



# Research

Crédit Andorrà Financial Group

---

# Informe trimestral

## Nuestra visión de los mercados

### Polvareda

**El primer trimestre del año empezó con un exceso de complacencia entre los inversores, y parece que terminará en un entorno de desconfianza generalizada. Afortunadamente, los fundamentales siguen intactos.**

Las bolsas tuvieron uno de los mejores inicios de año en mucho tiempo. Los inversores se habían acostumbrado a un entorno de nula volatilidad en los activos financieros, que no hacían más que subir. Nadie advertía ningún peligro y el posicionamiento era unánime (diversos indicadores de tolerancia al riesgo marcaban récords no vistos en décadas). Ese exceso de optimismo era el caldo de cultivo perfecto para lo que nos vendría después. Tarde o temprano todos los excesos terminan por sucumbir a la gravedad. Efectivamente, los dos meses posteriores han revertido las ganancias acumuladas en enero y nos han devuelto la volatilidad a niveles mucho más habituales (lo anterior distaba de ser normal).

Afortunadamente, más que los cambios en los estados de ánimo de los inversores, nos debe preocupar mucho más el de los fundamentales. Y ahí el diagnóstico sigue siendo excelente. El entorno económico es magnífico a nivel global (es la primera recuperación sincronizada en prácticamente todo el mundo desde 2010, con indicadores macro que en algunos casos no se habían visto en décadas). Los beneficios empresariales son muy sólidos. Y si bien se advierte un cambio de tono en los bancos centrales, es algo tan extremadamente gradual que no supone ningún obstáculo para los mercados financieros. Lo anterior, combinado con las caídas acumuladas en lo que llevamos de año, significa que podemos comprar los mismos fundamentales a mejores precios. Buenas noticias.

Por supuesto, es necesario un punto de valentía. Los que venden no suelen querer regalar dinero. Lo hacen porque participan de una preocupación generalizada de la que solo nos debemos intentar aprovechar si tenemos un veredicto distinto. Mientras escribimos, predomina el miedo a que se desate una

guerra comercial entre EE. UU. y China. Por sentido común uno debería apostar a que lo anterior no sucederá, puesto que ambas partes se autolesionan gravemente (no hay ganador posible en semejante combate). Claro que es difícil detectar grandes dosis de sentido común en la incontinencia verbal del presidente americano, pero un análisis más desapasionado arroja conclusiones distintas. Para empezar, Trump parece tener la costumbre de iniciar las negociaciones como un elefante en una cacharrería -con mucho ruido y de forma amenazante-para luego rebajar el tono de forma considerable. Sirvan de ejemplos las exenciones de los aranceles a sus socios del NAFTA (el mismo que promete romper en pedazos a golpe de tuit), o que próximamente se va a sentar a charlar con su homólogo en Corea del Norte después de que ambos se prometiesen destrucción mutua. Súmenle a eso que los aranceles anunciados lo son en muchos casos sobre productos de empresas americanas manufacturados en China, con lo que la resistencia interna a las medidas promete ser ardua. China tampoco ha entrado al trapo, muy probablemente porque sabe que deberá hacer alguna concesión de la que Trump pueda alardear delante de su electorado, pues no olviden que en noviembre tenemos unas elecciones en EE. UU. en las que se renuevan la mitad de los escaños. Adornado de más o menos ruido intermedio, creemos que ese es el escenario más probable. Cuando la polvareda que ha levantado Trump se aposente, los inversores no verán otra cosa que sólidos beneficios empresariales y buena macro. Lo que no verán serán los precios que hay ahora: aprovéchenlos.

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 (2018 2T)

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

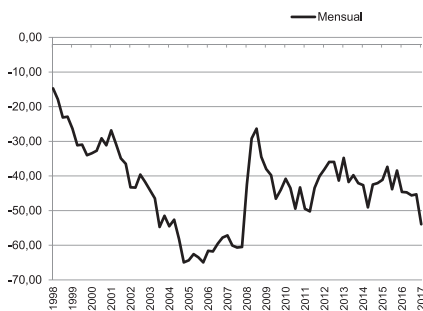
Petróleo	▼
Oro	▼

### Divisas

EUR/USD	▶
JPY/USD	▼

# Situación macroeconómica

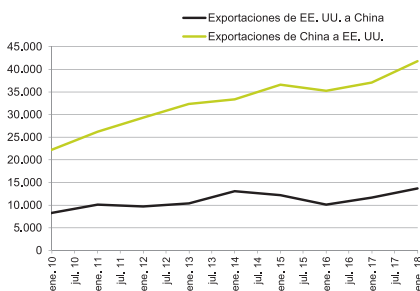
## Déficit comercial de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

Los EE.UU. tienen un déficit comercial global de 57.000 millones de dólares, y una de las promesas de campaña del presidente Trump fue renegociar los acuerdos comerciales para reducir el déficit.

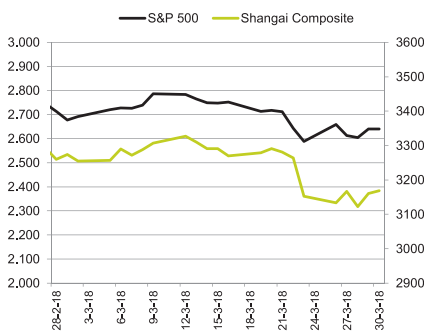
## Volumen comercial



Fuente: Bloomberg

La economía exportadora de China es muy dependiente de los EE.UU., y una guerra comercial podría dañar más a China que a los EE.UU.

## Evolución del S&P 500 y el Shanghai Composite



Fuente: Bloomberg

Tanto los mercados de los EE.UU. como los de China cayeron durante el mes de marzo por el miedo de los inversores a la amenaza de una guerra comercial.

## Trump y los aranceles

A principios de marzo, a pesar de las objeciones de sus consejeros y de muchos congresistas republicanos, el presidente Trump anunció aranceles sobre el acero y el aluminio. Los miedos a una guerra comercial mundial golpearon fuertemente a los mercados de renta variable, pero los EE. UU. ya han indultado a muchos de sus principales socios comerciales. La excepción es China...

**Presagio político: Muerte por China.** A finales de febrero, el Presidente Trump ascendió al asesor comercial Peter Navarro a asistente del Presidente. Como asesor de política comercial, el Sr. Navarro informaba directamente al Asesor Económico de la Casa Blanca Gary Cohn. Es bien sabido que el Sr. Navarro (un economista formado en Harvard que escribió un libro titulado Muerte por China) tiene unas ideas muy proteccionistas, mientras que el Sr. Cohn es un defensor del libre comercio. El Sr. Cohn hacía de barrera entre el Sr. Navarro y el Presidente Trump, pero ahora que se ha eliminado esa barrera, creemos que se avecinan políticas comerciales más extremas.

En menos de un mes, la influencia del Sr. Navarro sobre el Presidente Trump se ha hecho más que evidente, pues el Sr. Cohn dimitió de su cargo por la frustración de no haber logrado convencer al presidente Trump de no proseguir con los aranceles sobre el acero y el aluminio. Los mercados de renta variable sufrieron una corrección inmediata tras el anuncio de la dimisión del Sr. Cohn, pues los inversores temían que los EE. UU. se volvieran todavía más proteccionistas sin la influencia de sus ideas más globalistas.

**“No estamos en guerra comercial con China, esa guerra la perdimos hace ya muchos años...”**  
-Presidente Trump

**Esto ya sucedió antes.** En 2002, la administración de George W. Bush implantó unos aranceles sobre los productos de acero que iban del 15 al 30% en un intento de salvar la industria del acero estadounidense. Por entonces, varios productores de acero se habían declarado en quiebra en medio del auge de las importaciones de acero. El gobierno decidió que necesitaba proteger a la industria del acero durante un periodo de tres años para dar así tiempo a las compañías para reestructurarse. Al igual que ahora, Canadá y México (gracias al Tratado de Libre Comercio de América del Norte) fueron excluidos de los aranceles en 2002.

Casi al instante, la Unión Europea implementó aranceles como represalia

dirigidos a productos de estados políticamente sensibles. La UE y otros países presentaron demandas ante la OMC contra los EE. UU. que se resolvieron con éxito. Después de las reacciones internacionales y los resultados decepcionantes en la economía, el presidente Bush suprimió los aranceles solo 18 meses después de su implementación.

**China se anticipa, pero aún hay esperanzas de un acuerdo.** El 22 de marzo, la administración Trump anunció los resultados de la investigación de la Sección 301 sobre China y su tratamiento de la propiedad intelectual. No solo los EE. UU. acusaron a China de forzar requisitos de participación empresarial que facilitan la transferencia de tecnología hacia compañías chinas, sino que también afirmaron que “en estos últimos años, el robo cibernético se ha convertido en uno de los métodos preferidos de China para obtener información comercial”.

El presidente Trump ha anunciado la imposición de aranceles por valor de 50.000 millones de dólares, en línea con las estimaciones de la administración del daño económico sufrido por la apropiación indebida de la propiedad intelectual por parte de China. Los EE. UU. ya han publicado una lista preliminar de productos considerados candidatos para los aranceles que incluye de todo, desde televisiones y componentes aeroespaciales hasta vacunas. El gobierno chino ha respondido con sus propios planes de señalar productos estadounidenses por un valor de 50.000 millones de dólares como objeto de aranceles en represalia. Los bienes señalados incluyen muchos productos agrícolas, automóviles y algunos modelos de aviones. Lo más importante es que los chinos han indicado que no implementarán ningún arancel a menos que los EE. UU. lo hagan primero, dando así algo de tiempo para que los negociadores de ambos países lleguen a un acuerdo. Con ese fin, el Secretario del Tesoro de los EE. UU. Steve Mnuchin ha dicho que se siente “cautelosamente esperanzado” de que se podrá llegar a un acuerdo.

Charlie Castillo  
Gestor Senior

# Renta fija

## Los bonos del gobierno

En el último dato conocido que publicó el Instituto Internacional de Finanzas (IIF), la deuda global ascendía al nivel récord de 193,3 billones de euros, lo que representa un 318% en relación al PIB mundial. Del total, un 26,95% corresponde a los gobiernos.

La deuda global ha aumentado y se observa una tendencia creciente en los últimos años. La política monetaria expansiva de los principales bancos centrales (que ha llevado a recortar los tipos de interés hasta cero o incluso negativos) tiene mucho que ver. Ha permitido una financiación barata, que ha sido aprovechada principalmente por las empresas. Y los inversores, ante un entorno de exceso de liquidez y una baja tasa de impago, han asumido esas nuevas emisiones, que generalmente han estado muy sobre demandadas. En el caso concreto de los bonos de gobierno, además han tenido la demanda adicional provocada por los diferentes programas de compras de los principales bancos centrales.

Ante este punto de partida, ¿qué podemos esperar de la evolución futura de esta clase de activo? Veamos algunas de las claves que afectan a las principales zonas económicas:

**El final de la flexibilización cuantitativa (QE) marcará, sin duda, un antes y un después.** Parece que las extremas medidas monetarias adoptadas en el actual entorno no son necesarias, y los Bancos Centrales serán más activos vía reducción de balance. En relación a las emisiones netas de bonos, el BCE ha estado comprando en los últimos años una

La evolución futura de esta clase de activo vendrá determinada por el fin de las políticas de flexibilización cuantitativa (QE).

cantidad que ha llegado casi a las 7 veces. No así la Reserva Federal, cuyo volumen de compras ha estado siempre por debajo de las emisiones netas. Esto nos hace esperar un mayor impacto en la subida de rentabilidad de los bonos en la zona euro.

Geográficamente, debido a la búsqueda de rentabilidad y en un entorno de debilidad del dólar y tipos a largo plazo de los bonos estadounidenses más contenidos, continuarán los flujos de entrada hacia los bonos del gobierno de los países

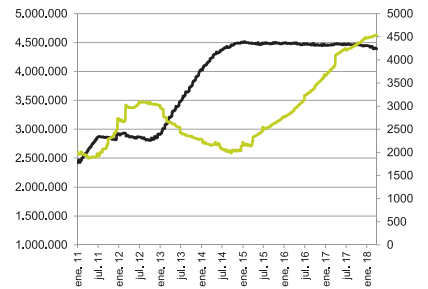
emergentes, que ofrecen rentabilidades más interesantes que las de los países desarrollados y siguen mejorando en línea con los buenos datos macro que vemos a nivel global, al igual que mejoran en el balance por cuenta corriente y aumentan la acumulación de divisas.

La ratio de endeudamiento sobre el PIB es otro factor que considerar. Los países desarrollados presentan un porcentaje mayor. Aquí es clave considerar en manos de quién está la deuda. Por ejemplo, en países como Japón (con una ratio del 223,8%) o Italia (131,2%) la deuda se encuentra mayoritariamente en manos domésticas, lo que reduce el riesgo de contagio: los ahorradores japoneses o italianos van recomprando los vencimientos de manera continuada sin que les genere una especial inquietud. Los inversores deberán tener muy en cuenta la variable del endeudamiento a la hora de seleccionar las inversiones y exigir la rentabilidad adecuada al riesgo.

Un caso paradigmático es la deuda estadounidense. Actualmente un 38,1% del total está en manos extranjeras, y de este porcentaje China tiene el 18,66% y Japón el 17,02%, seguido ya a distancia por Irlanda, Brasil y Suiza con el 5,23%, 4,24% y 4,01% respectivamente. Esta estadística cobra una mayor relevancia en un contexto de guerra comercial entre EE. UU. y China, ya que estos tienen en su haber 1,1682 billones de dólares. Si China decidiera iniciar la venta de la deuda estadounidense que tiene en su poder, generaría un encarecimiento del coste de financiación de EE. UU. en un momento en el que además la Fed ha iniciado un proceso de normalización de tipos. Recordemos que a principios de año ya se generó una tensión en el precio de los bonos del gobierno de EE. UU. solo con el comentario de un alto funcionario del gobierno chino de que se pensaban reducir las compras de estos bonos, algo que posteriormente fue desmentido pero que tuvo el efecto de hacer repuntar las rentabilidades de los bonos. También es cierto que estos deberán decidir si están dispuestos a que una caída de los precios de la deuda impacte en la valoración de su propia cartera, ya que el dólar continúa siendo la divisa dominante de las divisas extranjeras que posee.

Josep M Pon, CIIA  
Responsable de Renta Fija

## Balance de la Fed y del BCE



Fuente: Bloomberg

Con la finalización del QE los bancos centrales irán reduciendo su balance, el cual habían aumentado muy significativamente con los programas de compras.

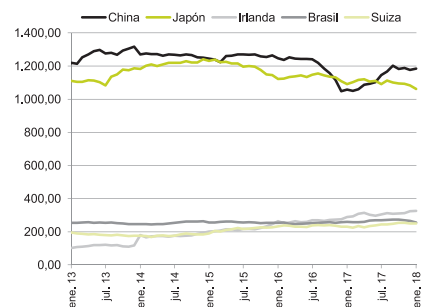
## Deuda y CDS por países

País	Deuda (MM)	CDS 5 años
Grecia	374.412	317.43
Italia	2.396.319	100.50
Portugal	259.908	63.21
España	1.254.590	37,81
Irlanda	216.642	19.99
EE. UU.	14.981.755	19.42
Francia	2.400.367	17.31
Reino Unido	2.168.909	16.31
Australia	402.538	14.48
Bélgica	456.750	14.05

Fuente: Bloomberg

La ratio de deuda sobre PIB ha ido aumentando sobre todo en los países desarrollados, con Japón a la cabeza, aunque su tenencia se encuentra mayoritariamente en manos domésticas.

## Deuda externa de los EE. UU. por países

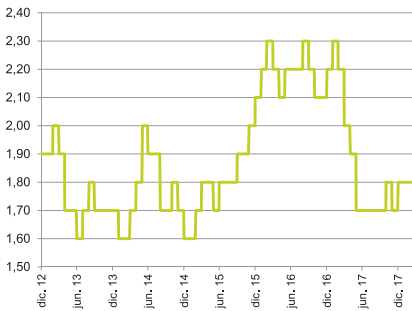


Fuente: Bloomberg

China tiene 1,1682 billones de dólares en bonos del estado de EE.UU. Es el país extranjero que más tiene y representa un 18,66% del total de deuda en manos extranjeras.

# Renta variable

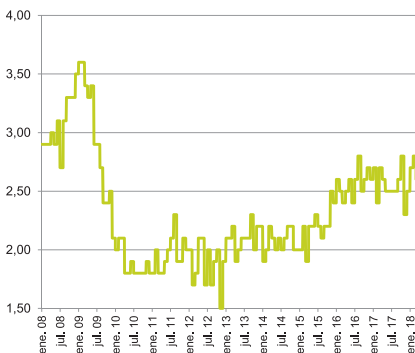
## Índice Precios del Consumo de EE. UU.



Fuente: Bloomberg

La inflación está repuntando debido a los aumentos salariales y al incremento de precios de las materias primas.

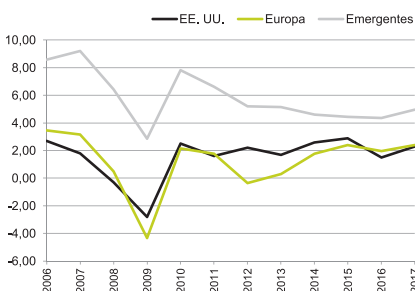
## Salario medio/hora en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

El salario medio por hora en EE. UU. ha ido aumentando de forma progresiva.

## Crecimiento del PIB en EE. UU., Europa y Emergentes



Fuente: Bloomberg

La economía mundial está experimentando su expansión más sincronizada, reflejando la bonanza económica.

## Volatilidad en la renta variable: inflación

La volatilidad en la renta variable se ha despertado. El desencadenante parece haber sido la inflación y su impacto en los tipos de interés.

Desde el mes de febrero hemos asistido a un repunte considerable de la volatilidad en los mercados de renta variable, que parece haber sido provocado por un modesto aumento de las expectativas de inflación en Estados Unidos (IPC subyacente al 1,8% en enero desde el 1,7% en diciembre, e IPC al 2,1% pese al 1,9% esperado), lo que a su vez genera presiones alcistas en los tipos de interés a largo plazo, base de referencia en todos los modelos de valoración de los activos financieros. Un incremento de los tipos de interés genera incrementos en las tasas de descuento y ajustes a la baja en los múltiplos que aplicar sobre las diferentes métricas de cuentas de resultados.

## La inflación no es negativa para la renta variable, sino más bien lo contrario

Las preguntas clave serían dos:

### 1. ¿Hay realmente atisbos de que la inflación haya entrado en terreno de recuperación sostenida?

Creemos que efectivamente la inflación está repuntando, principalmente gracias a los aún muy modestos aumentos de salarios y al incremento de los precios de las materias primas.

Teniendo en cuenta que los precios del petróleo están un 35% por encima de los niveles de junio 2017 y su gran peso en el IPC, un repunte en la inflación no debería sorprender tanto al mercado.

Además, y teniendo en cuenta que la inflación es un indicador atrasado de los ciclos económicos (en EE. UU. se estima que la inflación va con unos 6 trimestres de retraso con respecto al crecimiento del PIB real), interpretamos el reciente repunte de la inflación como un reflejo del fuerte ciclo económico que empezó ya hace tiempo.

Un fuerte ciclo no solo en Estados Unidos sino también en Europa, donde vemos como la utilización de la capacidad de su economía se encuentra en niveles bastante superiores a los de su media histórica (niveles de 84% frente al 81% de media desde el año 1985).

### 2. En segundo lugar, y lo que más nos debería preocupar para poner en contexto las caídas de hace tres semanas, ¿Cómo se debería interpretar una posible recuperación de la inflación desde el punto de vista de la inversión en renta variable?

Creemos que mientras dicha recuperación se realice de forma progresiva, la renta variable no debería de ponerse demasiado nerviosa. Tradicionalmente la renta variable ha generado los mejores retornos con inflaciones de entre el 1% y el 3%, aunque se suele precipitar a la baja en momentos de hiperinflación.

También pensamos que los márgenes operativos, (y todavía más en Europa debido al apalancamiento operativo) son más sensibles a las ventas esperadas, incrementándose de forma consistente, que a los salarios (dada la preocupación existente acerca de las potenciales subidas de salarios que empezarán a materializarse en el mundo corporativo).

Pero es que, además, creemos que cuando los salarios empiezan a subir, esto es consistente con un *momentum* de fortaleza económica y con que el crecimiento empieza a volverse más sostenible (pues el máximo contribuidor de la mayoría de PIB de los países desarrollados no es otro que el consumo).

Definitiva, podemos concluir que la inflación, en su justa medida, y su correspondiente impacto en las rentabilidades de los bonos a largo plazo, no es negativa para la renta variable, sino más bien lo contrario. Es un reflejo de la bonanza económica y su traslado a los resultados empresariales.

Luis Buceta, CFA  
Responsable de Renta Variable

# Materias primas y divisas

## MATERIAS PRIMAS

### Y apareció Trump también en materias primas

Los Estados Unidos establecerán un arancel del 25% sobre las importaciones de acero y del 10% sobre las de aluminio. Así lo anunció el presidente y así se hará.

Sin embargo, estos impuestos son aplicables tan solo para China. Por todos es conocido que el presidente utiliza su retórica para negociar en aquellos apartados donde le interesa. Este caso no es diferente, puesto que es el primer paso de presión en sus negociaciones con China para reducir el enorme déficit comercial que los Estados Unidos mantienen con ese país.

El Sr. Trump parece estar matando dos pájaros de un tiro con estas medidas.

Por un lado, continúa abanderando su "America First" de cara a las elecciones *mid-term* que se celebrarán en noviembre. De hecho, a pesar de que los Estados Unidos consumen unos 110 millones de toneladas de acero al año y de que tan solo producen unos 80 millones de toneladas, la capacidad de utilización de sus fábricas está a tan solo el 74%, en una demostración de la ineficiencia de la industria siderúrgica americana. Se

estima que con estas medidas la capacidad de utilización suba al 86%.

Por otro lado, empieza a presionar a China para reducir en 100.000 millones de dólares el déficit comercial que tiene con el país de la Gran Muralla. Pero es aquí donde cuantificamos el impacto, que es lo que nos concierne.

Los Estados Unidos representan el 16% de las exportaciones totales de aluminio de China, y solo el 2% de las de acero. El impacto no es material y, por lo tanto, no van a cambiar las reglas del juego en el mercado del aluminio y del acero: no debería afectar a su precio ni a las empresas productoras de estos materiales que tenemos en cartera.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista de inversiones*

## DIVISAS

### Demasiado pronto para descontar el *tapering*

El yen ha sido una de las monedas que mejor se ha comportado este año y muchos creen que aún le queda camino por recorrer. Con la esperanza de estimular la economía y avivar la inflación, el Banco de Japón ha sido el banco central más innovador en lo que a la flexibilización monetaria se refiere. No solo ha comprado bonos gubernamentales y corporativos, sino que también ha implementado tipos de interés a corto plazo negativos y un control sobre la rentabilidad del bono a 10 años, además de comprar activos japoneses como REIT, ETF de renta variable, préstamos y otros. El total de activos suma un 96% del PIB japonés, mientras que el balance de la Fed solo suma un 23% del PIB estadounidense.

Cuando a principios de año la autoridad monetaria recortó sus compras de bonos, algunos inversores especularon que el Banco de Japón rebajaría su política ultra-laxa y el yen se fortaleció. El 2 de marzo el gobernador del Banco de Japón les daba la razón a los "especuladores del *tapering*" al dejar caer el primer indicio de la salida de los estímulos monetarios. No obstante, Kuroda también dijo que considerarían y debatirían sobre una salida alrededor del año fiscal 2019, el cual termina en marzo del 2020. ¡Esto parece

estar demasiado lejos como para empezar a descontarlo! El gobernador también añadió que cualquier salida dependerá de si se llega al objetivo de inflación del 2% y Japón sigue lejos de ese nivel: excluyendo la alimentación fresca y la energía, los precios subieron un 0,5% en febrero comparándolos con el año pasado. Finalmente, un yen fuerte sería contraproducente, ya que no solo dañaría a las exportaciones sino que mermaría la inflación a través de los precios de las importaciones.

Por lo tanto, creemos que los mercados han sido precavidos, y venderíamos el yen en niveles actuales de 105 contra el dólar. Únicamente un deterioro en el sentimiento de riesgo o un rápido crecimiento de la inflación podrían hacernos cuestionar nuestra opinión.

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

### Evolución del precio del acero



Fuente: Bloomberg

Alta volatilidad en el acero desde que Trump anunció sus intenciones.

### Tipo de cambio USD/JPY

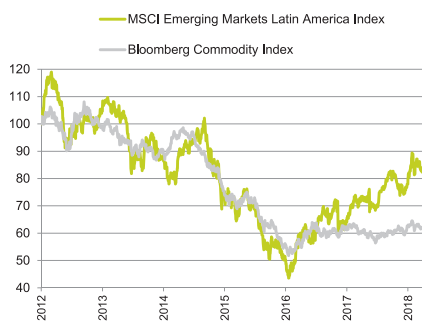


Fuente: Bloomberg

El yen ha sido una de las divisas con mejor comportamiento este año gracias a las especulaciones sobre el *tapering*.

# Latinoamérica

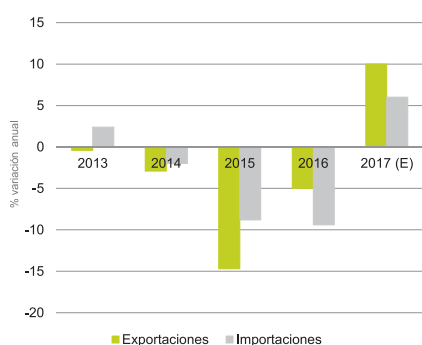
## Índice MSCI Mercados emergentes vs. Materias primas de Bloomberg



Fuente: Bloomberg

La crisis de las materias primas vista desde el año 2012 al año 2016 afectó en gran proporción a la renta variable latinoamericana.

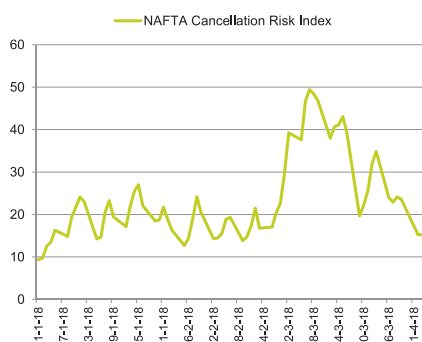
## Exportaciones e importaciones en Latinoamérica



Fuente: Comisión Económica para Latinoamérica y el Caribe (CEPAL)

Se espera que el año 2017 sea el punto de inflexión para las exportaciones e importaciones de la región.

## Índice de riesgo de cancelación del TLCAN



Fuente: Bloomberg

Posiblemente en los próximos días se llegará a un acuerdo preliminar en la renegociación del TLCAN; un escenario de riesgo es muy poco probable.

## La calma dura poco

El reciente repunte de las materias primas dio un respiro al mal desempeño comercial de Latinoamérica visto entre los años 2012 y 2016. Ahora, las preocupaciones ante una posible guerra comercial crean más obstáculos para alcanzar una recuperación sostenible.

Latinoamérica se ha caracterizado durante mucho tiempo por ser una región donde su principal patrón exportador son las materias primas. Hoy en día cerca del 44% de las exportaciones son bienes primarios y se concentran en 15 productos (petróleo, metales y semillas, entre otros). De acuerdo con los datos esperados por la Comisión Económica para Latinoamérica y el Caribe, las exportaciones e importaciones de Latinoamérica crecerían un 10% y un 6,1% en 2017 respectivamente: tras un periodo de contracción vemos humo blanco. Este punto de inflexión se ha dado por factores externos como el aumento de precios de productos básicos, pero aún con un tímido crecimiento en la cantidad de intercambios comerciales.

La dependencia de las materias primas es el gran talón de Aquiles de la región, pero el fin de la crisis inyectó un alivio temporal en Latinoamérica. Adicionalmente, los rumores de una posible reflación han llevado a los inversores a poner las materias primas en su radar y así cubrir naturalmente este riesgo. Por otra parte, un mayor crecimiento económico a nivel global, principalmente en EE. UU. (uno de los socios comerciales más relevantes de la región), impulsará la dinámica comercial favoreciendo el entorno económico de Latinoamérica.

En la búsqueda de una recuperación duradera y sostenible, la región se ha encontrado con otra piedra en el zapato: el aumento de políticas proteccionistas y populistas impulsadas principalmente por el presidente de EE. UU. Donald Trump, bajo el argumento de un comercio desleal y desigual. Trump ha golpeado la mesa pidiendo atención y ha puesto obstáculos al libre comercio a través de aranceles a productos importados desde EE. UU. Después decide sentarse a negociar y calmar los humos como ya lo hizo al excluir algunos países de los recientes aranceles sobre el acero y el aluminio, entre ellos países latinoamericanos como México y Brasil que son grandes actores comerciales de la región. Como dice el conocido refrán, “confunde y reinará”.

Este comportamiento ha despertado el temor de una posible guerra comercial en el mundo, puesto que importantes participantes del comercio internacional como Europa y China

se han pronunciado al respecto con represalias, poniendo en jaque y en evaluación la importancia del comercio internacional. Hasta el momento es más el ruido generado que su impacto, pero **en caso de escalar, podría ser un problema relevante para la región y su crecimiento económico, y más aún para economías pequeñas en las que el camino para crecer económicamente es el comercio exterior.**

La renegociación de tratados comerciales como el TLCAN ha sido otra de sus armas. Este acuerdo se firmó hace 24 años entre México, Canadá y EE. UU. Hoy su renegociación se ha centrado en tres pilares: modernización; acceso de mercado y protección de los derechos de propiedad intelectual; y “problemas pendientes”, como reglas de origen (se refieren al contenido local que deben tener los productos que se intercambian entre los países para que estén libres de aranceles). Recientemente Trump cedió al no exigir que los productos negociados contengan por lo menos un 50% de insumos estadounidenses, un punto delicado en la agenda de negociación que ha calmado las preocupaciones. La séptima ronda oficial de negociación se realizó

## Continuamos viendo vientos favorables para los mercados emergentes, especialmente en Latinoamérica.

a inicios de marzo y se acordaron 6 capítulos y 4 anexos. Faltan 30 capítulos más, el tiempo se agota y todo parece indicar que el acuerdo llegará en pocos días.

Estas preocupaciones se han materializado en los mercados financieros, la volatilidad ha tomado partido y la incertidumbre es el catalizador de los fuertes vaivenes vistos en los activos. Para los mercados emergentes, puntualmente Latinoamérica, continuamos viendo vientos favorables en el actual entorno macroeconómico. **Como dice el conocido inversor Warren Buffett, “solo cuando baja la marea se sabe quién nadaba desnudo”.**

Diego Fernando Agudelo López  
Analista Latam

# 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 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