

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

Si cerrasen los mercados

A nivel económico, deberíamos dejar atrás lo peor durante este segundo trimestre, aunque la recuperación probablemente sea lenta. Los activos de riesgo deberían ayudarse por lo anterior, y sobre todo, por la gigantesca inyección de estímulos a nivel monetario y fiscal.

Los economistas ya juegan al abecedario otra vez y debaten acerca de si la recuperación, cuando finalmente acontezca, será una recuperación en 'V', 'U', 'W' o 'L' (les ahorro otras propuestas, que las hay muy creativas). Al menos creemos que podemos contar con que este segundo trimestre dejaremos atrás la peor parte. El confinamiento se irá relajando con toda probabilidad. El cierre total de la economía supone enormes costes sociales y económicos, y se buscarán alternativas (que las hay, si se pueden preparar con tiempo) al confinamiento total. En caso de que se tengan que reimplantar restricciones, lo más probable es que sean restricciones más suaves o más *quirúrgicas*, y no generales como ahora. Nuevos antivirales, mayor inmunidad colectiva, mejor capacidad hospitalaria, mejor capacidad de detección... todo debería ayudar.

El retorno a la *normalidad* será, en cualquier caso, gradual. Pero las caídas del segundo trimestre serán salvajes para la mayoría de las economías desarrolladas y, desde tan abajo, lo más probable es que, aunque no esté superado aún, las cosas sean *menos malas* en adelante.

Asumiendo, pues, que a partir del verano llega la recuperación, ¿cómo de rápida será? O dicho de otro modo, ¿qué *letrita*, de las antes mencionadas, será la afortunada? Desgraciadamente, la 'V' no, en nuestra opinión. El rebote, desde tan abajo, será violento, pero muy probablemente *aplanado* hasta que no dispongamos de la vacuna. Esto último suele ser muy lento aunque parece casi seguro que esta vez se acelerará (todo el planeta la está buscando, y diversas entidades dicen tenerla ya y han empezado, o empiezan en breve, ensayos clínicos en humanos). Pero sí creemos que será una recuperación en 'U' y no en 'W' (recaídas) ni 'L' (ausencia de recuperación). Los estímulos inyectados a nivel global son

una auténtica barbaridad. Repasarlos alargaría demasiado este artículo, pero no olviden que, a diferencia de la crisis de 2008, esta vez han sido mucho antes, muy superiores y son tanto monetarios como fiscales. Por otro lado la crisis es por shock *exógeno* y no por deterioro previo de los fundamentales –suele ser mucho más difícil en el segundo caso–, y los balances de los bancos son muy sólidos. Además, China ya se está recuperando y aporta gran parte del crecimiento mundial. También hay que tener en cuenta que las recesiones, a nivel global, no suelen durar mucho, salvo depresión, algo que esta vez deberíamos conseguir evitar.

Los análisis macro que nos parecen más razonables coinciden en pronosticar que a finales del 2021 habremos recuperado –más o menos– los niveles económicos con los que acabamos el 2019. Pero incluso los pronósticos más sombríos llevan emparejado recorrido alcista en la renta variable. Si no terminamos en una depresión económica (hemos explicado repetidamente por qué no es el caso), los estímulos inyectados dejan poca alternativa a la renta variable (por supuesto, con altibajos) como activo viable para proteger el ahorro. Imaginen que las autoridades decidiesen cerrar desde mañana mismo todos los mercados financieros durante un año. ¿Qué harían ustedes? Un servidor no dudaría ni un instante: compraría toda la renta variable (y un *mucho* de oro) que fuese capaz. Como los mercados van a seguir abiertos, nos dejamos espacio para más compras por si se tuercen las cosas o si se revisitan mínimos. Pero mantenemos las carteras suficientemente compradas por si los rebotes tienen más continuidad de la que ahora la mayoría son capaces de creer.

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 (2020 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

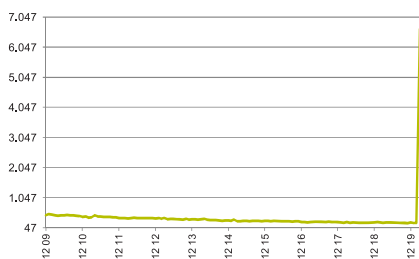
Petróleo	▶
Oro	▲

Divisas

EUR/USD	▲
JPY/USD	▲

Situación macroeconómica

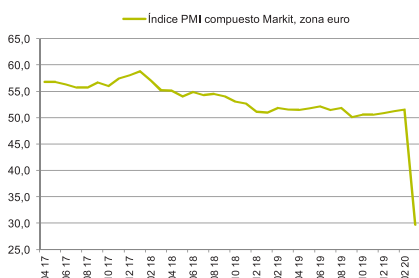
Solicitudes semanales de subsidios de desempleo, EE.UU.



Fuente: Bloomberg

Las solicitudes semanales de subsidios por desempleo en EE. UU. se dispararon a la cifra récord de 6,648 millones la semana del 28 de marzo.

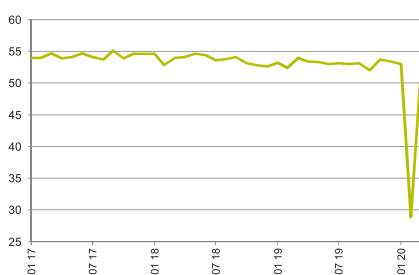
Índice PMI compuesto Markit, zona euro



Fuente: Bloomberg

El índice PMI compuesto de Markit en la zona euro cayó a un mínimo histórico de 29,7, muy por debajo de las expectativas del mercado.

Índice PMI compuesto chino



Fuente: Bloomberg

El índice PMI compuesto de China aumentó hasta un 53,0 en marzo tras registrar un mínimo histórico de 28,9 en el mes anterior, ya que muchas empresas reanudaron su actividad tras las medidas de confinamiento de febrero.

Una recesión global nunca vista

El brote de COVID-19 ha provocado que los líderes mundiales se enfrenten a la difícil decisión de velar por las personas o por el crecimiento económico. Aunque algunos políticos se mostraban reacios a reconocer que la primera era la única opción socialmente aceptable, ahora se enfrentan a una crisis económica mundial sin precedentes.

Nadie podía prever lo que iba a suceder cuando, el 31 de diciembre, China alertó a la OMS de varios casos de una cepa inusual de neumonía en Wuhan. Para ralentizar la propagación del virus, los líderes mundiales no tuvieron otra alternativa que adoptar estrictas medidas de confinamiento, suspender viajes, cerrar escuelas, aplicar cierres temporales de empresas y aumentar el teletrabajo. Estas medidas han provocado prácticamente el cierre de la economía mundial, y los datos reflejan un deterioro importante, sobre todo en cuanto a las cifras de desempleo y a los PMI del sector servicios. Las peticiones de subsidios por desempleo en EE. UU. ascendieron a 6,648 millones la semana del 28 de marzo. Si lo ponemos en perspectiva, en marzo de 2009, durante la peor semana de la crisis financiera solo hubo 665.000. El índice PMI compuesto de la zona euro marcó un mínimo histórico en los 29,7 puntos, ya que las medidas para contener el coronavirus han paralizado muchas empresas.

La duración de las medidas de confinamiento determinará la recuperación y el impacto económico final

Esta recesión dista mucho de otras que se han visto en el pasado, ya que es el sector servicios el que se ha visto especialmente afectado. Durante la crisis de 2008-2009, por ejemplo, los sectores industrial y de la construcción fueron los principales responsables de la reducción de la producción y de la pérdida de puestos de trabajo. Las recesiones económicas suelen ser consecuencia de desequilibrios, como ocurrió en la crisis financiera mundial. El estallido de la burbuja inmobiliaria y crediticia tuvo efectos devastadores en los balances de las instituciones financieras y en los hogares, lo que provocó una reacción en cadena en la caída de la demanda y de las valoraciones de los activos, lo que agudizó aún más la caída de la economía y retrasó su recuperación. Sin embargo, esta recesión tiene su origen en un factor externo y las balanzas de los bancos y

de los hogares están más saneadas que antes de la crisis de 2008, lo que debería ayudar al proceso de recuperación.

La respuesta de los responsables políticos tampoco tiene precedentes en cuanto a su magnitud y tiempo de aplicación. El paquete de medidas de estímulo fiscal representa el 2,9% del PIB mundial y sigue en aumento. Esta cifra es bastante superior a la de 2009, cuando alcanzó el 1,66%, y excluye los planes de garantía de crédito para préstamos. Las autoridades monetarias han recurrido a una compra ilimitada de activos cercana al 10% del PIB en muchos países desarrollados, lo que ya ha contribuido a la reapertura de los mercados de financiación. Sin embargo, la variable más importante para calcular el impacto económico mundial y la velocidad de la recuperación es la duración de las medidas de contención y si se pueden evitar nuevos cierres en el futuro. Hay esperanza si extrapolamos la experiencia de China. El sector industrial chino se recuperó en marzo cuando las autoridades levantaron algunas restricciones y permitieron la reapertura de las fábricas. El Índice de Gestores de Compras escaló hasta los 52 puntos desde el mínimo histórico de 35,7 alcanzado en febrero, pero los expertos advierten que la economía no se ha recuperado por completo.

El impacto en el crecimiento mundial será mayor que durante la crisis financiera global. Sin embargo, como mucho, solo deberíamos registrar dos trimestres de crecimiento negativo. Si las restricciones a la movilidad no se amplían y los dirigentes son capaces de revertir el desempleo, no creemos que la situación actual derive en una recesión prolongada. No obstante, la recuperación será lenta, ya que las restricciones se levantarán de forma gradual para evitar una segunda oleada de infectados, y los consumidores y las empresas se mostrarán cautos a la hora de reanudar el gasto.

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

Renta fija

Buscando la normalización de los 'spreads'

La evolución del coronavirus, sobre todo después de ser declarado pandemia global por parte de la OMS y el impacto que supone a nivel económico, ha afectado también a los activos de renta fija. Las medidas que implementan los bancos centrales y los estímulos económicos a nivel global deberían actuar de catalizador positivo y ayudar a una reducción de los *spreads*.

En un plazo extraordinariamente corto de tiempo los *spreads* de crédito han aumentado dramáticamente provocando una reducción en el precio de los bonos. La rapidez de la ampliación ha sido mayor y más profunda en comparación a otras crisis como la del 2008. Los *spreads* o diferenciales de crédito se han llegado a doblar en poco más de dos semanas, tanto en los bonos *investment grade* como los *high yield*, con vendedores forzados e inversión de las curvas. El temor a que la correa de transmisión de la financiación no funcionara y una menor liquidez de mercado en estas situaciones provoca este efecto.

En un plazo extraordinariamente corto de tiempo los 'spreads' de crédito han aumentado dramáticamente

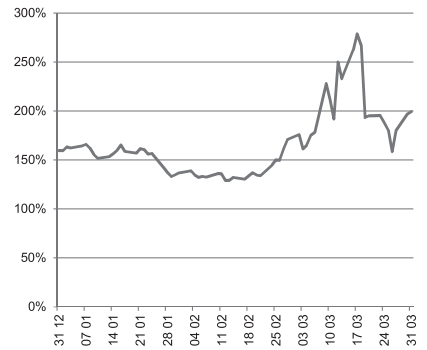
Hemos visto multitud de anuncios de estímulos fiscales y monetarios a nivel global para hacer frente a la crisis del coronavirus con el objetivo de superar la contracción económica lo más rápido posible. En EEUU, la FED rebajó sus tipos desde el 1,75% al 0,25% y amplió el tamaño de sus programas de flexibilidad cuantitativa incluyendo por primera vez un programa específico de compra de renta fija privada. A su vez, la administración Trump sacó adelante un paquete de ayudas económicas valoradas en 2 billones de dólares. En la zona euro, los países miembros lanzan también programas de estímulos económicos y negocian la respuesta en el ámbito de la UE. Aquí se enmarcan los llamados coronabonos, que serían un instrumento de deuda común para que el bloque recaude fondos en los mercados en beneficio de todos los estados miembros. Los alemanes y los holandeses de momento están en contra de mutualizar la deuda. Sin duda esta opción sería la que daría un mensaje de unidad al resto del mundo y parece la más beneficiosa para que los países miembros contengan los niveles de déficit y endeudamiento que sin duda aumentarán debido a los estímulos económicos que ya han anunciado. El BCE, por su parte, si bien en la reunión ordinaria del consejo de gobierno

del día 12 de marzo decepcionó, ya que los inversores esperaban la aplicación de medidas más ambiciosas, sacó unos días más tarde el auténtico bazuca: un nuevo programa de compras de activos, el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), dotado con 750.000 millones. Este importe, sumado a los anteriores programas aprobados, suma un total de poder de compra al año por parte del BCE de 1.050.000 millones, más 250 000 millones de reinversión de amortizaciones previstas que podrá realizar de manera flexible en términos de tiempo y asignarlo a las diferentes clases de activos: gobiernos —incluye por primera vez a Grecia a pesar de su rating *high yield*—, bonos corporativos *investment grade* y papel comercial.

Todas estas medidas están dando soporte a la renta fija y mostrando un efecto positivo que debería llevar gradualmente a una normalización de los *spreads*: 1) vemos que ya hay más equilibrio entre vendedores y compradores. Aparecen más precios de compra, lo que debería ir centrando el precio en los bonos; 2) los *spreads* han empezado a estrecharse; 3) una de las claves es contener el riesgo de ampliaciones de la prima de riesgo en los mercados periféricos para que llegue la estabilidad en los mercados de crédito. La prima de riesgo en el caso italiano ha recuperado buena parte de la ampliación, 4) el mercado primario ha vuelto al mercado con una fuerte actividad y con emisiones sobresuscritas (media de 7,8x). Creo que hay que destacar que podemos adquirir bonos IG a buenos niveles (*Mid Swap* +200-300 pb) entre 5-10 años de vencimiento, cosa que no veíamos desde hace mucho tiempo, y es que los principales bancos centrales están marcando el camino por donde van a dirigir el flujo de dinero: deuda del gobierno y bonos corporativos *investment grade* principalmente, frente a potenciales rebajas de rating por parte de las agencias calificadoras y un aumento esperado de la tasa de *default* en los bonos *high yield* que, según Moody's, en 12 meses podría llegar a situarse por encima del 7% frente al 3% actual.

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

Prima de riesgo



Fuente: Bloomberg

La prima de riesgo del bono a 10 años italiano frente al alemán se ha estrechado después de una fuerte ampliación en este primer trimestre del año.

Niveles de déficit y endeudamiento

% del PIB	Balanza fiscal		Deuda pública	
	2019	2020E	2019	2020E
Alemania	1,3	-7,3	59,2	68,3
Francia	-3,2	-9,5	99,2	114,4
Italia	-1,6	-9,2	135,6	157,0
España	-2,1	-9,7	96,0	113,5
EE.UU.	-4,6	-14	79,0	95,00

Fuente: Deutsche Bank

Se espera que tanto el déficit como el endeudamiento aumenten debido a las nuevas medidas de estímulo que han anunciado los países.

Renta variable

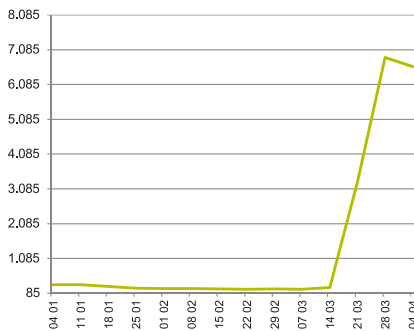
S&P 500



Fuente: Bloomberg

El S&P 500 cayó bruscamente debido a la propagación del coronavirus, pero ha comenzado a recuperarse.

Reclamaciones iniciales de desempleo de los Estados Unidos (miles)



Fuente: Departamento de Trabajo

Los reclamos de desempleo están en niveles récord en los EE. UU. ya que gran parte de la economía se ha detenido.

Covid-19: tragedia y oportunidad

El 23 de marzo, el S&P 500 llegó a 2.191,86 marcando un descenso del 35,4% desde el máximo histórico visto el 19 de febrero. Desde ese oscuro día, el mercado bursátil ha ascendido significativamente, pero sigue estando muy por debajo de los máximos.

La guerra contra el coronavirus ha sido brutal. Mientras escribimos este artículo, más de 1,5 millones de personas han sido infectadas. En todo el mundo, la economía se ha detenido como nunca antes, ya que los gobiernos ordenan a sus naciones que se queden en casa. La confianza de los consumidores se ha desplomado, las cifras del PMI están cayendo en picado, el desempleo se ha disparado y las quiebras de empresas están en camino. Las empresas han detenido la recompra de acciones, suspendido los dividendos, recortado los gastos de capital y despedido a una cantidad impresionante de empleados. Para colmo, es probable que los Estados Unidos vean la mayor contracción del PIB trimestral de su historia. No es sorprendente que el mercado bursátil haya entrado en territorio bajista cuando las empresas cierran y Wall Street recorta las estimaciones en general. Sin embargo, hemos recuperado una parte significativa de las pérdidas con el cambio de rumbo a partir de la última semana de marzo y hasta principios de abril.

Hay muchas compañías de alta calidad con balances fuertes que ahora comercian con descuentos significativos

¿Por qué subió el mercado? ¿Qué cambió? Bastantes cosas. La más importante de ellas fue la agresiva acción de los bancos centrales de todo el mundo. En los EE.UU., la Reserva Federal redujo las tasas de interés a cero y bombeó cantidades masivas de liquidez en el sistema mientras su balance se disparaba por más de un billón de dólares en un mes. Además, el Congreso de los Estados Unidos aprobó un paquete de estímulo fiscal de 2 billones de dólares que proporciona cientos de miles de millones para apoyar a las pequeñas empresas y la mayoría de las familias estadounidenses recibirán un pago directo del gobierno de aproximadamente 3.000 dólares. Los Estados Unidos no están solos en esto,

ya que muchos otros países han aplicado medidas de estímulo. Por último, se ha hablado de que la curva de infección en algunos de los países más afectados (Estados Unidos, Italia y España) podría empezar a mostrar signos de mejora.

Independientemente de la enorme cantidad de estímulos monetarios y fiscales que se han inyectado, este repunte del mercado parece indicar que los inversores esperan una recuperación en forma de 'V' (o de 'U'). Recuerde que el mercado siempre mira hacia adelante y en este momento puede estar descontando un resultado demasiado optimista. Si se producen retrocesos debido a una segunda ola de infecciones, una nueva prueba de mínimos podría reflejarse (posiblemente una recuperación en forma de 'W'). Otro resultado muy posible es la tan temida recuperación en forma de 'L', en la que es posible que entremos en una recesión económica prolongada. El ex presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, dice que no ve un repunte rápido y agudo en la economía. "Probablemente tendremos que reiniciar la actividad de manera bastante gradual y puede haber períodos posteriores de actividad más lenta de nuevo", dijo Bernanke.

Dicho esto, no debemos ser tan pesimistas. En el peor de los casos, el negocio no puede volver a la normalidad al 100% hasta que haya una vacuna (posiblemente a principios de 2021). Mientras tanto, no hay una crisis de liquidez tan grave como la que tuvimos en 2008. Hay muchas empresas de alta calidad con balances sólidos que ahora operan con descuentos significativos. Es probable que estas empresas salgan de la crisis en posición de quitarle cuota de mercado a los competidores más débiles que no sobrevivan. Los inversores deben estar preparados para soportar una mayor volatilidad, pero también deben estar preparados para aprovechar lo que podría ser la mayor oportunidad de inversión que hemos visto en años.

Charles Castillo
Gestor senior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

¡Se rompió!

Muchas cosas se han roto durante el mes de marzo, pero el mercado del petróleo se lleva la palma. Caídas superiores al -50% durante el mes en su precio, que provocan que las caídas acumuladas en el año para este mercado sean superiores al -65%.

¿Qué ha pasado? ¿Está justificado? Si no fuera poco el caos que conlleva para la industria que la demanda se desplome al tener a un tercio de la población mundial encerrada en casa sin poder usar coche, avión, etc... a ello se unió que por el lado de la oferta, cuando se suponía que tenía que haber avances entre Rusia y Arabia Saudí para acordar un nuevo recorte de producción de crudo, se produjo todo lo contrario, un desencuentro entre ambos países que hizo que la mañana del 9 de marzo fuese histórica. Ese día el precio del petróleo tuvo su mayor caída desde la guerra del Golfo.

Básicamente, en cualquier mercado, cuando no casan las cantidades entre oferta y demanda el precio del producto en cuestión

sufre variaciones. En este caso, si la demanda se hunde al estar la gente confinada y el país mayor productor del mundo hace declaraciones de que va a inundar el mercado del petróleo con más y más barriles, entonces el mercado se rompe. ¡Se rompió! Sí, y aunque lleguen a pequeños acuerdos para intentar arreglarlo, este mercado es muy inelástico y pequeñas variaciones en oferta o demanda se traducen en grandes variaciones en su precio. Necesitaremos por tanto un gran acuerdo, un gran arreglo.

Mientras se de esta circunstancia es difícil que el precio del petróleo suba o incluso se estabilice, por mucho que el precio se encuentre cerca de los 20 dólares el barril. Los saudíes ya han dicho que ellos son los que menores costes de producción tienen y que no les importa que quiebren otros productores. Dicen que por encima de 8 dólares el barril ya ganan dinero, quien sabe, quizá ellos ya han puesto el precio...

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

El dólar alcanza su máximo en tres años

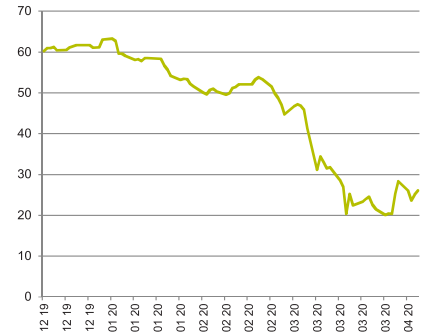
Mientras la COVID-19 golpeaba al planeta y llevaba la economía a una parálisis casi total, la volatilidad de los mercados de divisas se disparó. El euro alcanzó un máximo de 1,1495 a principios de marzo, cuando la Reserva Federal redujo los tipos oficiales y los mercados descontaron nuevos recortes. Sin embargo, durante la última semana de marzo el dólar recuperó todo el terreno perdido y más, ya que se disparó la demanda de activos refugio y las empresas trataron de compensar el impacto de los cierres sobre sus ingresos. Esto derivó en una escasez de dólares que afectó sobre todo a los mercados emergentes. La Reserva Federal respondió permitiendo a los bancos centrales y a las organizaciones internacionales intercambiar sus bonos del Tesoro americano depositados en la Reserva por dólares estadounidenses. A nivel internacional, la Reserva Federal abrió líneas de swap con varios bancos centrales, lo que redujo las tensiones de liquidez. El dólar se debilitó ligeramente, pero su condición de activo refugio hizo que se mantuviera entre el 1,08 y el 1,12.

Cuando todo se normalice, el euro volverá a recuperar fuerza. El dólar sigue siendo caro y el factor que impulsó su fortalecimiento en 2018-2019 fue el diferencial de tasa de interés. Los inversores prestaban en euros y adquirían dólares para obtener un mayor rendimiento. Con la reducción del tipo de interés de la Reserva Federal a cero y la inyección de grandes cantidades de liquidez en los mercados esta ventaja se ha visto mermada.

Cuando los mercados superen los devastadores datos económicos y descuenten la recuperación y el repunte de los activos de riesgo, el euro debería recuperarse.

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

Precio del petróleo



Fuente: Bloomberg

Colapso del precio del petróleo.

Tipo de cambio EUR/USD

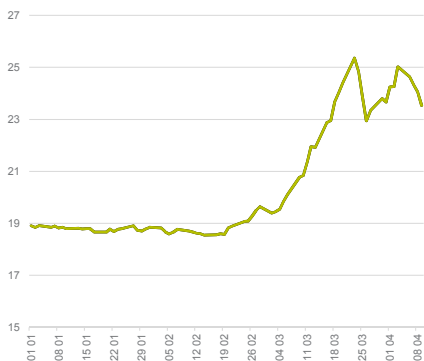


Fuente: Bloomberg

La escasez de dólares a escala mundial llevó al dólar hasta el 1,0636, su máximo en 3 años.

Latinoamérica

USD/MXN



Fuente: Bloomberg

Devaluación del peso mexicano (MXN) frente al dólar americano (USD) en el presente 2020.

Índice S&P Latin America 40



Fuente: Bloomberg

El índice S&P Latin America 40 está compuesto por las principales empresas de la región, constituyendo el 70% de la capitalización total de mercado. Tiene un rendimiento negativo del 42,5% en el año 2020.

Frentes abiertos

Las economías latinoamericanas presentan síntomas de enfermedad: al bajo crecimiento crónico se añade la crisis ocasionada por la COVID-19 y los precios de las materias primas.

Latinoamérica va a ver severamente afectado su crecimiento del presente año a causa del impacto directo e indirecto de la COVID-19. La estimación del Banco Interamericano de Desarrollo apunta a una contracción del PIB no inferior al 5%. Pero esto no es todo, los bajos precios del petróleo y otras materias primas hacen que la presión sobre varias economías de la región sea aún más fuerte.

La interrupción en la cadena de suministro tiene importantes efectos en países como Brasil o México. En este último, las importaciones de productos intermedios desde China ascienden a alrededor del 6% del PIB, mientras que las exportaciones totales son el 34%. A Brasil afecta en menor medida aunque también es considerable, con cifras del 1,7% y el 13%, respectivamente. Centroamérica y el Caribe se verán fuertemente perjudicados por la caída del turismo. En buena parte de estos países, la contribución del turismo al mercado laboral es mayúscula, y los gobiernos tendrán que tomar medidas especialmente sensibles para controlar una tasa de desempleo creciente y evitar revueltas sociales.

Por otra parte, la débil demanda y el precio del petróleo suponen otro dolor de cabeza para los países de la región, y es probable que lo continúen siendo aun cuando las economías reaceleren. Las principales consecuencias son de índole fiscal. Se calcula que cada merma de 10 dólares en el precio del barril de crudo constituye una pérdida de ingresos fiscales de alrededor del 1% del PIB en Ecuador y cerca del 0,5% en otros países como Colombia o Brasil. Por si fuera poco, en los presupuestos de estos países se asumieron precios en algunos casos con diferencias que superan los 30 dólares por barril. Esto hace que los gobiernos cuenten con menor margen que en el pasado para implementar medidas fiscales expansivas de calado sin exponerse a una mayor pérdida de confianza por parte de los inversores internacionales, cuyos flujos son imprescindibles en las cuentas nacionales.

En 2008, la deuda de los estados era en promedio del 40% del PIB, y alcanzó el 57% en 2019. Varios bancos centrales recortaron las tasas de interés el año pasado, que se

suman a las recientes bajadas de emergencia en respuesta a la crisis. Las últimas rebajas en la calificación crediticia de bonos soberanos y corporativos no hacen más que reflejar las dificultades que la mayoría van a tener en sus cuentas. Las monedas locales se han devaluado fuertemente, con caídas superiores al 20% en el caso del peso mexicano y el real brasileño. En una suerte de tormenta perfecta, se están observando fugas de capital que han despertado el temor de algunos a posibles controles cambiarios, que si se llevaran a término tendrían efectos nefastos en la ya de por sí deteriorada confianza de los inversores.

Las monedas locales se han devaluado fuertemente, con caídas superiores al 20% en el caso del peso mexicano y el real brasileño

Paradójicamente, mientras Perú, Chile o Colombia tomaban férreas medidas de confinamiento de la población para frenar el virus, la popularidad de sus líderes aumentaba. Mientras, los dirigentes de las dos principales economías de la región, Brasil y México, se veían obligados a recular en sus iniciales planteamientos negacionistas de la ferocidad de la enfermedad. En el ámbito económico, los gobiernos están tomando medidas inmediatas para combatir la crisis. En la implementación de estas también encuentran algunos obstáculos, ya que una parte importante de los productos nacionales provienen de la economía *informal*. Estos decretos, sin duda necesarios, deberán ir acompañados de otros de medio y largo plazo para hacer frente a las dificultades que el actual modelo tan dependiente del capital exterior y de las materias primas están generando. Las economías latinoamericanas presentan síntomas de enfermedad, y en algunos casos cuentan con patologías previas. Es importante que los gobiernos planteen estímulos de corto plazo, pero también medidas estructurales que les permitan generar anticuerpos de cara al futuro.

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
