

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

TINA

Conviene tener carteras balanceadas, dado que existen numerosos frentes abiertos que podrían inyectar volatilidad en los mercados. Pero no olviden que hay pocas alternativas a la renta variable.

El calendario que usamos hoy en día en casi todo el planeta lo debemos al papa Gregorio XIII, que a finales del siglo XVI lo instauró para homogeneizar las distintas celebraciones religiosas. Tanto tiempo llevamos haciendo borrón y cuenta nueva en enero que tendemos a olvidar años pasados. El 2019 está siendo un año magnífico para los activos de riesgo, pero si Gregorio XIII hubiese empezado los años en octubre, no habría tanto que celebrar, ya que en 2018 tuvimos un último trimestre nefasto.

¿Se puede repetir la historia? Tal vez (aunque lo dudamos). Se mantienen muchos ingredientes. Trump no ha cerrado la guerra comercial con China, el Brexit sigue inconcluso y la economía está mucho peor que entonces. Y se han abierto frentes nuevos. El polvorín de Oriente Medio lo es más desde que EE. UU. no necesita su petróleo. No ayuda que Trump haya reventado el acuerdo nuclear con Irán y que mientras Netanyahu prometa anexionarse parte de Jordania. En Asia no cesan las protestas en Hong Kong y la actitud de la India con la región de Cachemira extrema las tensiones con el vecino Pakistán.

Pero un ingrediente crítico ha desaparecido por completo. Los bancos centrales ya no están por la labor de *normalizar* la política monetaria. Hace un año, la Fed subía tipos mientras los mercados especulaban cuándo lo haría el BCE. Creemos que eso, mucho más que todo lo demás, fue el causante de las caídas bursátiles. Ahora estamos justo en el lado opuesto. Incluso el BCE, sin margen para mucho más, ha vuelto a reducir tipos y ha reinstaurado las compras de activos. El porcentaje de la renta fija en terreno negativo va de récord en récord. El mejor activo este año es un bono austríaco a 100 años. Que alguien esté dispuesto a aceptar un tipo de

interés inferior al 1% durante ¡un siglo! habla por sí solo del entorno complicado en el que se mueven los inversores más conservadores.

Obtener rendimientos aceptables se hace impensable sin asumir riesgos hasta niveles que parecen poco razonables. Y es ahí donde la renta variable cobra fuerza, en relativo. Siempre que no haya recesión; eso es crítico y, aunque en Europa la desaceleración empieza a ser un tanto preocupante, seguimos pensando que no será el caso. Dado que el valor teórico de una acción hoy es el valor presente de todos sus flujos futuros, el entorno actual de tipos bajísimos debería suponer una expansión de los múltiplos a los que cotiza la renta variable. Incluso con una ligera contracción de beneficios las bolsas deberían subir. Podemos estar equivocados. Piensen en el escenario contrario. Imaginen una subida de tipos. La renta variable también lo haría mucho mejor que la renta fija –diversos sectores, como el financiero, cruzan los dedos para que pase–. Solo en una recesión grave uno estaría mejor aún en renta fija, y nos haría reconsiderar nuestro posicionamiento.

Pensamos que las carteras deben estar balanceadas, con liquidez suficiente para aprovechar oportunidades mejores, si alguno de los riesgos mencionados se materializa –no está en nuestro escenario base, por motivos que no caben aquí–. Pero por más que nos tiene recoger ganancias, conviene hacerlo con moderación: creemos que la renta variable tiene poca y mala alternativa. Entre los inversores cada vez es más usual el acrónimo TINA (*there is no alternative*). Tal vez sea exagerado –no se debe asumir más riesgo que el del propio perfil de inversión–. Pero no mucho.

David Macià, CFA
Director de Inversiones

ÍNDICE

- 2 Situación macroeconómica
- 3 Renta fija
- 4 Renta variable
- 5 Materias primas y divisas
- 6 Latinoamérica

Estrategia

Asignación de activos (2019 4T)

Monetario	▲
Renta fija	▼
Renta variable	➡

Renta fija

GOBIERNO:	
EE. UU.	▼
Eurozona	▼

GRADO DE INVERSIÓN:

EE. UU.	▼
Eurozona	▼

HIGH YIELD:

EE. UU.	▼
Eurozona	▼

EMERGENTES



Renta variable

EE. UU.	➡
Eurozona	➡
Japón	▲
Emergentes	▲

Materias primas

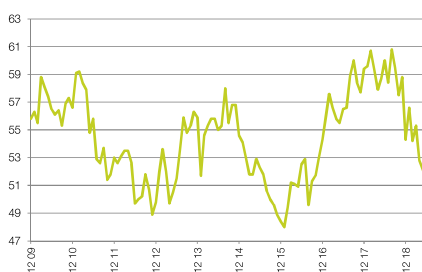
Petróleo	➡
Oro	▲

Divisas

EUR/USD	➡
JPY/USD	▲

Situación macroeconómica

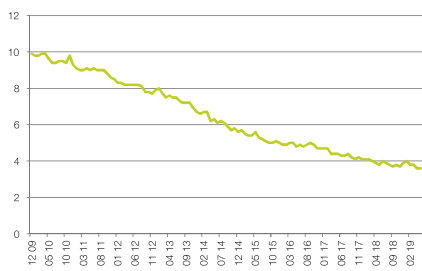
ISM manufacturero



Fuente: Bloomberg

El sector manufacturero de los Estados Unidos continúa desacelerándose y el indicador ISM manufacturero cae a 49 desde un pico de 61.

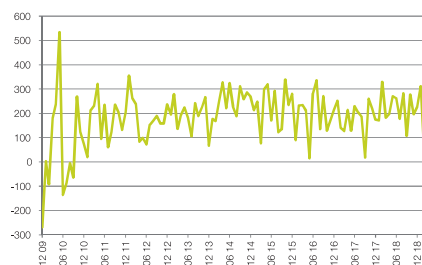
Tasa de paro americano



Fuente: Bloomberg

La tasa de paro de los Estados Unidos se mantiene cerca de mínimos cíclicos.

Creación de puestos de trabajo en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

La incorporación de nóminas ha disminuido de un promedio de 200.000 a uno de 150.000 en los últimos seis meses.

La guerra comercial pesa sobre el crecimiento

El crecimiento global se encuentra en un frágil equilibrio. La guerra comercial sigue siendo el principal riesgo y los bancos centrales se están quedando sin opciones para contrarrestar su impacto. Sin embargo, a medida que nos acercamos a las elecciones presidenciales de los EE. UU. hay más presión para llegar a una tregua, aunque las perspectivas de un acuerdo todavía parecen muy lejanas.

El sector manufacturero de los Estados Unidos continúa desacelerándose y el indicador manufacturero ISM cae desde un máximo de 61 en agosto de 2018 a un mínimo de 49, lo que indica contracción. Este es el nivel más bajo desde enero de 2016, cuando llegó a un mínimo tras las crisis del dólar y el petróleo y los temores del mercado respecto a China. No obstante, los datos del mercado inmobiliario continúan siendo sólidos y las ventas minoristas y otros indicadores de gasto del consumidor siguen sorprendiendo al alza, lo que subraya la fortaleza de la economía doméstica. Además, si bien el crecimiento del empleo se ha desacelerado y la incorporación de nóminas ha disminuido de un promedio de 200.000 a uno de 150.000 en los últimos seis meses, la tasa de desempleo del 3,7% permanece cerca de su mínimo cíclico del 3,6%.

La economía global continúa dependiendo altamente de los tuits de Trump y de las medidas de la Fed

En la zona euro el patrón es muy similar, ya que el PIB se ha desacelerado y la economía se divide entre una demanda externa débil (que afecta sobre todo al sector manufacturero) y una demanda interna sólida. Sin embargo, los riesgos continúan siendo mayores en la zona euro que en los EE. UU., ya que el brexit, las tensiones renovadas con respecto al presupuesto italiano y la posible aplicación de aranceles estadounidenses a los automóviles producidos en la UE podrían empeorar las perspectivas económicas.

Entonces, ¿cómo creemos que va a desarrollarse la situación en el futuro a medida que nos acercamos a las elecciones presidenciales de los EE. UU.? Por un lado, Trump continuará luchando contra un comercio injusto, ya que recibe el apoyo de ambos partidos. Esto, a su vez, probablemente evitará que llegue a un acuerdo a corto plazo si implica dar la ventaja a China. Por otro lado, Trump también debe

estar muy atento a la repercusión de sus acciones sobre el crecimiento económico. Tal como señaló Deutsche Bank en uno de sus informes, en general se acepta que la economía es uno de los factores clave (y quizás el más importante) que determinan el resultado de las elecciones presidenciales. Además, las percepciones de los votantes sobre la dirección de la economía son más importantes que su estado real. Esto explica las persistentes críticas de Trump a la política monetaria de la Reserva Federal y es la razón por la que presiona al banco central para que reduzca aún más los tipos de interés. Al mismo tiempo, esto también podría resultar contraproducente, ya que la Fed actuará para no poner en duda su independencia. El comportamiento del mercado de valores también ha sido un factor importante para determinar la intensidad de las hostilidades entre los EE. UU. y China. Cuando el mercado se acerca a sus máximos, un tuit de Trump sobre el comercio provoca una corrección. Seguidamente, vienen los comentarios de la administración Trump para reducir las tensiones. Y luego, a medida que los mercados se recuperan, vuelta a empezar. Este juego deberá terminar en algún momento, ya que, con el paso del tiempo, la incertidumbre del resultado final afectará al gasto corporativo y pronto los consumidores verán las consecuencias de los aranceles en forma de unos precios más altos.

Por lo tanto, la economía global continúa dependiendo altamente de los tuits de Trump y de las medidas de la Fed derivadas de estos. La probabilidad de un acuerdo en la guerra comercial entre los EE. UU. y China parece todavía muy lejana, ya que ambas partes son reacias a ceder terreno en sus objetivos. Sin embargo, a medida que nos acerquemos al día de las elecciones, Trump deberá capitular sobre su política comercial para contrarrestar la desaceleración. Por lo tanto, un alto el fuego prolongado sigue siendo el resultado más probable y beneficioso para la economía.

*Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales*

Renta fija

Aplicación práctica de cuanto peor, mejor

El comportamiento de la renta fija durante el año, que ha pivotado principalmente entre la ralentización de la economía mundial y el ruido en torno a la guerra comercial y al brexit (esto ha sido lo peor), ha posibilitado que los bancos centrales vuelvan a asumir una postura de apoyo (lo mejor para la evolución los activos).

En lo que llevamos de año, asistimos a un fuerte repunte en los mercados mundiales de renta fija. El giro acomodaticio de la política monetaria de los bancos centrales a nivel global, especialmente la Fed –aunque a Trump, a juzgar por sus tuits dirigidos a Jerome Powell, no le parezca suficiente– y el BCE con Draghi en la última reunión reduciendo 10 puntos básicos el tipo de depósito y entregando un nuevo QE sin plazo final con 20bn/mes, han contribuido de forma decisiva.

Fuerte repunte de la renta fija, con valoraciones que pueden ser excesivas y exigir gran selectividad en las inversiones

Se ha producido un rally de los bonos del gobierno. Estos activos han actuado como valor refugio ante la guerra comercial entre los EE. UU. y China y ante el brexit, que ha elevado el riesgo de ralentización económica. El apoyo posterior de los bancos centrales ha contribuido a alimentar este fuerte repunte. Un escenario que ha llevado a los tipos de gobierno a mínimos históricos, con el Bund alemán a 30 años llegando a presentar una rentabilidad negativa en agosto y el Treasury con vencimiento a 10 años cerca de los mínimos de 2012 y 2016.

Trump en uno de sus famosos tuits (ha escrito más de 10.000 desde el inicio de su presidencia) escribía recientemente que Powell debería bajar los tipos a cero y aprovechar para refinanciar la deuda. Haciendo política monetaria ficción, si fuera posible refinanciar al 0% el total de deuda que tienen los EE. UU., podrían rebajar su endeudamiento un 20%. En Alemania, considerando la vida media de su deuda, que es de 9 años, y aplicando el tipo actual a ese plazo (-0,63%), con ese cálculo conseguirían reducir su endeudamiento un 23,1%. Este es un ejemplo de que los bonos del gobierno aparecen con valoraciones extremas.

Los bajos rendimientos de los bonos gubernamentales hacen que la deuda

corporativa parezca más atractiva. Hasta septiembre todos los sectores presentan un estrechamiento de sus diferenciales de crédito. Los más cíclicos y correlacionados con el comercio internacional han caído con más fuerza frente a los sectores financiero o más defensivos como *utilities* o telecom. La búsqueda de *yield* ha hecho que se incrementen los flujos hacia esta tipología de activos. Además, los inversores están ampliando duración y reduciendo su calidad crediticia en su selección de los bonos. Sirva como ejemplo que en las últimas emisiones de bonos *investment grade*, más de la mitad ya se emiten a 10 años o más y que en *high yield* alcanza los 8 años. Los emisores están encantados de emitir a un vencimiento más largo pudiéndose financiar a tipos más bajos.

Los mercados emergentes tienden a beneficiarse de una mayor liquidez, de tipos bajos en los EE. UU. y de un dólar débil. Además, algunos países tienen margen para recortar los tipos de interés. En este entorno, los bonos soberanos de mercados emergentes han parecido más atractivos a ojos de los inversores. El riesgo principal es que continuara la escalada de tensión entre los EE. UU. y China, ya que podría tener un efecto negativo en estos mercados.

El riesgo de incertidumbre sigue elevado puesto que el escenario futuro seguirá dependiendo de los mismos factores: 1) La evolución de las negociaciones comerciales, con octubre como mes clave; el 31 es la fecha límite para la salida del Reino Unido de la UE y está previsto que se reabran las conversaciones entre los EE. UU. y China. 2) De la actuación de los bancos centrales, donde a priori la Fed dispone de más munición para ayudar a frenar la desaceleración, o al menos más margen que el BCE. Quizás por esto pensamos que en la zona euro oiremos hablar de política fiscal expansiva en Alemania a partir del 2020. En todo caso, si continúa la política de *easing*, las valoraciones de los mercados de renta fija pueden resultar excesivas y requerirán por tanto de una gran selectividad a la hora de decidir la inversión.

Josep Maria Pon, CIIA
Director de Renta Fija y Activos Monetarios

Evolución rentabilidad bund 30 años



El bono alemán a 30 años ha llegado a presentar una rentabilidad negativa.

Renta variable

S&P 500



Fuente: Bloomberg

Después de un agosto muy volátil, en septiembre el S&P 500 se recuperó.

Rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años



Fuente: Bloomberg

El rendimiento del Tesoro a 10 años se recuperó en septiembre después de la caída de agosto.

El Dow Jones en la guerra comercial

Una escalada en la guerra comercial entre Estados Unidos y China nos trajo un agosto que la mayoría de los inversores desearían olvidar. Fue tan malo que hasta el presidente Trump se dio cuenta y tomó medidas para impulsar el mercado.

Agosto fue un mes muy volátil en el mercado de valores estadounidense, afectado por continuas noticias sobre la guerra comercial y por los tuits de Donald Trump. A lo largo del mes, hubo 3 días en que el S&P 500 disminuyó en más del 2,5% y un total de 11 días en los que el índice sufrió cambios (positivos o negativos) de más del 1%. Por fortuna, el mercado comenzó a recuperarse: a mediados de septiembre, el S&P 500 se quedó a un 1% de su máximo histórico.

Sorprendentemente, el repunte trajo consigo un aumento en las tasas de interés que hizo que el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años pasara del 1,42% a algo más del 1,90%. La recuperación de las acciones puede parecer contradictoria, pues en general suben cuando las tasas bajan; sin embargo, la tendencia alcista aquí se explica por el optimismo de un inminente fin de la guerra comercial. Esto implica buenas perspectivas económicas e hizo que subieran tanto la renta variable como las tasas de interés.

Anteriormente hemos escrito sobre la Reserva Federal y su impacto en el mercado. Durante este último trimestre, el *Trump put* ha eclipsado la *Fed put*. Recordemos: ambos valores hacen referencia a la creencia de que si el mercado cae, el banco central o la administración Trump (en caso de *Trump put*) tomarían medidas para impulsar la renta variable.

“Quieren llegar a un acuerdo, y eso es genial”, dijo Trump refiriéndose a China

La volatilidad de agosto se debió a una escalada en la guerra comercial y alcanzó su punto máximo con los tuits de Trump, que anunciaba nuevos aranceles a los productos chinos y pedía a las compañías estadounidenses que buscaran alternativas a China. La situación era crítica y el índice Dow Jones bajó casi 2.000 puntos en un par de semanas. Puede que Trump no haga mucho caso a sus asesores e ignore por completo al Congreso, pero sí que presta atención al

índice Dow Jones. De hecho, tal vez sea el único control significativo de las políticas comerciales del presidente estadounidense.

En consecuencia, el declive de agosto puso al mercado en una situación más difícil de lo que Trump estaba dispuesto a soportar. Rápidamente, cambió su estrategia y declaró que China había pedido a sus representantes comerciales en EE. UU. que expresaran su deseo de retomar las negociaciones. No importaba que el ministerio de Asuntos Exteriores chino negara dicha llamada: el truco de Trump surtió efecto. Los inversores lo recibieron con alegría y dedujeron con esta llamada (suciedera o no) que el fin de la guerra comercial era posible.

Trump dio un paso más y retrasó un aumento programado de los aranceles, además de declarar que consideraría algún tipo de acuerdo comercial provisional con China. El resultado fue una reacción positiva de los mercados de valores, pues los expertos estimaron que ambas partes podrían llegar a un acuerdo comercial provisional que dejara de lado cuestiones espinosas, como la protección de la propiedad intelectual. Los inversores probablemente se contentarían con cualquier acuerdo comercial que impidiera más aumentos a los aranceles y solo esperan el día en que puedan olvidar este asunto y dejar de preocuparse por cada nuevo titular o tuit. La pregunta es, ¿podrá Trump contenerse?

Cuando le preguntaron por esos cambios tan bruscos en su postura comercial, Trump respondió “Lo siento, es mi forma de negociar”.

Charles Castillo
Gestor senior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Sacando petróleo de los ataques al petróleo

Los últimos ataques con drones que se han producido en Arabia Saudí han provocado la mayor subida diaria del precio del petróleo en 30 años (aumentos del +14%), pero es difícil que representen una oportunidad al alza en el medio plazo, más bien lo contrario.

Por cuantificarlo un poco, los ataques a las refinerías de Khurais y Abqaiq han recortado la capacidad de producción de Arabia Saudí en casi 6 millones de barriles diarios y han reducido su producción a la mitad. Por ponerlo en contexto, cuando la OPEP organiza sus reuniones y se oye con muchísima repercusión que ha acordado recortar la producción, suelen ser acuerdos de recortes de entre 1 y 2 millones de barriles diarios, por lo que este ataque en principio es algo serio.

Sepan que Arabia Saudí es la mayor productora mundial de crudo, por lo que este *percance* a priori debería hacer saltar las alarmas. Sin embargo, Arabia Saudí tiene existencias para cubrir la producción recortada de unos 33 días; por lo tanto, el impacto en el corto plazo debería ser

limitado hasta que se sepa con certeza cuánto se alargan las reparaciones.

Por otro lado, ni Arabia Saudí ni sus socios operan al 100% de su capacidad, debido a los acuerdos de recorte de producción que existen en la actualidad. Es decir, que potencialmente, una vez solucionados los problemas, podrían producir mucho más de lo que venían haciendo, lo que equilibraría la falta de producción de estos días. Es por ello que, considerando solo este hecho, más que una oportunidad al alza, el subidón de un solo día en el precio del petróleo podría ser una oportunidad a la baja.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

Fuerzas opuestas mantienen el euro en un rango

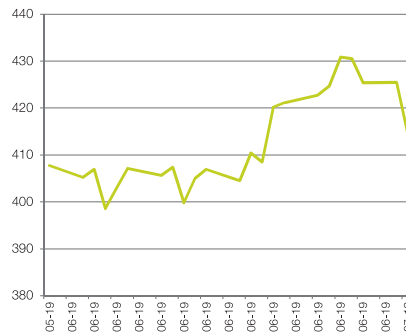
Teníamos una opinión positiva sobre el euro, pero, debido al curso de los acontecimientos, ahora creemos que la moneda se negociará sin cambios durante los próximos meses. Ha habido varios factores que han jugado contra la moneda en el primer semestre de este año. En primer lugar, unos datos macro decepcionantes en la zona euro continuaron apuntando a una desaceleración en la región. Y en segundo lugar, el aumento de las incertidumbres políticas, incluidas la inminente salida del Reino Unido y la disputa sobre el presupuesto italiano, también influyó en el debilitamiento de la moneda.

Las fuerzas que actúan sobre las divisas son diversas y el efecto de cada una puede variar según el momento. Los principales factores son actualmente los diferenciales de tipos de interés, las tasas de crecimiento y los riesgos políticos. Cuando la Fed cambió de rumbo inesperadamente a principios de este año, para adoptar una postura más moderada y luego reducir los tipos de interés oficiales dos veces, podía esperarse que el dólar se debilitara. Sin embargo, estas medidas también ejercieron una mayor presión sobre el BCE para que buscara más medidas de estímulo, que pesaron sobre el euro. Además, la situación económica en la

eurozona es probablemente más frágil que en los Estados Unidos, debido al mayor peso del sector manufacturero, un sector que está en contracción a escala mundial. Los riesgos también parecen mayores desde el punto de vista político, con el vencimiento del plazo del brexit del 31 de octubre y el riesgo de que los EE. UU. impongan aranceles a la producción de automóviles en la UE. Finalmente, con los tipos de interés oficiales ya en territorio negativo, el BCE tiene mucha menos munición que los EE. UU. para poder estimular la economía. Resumiendo, a pesar de que todavía creemos que el dólar es caro, ahora somos neutrales con respecto al tipo de cambio y esperamos que a corto plazo se mantenga dentro del rango.

*Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales*

Precio del petróleo



Fuente: Bloomberg

Mayor subida diaria del petróleo de los últimos 30 años.

Tipo de cambio EUR/USD

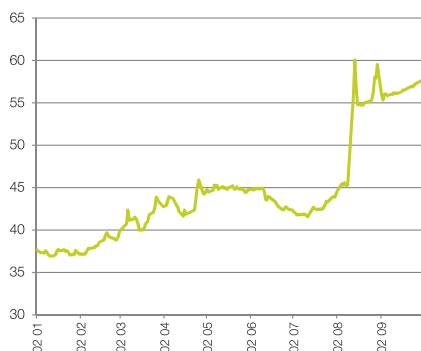


Fuente: Bloomberg

Desde principios de año, el euro ha perdido más del 4% frente al dólar debido a varios factores que han jugado contra la moneda.

Latinoamérica

Tipo de cambio USD/ARS



El peso argentino se desplomó tras los acontecimientos políticos, encontrando soporte únicamente con la imposición del control cambiario por parte del Gobierno.

Reservas internacionales en USD (miles de millones)



En menos de seis meses, las reservas en moneda extranjera del Banco Nacional de la República Argentina disminuyeron en 28.500 millones de USD, un 37% por debajo de los máximos.

Argentina y la sombra de un nuevo 'default'

Argentina se enfrenta a una nueva crisis financiera y cambiaria, desencadenada tras las elecciones primarias del pasado agosto, que deja al país en una situación sumamente delicada y con poco margen de maniobra.

El pasado 13 de agosto se celebraron elecciones primarias en Argentina (PASO), que arrojaron una incontestable victoria del partido de la oposición, liderado por Alberto Fernández y con Cristina Fernández de Kirchner como candidata a vicepresidenta, sobre el partido oficialista de Mauricio Macri con más de 15 puntos de diferencia (47% sobre 32%). Si bien aún hay que esperar a los comicios generales del 27 de octubre, *Los Fernández* tienen todo a favor para ocupar la Casa Rosada durante los próximos años.

La reacción de los mercados fue contundente: el peso argentino cayó un 25% sobrepasando el nivel de 60 pesos por dólar, el índice Merval se contrajo un 38% en un solo día y el mercado de renta fija no quedó a la zaga, viendo cómo las emisiones gubernamentales y corporativas se desplomaban. Y es que, en Argentina, la sombra del *default* es alargada. Desde prácticamente su constitución como nación, la historia del país austral ha ido acompañada de varios episodios de impagos de deuda.

La depreciación del peso y la huida de los inversores provocaron una situación de fuerte estrés que obligó al gobierno a lo que calificó como un "reperfilamiento de la deuda", que no era otra cosa que extender los vencimientos de ciertos bonos. La agencia S&P respondió degradando la calificación hasta "impago selectivo", que luego subiría hasta CCC- y C para las emisiones a largo y corto plazo, respectivamente, tras constatar la implementación inmediata de la medida.

Las acciones del gobierno para sostener la crisis no quedaron ahí. Tras varias medidas directas de ayuda como la exención del IVA a ciertos productos básicos, la emisión de cheques de efectivo a los contribuyentes o la subida del salario mínimo, el presidente Macri tuvo que rendirse y aplicar una de las medidas que más había criticado al peronismo: el control cambiario. El decreto restringía la libertad de empresas y bancos para comprar dólares, obligaba a las exportadoras a liquidar en el país sus ingresos en moneda extranjera y limitaba la compra mensual de divisas a 10.000 dólares para los particulares. El anterior tuvo un impacto negativo sobre las bolsas de valores, pero al menos consiguió su

principal objetivo, frenar el desplome del peso (como mínimo en el mercado oficial). En este caso, la necesidad pudo más que los principios.

Para frenar la caída del peso, Macri no tuvo más remedio que aplicar el control cambiario que tanto había criticado

Por su parte, el mercado ha estado muy atento a los movimientos de Alberto Fernández, presumiblemente próximo presidente. El tono inicial fue agresivo. Tras una reunión con representantes del Fondo Monetario Internacional, principal acreedor de Argentina, el político culpó directamente tanto al gobierno como al propio FMI de la actual crisis y añadió que gran parte de la financiación del organismo se dedicó a financiar salidas de capital hacia el extranjero. En los últimos días el tono se ha suavizado, incluso llegando a acuerdos con el gobierno, como el reciente de emergencia alimentaria.

La inflación ha vuelto a dispararse. En agosto los precios subieron más de un 4%, hasta alcanzar el 54,5% interanualmente. El ministro de Hacienda, Hernán Lacunza, presentó los presupuestos de 2020 en los que prevé, entre otras cosas, una reducción de la inflación hasta el 34%, un aumento en las exportaciones del 7% y un crecimiento del 1%. El FMI, que ha reiterado su disposición a apoyar a Argentina, también ha calificado como "oscuras" las expectativas sobre el país latinoamericano.

Fernández cuenta en su programa con políticas de aumento del gasto público que gustarán —o disgustarán menos— a muchos argentinos, pero no tanto a los inversores. Todo ello, unido a lo expuesto con anterioridad, nos hace pensar que Argentina enfrentará más situaciones, si no de insolvencia total, sí de faltas de efectivo puntuales en el corto plazo.

Juan Gestoso Ruiz
Analista de inversiones

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group.

Este documento sirve únicamente para su distribución en forma permitida en derecho. No está dirigido a distribución ni uso de ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier jurisdicción donde la distribución, publicación, disponibilidad o uso fuere contrario a las leyes o regulaciones, o hiciera que Crèdit Andorrà Financial Group quede sujeto a algún requerimiento de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción. La información contenida en este documento representa la opinión de los analistas de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercados y podrá ser modificada y/o actualizada sin previo aviso. Este documento contiene únicamente información general, y si bien se ha obtenido esta información de fuentes consideradas fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni sus analistas garantizan ni se responsabilizan de que la información contenida en el mismo sea completa o exacta. Los analistas financieros y las otras personas competentes que pudieran estar implicadas en la elaboración y difusión de este documento son independientes de aquellas que tengan un interés relevante en el objeto del informe en cuestión. En ningún caso media compromiso o vinculación alguna con los emisores para elaborar informes favorables. Las declaraciones incluidas en el presente documento en ningún caso deben considerarse como hechos fácticos y contrastados, quedando aquellas proyecciones y estimaciones sobre condiciones económicas y previsiones sobre el desarrollo de la industria sujetas a cambios sin notificación previa. Cierta información incluida en el presente documento hace referencia a "proyecciones de futuro" que pueden identificarse por el uso de formas verbales tales como "podrá", "debería", "se espera", "se estima" o mediante terminología similar, tanto en positivo como en negativo. Debido a varios riesgos e incertidumbres, ciertos eventos, resultados o el desempeño real de los mismos podrán variar sustancialmente de aquellos reflejados o contemplados en las citadas proyecciones a futuro incluidas en este informe. Los resultados obtenidos en el pasado, ya fueren estos positivos o negativos, no está garantizado que se cumplan en el futuro y, por lo tanto, no pueden servir como indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o de los servicios de inversión que el presente documento pueda contener, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos, una disminución en los mismos, que podrá ser mayor o menor dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate.

Este documento no constituye una oferta por parte de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoco de sus analistas y no podrá ser en ningún caso considerado como una recomendación personal de compra o venta de activos. Tampoco se podrá considerar que cualquiera de las estrategias de inversión o recomendaciones realizadas en el presente documento es idónea o apropiada para las circunstancias individuales de un inversor. Ni este documento ni su contenido constituirán la base de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los lectores del presente documento deberán tomar sus decisiones de inversión basándose en su propio análisis así como en la recomendación de asesores independientes que consideren apropiados. En ningún caso podrá entenderse que mediante la distribución de este documento Crèdit Andorrà Financial Group o sus analistas, están realizando recomendaciones personalizadas de inversión. La negociación en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere un seguimiento constante de las posiciones actuales. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas, empleados o directores asumen ninguna responsabilidad por ninguna inversión o desinversión realizada con base en este documento, ni por ninguna pérdida que pudiera resultar por una inversión o desinversión basada en este documento. Cualquier declaración contenida en este documento que haga referencia a información, opiniones o datos emitidos por una tercera entidad representará en todo caso la interpretación de los mismos realizada por Crèdit Andorrà Financial Group, a los cuales ha tenido acceso por ser de carácter público o bien a través de un servicio de suscripción. Este uso e interpretación no ha sido revisado por la mencionada tercera entidad, por lo tanto, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas ofrece ninguna garantía, ni expresa ni implícita, de que sean exactos, íntegros o correctos.

La información contenida en esta publicación es estrictamente confidencial. Ni la totalidad ni parte de esta publicación puede ser reproducida, transformada, distribuida, publicada, reenviada o usada de ninguna manera sin el previo permiso por escrito del autor. Ninguna publicación, modificación o actualización de este material está sujeta a periodicidad y no implica ninguna obligación por parte de Crèdit Andorrà Financial Group.

Aviso para:

- **Inversores del Principado de Andorra:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà, SA y/o Credi-invest, SA., ambas entidades autorizadas, reguladas y supervisadas por la Autoritat Financera Andorrana (AFA).
- **Inversores de España:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Alcalá, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversores de EE.UU.:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Beta Capital Management, LLC (IARD No. 154894), un asesor de inversiones registrado aprobado para operar en octubre de 2012, y autorizado, regulado y supervisado por la U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.).
- **Inversores de Luxemburgo:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banque de Patrimoines Privés, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **Inversores de Suiza:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Private Investment Management, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Association Suisse des Gérants de Fortune. Este documento no es producto de ninguna "Financial Research Unit" y no está sujeta a las "Directives on the Independence of Financial Research" de la Asociación de Bancos Suizos. Este documento no ha sido preparado de acuerdo con los requisitos legales y regulatorios para promover la independencia del research y no está sujeto a ninguna prohibición en referencia a su difusión. Por lo tanto, las restricciones regulatorias sobre Crèdit Andorrà Financial Group en relación a cualquier instrumento financiero mencionado en cualquier momento antes de su distribución no serán de aplicación.
- **Inversores de México:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes, SA de CV., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- **Inversores de Panamá:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA entidad autorizada, regulada y supervisada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), y/o por Private Investment Management Advisors Panamá, S.A., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
