

**Stephanie Flanders**  
Chief Market Strategist  
for the UK & Europe

**Alex Dryden**  
Market Analyst

**Tai Hui**  
Chief Market Strategist Asia

## ¿Debería preocuparnos la apreciación del dólar?

Aunque algunos de los acontecimientos que han vivido los mercados mundiales últimamente pueden ser temporales, existe un consenso generalizado de que la apreciación del dólar ha llegado para quedarse. Normalmente, la revalorización del dólar resulta negativa para las economías de mercados emergentes (ME) y buena para los países desarrollados, puesto que contribuye a prolongar la parte alcista del ciclo económico al presionar a la baja los tipos de interés y la inflación de Estados Unidos.

Sin embargo, no estamos en un periodo normal para los mercados mundiales ni para la política monetaria estadounidense, por lo que conviene preguntarse si las lecciones del pasado siguen siendo aplicables hoy en día y cuáles serían las implicaciones para la inversión de una apreciación del dólar. Una cosa está clara: en los mercados de divisas, como en la vida, no solo importa lo que haces sino cómo lo haces. Los inversores no deben temer una revalorización ordenada del dólar, sobre todo si contribuye a que la política monetaria estadounidense continúe siendo acomodaticia durante más tiempo, aunque una apreciación brusca podría generar más riesgos para los inversores mundiales.

### ¿Por qué se está apreciando el dólar?

Predecir el movimiento de las divisas resulta particularmente difícil pero, desde una perspectiva económica, no debería sorprendernos que el dólar se haya apreciado en los dos últimos años. Existen varios factores que están empujando la divisa al alza:

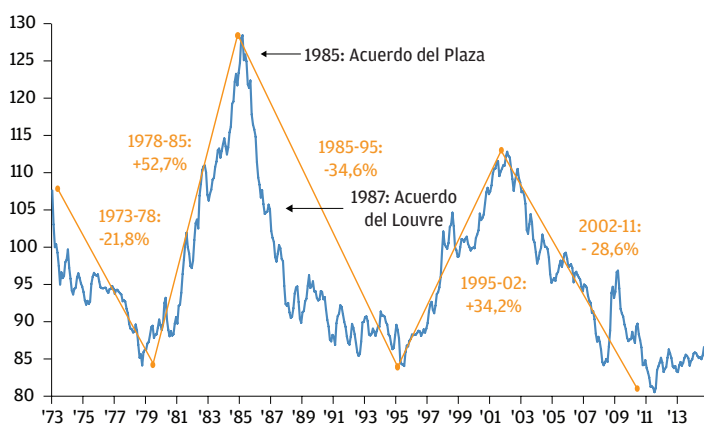
- *Crecimiento relativo.* Tras repuntar hasta el 4,6% en el segundo trimestre, parece que el PIB real de Estados Unidos creció en el tercer trimestre a un saludable ritmo del 3%, una cifra mucho más robusta que la de la eurozona, Japón y China, que registraron una significativa pérdida de momentum durante el tercer trimestre.
- *Política monetaria y rentabilidades de los bonos.* Como resultado de estas divergencias económicas, esperamos que la Reserva Federal estadounidense (Fed), a diferencia del Banco Central Europeo (BCE) o del Banco de Japón, suba los tipos de interés en 2015, lo que sugiere que los tipos de interés a corto y largo plazo serán más altos en Estados Unidos durante algún tiempo, fomentando mayores entradas de capitales que respaldarán la apreciación del dólar.
- *Independencia energética como resultado de la producción de shale.* En 2013, Estados Unidos solo importó 6,6 millones de barriles de petróleo, un 35% de su consumo total de energía, mientras que en 2005 cerca del 60% del petróleo que se consumía en el país era importado. Esta tendencia ha contribuido fuertemente a la reducción del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y se espera que continúe haciéndolo durante algún tiempo. En teoría, un menor déficit por cuenta corriente reduce la oferta mundial de dólares, lo que a su vez eleva el precio de la divisa.



Parece claro que existen motivos suficientes para esperar que el dólar continúe apreciándose en los próximos meses. Sin embargo, conviene mantener la perspectiva con respecto a los últimos avances registrados. Como puede verse en el **gráfico 1**, el tamaño y la duración de los últimos movimientos son relativamente pequeños desde un punto de vista histórico. No es raro que un ciclo de apreciación (o de depreciación) dure varios años y provoque oscilaciones del 20-30% en el valor del dólar, así que habrá que esperar algo más para confirmar que nos encontramos ante un nuevo periodo de revalorización del dólar.

**GRÁFICO 1: EL ASCENSO Y LA CAÍDA DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE**

U.S. Dollar TWI



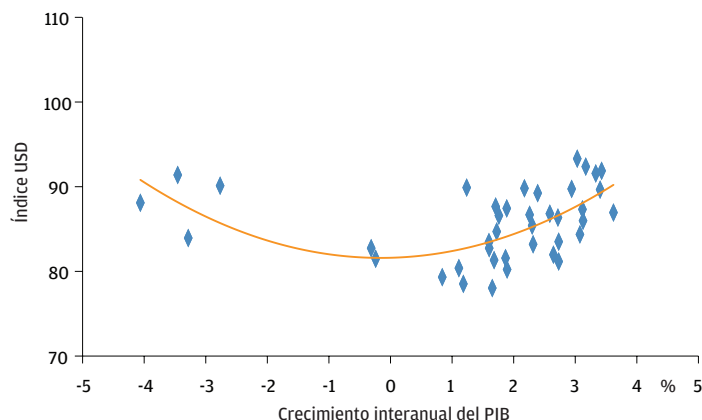
Fuente: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 22 de octubre de 2014.

Esto podría ser positivo para los inversores de mercados desarrollados –incluido Estados Unidos– si la apreciación se debiese simplemente a que la economía yanqui crece más rápidamente que la del resto del mundo, pero resultaría preocupante si respondiese al temor sobre las perspectivas de otras regiones. Habría que evitar que el dólar se convierta en la única apuesta de los inversores que creen que pueden obtener mayores rentabilidades de sus activos financieros estadounidenses y, además, beneficiarse de una divisa más fuerte. En un entorno de este tipo, es probable que las economías de ME sufriesen fuertes salidas de capital y que la Fed intente mantener los tipos de interés a largo plazo en niveles bajos, incluso aunque el tipo de interés oficial aumente, y ninguno de estos escenarios sería bueno para los inversores ni para la economía mundial.

La ‘sonrisa’ que dibuja el dólar en el **gráfico 2** sirve para ilustrar esta idea. Básicamente, lo que el gráfico muestra es que el dólar tiende a comportarse mejor tanto en entornos de fuerte crecimiento relativo en los que los inversores se decantan por los activos estadounidenses como en entornos de bajo crecimiento mundial en los que la aversión al riesgo lleva a la venta de valores extranjeros e impulsa la demanda de bonos del Tesoro estadounidense. Esperamos encontrarnos en el primer entorno y no en el segundo pero, en un mundo sometido a presiones deflacionistas persistentes y generalizadas, existe un riesgo muy real de que se produzca el escenario más negativo.

**GRÁFICO 2: CRECIMIENTO DEL PIB DE EE. UU. VERSUS ÍNDICE DEL DÓLAR LA SONRISA DEL USD**

Crecimiento del PIB de EE. UU. vs. índice USD



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 22 de octubre de 2014.

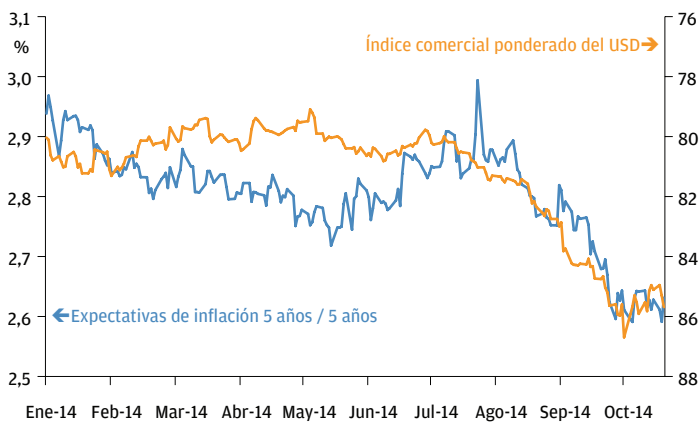
**Implicaciones económicas de un dólar fuerte**

La apreciación del dólar, por sí misma, suele asociarse a un endurecimiento de las condiciones económicas nacionales: la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) calcula que una apreciación del 10% en el valor del dólar ponderado por el comercio exterior rebaja el crecimiento del PIB en 0,5 puntos porcentuales y el del IPC en 0,3 p. p. en el primer año. Sin embargo, ese cálculo no tiene en cuenta el efecto positivo de la caída de los costes del petróleo que ha acompañado a la reciente apreciación del dólar.

Como puede verse en el **gráfico 3**, este año ha existido una fuerte correlación entre los movimientos del dólar y los movimientos de las expectativas de inflación a medio plazo en Estados Unidos, que se han rebajado significativamente no solo en respuesta a la apreciación del dólar, sino también por la caída de los precios de las materias primas.

Los menores costes de la energía actúan como una rebaja fiscal para los hogares y las empresas estadounidenses, al incrementar sus rentas reales. Además, facilitan que la Fed pueda mantener los tipos de interés bajos durante más tiempo, ceteris paribus, y es probable que los tipos a largo plazo también se vean presionados a la baja si los inversores de renta fija compran bonos estadounidenses por las mayores rentabilidades que ofrecen. Si tenemos en cuenta todos estos aspectos, creemos que la apreciación de la divisa, aunque puede dificultarle un poco el trabajo a la Fed, resultará positiva en términos netos para la economía estadounidense, lo que a su vez respaldará a las acciones de Estados Unidos en general, aunque algunos sectores se beneficiarán más que otros (ver la sección Implicaciones para la inversión en la página 3).

**GRÁFICO 3: USD Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**



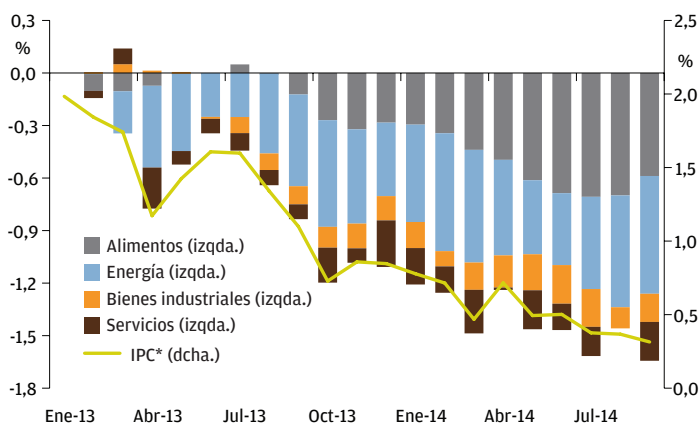
Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 22 de octubre de 2014.

Para la eurozona, el resultado neto de un dólar más fuerte –y un euro más débil– será probablemente muy positivo, ya que contribuirá a mejorar el PIB nominal. El BCE calcula que una variación del 10% en el valor de la divisa tiene un reflejo sobre la inflación de entre 0,4 y 0,5 puntos porcentuales. Por eso, la debilidad del dólar ha jugado en contra del banco central durante el periodo de apreciación del euro. Ahora esperamos que se revierta la tendencia, aunque la caída del precio del petróleo puede mitigar el efecto a corto plazo.

Como ilustra el **gráfico 4**, la caída de los precios de los alimentos y de la energía ha tenido mucho que ver en la tendencia desinflacionista de los últimos 18 meses. Sin embargo, a largo plazo, unos menores costes de la energía también ejercerán como una rebaja fiscal para las empresas y los hogares europeos, incluso más que en Estados Unidos, ya que Europa depende más de las importaciones.

**GRÁFICO 4: IMPACTO DEL MENOR COSTE DE LOS ALIMENTOS Y LA ENERGÍA EN LA CAÍDA DE LA INFLACIÓN DE LA EUROZONA**

Desde enero de 2013



Fuente: Eurostat, FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 22 de octubre de 2014.

El impacto macroeconómico de un dólar más fuerte es más complicado para las economías de ME, que se encuentran en un momento del ciclo económico muy diferente del mundo desarrollado. A primera vista, la apreciación del dólar también podría parecer positiva para estas economías, ya que les otorga una ventaja competitiva en el mercado estadounidense y retrasa el endurecimiento de la política monetaria de la Fed. Sin embargo, un dólar fuerte podría agravar los problemas de inflación que sufre parte del mundo emergente. Además, los inversores extranjeros podrían sacar su dinero de estos mercados para invertirlo en Estados Unidos, lo que podría provocar un fuerte repunte de la volatilidad y plantearía retos importantes para los dirigentes políticos.

A finales de los años noventa, esta dinámica desembocó en la crisis asiática, aunque la mayoría de las economías de ME se encuentra ahora en una posición mucho más robusta que entonces, cuando el acceso a liquidez relativamente barata en todo el mundo dio lugar a fuertes desequilibrios externos, un problema que se vio agravado porque muchas de estas economías se habían comprometido a mantener unos tipos de cambio insostenibles. En la actualidad, el volumen de la deuda en divisa extranjera es mucho menor, los fundamentales son más sólidos –en la mayoría de los casos– y el tipo de cambio de la mayoría de las economías es flexible y puede actuar como válvula de escape, como vimos durante el famoso ‘taper tantrum’ de 2013. Por otro lado, ahora que parece que la eurozona registrará superávit por cuenta corriente en el futuro próximo, las salidas de capital de los mercados emergentes podrían verse mitigadas por entradas de capital procedentes de inversores europeos que busquen invertir este exceso de ahorro.

Por todos estos motivos, creemos que el resultado neto de la apreciación del dólar para los mercados emergentes es difícil de predecir y dependerá en gran medida de las circunstancias de cada país. No obstante, lo que sí parece claro es que prácticamente todos los países de ME experimentarán una mayor volatilidad como consecuencia de estas dinámicas.

## Implicaciones para la inversión

### Estados Unidos

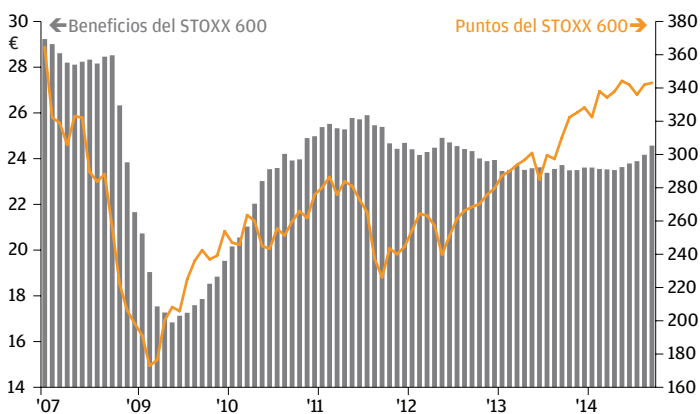
Es probable que la apreciación del dólar afecte negativamente a las acciones estadounidenses a corto plazo. Se estima que en 2013 las empresas del S&P 500 mantenían más de 1,9 billones de USD invertidos en el extranjero, pero esas inversiones irán perdiendo valor conforme se fortalezca el dólar. No obstante, desde el punto de vista de los ingresos, el conjunto del S&P 500 está bien posicionado para afrontar el impacto de una revalorización del dólar, ya que solo el 40% de los ingresos de las empresas estadounidenses procede del extranjero. Aun así, si se analiza la situación por sectores, los inversores detectarán algunos puntos débiles. El sector tecnológico, por ejemplo, genera cerca de un 60% de sus ingresos en el extranjero, por lo que estas empresas se verán más expuestas al impacto negativo de un dólar más fuerte. Por el contrario, los sectores más orientados al mercado estadounidense, como el financiero, podrían verse beneficiados por los positivos efectos secundarios de la apreciación de la divisa.

### Europa

La perspectiva de un euro más débil debería resultar muy positiva para los beneficios de las empresas europeas, sobre todo si viene acompañada de una caída de los precios del petróleo. Aunque el impacto de la depreciación del euro sobre el crecimiento de la región sigue siendo una incógnita, se calcula que una reducción del 10% del índice comercial ponderado del euro podría mejorar los beneficios en más del 8%, de media. En general, los valores europeos presentan una exposición muy internacional y cerca del 45% de los ingresos proceden de fuera de Europa (un 20%, de Estados Unidos). Un euro más débil debería darle un fuerte impulso a las acciones europeas después de casi tres años registrando caídas interanuales de beneficios.

#### GRÁFICO 5: BENEFICIOS Y RENTABILIDAD DEL STOXX 600

Nivel del índice, estimaciones de los analistas para los beneficios de los próximos 12 meses



Fuente: (Izquierda) STOXX, FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 30 de septiembre de 2014.

### Mercados emergentes

Históricamente, los precios de las acciones de ME han mostrado una fuerte correlación negativa con el dólar ponderado por el comercio exterior porque la apreciación del dólar suele implicar debilidad de los precios de las materias primas y salidas de capital de los mercados emergentes, a lo que se suma cierto efecto de traslación de divisa, que reduce el valor en dólares de las ganancias de ME. Sin embargo, es importante que los inversores tengan en cuenta que no todos los mercados emergentes reaccionarán igual ante una apreciación del dólar. Además, puede que los activos de ME no sufran tanto durante este ciclo de apreciación gracias a que la ponderación de la energía y los materiales básicos en el índice es ahora menor que en periodos previos.

#### GRÁFICO 6: PONDERACIÓN DEL SECTOR DE MATERIAS PRIMAS EN EL ÍNDICE MSCI EMERGING MARKETS

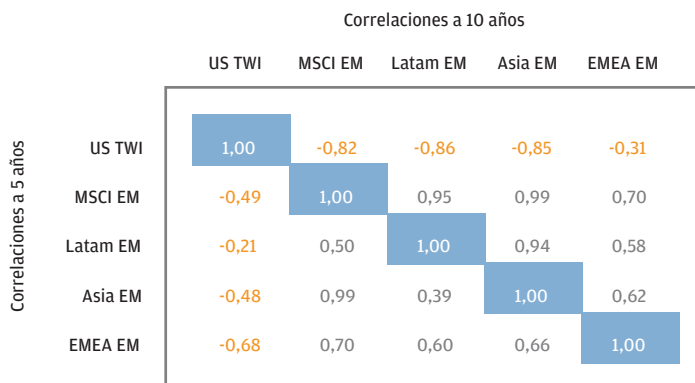
Ponderación del sector de materias primas en el MSCI EM



Fuente: MSCI, FactSet, J.P. Morgan Asset Management. \* Materias primas incluye energía y materiales. Datos a 22 de octubre de 2014.

Con un horizonte a 10 años, nuestro análisis sugiere que las economías emergentes de EMEA muestran una correlación con el dólar de -0,31 frente al -0,82 que registra el índice MSCI Emerging Markets. De acuerdo con este análisis, Latinoamérica es la región que peor se comportará (registra una correlación de -0,86), aunque con excepciones (ver el caso de México en la página 5).

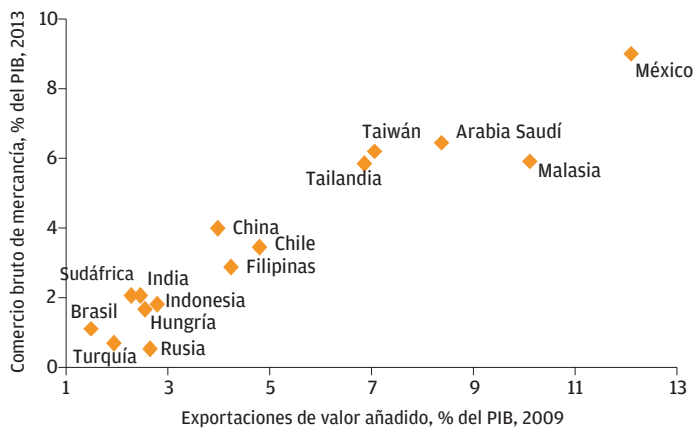
**GRÁFICO 7: CORRELACIÓN ENTRE LAS ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES Y EL USD**



Fuente: MSCI, FactSet, JP Morgan Asset Management. Correlaciones de 10 años son desde octubre de 2004 y octubre de 2014. Las correlaciones de 5 años son desde octubre de 2009 a octubre de 2014.

En general, una fuerte apreciación del dólar podría ponérselo difícil a los mercados emergentes en los próximos meses o años, pero la diferenciación sigue resultando clave. Como muestra el **gráfico 8**, es probable que los mercados emergentes cuyas economías estén más vinculadas a la demanda mundial –y especialmente al consumo estadounidense– no salgan muy mal parados durante este periodo y que algunos, como México, puedan llegar a comportarse muy bien.

**GRÁFICO 8: EXPOSICIÓN COMERCIAL A EE. UU. DE LAS ECONOMÍAS DE ME**  
Exposición comercial a Estados Unidos de las economías de mercados emergentes



Fuente: OCDE, FactSet, Banco Mundial, FMI, Lombard Street Research, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 4 de noviembre de 2014.

**Conclusions**

- En general, un dólar más fuerte resultará positivo para los activos europeos, respaldará los beneficios de las empresas que exporten a Estados Unidos y ayudará al BCE a luchar contra la deflación.
- Por otra parte, la apreciación del dólar supone una amenaza para los inversores de mercados emergentes. Los precios de la renta variable de ME y el índice comercial ponderado del USD muestran una fuerte correlación negativa. Sin embargo, la mayoría de las economías de ME están en mejor posición para afrontar un cambio de las condiciones mundiales ahora que durante el último ciclo de apreciación sostenida del dólar, a finales de los años noventa. El aspecto positivo para los países que dependen de la financiación externa es que la apreciación del dólar permitirá que la Fed pueda mantener los tipos de interés bajos durante más tiempo.
- Un análisis más detallado sugiere que los países de Europa emergente podrían ser más inmunes que otros a las posibles consecuencias negativas, al igual que aquellos países cuyos ingresos no dependan de las materias primas. Las economías de ME más estrechamente vinculadas a la economía estadounidense también podrían verse beneficiadas, sobre todo México.
- Un aspecto a tener en cuenta es que la apreciación observada hasta la fecha ha sido relativamente modesta en términos históricos. Sin embargo, si los inversores empiezan a sentir que Estados Unidos es la única opción real de inversión, el dólar podría alcanzar los niveles vistos en el pasado y eso podría tener consecuencias imprevisibles, desestabilizar los mercados mundiales y reavivar el temor a las burbujas de activos en Estados Unidos. Aunque no nos parece el escenario más probable, no puede descartarse si el crecimiento en el resto del mundo continúa decepcionando.

El programa Market Insights ofrece datos y comentarios exhaustivos sobre los mercados globales sin hacer referencia a productos. Diseñado como una herramienta para ayudar a los clientes a comprender los mercados y apoyar decisiones de inversión, el programa analiza las implicaciones de los datos económicos actuales y los cambiantes escenarios de mercado.

Este documento ha sido producido únicamente con fines informativos y, por tanto, las opiniones contenidas en el mismo no deben considerarse asesoramiento o una recomendación para comprar o vender inversiones o intereses. La confianza en la información incluida en este documento queda a la absoluta discreción del lector. Todo análisis en este documento ha sido obtenido y podrá ser utilizado por J.P. Morgan Asset Management para sus propios fines. Los resultados de dicho análisis se ofrecen como información adicional y no necesariamente reflejan las opiniones de J.P. Morgan Asset Management. Las previsiones, cifras, opiniones, declaraciones sobre tendencias de los mercados financieros o técnicas y estrategias de inversión que se indican corresponden a la propia J.P. Morgan Asset Management a la fecha del presente documento, a no ser que se indique algo distinto. Se consideran fiables en el momento de su redacción, pero puede que no sean exhaustivas y su exactitud no está garantizada. Pueden variar sin ninguna referencia o notificación previa. Los resultados y rentabilidades pasadas no constituyen una indicación fiable de los resultados futuros, y usted deberá tener en cuenta que el valor de las inversiones y sus rendimientos pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado.

No hay garantía de que ninguna previsión se cumpla.

J.P. Morgan Asset Management es la marca de la división de gestión de activos de JPMorgan Chase & Co y sus filiales en todo el mundo. Tenga en cuenta que si se pone en contacto con J.P. Morgan Asset Management por teléfono, la conversación puede ser grabada y monitorizada para fines legales, de seguridad y formación. También debe tener presente que la información y los datos de sus comunicaciones se recogerán, almacenarán y procesarán por J.P. Morgan Asset Management, de acuerdo con la Política de Privacidad de EMEA, que puede consultarse en el siguiente sitio web: <http://www.jpmorgan.com/pages/privacy>.

Publicado en Europa Continental por JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Gran Ducado de Luxemburgo, Registro Mercantil de Luxemburgo n.º B27900, con un capital social de 10.000.000 EUR.

Publicado en el Reino Unido por JPMorgan Asset Management (UK) Limited, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Prácticas Financieras (Financial Conduct Authority). Registrada en Inglaterra con el n.º 01161446. Domicilio social: 25 Bank St, Canary Wharf, Londres E14 5JP, Reino Unido.

LV-JPM21994 | 11/14