

El país sigue teniendo fuertes desigualdades económicas, con un 45% de la población viviendo bajo el umbral de pobreza y sigue viéndose muy afectado por el narcotráfico.

El índice BMV IPC fue diseñado en octubre de 1978 y pretende recoger las acciones más líquidas ponderadas por capitalización modificada que figuran en la Bolsa Mexicana de Valores. Con 35 componentes, entre los que encontramos America Movil SAB, Fomento económico Mexicano o Grupo financiero Banorte, se pretende conseguir un índice lo más amplio y representativo posible de las acciones mexicanas sirviendo como benchmark para inversores tanto locales como internacionales.

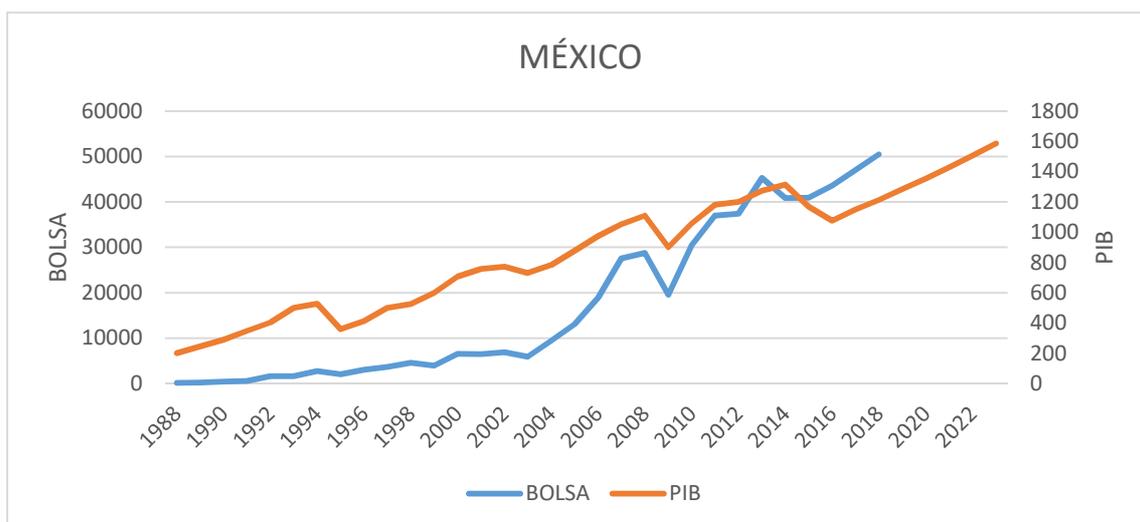
Un análisis similar al brasileño se puede aplicar al índice mexicano en relación al EYG, prima de riesgo implícita y crecimiento esperado. Además las fuertes

incertidumbres que acechan al país fruto de su relación con Estados Unidos, las inestabilidades políticas y la aparente sobrevaloración del índice, no animan a entrar en estos momentos en el valor.

| | | | | | |
|--------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| MÉXICO | ACTIVIDAD | PIB | dic-17 | 1,50% | Ascendente |
| | | Producción industrial | mar-18 | -0,70% | Descendente |
| | | Tasa de paro | ene-18 | 3,40% | Descendente |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 5,30% | Estable |
| | | IPI interanual | feb-18 | 3,20% | Estable |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | dic-17 | -2,25% | |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-17 | -1,60% | Ascendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-16 | -2,60% | Estable |
| | | Deuda pública | dic-16 | 47,90% | Ascendente |

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| MÉXICO | BPA | 1.967,82 | 2.326,48 | 2.866,33 | 3.338,88 |
| | PER | 24,80 | 20,98 | 17,03 | 14,62 |
| | EYG | 0,04 | 0,03 | 0,02 | 0,01 |
| | Prima riesgo impl. | -1,13% | -0,39% | 0,71% | 1,68% |
| | Crecimiento impl. | 8,13% | 7,39% | 6,29% | 5,32% |

| | | |
|--------|--------------------------|-----------|
| MÉXICO | Índice | BMV IPC |
| | Precio índice | 48.799,62 |
| | Bono a 10 años | 7,66 |
| | Growth rate (hypothesis) | 2,50% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.1.3 CHILE

La economía chilena tiene una fuerte dependencia del precio del cobre, al ser considerada la mayor exportadora de este mineral a nivel mundial. Venía creciendo a tasas en torno al 5% entre 2010 y 2014, pero una disminución del precio del cobre ha provocado una notable ralentización de su crecimiento hasta tasas próximas al 1,5%. Sin embargo, la tasa de paro se ha seguido manteniendo por debajo del 7% y con una aparente tendencia descendente.

Pese a ser un ejemplo para muchas de las economías latinoamericanas en lo que ha política y sistema financiero se refiere, la corrupción y la impopularidad del gobierno también están presentes en Chile. El Ranking de competitividad económica (World Economic Forum, 2017), considera que la ineficiencia del gobierno y la inestabilidad política junto con las restrictivas regulaciones laborales son los principales impedimentos a la hora de hacer negocios en el país.

Se están incrementando los esfuerzos por diversificar la actividad y no depender en exceso de la producción minera de carbón y cobre, pretendiendo un redireccionamiento de la producción energética hacia las energías renovables.

Por otro lado, cabe destacar el crecimiento del sector terciario que ya alcanza un 65% del valor añadido en porcentaje del PIB. Mientras que hay una escasa producción alimentaria alejada de cubrir las necesidades de sus habitantes.

El Índice General de Precios de Acciones o IGPA GENERAL es un índice desarrollado en 1980 que mide la evolución del patrimonio bursátil (número de acciones x valor actual) de las 100 mayores empresas por capitalización bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago. En él se agrupan empresas como Clínica Las Condes, Pacífico V Region o Banvida.

Con unas mejores expectativas de crecimiento económico favorables y progresivas para los próximos años, el análisis fundamental del índice chileno resulta más sólido que el de Brasil y México. Su prima de riesgo implícita se eleva a 3,54% para 2018 y la rentabilidad de la renta variable del país es la única que consigue batir ligeramente a la ofrecida por la renta fija.

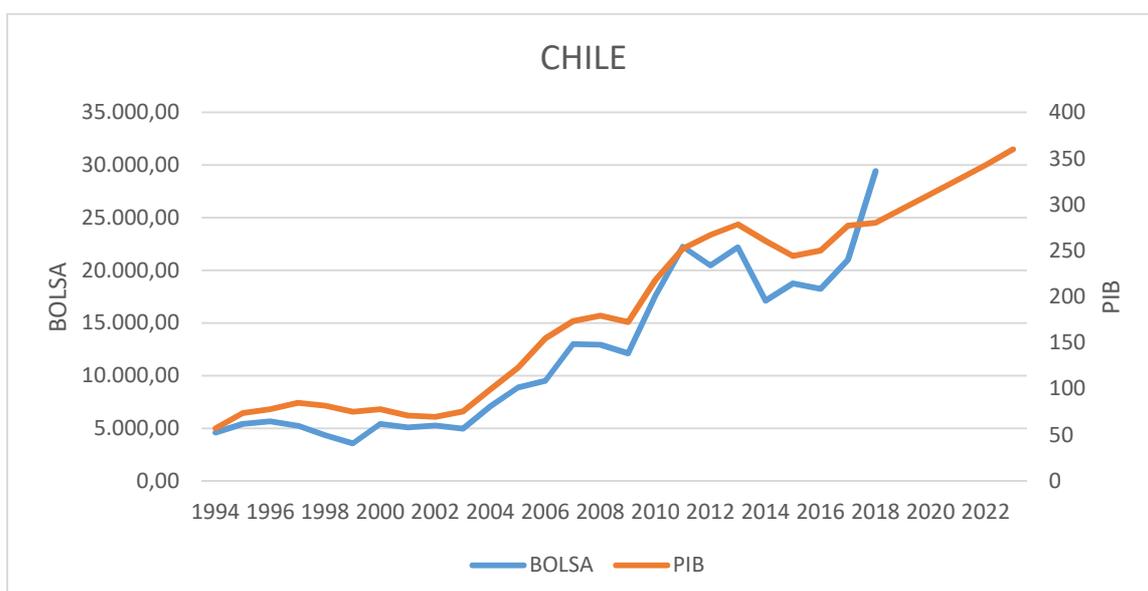
Teniendo como fortalezas la buena calidad de sus instituciones, la mejor red de infraestructuras de la parte sur del continente americano, así como su posición

de liderazgo en la región, sus cifras en la valoración del índice siguen sin resultar demasiado halagüeñas en comparación con otros países emergentes.

| | | | | | |
|-------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| CHILE | ACTIVIDAD | PIB | dic-17 | 3,3 | Ascendente |
| | | Producción industrial | mar-18 | -0,5 | Estable |
| | | Tasa de paro | ene-18 | 6,7 | Descendente |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 2,00% | Estable |
| | | IPI interanual | ene-18 | 6,70% | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | jul-05 | 0,44% | Ascendente |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-16 | -1,50% | Estable |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-17 | -2,80% | Descendente |
| | | Deuda pública | dic-16 | 21,30% | Ascendente |

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| CHILE | BPA | 1.146,43 | 1.162,09 | 1.585,01 | 1.770,24 |
| | PER | 24,70 | 24,36 | 17,86 | 15,99 |
| | EYG | 0,01 | 0,00 | -0,01 | -0,02 |
| | Prima riesgo impl. | 1,99% | 2,04% | 3,54% | 4,19% |
| | Crecimiento impl. | 5,01% | 4,96% | 3,46% | 2,81% |

| | | |
|-------|--------------------------|--------------|
| CHILE | Índice | IGPA General |
| | Precio índice | 28.312,64 |
| | Bono a 10 años | 4,56 |
| | Growth rate (hypothesis) | 2,50% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.2 EUROPA, MEDIO ESTE Y ÁFRICA

9.2.1 SUDÁFRICA

“Sudáfrica, la mayor economía africana por delante de Nigeria, alberga el 75% de las principales empresas del continente africano y cuenta con un subsuelo muy rico” (Santander Trade, 2017) Gemas, oro, diamantes y platino son algunos de los principales minerales que han permitido a esta economía quintuplicar sus exportaciones entre 1990 y 2011.

Aunque pueda parecer que su riqueza de recursos naturales le genera una gran dependencia al sector minero, lo cierto es que el industrial y el de servicios representan un 29% y un 69% del valor añadido al PIB. Por otro lado, conviene mencionar su estructura financiera, ya que en términos de capitalización bursátil, la bolsa de valores sudafricana está considerada entre las veinte primeras a nivel mundial.

Como para la mayoría de las economías mencionadas anteriormente, 2015 y 2016 no fueron años positivos. Una menor demanda asiática y la caída de los precios de las materias primas llevaron a Sudáfrica a una situación muy próxima a la recesión.

La recuperación ya se ha podido percibir en 2017, período en el que su PIB aumentó un 1% y se estima que siga en aumento para 2018. Sin embargo, todavía existen numerosos retos a los que hacer frente, como la criminalidad, la deficiencia de infraestructuras, la carencia de mano de obra cualificada y la corrupción.

Lanzado en 2002 con el objetivo de servir como benchmark y herramienta para los fondos indexados y derivados, el Johannesburg Stock Exchange agrupa a las 40 mayores compañías por capitalización bursátil del JSE All Shares Index. British American Tobacco, Investec y Life Healthcare Group Holdings son algunas de las grandes compañías del índice.

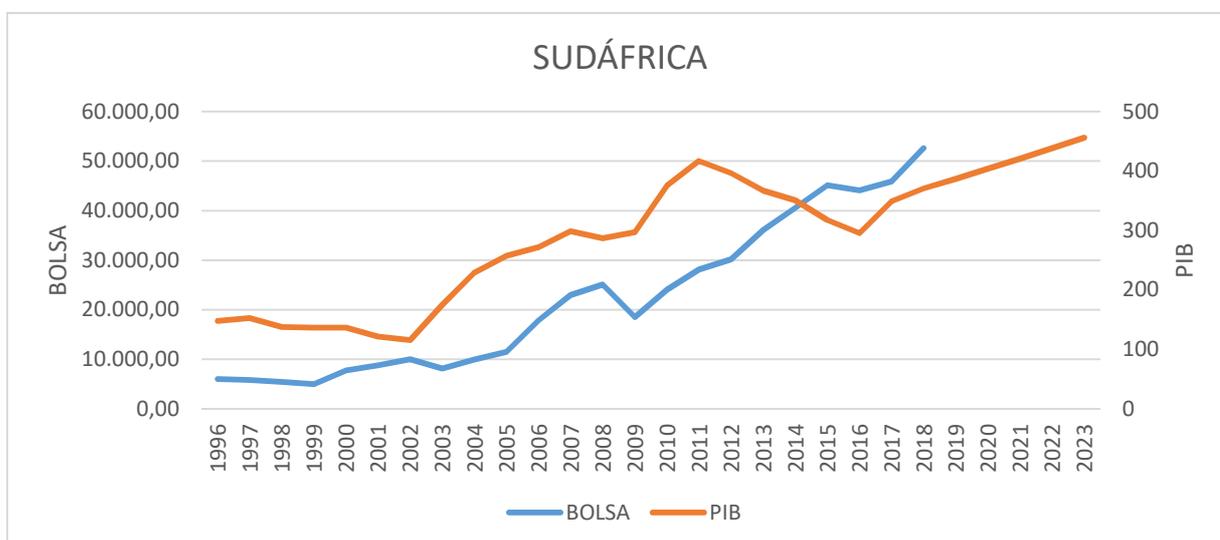
El índice no reluce por encontrarse especialmente barato por ratio PER (15,78) y la renta fija ofrece un 1,8% de rentabilidad por encima de lo ofrecido por la bolsa. Con todo ello, la tasa de crecimiento implícita se sitúa en el 6,26% motivado por las esperanzas de que las reformas económicas de Cyril Ramaphosa den sus frutos y empujen las acciones.

Aunque actualmente la corrupción y la elevada tasa de paro siguen presentes, según un informe de inversión en emergentes de UBS (UBS, 2017), se esperan políticas más favorables y un retorno de la prosperidad económica en los próximos meses.

| | | | | | |
|-----------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| SUDÁFRICA | ACTIVIDAD | PIB yoy | dic-17 | 1,50% | Ascendente |
| | | Producción industrial yoy | ene-18 | 2,50% | Descendente |
| | | Tasa de paro | dic-17 | 26,70% | Descendente |
| | PRECIOS | IPC | ene-18 | 4,27% | Descendente |
| | | IPI | ene-18 | 5,10% | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | ene-18 | -5,58% | Descendente |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-17 | -2,50% | Ascendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-17 | -4,60% | Descendente |
| | | Deuda pública | jul-05 | 51,70% | Ascendente |

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| SUDÁFRICA | | | | |
| BPA | 2.217,41 | 3.155,12 | 3.175,40 | 3.485,71 |
| PER | 22,59 | 15,88 | 15,78 | 14,37 |
| EYG | 0,04 | 0,02 | 0,02 | 0,01 |
| Prima riesgo impl. | 1,37% | 3,24% | 3,28% | 3,90% |
| Crecimiento impl. | 8,17% | 6,30% | 6,26% | 5,64% |

| | | |
|-----------|--------------------------|-----------|
| SUDÁFRICA | Índice | JSE40 |
| | Precio índice | 50.095,23 |
| | Bono a 10 años | 8,1 |
| | Growth rate (hypothesis) | 1,50% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.2.2 RUSIA

En su rápido crecimiento (tasas superiores al 5% de crecimiento del PIB) desde el año 2000, se topó con un primer bache en 2009 cuando sufrió su mayor recesión desde la caída del bloque soviético. Aunque recientemente, tampoco ha atravesado su mejor racha, ya que 2015 y 2016 volvieron a ser años de recesión movidos por “la fuga de capitales, la caída del rublo, la bajada del precio del petróleo y las sanciones comerciales de Occidente que siguieron al estallido de la crisis ucraniana” (Santander Trade, 2017)

Pese a ser el país con mayor extensión de terreno y considerado uno de los mayores productores de petróleo y gas natural, su economía parece debilitada. Una excesiva dependencia a la exportación de materias primas, el envejecimiento de la población, los elevados índices de pobreza y la fuerte desigualdad social son algunos de los riesgos que acusa esta economía.

Aún así, de cara a los próximos años, se espera que el aumento del consumo privado de continuidad a la recuperación económica de 2017 y siga manteniendo tasas de crecimiento positivas para 2018.

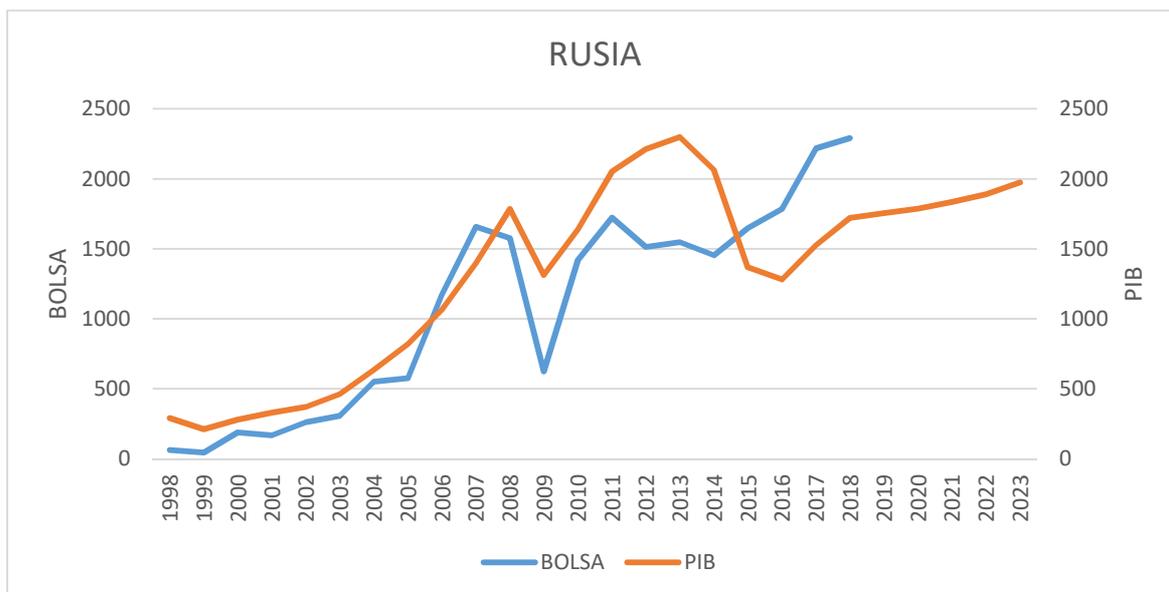
Moscow Exchange Index es un índice compuesto por capitalización ponderada calculada en base a las acciones más líquidas emitidas por las mayores compañías de Rusia. Fue lanzado en septiembre de 1997 y actualmente recoge empresas como Novolipetsk Steel PJSC, Tatneft o United Co Rusal PLC.

La renta variable rusa es una de las más baratas de todos los países analizados. Una prima de riesgo de 9,53%, unas rentabilidades esperadas del 8% en renta variable sobre el bono a diez años y un PER de 6,64 veces denotan la infravaloración del índice. La subida del precio de las materias primas y el esperado crecimiento del PIB en próximos años podrían animar a los índices bursátiles. Pese a ello, no se puede olvidar que los roces políticos siguen intensificándose; conflicto con Reino Unido por el envenenamiento de un espía inglés, disputa con las fuerzas estadounidenses en Siria...

| | | | | | |
|-------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| RUSIA | ACTIVIDAD | PIB | sep-17 | 1,80% | Ascendente |
| | | Producción industrial | feb-18 | 1,50% | Ascendente |
| | | Tasa de paro | feb-18 | 5,00% | Ascendente |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 2,21% | Ascendente |
| | | IPI | | | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | ene-18 | 1,60% | Ascendente |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-16 | 1,80% | Descendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-17 | -1,50% | |
| | | Deuda pública | dic-17 | 12,60% | |

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| RUSIA | BPA | 279,30 | 287,65 | 352,79 | 362,81 |
| | PER | 8,38 | 8,14 | 6,64 | 6,45 |
| | EYG | -0,05 | -0,05 | -0,08 | -0,08 |
| | Prima riesgo impl. | 6,40% | 6,75% | 9,53% | 9,96% |
| | Crecimiento impl. | -0,40% | -0,75% | -3,53% | -3,96% |

| | | |
|-------|--------------------------|----------|
| RUSIA | Índice | INDEXCF |
| | Precio índice | 2.341,89 |
| | Bono a 10 años | 7,03 |
| | Growth rate (hypothesis) | 1,50% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.2.3 TURQUÍA

El sobresaliente crecimiento en los últimos años, llegando a un 8,5% en 2013, han llevado a Turquía a ser la décimo séptima economía más importante del mundo. “ Según la OCDE, se espera que Turquía sea una de las economías de más rápido crecimiento entre los países miembros de la OCDE durante 2015-2025, con una tasa media anual de crecimiento del 4,9 por ciento.” (Ispat, 2016)

Intentos de golpe de Estado en 2016, caída del consumo, un desempleo cercano al 12%, el empeoramiento de las relaciones con EEUU y Europa y los conflictos en Siria nublan este crecimiento tan prometedor. Hay que prestar atención a una tasa de inflación excesivamente elevada que ronda el 10% pudiendo debilitar en exceso la lira turca.

El sector industrial ocupa a un 28% de los habitantes activos y contribuye en más de un 30% al PIB, aunque estas actividades combinan bien con el sector servicios que añade un valor al PIB del 60%.

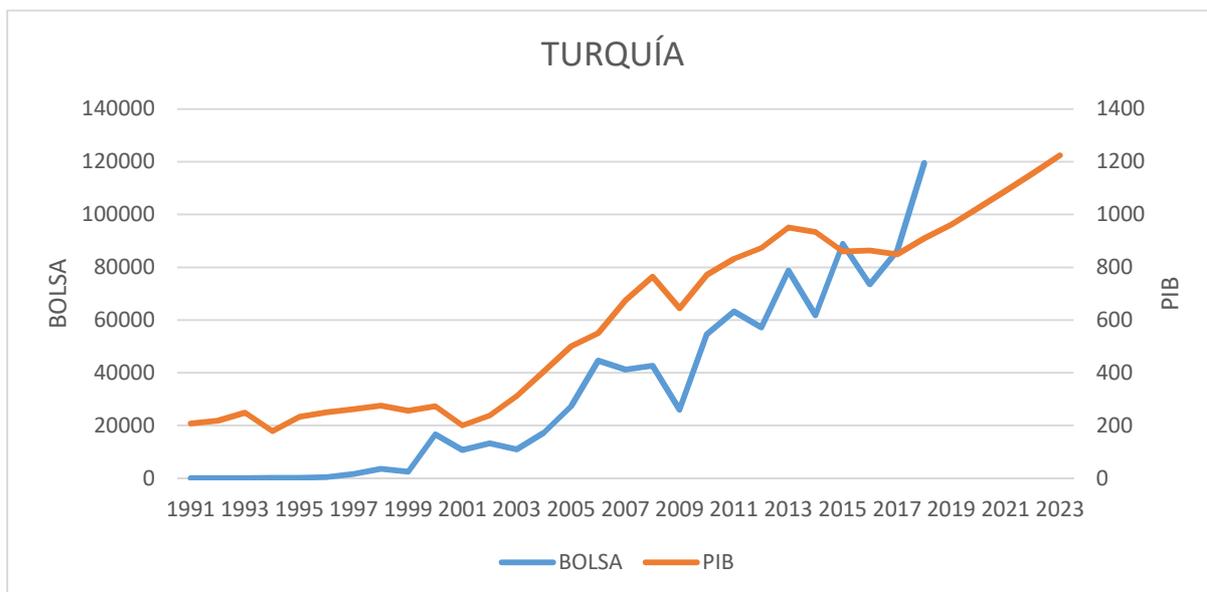
Borsa Istanbul 100 (BIST100) es un índice compuesto por las 100 compañías del Istanbul Stock Exchange con el mayor volumen y valor de mercado. Con más de 32 años de historia, engloba a compañías como Afyon Cimento, Gozde y Otokar.

El análisis realizado desprende cierto atractivo del BIST100. La bolsa turca muestra ciertos síntomas de infravaloración para el 2018 y el mercado ofrece una tasa de crecimiento implícito entorno al 3%. Los fundamentales parecen acompañar pero la inestabilidad geopolítica puede traer debilidad a los mercados.

| | | | | | |
|---------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| TURQUÍA | ACTIVIDAD | PIB | sep-17 | 11,10% | Ascendente |
| | | Producción industrial | ene-18 | 12,00% | Ascendente |
| | | Tasa de paro | dic-17 | 10,40% | Ascendente |
| | PRECIOS | IPC | ene-18 | 10,35% | |
| | | IPI | | | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | dic-16 | -6,50% | Descendente |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-16 | -3,80% | Ascendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-16 | -1,10% | Descendente |
| | | Deuda pública | dic-16 | 28,30% | Descendente |

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------|--------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| TURQUÍA | BPA | 8.427,79 | 12.622,82 | 13.852,45 | 15.900,20 |
| | PER | 13,11 | 8,75 | 7,98 | 6,95 |
| | EYG | 0,04 | 0,00 | -0,01 | -0,03 |
| | Prima riesgo impl. | -0,89% | 2,90% | 4,02% | 5,87% |
| | Crecimiento impl. | 8,39% | 4,60% | 3,48% | 1,63% |

| | | |
|---------|--------------------------|------------|
| TURQUÍA | Índice | BIST 100 |
| | Precio índice | 110.500,19 |
| | Bono a 10 años | 11,52 |
| | Growth rate (hypothesis) | 3,00% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.2.4 QATAR

Es considerada la segunda economía más competitiva del mundo árabe y de acuerdo con el Ranking de competitividad global del Banco Mundial se sitúa en el vigésimo quinto lugar. Su fuerte dependencia del petróleo y gas favorecen una excesiva vinculación de la economía con estas fuentes de energía.

A principios de siglo, su PIB aumentaba a tasas de doble dígito pero su crecimiento se ha visto ralentizado por la caída del precio de los hidrocarburos. A esta ralentización hay que sumarle un incremento de la deuda pública (47,6% del PIB) así como del déficit público (9%).

Como principales fortalezas encontramos las buenas infraestructuras y la eficiencia de los mercados de bienes de consumo. Destaca como país exportador con una balanza comercial superior al 10% del PIB y por su bajo desempleo (0,10%). Sin embargo, preocupa el acceso a la financiación a la hora de hacer negocios y las restrictivas regulaciones laborales.

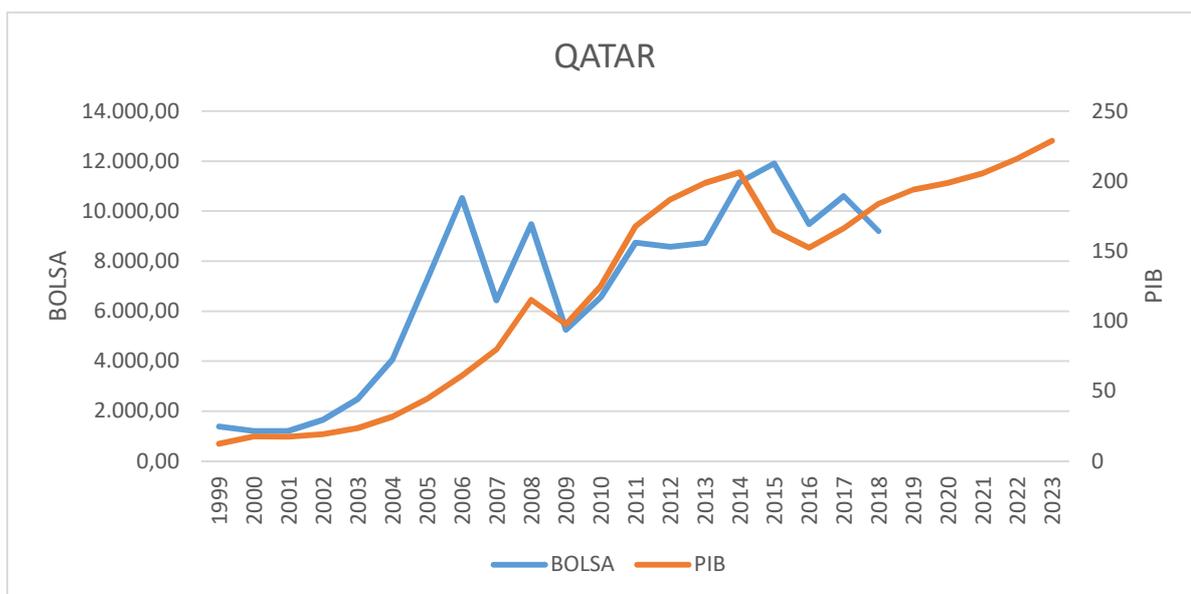
El Qatar Exchange Index fue lanzado en 1999 con una base de 1000 puntos donde se recogen las acciones más líquidas negociadas en la Bolsa de Qatar. Su revisión tiene lugar dos veces al año y la participación máxima que un valor puede tener sobre el total es de un 15%. Commercial Bank Qatar, Gulf International y QNB son algunos de los valores que podemos encontrar en el índice.

Las disputas entre Qatar y sus países vecinos llevaron, a principios de 2018, la cotización del QE Index a mínimos de ocho años. Una prima de riesgo implícita por encima del 6% y una relación precio- beneficio por debajo de la media de los emergentes siguen denotando infravaloración en el índice. Los expertos siguen viendo una tendencia bajista en la cotización, pero la recuperación del precio del petróleo podría dar un giro completo a esta situación.

| | | | | | |
|-------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| QATAR | ACTIVIDAD | PIB | sep-17 | 1,90% | Constante |
| | | Producción industrial | nov-17 | 7,10% | Ascendente |
| | | Tasa de paro | sep-17 | 0,10% | Constante |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 0,80% | |
| | | IPI | | | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | ene-18 | 10,52% | Ascendente |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-16 | -5,50% | Descendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-16 | -9,00% | Descendente |
| | | Deuda pública | dic-16 | 47,60% | Ascendente |

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| QATAR | BPA | 679,83 | 670,33 | 714,72 | 783,93 |
| | PER | 13,17 | 13,36 | 12,53 | 11,42 |
| | EYG | -0,04 | -0,03 | -0,04 | -0,05 |
| | Prima riesgo impl. | 6,05% | 5,94% | 6,44% | 7,21% |
| | Crecimiento impl. | 0,95% | 1,06% | 0,56% | -0,21% |

| | | |
|-------|--------------------------|------------|
| QATAR | Índice | QE GENERAL |
| | Precio índice | 8.955,69 |
| | Bono a 10 años | 4,041 |
| | Growth rate (hypothesis) | 2,50% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.3 ASIA:

9.3.1 CHINA

El gigante asiático es hoy la segunda economía más grande del mundo por PIB y amenaza con quitarle la primera posición a EEUU en los próximos años. Según un artículo escrito por Ian Bremmer en la revista Time, en 1990 China producía menos del 3 por ciento de la producción manufacturera mundial y en 2015 alcanzó el 25 por ciento. Esta evolución ha permitido un aumento considerable de la clase media hasta representar un 16% de esta categoría a nivel global. Se espera, además, que la cifra de chinos en esta clase social aumente en 350 millones de cara a 2030.

Los principales desafíos los encontramos en el envejecimiento de la población, el proteccionismo político, la reducción de la fuerza laboral y la desigualdad entre ciudades y áreas rurales.

La diversificación de la actividad es uno de los puntos fuertes de esta economía. “Ocupa el primer lugar en la producción mundial de cereales, arroz, algodón, patatas y té. Así como en la producción ganadera ovina, porcina y de especies marinas.” (Santander Trade, 2017)

Por otro lado, el rico suelo en recursos energéticos juega un papel fundamental en su economía; oro, zinc, titanio, petróleo y carbón. La mano de obra barata fomenta el desarrollo del sector manufacturero y aporta cerca del cincuenta por ciento del Producto Interior Bruto.

La expansión económica ha tenido lugar motivada por el impulso de la competitividad manufacturera orientada a la exportación. En busca de bajos costes de mano de obra, las compañías con capital extranjero se sienten muy atraídas para producir en el país, lo que se traduce en que más de la mitad de las exportaciones totales son realizadas por este tipo de compañías.

En contraposición al sector secundario, el sector servicios se ha visto frenado por las restrictivas regulaciones y las trabas impuestas por el sector público.

Desde 2015, China se encuentra en una fase de desaceleración económica. Pese a ello, seguirá creciendo a ritmos superiores al 6%, tasas todavía muy superior a las de la mayoría de los países desarrollados.

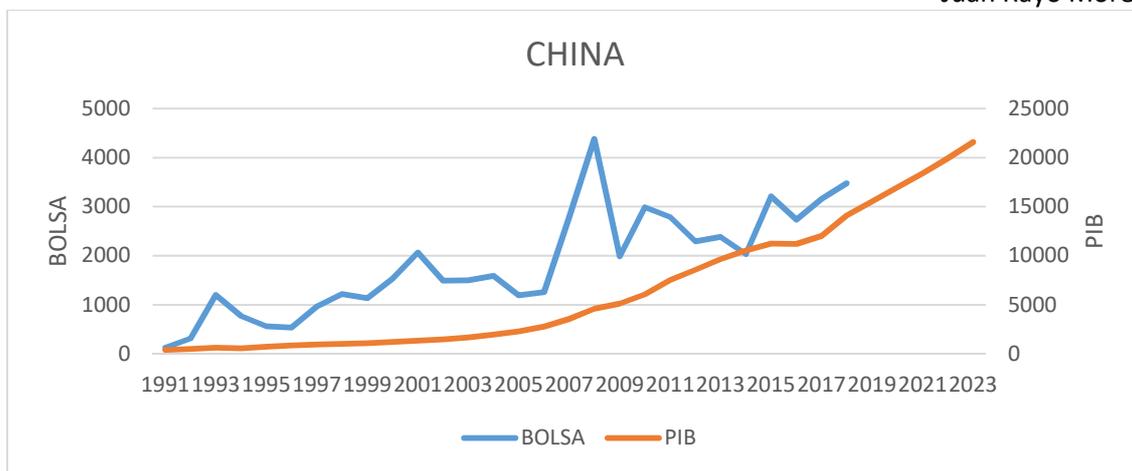
Con fundación en 1991, bajo el Shanghai Stock Exchange Composite Index o SSEC se recoge la fluctuación de todas las acciones de la Bolsa de Shanghai tanto de tipo A como B. En sus orígenes se abrió con una base de 100 puntos y actualmente se encuentra por encima de los 3000 puntos. Destacan compañías como Bank of China, Air China o Shanghai Automotive.

China ha experimentado un período de sobresaliente y rápido crecimiento impulsado por la transformación de una economía fuertemente centralizada hacia un modelo basado en el mercado. Los índices siguen sin mostrar síntomas de agotamiento ni sobrevaloración por lo que la liberalización de los mercados financieros chinos puede seguir trayendo buenos resultados para los inversores. Con todo ello, no hay que perder la pista a nuevos brotes de guerra comercial con Estados Unidos y a la amenaza de menores necesidades de mano de obra fruto de la automatización y robótica.

| | | | | | |
|-------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| CHINA | ACTIVIDAD | PIB yoy | dic-17 | 6,80% | Descendente |
| | | Producción industrial yoy | dic-17 | 6,20% | Estable |
| | | Tasa de paro | dic-17 | 3,90% | Constante |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 2,90% | |
| | | IPI | | | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | jul-05 | 4,56% | Descendente |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-17 | 1,40% | Descendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-17 | -3,50% | |
| | | Deuda pública | dic-16 | 46,20% | Ascendente |

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| CHINA | BPA | 218,02 | 240,21 | 273,41 | 306,33 |
| | PER | 15,10 | 13,70 | 12,04 | 10,75 |
| | EYG | -0,03 | -0,03 | -0,04 | -0,05 |
| | Prima riesgo impl. | 6,75% | 7,42% | 8,43% | 9,43% |
| | Crecimiento impl. | 1,75% | 1,08% | 0,07% | -0,93% |

| | | |
|-------|--------------------------|----------|
| CHINA | Índice | SSEC |
| | Precio índice | 3.292,00 |
| | Bono a 10 años | 3,874 |
| | Growth rate (hypothesis) | 4,00% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.3.2 INDIA

Posee una economía principalmente centrada en el sector servicios y muy enfocada a la tecnología de la información. Los servicios llegan a representar cerca del 61 por ciento del PIB nacional y es considerado uno de los principales países exportadores de servicios tecnológicos del mundo. Su progreso en los últimos años ha elevado la cifra de ciudadanos de clase media, llegando a constituir un 8 por ciento de este grupo a nivel mundial (siete puntos porcentuales más que en 1990).

De los países emergentes, India ha sido de los más sólidos frente a la desaceleración de la economía mundial y ha sabido aprovechar la bajada del precio del petróleo. Con todo, sigue teniendo características de un país pobre, donde existen acusadas desigualdades y rentas per cápita excesivamente bajas, que sitúan a un veinticinco por ciento de la población por debajo del umbral de pobreza.

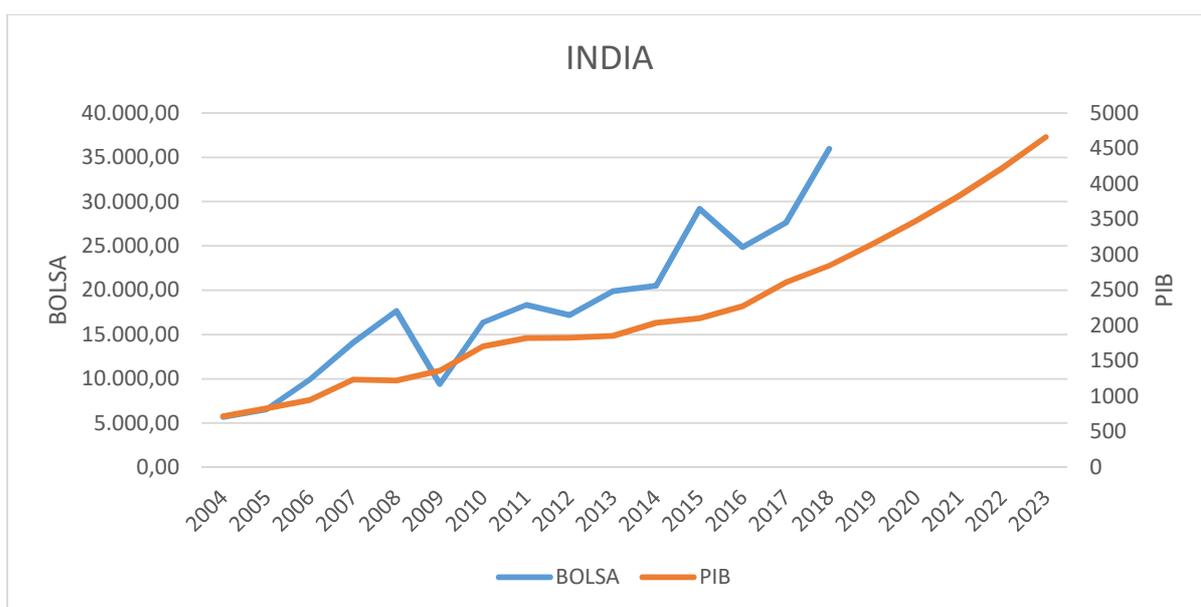
Sus tasas de crecimiento siguen siendo de las más altas, con cifras de más del 7% en 2017 y previsiones similares para 2018.

Los mercados ya han descontado las elevadas tasas de crecimiento y prosperidad económica en India. Tiene el mayor PER en 2018 de todos los emergentes analizados (18,27) y una prima de riesgo del 1,81%. Podría resultar más interesante invertir en renta fija que en renta variable, debido a sus, a priori, mayores rendimientos. Las perspectivas a nivel general son muy favorables, pero el momento idóneo de entrada en el valor parece haber tenido ya lugar. Solo queda esperar a algún momento de desconfianza bursátil y aprovechar alguna corrección que asegure un buen precio.

| | | | | | |
|-------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| INDIA | ACTIVIDAD | PIB | dic-17 | 7,20% | Descendente |
| | | Producción industrial | dic-17 | 7,50% | Ascendente |
| | | Tasa de paro | dic-16 | 3,46% | Ascendente |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 4,44% | Descendente |
| | | IPI | | | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | feb-18 | -0,60% | |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-16 | -0,70% | Ascendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-17 | -3,50% | Ascendente |
| | | Deuda pública | dic-16 | 69,58% | Ascendente |

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|
| INDIA BPA | 1.483,77 | 1.534,79 | 1.879,94 | 2.247,86 |
| INDIA PER | 23,15 | 22,38 | 18,27 | 15,28 |
| INDIA EYG | 0,03 | 0,03 | 0,02 | 0,01 |
| INDIA Prima riesgo impl. | 0,65% | 0,80% | 1,81% | 2,88% |
| INDIA Crecimiento impl. | 7,85% | 7,70% | 6,69% | 5,62% |

| | | |
|-------|--------------------------|-----------|
| INDIA | Índice | SENSEX |
| | Precio índice | 34.346,00 |
| | Bono a 10 años | 7,667 |
| | Growth rate (hypothesis) | 4,00% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.3.3 COREA

Presenta un crecimiento del PIB del 3% con previsiones de mantenerse de cara a los próximos años. Su carácter principalmente exportador (balanza comercial de 6,32%) y por tanto su exposición a las economías extranjeras, vincula su crecimiento a los ciclos económicos globales.

Corea tiene como principal aliado comercial a China, con el que no está pasando su mejor racha debido a las disputas militares con Corea del Norte. Destaca por la producción de elementos electrónicos, manufactura acerera y construcción naval. A pesar de ello, el sector servicios da empleo a un 70% y genera un 60% del PIB, mientras que el sector primario emplea exclusivamente a un 5% de la población y aporta un 2,2% al PIB.

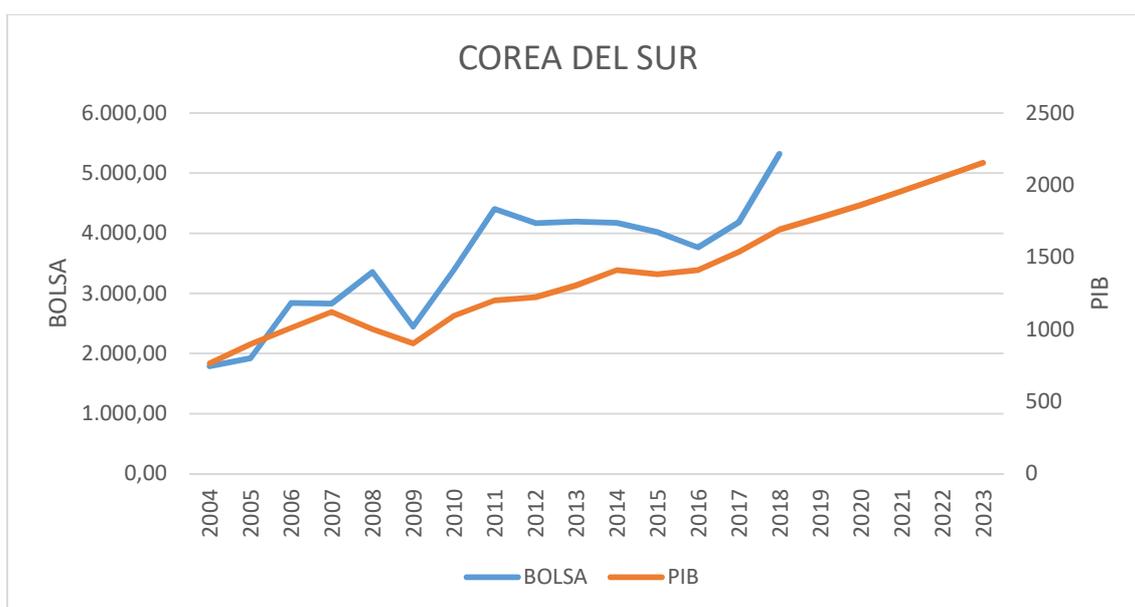
Lanzado con una base de 1000 puntos en 2001, el KRX 100 es el índice más representativo del país y agrupa las acciones en free float por capitalización ponderada de las 100 mayores compañías de la Bolsa de Corea. Hyundai Engineering & Construction, LG Display y Samsung Electronics son algunos ejemplos de los valores más representativos del Índice.

Todos los indicadores financieros analizados acompañan el buen momento para invertir en el KRX 100. No obstante, no se encuentran grandes alicientes que puedan empujar la cotización más allá de un crecimiento sostenido a nivel global del que su carácter exportador pueda verse beneficiado.

| | | | | | |
|-------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| KOREA | ACTIVIDAD | PIB | dic-17 | 3% | Ascendente |
| | | Producción industrial | dic-17 | 3,50% | Estable |
| | | Tasa de paro | feb-18 | 3,60% | |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 1,40% | Descendente |
| | | IPI | | | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | dic-16 | 6,32% | Descendente |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-16 | 7,00% | Ascendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-16 | -2,40% | descendente |
| | | Deuda pública | dic-16 | 38,60% | Ascendente |

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| BPA | 335,18 | 460,26 | 564,82 | 592,43 |
| PER | 15,13 | 11,02 | 8,98 | 8,56 |
| EYG | -0,04 | -0,06 | -0,08 | -0,09 |
| Prima riesgo impl. | 6,38% | 8,85% | 10,91% | 11,46% |
| Crecimiento impl. | 0,62% | -1,85% | -3,91% | -4,46% |

| | | |
|-------|--------------------------|----------|
| COREA | Índice | KRX 100 |
| | Precio índice | 5.070,24 |
| | Bono a 10 años | 2,729 |
| | Growth rate (hypothesis) | 2,50% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



9.3.4 TAIWÁN

Al igual que Corea del Sur, como economía exportadora, Taiwán también tiene una fuerte dependencia de la demanda extranjera. Tiene una balanza comercial del 14% y una balanza por cuenta corriente cercana al mismo porcentaje gracias a su destacada actividad manufacturera. Esto le lleva a que en épocas de bonanza económica global su crecimiento se dispare, pero que en épocas no tan favorables como en 2015, la economía se vea perjudicada.

A pesar de estas limitaciones, no podemos olvidar su notable evolución desde país pobre basado en actividades agrícolas a una economía líder en la fabricación de productos de alta tecnología como móviles u ordenadores. Desde su mal año en 2015 próximo a la recesión, se espera que el mercado vuelva a coger ritmo y alcance tasas próximas al 3% de crecimiento del PIB.

La inflación situada por debajo del 2%, el paro inferior al 4% de la población activa y un saldo público bajo control (1,4% del PIB) no generan grandes problemas. Pero el envejecimiento de la población y la ralentización de la economía china podrían causar inconvenientes a largo plazo.

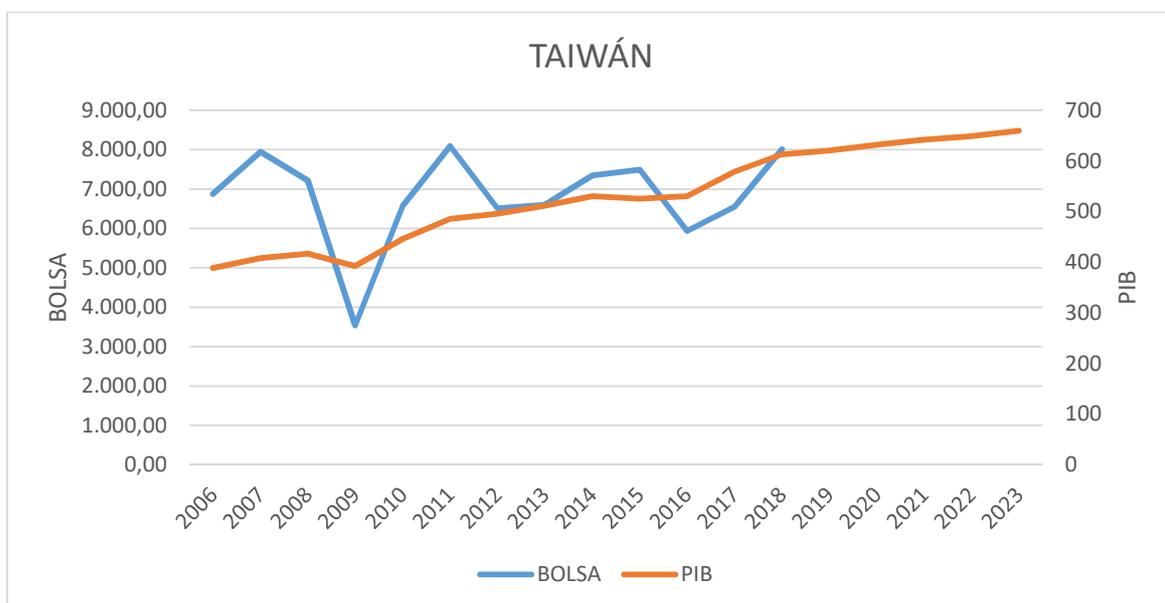
El Taiwan Weighted Stock Exchange fue fundado en 1966 y está formado por todas las acciones del Taiwan Stock Exchange entre las que se encuentran China Petrochemical Development, CMC Magnetics Corp. o Acer.

Aunque ciertos indicadores podrían denotar infravaloración, su PER de 14,08 no está entre los mejores valores ya que se sitúa ligeramente por encima de la media de emergentes. Mientras la expansión económica a nivel global se mantenga, la tendencia alcista del índice podrá mantenerse. Esto se debe a que su desarrollo dependa en gran medida de la demanda de productos extranjera como en el caso de Corea del Sur. El aliciente lo encontramos en el “boom” tecnológico, que podría traducirse en buenos resultados para muchas de las empresas del sector que podemos encontrar en el índice (Ej. Taiwan Semiconductor, Largan Precision o Hon Hai Precision Industry, todas proveedoras de Apple)

| | | | | | |
|--------|----------------|---------------------------------|--------|--------|-------------|
| TAIWÁN | ACTIVIDAD | PIB | dic-17 | 3,28% | Ascendente |
| | | Producción industrial | dic-17 | 2% | Estable |
| | | Tasa de paro | ene-18 | 3,69% | Descendente |
| | PRECIOS | IPC | feb-18 | 2,19% | Ascendente |
| | | IPI | | | |
| | EXTERIOR | Balanza Comercial | feb-18 | 14,00% | |
| | | Balanza cuenta corriente (%PIB) | dic-16 | 13,40% | Ascendente |
| | SECTOR PÚBLICO | Saldo público | dic-16 | -1,40% | Estable |
| | | Deuda pública | dic-16 | 31,20% | Descendente |

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| TAIWÁN | BPA | 611,26 | 705,47 | 778,52 | 824,23 |
| | PER | 17,93 | 15,54 | 14,08 | 13,30 |
| | EYG | -0,05 | -0,05 | -0,06 | -0,06 |
| | Prima riesgo impl. | 6,04% | 6,90% | 7,56% | 7,98% |
| | Crecimiento impl. | -0,04% | -0,90% | -1,56% | -1,98% |

| | | |
|--------|--------------------------|-----------|
| TAIWÁN | Índice | TWSE |
| | Precio índice | 10.962,00 |
| | Bono a 10 años | 1,04 |
| | Growth rate (hypothesis) | 1,50% |
| | Rik premium (hypothesis) | 4,50% |



10. RESUMEN DE LOS RESULTADOS

PER

De media, el conjunto de países emergentes analizados presenta un ratio PER de 13,09 para 2018. De ellos, las bolsas aparentemente más infravaloradas son: Rusia (6,64), Turquía (7,98) y Korea (8,98). Mientras que entre las más caras nos encontramos con: México (17,03), Chile (17,87) e India (18,27).

EYG

En 2018 se espera que la rentabilidad de las bolsas supere a la TIR del bono a 10 años en aproximadamente un 2,3%, siendo Rusia (-8%), Korea (-8,4%) y Taiwán (-6,4%) las más beneficiadas en esta valoración relativa.

Y como más perjudicadas México(1,8%), Sudáfrica (1.8%)e India(2,2%), con rentabilidades bursátiles inferiores a las obtenidas por la renta fija.

PRIMA DE RIESGO IMPLÍCITA

5,18% es la rentabilidad adicional exigida a la renta fija en el conjunto de países analizados. Aunque países como Rusia (9,53%), China (8,43%) y Korea (10,91%) esperan obtener mayores rentabilidades adicionales.

TASA DE CRECIMIENTO IMPLÍCITA

Por este análisis, el mercado denota que las menores posibilidades de revalorización las presentan Brasil (6,29%), México (6,29%) e India (6,69%). En tanto que las mayores son las de Rusia (-3,53%), Korea (-3,91%) y Taiwán (-1,56%)

11. MODELO RAYMO Y RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN

Con el objetivo de averiguar cuáles son aquellas bolsas que representan una mayor oportunidad de inversión de acuerdo a su nivel de infravaloración, se ha diseñado un modelo que permite asignar una puntuación a cada índice analizado. De ahora en adelante nos referiremos a él, como el Modelo RAYMO. Lo que se pretende es recoger en una sola cifra toda la información que nos ofrecen las siguientes variables: Price- earning ratio, Earnings Yield Gap, Prima de Riesgo Implícita y crecimiento implícito.

Para conseguir el propósito citado, se hará uso de los valores obtenidos en el análisis del Modelo de Gordon-Shapiro y EYG y se utilizarán números índice para asignar una puntuación a cada país.

Para el PER y la prima de riesgo implícita el promedio de todos los valores es considerado base 100 y sobre él se calcula el correspondiente número índice de cada país.

Para el Earnings Yield Gap y Crecimiento Implícito, resulta necesario hacer un cambio de escala debido a la existencia de valores negativos. Si utilizamos el mínimo en cada caso para considerarlo como valor cero, nos aseguramos que todos los valores pasarán a ser positivos. Para facilitar su comprensión, tomamos como ejemplo el proceso realizado con el EYG. El valor mínimo lo posee Corea con una cifra negativa de 8,41%. Pues bien, consideramos este valor como cero y sumamos a la cifra del resto de países 8,41, así con este cambio de origen se consigue que todos los valores sean positivos a la hora de calcular los correspondientes números índice.

Una vez realizada la transformación de todos los datos, se deberá tener en cuenta la relación directa o inversa de cada variable con el nivel de infravaloración de acuerdo a la siguiente tabla:

| | NIVEL | INFRavalORACIÓN | RELACIÓN |
|-----|-------|-----------------|----------|
| PER | Alto | Baja | - |
| EYG | Alto | Baja | - |
| PRI | Alto | Alta | + |
| CI | Alto | Baja | - |

Así se puede leer que un nivel alto de PER indica una infravaloración del índice más baja (relación inversa), mientras que una prima de riesgo alta, muestra una infravaloración aparentemente más alta (relación directa).

Para poder poner en relación las cuatro variables a la vez y poder realizar una comparativa, la puntuación de cada índice se obtendrá de la siguiente manera:

$$\text{PUNTUACIÓN} = \text{PRI} - \text{PER} - \text{EYG} - \text{CI}$$

***Ver tabla página 47**

Este análisis permite realizar una comparación entre los índices bursátiles de cada país y ver cuál resulta más atractivo entre todos ellos desde un punto de vista meramente cuantitativo. De ello se puede extraer que cuanto mayor sea la puntuación obtenida, mayor será el grado de infravaloración del índice y viceversa.

Si determinamos un intervalo utilizando la media más la desviación típica de las puntuaciones como límite superior y la media menos la desviación típica como límite inferior, podemos seguir un criterio objetivo que nos indique las bolsas más baratas y aquellas más caras obteniendo lo siguiente:

| PAÍS | TOTAL | ACCIÓN |
|-----------|---------|---------|
| Korea | 142,20 | COMPRA |
| Rusia | 121,13 | |
| Taiwán | -38,47 | NEUTRAL |
| China | -59,55 | |
| Qatar | -117,88 | |
| Turquía | -225,75 | |
| Chile | -309,76 | |
| Sudáfrica | -390,60 | |
| Brasil | -418,53 | VENTA |
| Mexico | -450,52 | |
| India | -452,26 | |

| | |
|--------------------|---------|
| Media | -200,00 |
| Desv. Típica | 212,34 |
| Intervalo superior | 12,34 |
| Intervalo inferior | -412,34 |

Según el modelo, llegamos a la conclusión de que lo más interesante es invertir en el KRX100 de Corea y en el Moscow Exchange Index de Rusia. Y por el lado contrario, lo menos llamativo es el índice BOVESPA de Brasil, la Bolsa Mexicana de Valores y el SENSEX de la India.

Resulta interesante también conocer cómo de severo es el nivel de infravaloración o sobrevaloración en cada uno de los casos. Para hacer este análisis se suele utilizar el ratio Precio-valor en libros, que como su propio nombre indica, compara el precio de cotización de las acciones con su valor teórico contable.

Dada la dificultad de averiguar el valor en libros de un índice, se hará una aproximación a este valor a través del modelo de Gordon- Shapiro utilizando las hipótesis de crecimiento implícito y prima de riesgo. De forma tal que teniendo el beneficio por acción y los tipos de interés, el precio quedará como incógnita. El valor resultante será una aproximación al precio teórico del índice que se utilizará para comparar con el precio real de cotización.

De esta manera, se puede conocer cuánto por encima o por debajo se encuentra el uno sobre el otro indicándonos una cifra concreta de infra/sobre valoración. Se pueden obtener los siguientes resultados con las correspondientes conclusiones:

- Valores menores que 1: el precio de cotización se encuentra por debajo del valor teórico. El índice cotiza con descuento, ya que el precio que da el mercado se encuentra por debajo del valor intrínseco del mismo. Cuanto menor sea el valor, y por lo tanto más próximo a cero, más barato se encontrará el índice analizado.
- Valor igual que 1: el mercado asigna un precio a las acciones equivalente a su valor teórico, por lo que nos encontramos ante una valoración correcta.
- Valor mayor que 1: el precio dado por el mercado es superior al precio teórico del activo, haciendo que el índice se encuentre en situación de sobrevaloración.

| | Cto. Imp. Hipótesis | Pr. riesgo Hipótesis | BPA | tipos de interés | Precio índice | Aprox. valor libros | PVC | Infra/sobre valoración |
|-----------|------------------------|-------------------------|-----------|---------------------|------------------|------------------------|------|---------------------------|
| Korea | 2,5% | 4,5% | 564,82 | 2,73% | 5.070,24 | 11943,75 | 0,42 | -58% |
| China | 4,0% | 4,5% | 273,41 | 3,87% | 3.292,00 | 6250,80 | 0,53 | -47% |
| Taiwán | 1,5% | 4,5% | 778,52 | 1,04% | 10.962,00 | 19270,30 | 0,57 | -43% |
| Rusia | 1,5% | 4,5% | 352,79 | 7,03% | 2.341,89 | 3517,35 | 0,67 | -33% |
| Qatar | 2,5% | 4,5% | 714,72 | 4,04% | 8.955,69 | 11831,15 | 0,76 | -24% |
| Turquía | 3,0% | 4,5% | 13.852,45 | 11,52% | 110.500,19 | 106393,63 | 1,04 | 4% |
| Chile | 2,5% | 4,5% | 1.585,01 | 4,56% | 28.312,64 | 24161,74 | 1,17 | 17% |
| Brasil | 2,5% | 4,5% | 6.528,23 | 9,58% | 83.771,25 | 56375,04 | 1,49 | 49% |
| India | 4,0% | 4,5% | 1879,94 | 7,67% | 34.346,00 | 23018,73 | 1,49 | 49% |
| Mexico | 2,5% | 4,5% | 2.866,33 | 7,66% | 48.799,62 | 29672,15 | 1,64 | 64% |
| Sudáfrica | 1,5% | 4,5% | 3.175,40 | 8,10% | 50.095,23 | 28607,21 | 1,75 | 75% |

En el caso de la bolsa más infravalorada según el modelo RAYMO, el KRX100 de Corea del Sur, cotiza con un descuento del 58% respecto al valor teórico. Mientras que la segunda bolsa más barata según el mismo modelo, MOEX de Rusia, cotiza con un descuento del 33%.

Al otro lado del ranking, las bolsas de Brasil, México e India cotizan con una prima del 49%, 64% y 49% respectivamente. Valores que nos muestran una gran carestía de estos índices elevando las probabilidades de fuertes correcciones.

Con todo ello, no podemos olvidar la importancia de poner en contexto estos resultados con sus correspondientes datos macroeconómicos. Así para Corea, como país dependiente de las exportaciones, la oportunidad de invertir está condicionada por la evolución económica mundial. Por otra parte, para el caso de Rusia su resultado puede verse afectado por sus actuales conflictos políticos con el exterior.

| PAÍS | PER | | | EYG | | | PRI | | | CI | | | TOTAL |
|-----------|------------|-----------|---------|------------|-----------|---------|------------|-----------|---------|------------|-----------|---------|---------|
| | valor real | nº índice | ranking | |
| Korea | 8,98 | 68,57 | 3 | -8,41% | 0,00 | 1 | 10,91% | 210,77 | 1 | -3,91% | 0,00 | 1 | 142,20 |
| Rusia | 6,64 | 50,71 | 1 | -8,03% | 6,17 | 2 | 9,53% | 184,18 | 2 | -3,53% | 6,17 | 2 | 121,13 |
| Taiwán | 14,08 | 107,55 | 7 | -6,06% | 38,50 | 3 | 7,56% | 146,08 | 4 | -1,56% | 38,50 | 3 | -38,47 |
| China | 12,04 | 91,97 | 4 | -4,43% | 65,22 | 4 | 8,43% | 162,87 | 3 | 0,07% | 65,22 | 4 | -59,55 |
| Qatar | 12,53 | 95,71 | 5 | -3,94% | 73,28 | 5 | 6,44% | 124,39 | 5 | 0,56% | 73,28 | 5 | -117,88 |
| Turquía | 7,98 | 60,93 | 2 | -1,02% | 121,20 | 7 | 4,02% | 77,58 | 6 | 3,48% | 121,20 | 7 | -225,75 |
| Chile | 17,86 | 136,44 | 10 | -1,04% | 120,84 | 6 | 3,54% | 68,35 | 7 | 3,46% | 120,84 | 6 | -309,76 |
| Sudáfrica | 15,78 | 120,50 | 8 | 1,76% | 166,72 | 8 | 3,28% | 63,34 | 8 | 6,26% | 166,72 | 8 | -390,60 |
| Brasil | 12,83 | 98,02 | 6 | 1,79% | 167,14 | 10 | 0,71% | 13,77 | 11 | 6,29% | 167,14 | 10 | -418,53 |
| Mexico | 17,03 | 130,04 | 9 | 1,79% | 167,13 | 9 | 0,71% | 13,79 | 10 | 6,29% | 167,13 | 9 | -450,52 |
| India | 18,27 | 139,55 | 11 | 2,19% | 173,80 | 11 | 1,81% | 34,90 | 9 | 6,69% | 173,80 | 11 | -452,26 |

12. CONCLUSIÓN

Con los tipos de interés en mínimos y las bolsas afectadas por diversas fuentes de incertidumbre, a veces es conveniente ampliar el campo de visión y contemplar nuevas alternativas. Las buenas y mejores expectativas de crecimiento de los países emergentes sobre las economías maduras hacen de ellos una oportunidad de obtener atractivas rentabilidades.

Al tratarse de economías en desarrollo, es difícil predecir la senda que tomarán los gobiernos para fomentar el crecimiento del país y cómo el mismo reaccionará ante los estímulos. Como hemos visto a lo largo del estudio, son economías que presentan numerosos riesgos y que a menudo la inestabilidad se traduce en fuertes vaivenes de las cotizaciones. Pese a ello, la tendencia parece claramente alcista para la mayoría de ellas y en ocasiones los índices parecen no recoger estas favorables perspectivas.

Durante los últimos meses, grandes bancos de inversión han aumentado la exposición de sus carteras en países emergentes. Por ejemplo, el banco suizo UBS, considera que el rallye vivido en 2017 en los mercados emergentes (+37,8%) continuará durante el año presente batiendo la rentabilidad del resto de mercados de renta variable.

Los bajos rendimientos obtenidos por las acciones desde 2012, han coincidido con una ralentización económica de los mercados emergentes que han lastrado fuertemente las rentabilidades. Sin embargo, la recuperación de los mercados a nivel global tras la crisis económica y la recuperación del precio de las materias primas están propiciando que las bolsas de países emergentes prosperen a pasos agigantados. Todavía las bolsas se siguen encontrando infravaloradas con un descuento de casi el 30% frente a los mercados globales y EEUU.

“El mantenimiento de un crecimiento global robusto apoyado en un comercio internacional expandiéndose y beneficios corporativos al alza, debería de facilitar un buen tono de mercado en 2018”. (Guillermo Santos, 2017)

Aunque se haga mención a los mercados emergentes de forma global, son un conjunto muy heterogéneo con grandes diferencias en sus valoraciones y riesgos. Como en toda inversión y en este tipo especialmente, se deberá realizar un estudio amplio y profundo de la situación de cada activo para no cometer errores. Por ejemplo, “un dólar fuerte afecta más a economías con déficit en la

balanza por cuenta corriente, a aquellos países que están muy endeudados en dólares o son exportadores netos” (Cinco Días, 2015) como Turquía, Sudáfrica o Chile, mientras que países como Corea del Sur o Taiwán se ven menos dañados en esta situación. Del mismo modo, la subida del precio del petróleo hace más vulnerables a países como Sudáfrica o Turquía por el incremento de sus costes energéticos, al tiempo que Rusia puede verse fuertemente beneficiada.

A modo de conclusión, estos son algunos aspectos a tener en cuenta en el momento de invertir en países emergentes:

- **No hay rentabilidad sin riesgo.** La inversión en países emergentes es una oportunidad que lleva aparejada grandes riesgos, por lo que una cartera coherente tendrá en consideración este hecho. Además del riesgo intrínseco de cada país emergente, hay que añadir los sesgos fruto del desconocimiento. Generalmente nuestro mercado nacional lo dominamos mucho más que cualquier mercado extranjero, por lo que también se deberán elevar los niveles de prudencia.
- **Determinar el perfil de inversor.** Un análisis del nivel de riesgo que se quiere tomar, qué se pretende conseguir y cuál es el horizonte temporal resulta muy conveniente antes de depositar el dinero en uno u otro lugar. Los índices de emergentes son, por lo general, mucho menos predecibles y se caracterizan por una mayor volatilidad frente a los desarrollados. Así que es aconsejable entender muy bien el tipo de activo que se está comprando así como los riesgos asociados al mismo.
- **Hacer uso de la sensatez.** Ante la incertidumbre y las mayores posibilidades de disminución en el capital invertido, resulta interesante que la inversión en emergentes no represente un elevado porcentaje sobre el total de la cartera. Puede utilizarse con objetivos de diversificación y búsqueda de activos descorrelacionados dentro del global de la inversión.

- **Horizonte temporal de largo plazo.** Si se confía en la buena marcha de una economía en el largo plazo, ¿por qué no dejar de lado el ruido que una visión cortoplacista provoca? Las cotizaciones cambian en ocasiones de forma exagerada ante los fundamentales, generando incorrectas valoraciones en los índices.
- **Los mercados se mueven por expectativas.** Como hemos visto, en ocasiones, los índices ya descuentan en las cotizaciones las buenas proyecciones de sus economías. Un estudio de los ratios bursátiles y un balance entre comparables, nos puede ayudar a identificar las mejores oportunidades y encontrar un mejor momento de entrada en el valor.

13. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Mundial (2015), Países emergentes: nuevos dueños de la economía global. Disponible en: <http://www.bancomundial.org/es/news/video/2015/05/18/rise-of-the-south-the-new-masters-of-the-economy>
- Carmignac (2017), Un enfoque histórico a los mercados emergentes. Disponible en: https://www.carmignac.es/es_ES/analisis-y-mercados/funds-focus/capitulo-1-carmignac-p-emerging-patrimoine-x-emergente-925
- Cinco Días (2015) Cómo invertir en emergentes sin morir en el intento. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2015/09/25/mercados/144317873_1_586795.html
- Economipedia (2015), Índice Bovespa. Disponible en: <http://economipedia.com/definiciones/indice-bovespa.html>
- Economywatch (2017), Emerging Markets. Disponible en: https://web.archive.org/web/20090812085449/http://www.economywatch.com/world_economy/emerging-markets
- Fondo Monetario Internacional (2017), *Perspectivas y política mundiales*. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/publications/weo>
- GestiónPasiva (2018), Mercados emergentes: qué son, por qué y cómo invertir en ellos. Disponible en: <http://www.gestionpasiva.com/invertir-en-mercados-emergentes/>
- Guillermo Santos (2017) Invertir en 2018: contexto y recomendaciones. Disponible en: <http://www.expansion.com/blogs/mercados-transparencias/2017/12/28/invertir-en-2018-contexto-y.html>

- Infolatina (2016), Los mercados emergentes en América Latina. Disponible en: <http://www.infolatina.com.mx/los-mercados-emergentes-en-america-latina-chile-brasil-colombia-peru-mexico/>
- ISPAT, (2016) Turquía de un vistazo: perspectivas económicas. Disponible en: <http://www.invest.gov.tr/es-ES/turkey/factsandfigures/Pages/Economy.aspx>
- Pedro Mirete (2018), Análisis financiero: análisis top-down. Disponible en: https://sifo.comillas.edu/pluginfile.php/2063343/mod_resource/content/1/Tema%202%20Ana%CC%81lisis%20financiero%20apuntes.pdf
- Reuters (2018), Mercados emergentes conducirán el crecimiento mundial en 2018. Disponible en: <https://lta.reuters.com/article/businessNews/idLTAKBN1EY2S6-OUSLB>
- Santander Trade (2017), Brasil: política y economía. Disponible en: <https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/brasil/politica-y-economia>
- Santander Trade (2017), China: política y economía. Disponible en: <https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/china/presentacion-general>
- Santander Trade (2017), Mexico: política y economía. Disponible en: <https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/mexico/politica-y-economia>
- Santander Trade (2017), Rusia: política y economía. Disponible en: <https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/rusia/politica-y-economia>
- Santander Trade (2017), Sudáfrica: política y economía. Disponible en: <https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/sudafrica/politica-y-economia>

- Simon Herrman, (2016), Is there a correlation between GDP growth and stock market returns? Disponible en: <https://www.wise-owl.com/investment-education/is-there-a-correlation-between-gdp-growth-and-stock-market-returns>

- Tomas García (2016), ¿es el PIB importante para la bolsa? Disponible en: <https://www.rankia.com/blog/tomas-garcia/3141379-pib-importante-para-bolsa>

- UBS (2017), América Latina: más allá del comercio internacional. Recuperado de: <https://www.ubs.com/es/es.html>

- UBS (2018), Finding vale in emerging markets. Recuperado de: <https://www.ubs.com/es/es.html>

- World Economic Forum, 2017, The Global Competitiveness Report. Recuperado de: <http://www3.weforum.org/docs/GCR2017-2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2017%E2%80%932018.pdf>