

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

“Brexit”

El resultado del referéndum por el que el Reino Unido decidía dar marcha atrás y romper 43 años de pertenencia al club europeo da para mucho más de lo que permiten escribir estas páginas. Si nos tenemos que quedar con lo esencial, dejémoslo en dos palabras: cansancio e incertidumbre.

La decisión de los británicos de salir de la Unión Europea parece tener mucha más carga emocional que racional. Obviando la probable recesión a corto plazo, derivada de la previsible parálisis de los agentes económicos al menos hasta que no se tenga clara la hoja de ruta (y eso va para largo), el Reino Unido necesita mantener acceso al mercado único (destino de la mitad de sus exportaciones). Londres era también su centro financiero (dado que cualquier banco comunitario tiene pasaporte para vender sus servicios en toda la Unión). Con la salida arriesga ambas cosas. La decisión también pone en tela de juicio la unidad interna. Escocia ya maniobra para convocar un segundo referéndum de independencia –su población votó claramente en contra del “Brexit”. En Irlanda del Norte, donde pasó otro tanto, se arriesgan a dinamitar 20 años de paz conseguidos tras los acuerdos de 1998 –en parte gracias a la eliminación de las fronteras que ahora podrían resucitar. Por no hablar de una crisis política sin precedentes. Los Conservadores han quedado descabezados tras la dimisión de Cameron y la renuncia de Boris Johnson. Los Laboristas tienen un líder frágil del que quieren prescindir. Y todo en busca de un imposible. Europa no permitirá que se mantengan los privilegios y se prescinda de las obligaciones. Tal vez el ejemplo más citado sea Noruega. Sin estar en la UE, contribuye a sus arcas, copia casi toda su legislación y deja entrar libremente a todos los ciudadanos de la UE. Los británicos no habrían ganado nada con el cambio.

¿Por qué entonces? Tal vez el “Brexit” no sea más que un síntoma del cansancio de la población ante el letargo económico del que no acabamos de despertar. La crisis y las medidas con que la intentaron paliar han agudizado la desigualdad. Se buscan culpables sobre los que descargar la frustración, y la globalización o la inmigración son sospechosos habituales, a pesar que tanto lo uno como lo otro contribuyen incontestablemente al progreso económico.

Si el “Brexit” queda en un caso aislado creemos que no debería tener tanta importancia como uno deduciría de la reacción de los mercados el aciago 24 de junio. Europa y el Reino Unido se necesitan y llegarán a un acuerdo amistoso tarde o temprano. Teniendo moneda propia, y sin desmerecer ni la carga simbólica de la decisión –es el primer país que abandona el proyecto europeo- ni el impacto macro inicial –que a nivel global debería ser limitado, pues el Reino Unido es el 4% del PIB mundial-, salir de un acuerdo llamado UE para entrar en otro de matices distintos puede acabar resultando mera semántica, a largo plazo. Un susto mayúsculo, eso sí, que incluso podría hacer reflexionar a los ahora 27 de la necesidad de fortalecer lazos y solidificar el proyecto común.

Si por otro lado el “Brexit” no es más que el inicio de una reacción en cadena, huelga decir que las consecuencias serían mucho más dramáticas. Estamos firmemente convencidos de que no llegaremos a eso (los costes de deshacer el euro son demasiado altos). Pero sí parece que estaremos entretenidos un tiempo. Austria repite en octubre las elecciones que casi dieron con un presidente de extrema derecha el pasado mayo, y en Italia Renzi amenaza con dimitir si no supera con éxito el referéndum ese mismo mes. Seguirán las elecciones en EE.UU. (Trump puede poner nervioso a más de uno), y Francia y Alemania ya en 2017.

Lo anterior significa (mucho) incertidumbre, (mucho) volatilidad y, por lo tanto, (buenas) oportunidades para el inversor a medio plazo. Con la alternativa de los tipos cero (si no directamente negativos), aprovecharlas (siempre con prudencia y mediante riguroso análisis) nos parece una obligación para con nuestros clientes.

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 (3T2016)

Monetario	▲
Renta fija gubernamental	▼
Renta fija <i>corporate</i>	▶
Renta variable	▶

Renta fija

GOBIERNO:	
EE.UU.	▼
Eurozona	▼
CORPORATE:	
EE.UU.	▼
Eurozona (“Central”)	▶
Periferia	▶

Renta variable

EE.UU.	▶
Eurozona	▶
Japón	▶
Emergentes	▶

Materias primas

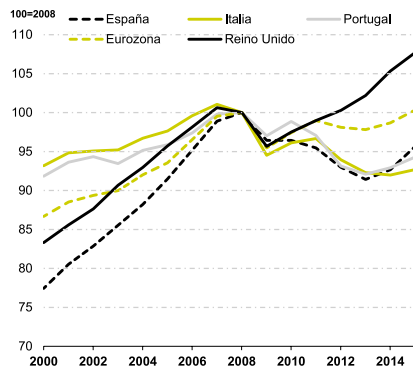
Petróleo	▶
Oro	▶

Divisas

EUR/USD	▶
---------	---

Situación macroeconómica

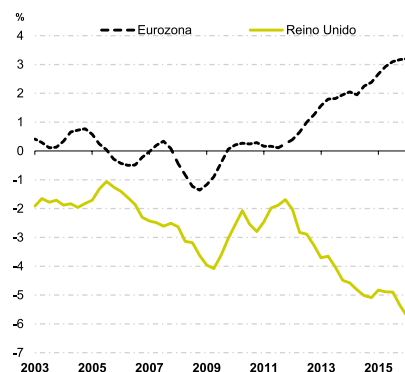
PIB Eurozona y RU



Fuente: Bloomberg

A pesar de que durante los últimos trimestres la economía europea ha mejorado, los niveles de producción todavía están por debajo del máximo del anterior ciclo económico

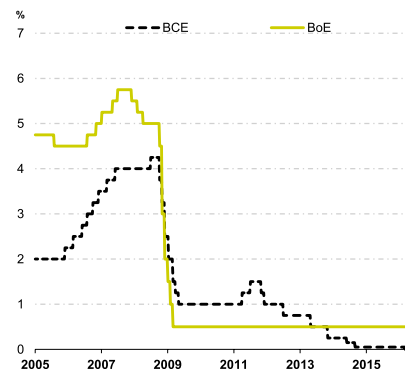
Balanza por cuenta Corriente



Fuente: Bloomberg

El "Brexit" crea incertidumbre sobre cual será el nuevo esquema de relaciones comerciales. El punto de partida de ambas regiones (Reino Unido vs Eurozona) es muy distinto.

Tipos de interés oficiales



Fuente: BCE

En la actualidad las políticas monetarias de ambas regiones son extraordinariamente laxas. Por ello, será complicado aplicar nuevas medidas monetarias que palien los efectos negativos del "Brexit".

Previsiones post-"Brexit"

Después de los problemas derivados de la crisis financiera internacional y de la crisis de deuda soberana europea, el "Brexit" supone un nuevo reto para el crecimiento europeo. En el siguiente documento explicamos las implicaciones económicas que están aparejadas a este acontecimiento.

Tras años de dificultades económicas, la coyuntura económica en la eurozona ha comenzado a mejorar paulatinamente. En el primer trimestre de 2016 la economía registró el doceavo trimestre de crecimiento consecutivo, marcando un aumento del PIB del +0,6% q/q, el consumo sigue mejorando y las condiciones financieras continúan relajándose. Sin embargo, aún hay países como España, Italia o Portugal que tienen niveles de producción todavía por debajo del pico del anterior ciclo económico, y si hablamos en términos de empleo, la situación sigue siendo mala en gran parte de la Unión Europea. Por lo tanto, Europa se encuentra en una situación de lenta pero progresiva mejora. La pregunta es: **¿qué implicaciones tiene el "Brexit" para la coyuntura de la eurozona?** Con toda probabilidad, negativas; y su intensidad dependerá del escenario en el que se desarrollen los próximos acontecimientos. Tal y como apunta nuestro Director de Inversiones, las posibilidades son un acuerdo "a la noruega" (básicamente similar a estar en la UE, pero con un nombre diferente), o una salida casi total que implique controles migratorios y una salida del mercado único tal y como el Reino Unido lo disfruta ahora.

Para la eurozona, el "Brexit" tiene un efecto negativo, y su intensidad dependerá del escenario en el que se desarrollen los próximos acontecimientos.

En cualquier caso, las consecuencias iniciales serán iguales independientemente del camino final. Así, la incertidumbre afectará las decisiones de los agentes económicos desde un primer momento. En este sentido, las empresas serán las que más ajusten sus decisiones, previsiblemente reduciendo la inversión (tanto en capital físico como humano). En este sentido, lo más probable es que durante los próximos trimestres asistamos

a una reducción de la inversión, que será especialmente intensa en el Reino Unido.

A nivel europeo, otros componentes del PIB como el consumo privado, las exportaciones netas, o el consumo público no parecen que en un primer momento vayan a resentirse significativamente por el resultado del referéndum. Sin embargo, no es descartable que el consumo se resienta ligeramente en el Reino Unido, como consecuencia de unos precios de importaciones mayores y una pérdida de confianza del consumidor debido a la incertidumbre existente. En general, las principales casas de análisis han reducido el crecimiento del PIB del Reino Unido para el 2016 en el rango 0,5%-1%, siendo muy probable que la economía británica registre tasas de crecimiento negativas durante el tercer o cuarto trimestre del año. Para la eurozona, el impacto para el 2016 será previsiblemente menor, situándose la reducción en la banda 0,25%-0,50%. Si cuantificamos estos efectos, la pérdida de producción a nivel europeo ascendería a 70 mil millones (mm) de euros, siendo de unos 20 mm de euros la parte que correspondería al Reino Unido (más del doble de sus aportaciones anuales a la UE).

De cara al futuro, las repercusiones dependerán de si el Reino Unido firma un acuerdo "a la noruega", con unas implicaciones económicas limitadas; o bien una salida casi total que implique controles migratorios y una salida del mercado único tal y como Reino Unido lo disfruta ahora, lo que sí generaría frenos muy significativos en la actividad económica tanto del Reino Unido (según el tesoro británico, la decisión le costaría al Reino Unido entre un 4,5% y un 7,5% de su PIB tras 15 años) como de la Unión Europea. En ambos casos, la rapidez del proceso también determinará una parte importante del coste económico: a mayor tardanza, mayores serán los costes.

Por todo ello, la clave para europeos y británicos será reconducir adecuadamente la situación, y no dejar que la herida auto-infligida se gangrene.

Pablo Manzano, CFA
Gestor de Renta Fija

Renta fija

“Keep Calm and Carry On”

El resultado del referéndum fue “Brexit”, pero da la sensación que el mercado de renta fija ha reaccionado bastante mejor de lo que se preveía. Las nuevas expectativas de incremento de políticas monetarias expansivas por parte de los bancos centrales y la demanda de activos refugio tienen mucho que ver.

“Keep Calm and Carry On” (“mantén la calma y sigue adelante”) es un póster que realizó el gobierno del Reino Unido durante la Segunda Guerra Mundial, con el objetivo de subir la moral de sus ciudadanos ante la amenaza de los ataques que sufría la población. Ahora bien lo podrían utilizar los bancos centrales para conseguir el mismo objetivo en la comunidad inversora.

Es cierto que el “Brexit” solo acaba de empezar y profundiza las preocupaciones de un **período prolongado de incertidumbre política**. Como muestra, el índice BNP Paribas Political Risk Index se encuentra en su nivel más elevado desde el 2011 y no olvidemos que en el horizonte tenemos las elecciones en Estados Unidos. Pero una vez más las **expectativas de que los principales bancos centrales, además de facilitar la liquidez al mercado si fuera necesario, van a continuar con políticas monetarias expansivas** han hecho posible que el impacto que se podía prever tras el resultado del referéndum en el Reino Unido se haya corregido en pocos días. A continuación analizamos las principales causas que han posibilitado los retornos positivos.

Los inversores de bonos más habituados a seguir variables fundamentales incorporan ahora el riesgo político en sus decisiones.

En este sentido se espera, por ejemplo, que el Banco de Inglaterra recorte las tasas de interés para evitar un impacto negativo en el crecimiento económico e implemente un renovado programa de compra de activos. El Banco Central Europeo está considerando flexibilizar las reglas de sus programas de compras de activos, algo que sería muy relevante y beneficiaría principalmente a la deuda periférica ya que podría incrementar el volumen de compras en estos países. Y la Reserva Federal podría aplazar el esperado inicio de subidas de tipos de interés. De hecho, si nos fijamos

en los futuros de los Fed Funds, a inicio del mes de julio, le otorga una probabilidad de cerca del 50% de que la primera subida no se produzca hasta finales del año que viene.

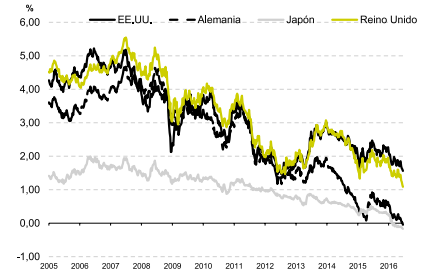
Otro factor a tener en cuenta es que esos mismos riesgos han contribuido a alimentar **la demanda por los activos refugio** y la renta fija se ha vuelto a convertir en el salvavidas de los inversores, provocando que los costes de endeudamiento sigan alcanzando niveles sin precedentes. Varios datos que lo ilustran: a nivel mundial, 10 billones de dólares en bonos del gobierno tienen un rendimiento negativo. El 49% de los bonos que componen el índice Merrill Lynch Euro Government o el 72% del Bloomberg Eurozone Sovereign Bond presentan una TIR por debajo de cero. Son ejemplos del apetito por estos activos y, al impulsar al alza, su precio les ha llevado a TIRs cada vez más negativas.

Los inversores disponen de mucha liquidez y, con la perspectiva de nuevas rondas de estímulos por parte de los bancos centrales, les ha empujado a invertir aprovechando los momentos de tensión del mercado y encontrando valores a precios atractivos.

Llegados a este punto, **la gran pregunta es: ¿hasta cuándo tendremos la protección de los bancos centrales?** ¿Será hasta que los objetivos de mantener los tipos negativos se cumplan? Ese objetivo es evitar que los bancos acumulen grandes cantidades de efectivo y aumenten el crédito y la inversión impulsando la inflación y el crecimiento económico. Mientras dure, será válido el título del artículo “Keep Calm and Carry On”, pero como cada vez más se plantean interrogantes sobre las consecuencias de esta política, deberemos gestionar activamente las carteras con la suficiente diversificación y prudencia, porque cuando desaparezca su protección, los riesgos subyacentes de estas políticas monetarias expansivas se van a intensificar y los efectos colaterales como los efectos en la valoración de los activos no serán los deseados.

Josep M Pon, CIIA
Responsable de Renta Fija

Tipos de interés bonos a 10 años



Fuente: Bloomberg

Después de años de políticas monetarias expansivas que llevaron los tipos de los bonos a largo plazo a tipos mínimos, el “Brexit” ha supuesto una nueva vuelta de tuerca que ha llevado las TIRs a mínimos históricos.

Tipos oficiales:

previsiones de consenso de mercado (%)

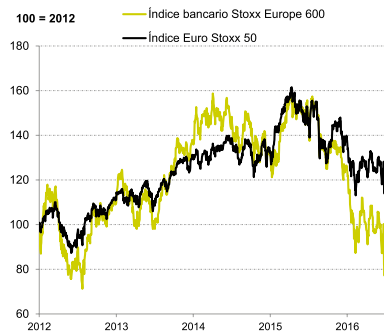
	30/06/16	3trim'16	4trim'16	1trim'17
Zona Euro	0,00	0,00	0,00	0,00
EE.UU.	0,50	0,55	0,70	0,85
Reino Unido	0,50	0,30	0,35	0,45

Tipos de interés: variaciones (%)

	30/06/16	Últimos 3 meses	Último año
Zona Euro			
Euribor 3 meses	-0,29	-0,04	-0,16
Bund 10 años	-0,13	-0,28	-0,76
EE.UU.			
US Libor 3 meses	0,65	0,03	0,04
US 10 años	1,47	-0,30	-0,80
Reino Unido			
GBPLibor 3 meses	0,56	-0,03	-0,03
Gilt 10 años	0,87	-0,55	-1,09

Renta variable

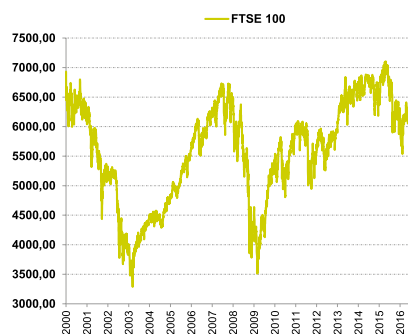
Sector Bancario Europeo y EuroStoxx 50



Fuente: Bloomberg

El "Brexit" ha impactado de manera significativa en las bolsas europeas. El efecto ha sido especialmente intenso en el sub-índice de bancos.

FTSE 100



Fuente: Bloomberg

El FTSE 100, paradójicamente, ha reaccionado bien. Esto se explica porque la mayor parte de beneficios de las empresas del índice se generan fuera del RU y la depreciación de la GBP implica que la repatriación de beneficios se haga a un tipo de cambio más favorable.

Tras el "Brexit": ¿Cómo invertir?

Los mercados conviven muy mal con la incertidumbre, al no poder cuantificar el impacto en las valoraciones de las compañías de diferentes eventos o riesgos potenciales. Sin embargo, esta incertidumbre también es fuente de oportunidades.

El Reino Unido decidió, en contra de lo que pensaba el consenso de mercado, abandonar la Unión Europea por una mayoría del 51,9% frente al 48,1%, con una participación del 72%.

Los mercados financieros fueron sorprendidos por estos resultados y ahora, a pesar de haber recuperado parte de las caídas sufridas, se enfrentan a una elevada incertidumbre política y económica.

Varios son los escenarios que podemos ver durante los próximos meses en función de lo que ocurra en la política británica, la respuesta de los mercados y el efecto contagio que podamos ver en otros países europeos, donde los movimientos contrarios a la permanencia en el euro ganan protagonismo.

Desde nuestro punto de vista, el riesgo más importante es la incertidumbre y la posibilidad de que el euroescepticismo se contagie por Europa.

El riesgo más importante es la incertidumbre y la posibilidad de que el euroescepticismo se contagie.

Las consecuencias económicas del referéndum británico son difíciles de cuantificar, debido a que existen muchas variables implicadas.

El impacto económico será superior en el Reino Unido que en el resto de la UE, dada la importancia del comercio de Reino Unido con la UE (sus exportaciones representan el 12,6% del PIB). Mientras que para los 27 países restantes de la UE habrá un impacto económico negativo que, según estimaciones de la OCDE, podría alcanzar el -0,8% en el PIB hasta 2023, se estima que en ese mismo periodo el impacto en el PIB del Reino Unido sea de un -2,5%.

Los mercados conviven muy mal con la incertidumbre, al no poder cuantificar el impacto en las valoraciones de las compañías de diferentes eventos o riesgos potenciales. Por este motivo, se produce un ajuste en la prima de riesgo: se paga menos por los flujos a futuro ante una mayor dificultad a la hora de estimarlos. Esto lleva a una compresión de múltiplos (se paga un PER o ratio de Precio sobre Beneficios menor) y por lo tanto a una valoración inferior de las bolsas.

Estas menores valoraciones pueden también venir acompañadas de una reducción de los beneficios empresariales, que rebajen aún más los niveles objetivo de los índices bursátiles. El nuevo escenario apunta a rentabilidades potenciales inferiores a las esperadas a principios de año.

Sin embargo, no debemos olvidar que existen argumentos que pueden limitar este escenario. Los bancos centrales pueden actuar, y los mercados suelen acoger con alegría estas intervenciones. La alternativa a la renta variable ofrece rentabilidades muy bajas, incluso negativas. Por último, el impacto económico puede ser menor de lo esperado, siempre que no veamos movimientos similares en otros países de la Unión Europea o una salida del Reino Unido en términos poco amistosos.

La volatilidad y la incertidumbre son también fuente de oportunidades. Recomendamos invertir en compañías de calidad que han corregido sin tener un riesgo aparente, aquellas que se beneficien del actual entorno (exportadoras británicas) y compañías defensivas con dividendos que aporten solidez a nuestra cartera.

*Alfredo Álvarez-Pickman
Director de Estrategia & Advisory, Banco Alcalá*

Q2 % 2016 %

EE.UU.	S&P 500	2.099	1,90%	2,69%
	DJ Indus. Avg	17.930	1,38%	2,90%
	NASDAQ 100	4.418	-1,47%	-3,82%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 € Pr	2.865	-4,67%	-12,33%
	Francia (CAC 40)	4.237	-3,37%	-8,62%
	España (Ibex 35)	8.163	-6,42%	-14,47%
	RU (FTSE 100)	6.504	5,33%	4,20%
	Alemania (DAX)	9.680	-2,86%	-9,89%
	Suiza (SWISS)	8.020	2,72%	-9,05%
	Italia (FTSE MIB 30)	16.198	-10,59%	-24,37%
PAISES BAJOS (AEX)	436	-0,96%	-1,34%	
JAPÓN	TOPIX	1.246	-7,53%	-19,48%
	NIKKEI 225	15.576	-7,06%	-18,17%
EMERGENTES	México	45.966	0,19%	6,95%
	Brasil	51.527	2,94%	18,86%
	Argentina	14.683	13,02%	25,77%
	China	2.930	-2,47%	-17,22%
	India	27.000	6,54%	3,38%
	Corea	1.970	-1,28%	0,46%
	Rusia	1.891	1,07%	7,37%

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

“Brexit”: Ante el “Cisne negro”

“**Cisne negro**”: evento o suceso que se desvía más allá de lo que normalmente se espera de una situación y es extremadamente difícil de predecir. Este término fue popularizado por Nassim Taleb, un profesor de finanzas, escritor y ex operador de Wall Street.

La probabilidad que se le asignaba al “Brexit” el mismo día de la votación era de un 15%. Los *brokers* más grandes que operan en la *City* londinense nos comentaban que incluso a las 12 de la noche del jueves 23 de junio, antes del recuento de votos, llegaban órdenes masivas de compra de libras. **Horas más tarde se revelaban los primeros datos de la votación y el oro se disparaba un +8,50%.**

En nuestra presentación de estrategia para este año sugeríamos que 2016 podría ser el año del *click* y que la volatilidad sería superior a la de 2015. Todo ello sin pensar que un “cisne negro” pudiera producirse. Tras el voto por el “Brexit” los organismos internacionales han revisado el crecimiento del PIB a la baja tanto para el Reino Unido como para la Unión Europea. **La apreciación del oro es cercana a un +25% en el año: el mercado vuelve a quererle como activo refugio.**

DIVISAS

La libra, espejo del Reino Unido

Viernes 24 de junio: los mercados financieros abren tras el histórico resultado del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la Unión Europea. Todos los activos de riesgo sufren importantes correcciones durante el primer día. Una semana después asistimos a un rebote generalizado con una gran excepción: la **libra esterlina** (GBP). Así, en la jornada del viernes 24 la divisa británica perdió un 8% frente al USD. Durante la siguiente semana la moneda perdió un 3% adicional. De esta manera, la libra cotiza a niveles no vistos en 30 años frente al dólar.

Varios motivos están detrás de esta reacción tan diferenciada de la libra. En primer lugar, la debilidad de la moneda manifiesta la **incertidumbre en el medio y largo plazo de la economía británica**. Esta incertidumbre queda reflejada en la primera lectura sobre confianza empresarial que hemos conocido tras el “Brexit”. El porcentaje de empresas que tienen una visión negativa de la economía ha pasado del 25% pre-“Brexit” hasta el 49% actual. También son destacables los comentarios y medidas tomadas por el Banco de Inglaterra (**BoE**). Así, la autoridad monetaria británica ha retirado el colchón adicional de capital anti-cíclico que estaba previsto entrar en vigor en marzo de 2017.

¿Es el “Brexit” el desencadenante de una recesión global? Sea el “Brexit”, el “Grexit”, la burbuja en China o la caída de un banco europeo el desencadenante de una recesión, es aquí donde el oro tendría una mayor subida en los próximos meses.

Desde 1973 se han producido seis recesiones en Estados Unidos y la revalorización media del oro en esos seis periodos fue superior al 20%. En parte se explica porque en esos periodos la Reserva Federal (Fed) realiza una política monetaria más expansiva y se incrementan las expectativas de inflación sirviendo el oro como cobertura ante inflación futura.

¿Les suena la frase “*Fed behind the curve*”? Un dato: tras el “Brexit”, el consenso ha pasado a dar más probabilidad a las bajadas de tipos de interés por parte de la Fed que a las subidas.

Si el “cisne negro” finalmente es mayor y viene el caos por la pérdida de confianza en los bancos centrales, recuerde que no todas las divisas son aceptadas alrededor del mundo, pero el oro sí.

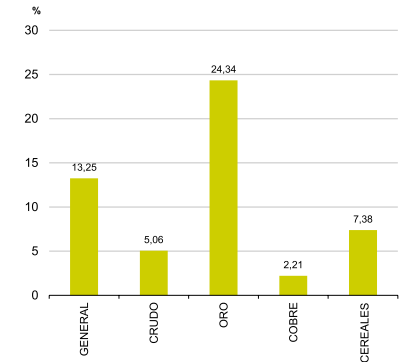
*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

Por otro lado, el gobernador del BoE, Mark Carney, ha avisado de la posibilidad real de entrar en un escenario de desaceleración importante, por lo que no es descartable que en las próximas reuniones el BoE decida bajar los tipos de interés (actualmente en el +0,5%) y/o reactivar el programa de compras de activos financieros. Por último, otro de los puntos que genera riesgos para la economía y la divisa es el elevado **déficit por cuenta corriente** (7% del PIB) que debe ser financiado por inversión extranjera. Todas estas circunstancias afectan negativamente a la cotización de la libra.

Dice un refrán castellano que “la cara es el espejo del alma”; de la misma manera bien podríamos decir que **la divisa de un país es el reflejo de su fortaleza económica**. Un reflejo que no gusta a los inversores internacionales en el caso de la libra, y que muestra un futuro lleno de incertidumbre para el Reino Unido; pero que sin embargo parece que, al menos por el momento, tendrá efectos menos sustanciales para el resto de activos financieros a nivel global.

*Pablo Manzano, CFA
Gestor de Renta Fija*

Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



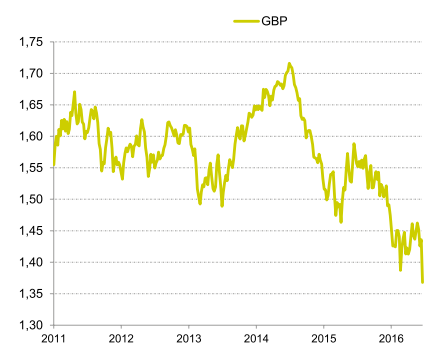
Fuente: Bloomberg

Oro



Fuente: Bloomberg

GBP



Fuente: Bloomberg

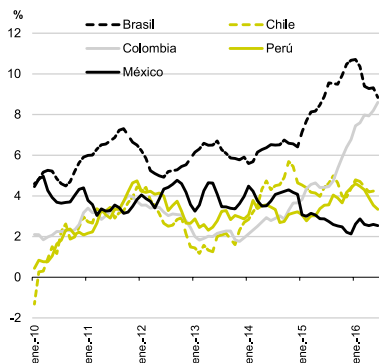
Los inversores entienden que el “Brexit” genera riesgos sustanciales para la economía del Reino Unido. Esto se ha traducido en un desplome importante de la divisa británica, que cotiza en niveles no vistos en 30 años.

Tipo de cambio \$/€

% Variación:	1 mes	3 meses	1 año
	-0,73%	-2,50%	0,48%
Previsiones	3T 2016	2016	2017
Consenso	1,10	1,10	1,10

Latinoamérica

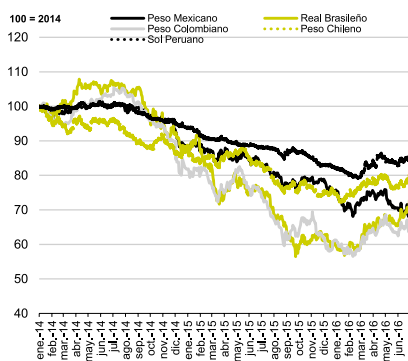
Inflación



Fuente: Bloomberg

La inflación se encuentra en niveles elevados en algunos países.

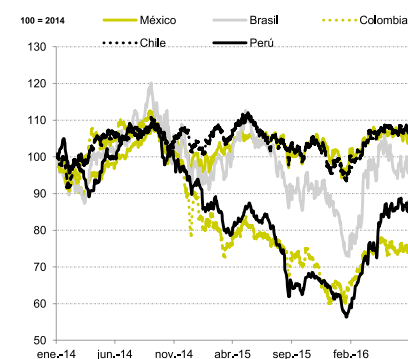
Divisas



Fuente: Bloomberg

En los últimos meses las divisas de LATAM se han comportado positivamente, aunque siguen estando en niveles bajos respecto a las cotizaciones de los últimos años.

Bolsas



Fuente: Bloomberg

Las bolsas de LATAM han subido en los últimos meses.

Vulnerable a un menor crecimiento

América Latina tiene unos lazos económicos relativamente débiles con Europa, y con el Reino Unido específicamente. Sin embargo, la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea es una mala noticia para la región, especialmente si ello lleva a un menor crecimiento económico mundial, un proteccionismo comercial y una aversión al riesgo.

La reacción de los activos y monedas de América Latina ha sido ambigua. Después de las ventas iniciales, algunas áreas se han recuperado con la esperanza de que los bancos centrales de los mercados desarrollados mantengan (o intensifiquen) su ritmo de impresión de moneda.

Las políticas monetarias ultra-laxas provocaron entradas considerables de capital en América Latina. Ayudaron a compensar grandes déficits comerciales y públicos, causados por la desinflación de la burbuja de las materias primas y las malas políticas económicas.

No obstante, hay signos de que **las políticas monetarias están perdiendo efectividad.** Hay también un riesgo de que las alteraciones en el sistema financiero mundial (dudas sobre el futuro de Londres como centro financiero clave) podrían impactar negativamente en las condiciones de liquidez mundial. En definitiva, las condiciones de liquidez mundial parece que se mantendrán neutrales (en el mejor de los casos) en los próximos meses. Eso significa que apostar por los beneficios del *carry trade* (vía divisas) y la reactivación de los precios de las materias primas (vía renta fija y variable) no es una buena estrategia.

Apostar por los beneficios del *carry trade* no es buena estrategia.

En vez de esperar estímulos monetarios adicionales, los inversores deberían centrarse en la realidad económica. Está relativamente claro que la **desintegración económica y el proteccionismo tienen un impacto negativo en el crecimiento económico mundial**, que a la vez es negativo para el precio de las materias primas y los activos de crecimiento en general. El impacto del "Brexit" es seguramente manejable, pero hay riesgo de que otros países sigan el camino populista y proteccionista del Reino Unido

(no sólo en Europa, sino incluso en los Estados Unidos). Un menor crecimiento económico puede reducir también las inversiones extranjeras directas en América Latina, tan desesperadamente necesarias para financiar los déficits de las cuentas de capital.

En resumen, las consecuencias más claras de los acontecimientos políticos externos recientes son un menor crecimiento económico, monedas más débiles y tipos de interés más altos. En América Latina, **México y Colombia están probablemente bajo un mayor riesgo.** México tiene la moneda más líquida que siempre sirve de referencia, y está expuesta a los EE.UU. con los riesgos de un futuro gobierno más proteccionista. Colombia es vulnerable por su actual déficit por cuenta corriente récord y sus necesarios ajustes fiscales. Chile y Perú parecen estables, siempre que no haya recesión en China y se mantengan los precios del cobre.

Brasil se encuentra en un punto medio. Los precios de los activos han repuntado, lo que significa que muchas de las posibles mejoras en su política interna ya se han descontado. Por otro lado, ha reducido su déficit por cuenta corriente y su economía depende menos del comercio exterior, lo que le hace menos vulnerable a los golpes externos.

Pascal Rohner, CFA
Director de Renta Variable de Latinoamérica

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 el *Institut Nacional Andorrà de Finances* (INAF).
- **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 Uruguay:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà Uruguay Asesores de Inversión SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la *Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central de Uruguay* (SSF- BCU).
- **Inversores de México:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà Asesores Patrimoniales, SA de CV.
- **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).

Crédit Andorrà Financial Group
Research
