

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

Montañas rusas

Esperamos un año volátil en los mercados financieros, pero el pesimismo actual parece desproporcionado.

“No confíen en aquellos que dicen haber encontrado la verdad, sino en aquellos que continúan buscándola”, decía uno de los mejores inversores del siglo pasado. Permítannos, pues, que intentemos situar el contexto en el que nos movemos antes de especular sobre qué podemos esperar de 2019.

Les ruego que me acompañen medio siglo atrás. 1971. Richard Nixon abandona el patrón oro. En la práctica, significa dar vía libre a la Reserva Federal, que hasta entonces debía tener mucho cuidado con lo que hacía (dado que, de lo contrario, se arriesgaba a vaciar Fort Knox). Por otra parte, el dólar iniciaba un largo descenso. A los productores de materias primas, que cobran en dólares, no les hizo ninguna gracia. Quizás esto ayudó a que, dos años después, la OPEP decidiera iniciar un bloqueo de ventas a Occidente en represalia por la guerra del Yom Kippur entre Egipto e Israel, con lo cual el precio del crudo se disparó. No es hasta principios de los ochenta que se consigue frenar la elevada inflación que se derivaría de esta situación, cuando Volcker sube los tipos de interés hasta el 20%.

Lo anterior sirve para ilustrar dos puntos críticos para posicionarnos para este 2019. El primero es que desde entonces -y hace ya cerca de cuarenta años- los tipos de interés solo han tenido una dirección: hacia abajo. Es decir, hace cuarenta años que suben los precios de los bonos y las obligaciones. Para construir una cartera de inversiones robusta, capaz de resistir entornos de mercado complicados, es necesario tener muy en cuenta, pues, que una de las herramientas tradicionales para diversificar, la renta fija, sirve poco o mal. En segundo lugar, nos ayuda a poner en perspectiva hasta qué punto ha llegado la influencia de los bancos centrales en los mercados financieros, hiperactivos y

omnipresentes desde que hace diez años Lehman quebrara. Ahora que dan marcha atrás, aunque muy tímidamente, es como si al coche que conducíamos le hubieran quitado los amortiguadores. La más pequeña piedrecita en la carretera provoca unas sacudidas desproporcionadas. Todo sube o baja a la vez. 2018 ha sido un buen ejemplo de ello. Nunca, en los últimos ciento veinte años, tantos activos habían acabado en negativo. De hecho, si tuviéramos que arriesgarnos en un único pronóstico para 2019, sería que la volatilidad ha venido para quedarse.

De baches, ni faltan, ni faltarán. Pero es aquí donde toca inyectar un poco de optimismo. Parece poco probable que ninguno de los argumentos que atemorizan a los inversores tenga un mal final. Es mucho más factible que no haya Brexit “a la brava” y que Trump llegue a un acuerdo comercial con los chinos que no lo contrario. Por otra parte, hay desaceleración económica, pero no recesión a la vista. A pesar de esto, las bolsas casi han caído ya de máximos a mínimos, que es lo que suelen hacer cuando hay recesión. No hay mejor oportunidad de compra para los inversores pacientes que cuando reina el pesimismo. El precio que se paga, desgraciadamente, es que hay que asumir mucha más volatilidad. Las inversiones más “tranquilas” lo son solo en apariencia o bien no dan ningún rendimiento.

En 2019 todo parece apuntar a que los mercados continuarán comportándose como una montaña rusa. Hay tramos de subida, otros de caída, e incluso en algún punto nos podemos ver cabeza abajo, pero al final siempre se vuelve al principio, sanos y salvos. No es posible saber si no vienen más curvas, pero lo que sí es seguro es que es mucho mejor entrar después de una bajada.

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 4T)

| | |
|----------------|---|
| Monetario | ▲ |
| Renta fija | ▼ |
| Renta variable | ▲ |

Renta fija

GOBIERNO:

| | |
|----------------|---|
| Estados Unidos | ▶ |
| Eurozona | ▼ |

GRADO DE INVERSIÓN:

| | |
|----------------|---|
| Estados Unidos | ▼ |
| Eurozona | ▼ |

HIGH YIELD:

| | |
|----------------|---|
| Estados Unidos | ▼ |
| Eurozona | ▼ |

EMERGENTES

| | |
|--|---|
| | ▲ |
|--|---|

Renta variable

| | |
|----------------|---|
| Estados Unidos | ▼ |
| Eurozona | ▲ |
| Japón | ▲ |
| Emergentes | ▲ |

Materias primas

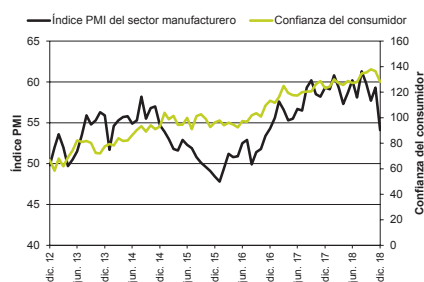
| | |
|----------|---|
| Petróleo | ▶ |
| Oro | ▲ |

Divisas

| | |
|---------|---|
| EUR/USD | ▲ |
| JPY/USD | ▲ |

Situación macroeconómica

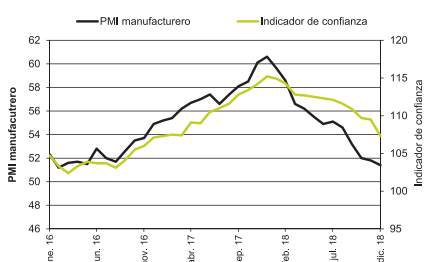
Índice PMI del sector manufacturero y confianza del consumidor en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

El Índice PMI manufacturero y la confianza del consumidor se mantienen muy elevados.

PMI manufacturero e indicador de confianza de la Eurozona



Fuente: Bloomberg

Aunque los indicadores han retrocedido desde máximos aún sugieren la continuidad del ciclo económico.

Crecimiento de los principales países y regiones (%)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| Mundo | 3,3 | 3,7 | 3,7 | 3,5 | 3,3 |
| Regiones | | | | | |
| África | 0 | 1,6 | 2,8 | 3,4 | 3,7 |
| Asia exc. Japón | 6,1 | 6,2 | 6 | 5,7 | 5,6 |
| Economías desarrolladas | 1,7 | 2,4 | 2,3 | 2,1 | 1,8 |
| Países emergentes | 4,4 | 4,9 | 5 | 4,9 | 5 |
| Eurozona | 1,9 | 2,4 | 1,9 | 1,6 | 1,5 |
| Países | | | | | |
| Estados Unidos | 1,6 | 2,2 | 2,9 | 2,6 | 1,9 |
| Japón | 0,6 | 1,9 | 0,9 | 0,9 | 0,6 |
| Alemania | 2,2 | 2,2 | 1,6 | 1,6 | 1,5 |

Fuente: Bloomberg

Los países emergentes liderarán el crecimiento a escala global con un crecimiento esperado del 4,9% para el 2019.

Principales desafíos del 2019

El año ha concluido con un fuerte pesimismo entre los inversores. La incertidumbre comercial entre EE. UU. y China, los desafíos políticos en Europa y una política monetaria más restrictiva por parte de los bancos centrales apuntan a un menor crecimiento a escala global. Entonces, ¿qué nos deparará el 2019?

Aunque no tenemos una bola de cristal para predecir qué ocurrirá en los distintos activos financieros para 2019, el consenso espera que el crecimiento económico global sea de un 3,5% respecto al 3,7% de 2018.

Analizando por regiones, en Europa los indicadores adelantados y de confianza siguen mostrando retrocesos desde los máximos alcanzados a principios de 2018 y, aunque todavía permanecen en niveles que sugieren la continuidad del ciclo expansivo, las estimaciones de crecimiento de la zona euro se han revisado a la baja y se espera que crezca un 1,6%, cuando en 2018 creció un 1,9%, pese a que aún continúa por encima de su crecimiento potencial a largo plazo. Los riesgos políticos continúan generando incertidumbre.

Italia, la tercera economía de la Unión Europea, ha sido muy desestabilizante durante este 2018 debido a las tensiones con la Comisión Europea, aunque finalmente rebajó su objetivo de déficit presupuestario para 2019 al 2,04% desde el 2,4% inicialmente propuesto. En los próximos días, el Parlamento de Westminster decidirá si aprueba o rechaza el acuerdo alcanzado entre Theresa May y la Unión Europea. Más allá del Brexit, las autoridades europeas afrontarán otros desafíos en 2019, como las decisivas elecciones del Parlamento Europeo en el mes de mayo o de la Comisión Europea en octubre. Sin olvidar que Draghi termina su mandato en octubre y ha anunciado que la reinversión de los vencimientos se mantendrá durante un período después de la primera subida de tipos, que se espera para después del verano. Finalmente, la inflación aún se mantiene por debajo del objetivo del BCE, inferior al 2%.

En EE. UU. es difícil que el crecimiento se mantenga en los niveles de 2018, pero el ritmo de crecimiento potencial se mantendrá por encima y se espera que crezca alrededor del 2,6% para 2019. El consumo privado, alrededor del 70% del PIB americano, seguirá apoyando el ritmo de crecimiento sólido y los indicadores adelantado (PMI) y de confianza del consumidor se mantienen muy elevados. La Fed continúa

con su visión positiva sobre la economía y prosigue la normalización de la política monetaria, con la inflación subyacente en el 1,8%, en línea con el objetivo a largo plazo. Respecto a la guerra comercial, el inicio de las negociaciones entre EE. UU. y China permite algo de optimismo y las amenazas de nuevas subidas de tarifas han quedado en suspenso hasta que termine el plazo de las negociaciones, en marzo de 2019.

Los factores de riesgo continúan siendo elevados pero los argumentos a favor de una recesión son débiles

Respecto a los países emergentes, después del complicado año, en el que se debilitaron debido a la revalorización del dólar y por las subidas de tipos de la Fed, se esperan tasas de crecimiento más altas para este año que las economías desarrolladas, del 4,9% frente al 2,1%, según estimaciones del FMI. Su necesidad de financiación exterior, aunque existe, es más manejable que en periodos anteriores. No obstante, algunos países continúan en una situación delicada y con problemas estructurales, como Argentina o Turquía, y hay que ser selectivo en la selección de países, ya que existen diferencias significativas.

El riesgo de recesión para 2019 parece bajo. En resumen, el crecimiento global sigue siendo bastante fuerte, las condiciones financieras son ampliamente acomodaticias, aunque esperamos cierto endurecimiento de la política monetaria, y la inflación continúa siendo moderada. Además, el coste de la deuda es muy bajo debido a los tipos de interés actuales. No obstante, deberemos acostumbrarnos a convivir con más episodios de volatilidad en nuestro día a día, ya que la economía real deberá ajustarse al nuevo paradigma económico de menor crecimiento y subidas de tipos de interés.

Sergi Casòliva
Analista macroeconómico

Renta fija

‘Signor Mario Draghi, arrivederci e grazie’

Desaceleración económica y riesgos geopolíticos, con la confirmación del final del QE del BCE, lo que significará una menor inyección global de liquidez. Los rendimientos de los bonos tenderán a subir y los ‘spreads’ presentarán una mayor ansiedad. Los emergentes serán más atractivos ante un dólar que presente una menor fortaleza. Draghi acaba su mandato el 1 de noviembre.

A escala macro, parece que nos enfrentamos a un escenario de ralentización económica y reconocemos que el techo en el ritmo de crecimiento podría haber quedado atrás. Mientras, la incertidumbre política europea (Italia, Brexit, las elecciones al Parlamento Europeo) y comercial global, con las conversaciones entre EE. UU. y China a la cabeza, seguirán centrando la atención de los inversores. A todo esto debemos sumar la confirmación del proceso de normalización de la política monetaria del BCE, que provocará un descenso del balance agregado de los principales bancos centrales, lo que supondrá una menor liquidez en el mercado.

¿Qué podemos esperar en 2019 para los activos de renta fija? En los bonos del gobierno, esperamos que las rentabilidades de los bonos se muevan al alza ante el nuevo escenario de Quantitative Easing a Quantitative Tightening que se presenta. Si atendemos a las necesidades de financiación para el nuevo año, Francia, Italia y España son los países que se pueden ver más presionados. La prima de riesgo también dependerá de que los riesgos geopolíticos disminuyan. Los *linkers* de inflación, ante la caída del *breakeven*, y aunque los datos de inflación siguen decepcionando, ante una eventual alza por las presiones salariales, nos darían protección. Se eleva la probabilidad de que el diferencial entre EE. UU. y la zona euro converja en el futuro con una, cada vez más, esperada pausa de la Fed y el BCE iniciando el proceso de normalización.

Debemos alertar sobre el riesgo de liquidez que se está dando en algunos momentos y sobre el proceso de ‘equitización’ del crédito

En la renta fija privada, los fundamentales se mantienen positivos: el apalancamiento continúa en cerca de mínimos, los márgenes de beneficios siguen fuertes, aunque desacelerando, y la tasa de *default* también se sitúa en niveles bajos. Probablemente, los diferenciales continuarán ampliándose,

ya que habrá una mayor ansiedad ante el debate sobre si estamos encarando el final del ciclo económico, y la ausencia de nuevas compras del BCE deberá impactar también. No obstante, con las últimas ampliaciones de los *spreads*, los niveles están más cercanos a lo que consideramos su *fair value* y por encima de la media de los últimos 3 y 5 años. A estos niveles, el impacto negativo de la ampliación de los *spreads* se verá compensado por el *carry* que ofrecen algunos títulos. El sector financiero será de nuevo protagonista, con una posible nueva ronda de financiación a los bancos (TLTRO) y el riesgo de extensión de los AT1 si no se ejecutan las *calls* previstas.

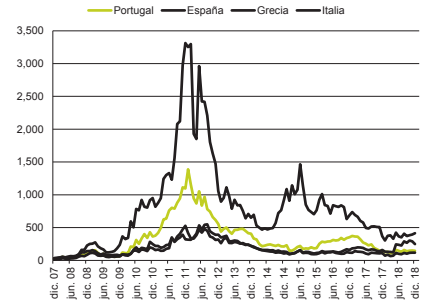
En el mundo emergente, aún con la previsión de desaceleración del crecimiento mundial, se espera que los países emergentes crezcan más que los países desarrollados. Bajo un escenario en que los tipos en EE. UU. subirán menos de lo previsto y el dólar no mantendrá una posición tan firme como en 2018, favorece la exposición a la moneda local después de la depreciación vivida este año por las principales divisas emergentes, seleccionando los países con mejores fundamentales.

Debemos alertar sobre el riesgo de liquidez que se está dando en algunos momentos y el proceso de *equitización* del crédito, con lo que favoreceríamos los bonos con una mejor calidad crediticia mediante la búsqueda de un mayor alfa y una menor beta y dando una mayor importancia al proceso de análisis y selección de los emisores.

El 1 de noviembre de 2019, y después de ocho años, finaliza el mandato de Mario Draghi. Es el artífice del programa de expansión monetaria para hacer frente a la crisis económica y de que el BCE ejerza su papel como supervisor único. Sus palabras, “El BCE está preparado para hacer lo que sea necesario para proteger al euro. Y creedme que será suficiente”, ayudaron a reducir la prima de riesgo de los países periféricos. Su salida podría coincidir con el anuncio de la primera subida de tipos desde marzo de 2016.

Josep Maria Pon, CIIA
Responsable de Renta Fija y AMM

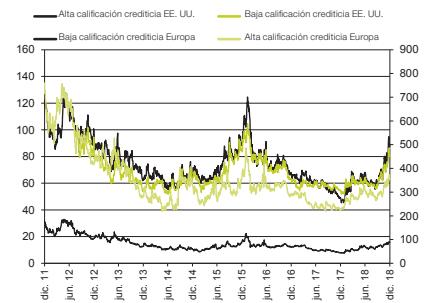
Primas de riesgo



Fuente: Bloomberg

Las primas de riesgo de los países periféricos se han reducido después de la expansión monetaria.

Diferenciales de crédito Europa y EE. UU. (%)

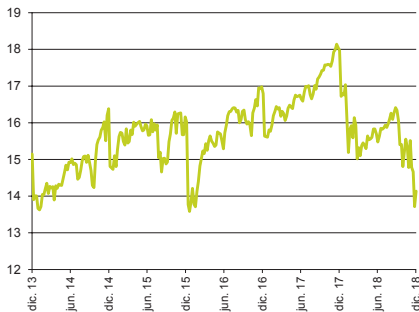


Fuente: Bloomberg

Los diferenciales de crédito se han ampliado tanto en Europa como en EE. UU.

Renta variable

Forward P / E del S&P 500



Fuente: Bloomberg

El múltiplo del S&P 500 se comprimió de manera significativa durante el cuarto trimestre de 2018.

Probabilidad de subidas de tipos de interés por parte de la Fed (%)

| Próximas reuniones | Probabilidad de subida de tipos |
|--------------------|---------------------------------|
| 30/01/2019 | 0,5 |
| 20/03/2019 | 10,1 |
| 01/05/2019 | 13,8 |
| 19/06/2019 | 26,7 |
| 31/07/2019 | 26,4 |
| 18/09/2019 | 26,5 |
| 30/10/2019 | 26,0 |
| 11/12/2019 | 23,2 |

Fuente: Bloomberg

El mercado refleja una probabilidad muy baja de que los tipos de interés aumenten en 2019.

Valores en Estados Unidos: un campo de minas

En nuestro último informe trimestral, los mercados de valores de EE. UU. registraban un máximo histórico, y ya advertimos de que el mercado no estaba teniendo en cuenta el gran impacto de la guerra comercial entre EE. UU. y China, por lo que era difícil esperar otro buen año para el mercado en 2019. Durante el cuarto trimestre, el mercado ha llegado a la misma conclusión.

En nuestra última nota, deberíamos haber hablado del cuarto trimestre de 2018 en lugar del año 2019, ya que los mercados se dieron cuenta de nuestros temores antes de lo que habíamos previsto. Por ejemplo, Apple ha aturrido al mercado al reducir su estimación de beneficios, debido principalmente a la desaceleración de la economía china, que se encuentra bajo la presión de la guerra comercial. La confirmación de la advertencia de Apple llegó de la mano del PMI de diciembre de China, que mostró una contracción en la actividad económica.

“La volatilidad solo es buena si es parte de la tendencia y proporciona puntos de entrada dentro de una tendencia”

S. Druckenmiller

Las noticias de Apple han afectado duramente al mercado a principios de 2019, hasta que un sólido informe de empleo lo colocó en una mejor posición. Veamos ahora los demás problemas a los que se enfrentan los mercados de valores de los Estados Unidos.

La Reserva Federal

Existe un temor generalizado entre los inversores de que la Fed va a continuar aumentando los tipos a medida que la economía se desacelere, lo que podría llevar a una recesión económica. En diciembre, la Fed indicó que querría subir los tipos dos veces en 2019, pero actualmente el mercado asume ningún aumento para 2019. A pesar del reciente comentario del presidente de la Fed, Jerome Powell, en el que se mostraba prudente, la verdad es que hay una gran diferencia entre la visión de la Reserva Federal y del mercado sobre la evolución de la economía en 2019.

No solo el mercado está en desacuerdo con la Fed, sino que Donald Trump también lleva meses tuiteando activamente contra su presidente. Trump cree que Powell es el culpable de la caída del mercado e incluso ha investigado si tiene o no la autoridad legal para despedirlo.

La división en la administración pone en evidencia las diferencias entre los demócratas y los republicanos

Mientras escribimos esta nota, el gobierno de los Estados Unidos lleva parcialmente cerrado un par de semanas, lo que no es particularmente perjudicial para la economía a corto plazo, pero sí resalta el bloqueo del gobierno con el que probablemente deberán cargar los Estados Unidos en 2019. Con el control del Congreso dividido ahora entre republicanos y demócratas, el gobierno no ha podido ponerse de acuerdo sobre la financiación debido a unos míseros 5.000 millones de dólares que el presidente Trump quiere destinar a la construcción de un muro en la frontera con México. Esto es solo una muestra de lo que ocurrirá cuando el Tesoro de los Estados Unidos tenga inevitablemente que pedir al Congreso que aumente el techo de la deuda dentro de unos pocos meses. Cabe recordar que en 2011 la calificación crediticia de los EE. UU. se redujo tras una prolongada lucha en el Congreso, que casi hizo que el país dejara de pagar su deuda. No cuesta mucho imaginar una crisis de techo de deuda similar (o peor) en 2019. Tampoco queremos ignorar la posibilidad de una grave interrupción en el gobierno si los demócratas intentan destituir a Trump. Se espera que Mueller presente en febrero su informe sobre la intervención rusa, lo que podría ser el catalizador que ponga en marcha el proceso del juicio político.

Conclusión

En el último trimestre ya nos mostrábamos cautelosos con respecto a las perspectivas del mercado estadounidense en 2019, aunque ahora, tras la fuerte caída, creemos que el nivel de riesgo del mercado ha disminuido. Sin embargo, esperamos ver una continuación de la elevada volatilidad, lo que pondrá a prueba la resolución de todos los inversores. En última instancia, la valoración prestará apoyo al mercado, pero hasta que no mejore la situación de la guerra comercial y podamos superar los próximos obstáculos políticos, sería mejor mirar hacia otros mercados de acciones, incluidos mercados emergentes, como Brasil, u otros mercados desarrollados, como Japón y Europa.

Charlie Castillo
Gestor Sénior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Desplome del petróleo

En el último trimestre de 2018, el petróleo ha caído cerca de un 35% por temor a un superávit de oferta en el mercado del crudo. Por la rapidez de la caída, parecería que la situación es similar a la de finales de 2014. Sin embargo, a diferencia de entonces, la OPEP ha tomado medidas rápidamente para frenar el declive. La experiencia del cártel en el colapso sufrido entre 2014 y 2016 fue demasiado dolorosa como para regresar a una fase de precios a la baja.

Además, hoy en día el contexto es muy diferente. En 2014, la OPEP había impulsado la caída del precio para obstaculizar la producción más costosa de Estados Unidos y otros productores. Sin embargo, esta vez parece que la debilidad de los precios se debe principalmente a la expansión de la producción en Estados Unidos, que se encuentra en máximos históricos. La experiencia de 2014 demostró que la OPEP no pudo frenar el crecimiento de la producción en Estados Unidos. Aprendiendo de ella, es poco probable que el cártel busque mantener elevados los niveles de producción para conservar su cuota de mercado.

Aunque en los últimos meses hayamos visto una expansión temporal de la producción de crudo por parte de Arabia Saudita y Rusia (para compensar la supuesta menor producción de Irán), ambos se han comprometido a rebajar la producción y es difícil que se mantengan estables los volúmenes actuales sin nuevas inversiones. Es más, ambos países buscarán sostener los precios más altos para mantener los ingresos fiscales, lo que reduce el riesgo a la baja.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

El dólar debería debilitarse en 2019

Pensábamos que el dólar se debilitaría en 2018, pero no habíamos previsto las prolongadas negociaciones derivadas de la guerra comercial ni el resultado de las elecciones italianas. 2018 ha sido un año de economías divergentes, con una batalladora economía americana por un lado y el resto del mundo por el otro. Creemos que esto debería cambiar en 2019 a medida que vayan desvaneciéndose los estímulos fiscales en EE. UU. y el resto del mundo se vaya recuperando.

La ralentización en Europa se debió en parte a la normalización de unas insosteniblemente elevadas tasas de crecimiento en 2017 y a factores temporales. No obstante, Europa sigue creciendo por encima de la tendencia. En lo que se refiere a los riesgos políticos, Italia no puede ir demasiado lejos en su desviación fiscal, ya que los mercados seguirán empujando al alza las rentabilidades en perjuicio de los propios intereses de Italia.

Por lo que se refiere a los mercados emergentes, creemos que China recurrirá a las políticas de estímulos fiscales en caso de que la tasa de crecimiento caiga por debajo del 6% y, aunque la situación podría seguir siendo inestable, China y EE. UU. deberían

alcanzar un acuerdo en el mejor interés de todas las partes.

El sentimiento del mercado ante todos estos riesgos es ya muy negativo y parece que ya se ha descontado un escenario pesimista. Por consiguiente, en el caso de que cualquiera de estas cuestiones concluyera de forma positiva, tendríamos un movimiento bajista en el dólar. Por último, el factor más importante para los movimientos de la divisa es el cambio de los diferenciales del tipo de interés. El mercado está descontando solamente 40 puntos básicos de subidas por parte del BCE a lo largo de los próximos dos años, mientras que la Fed se está acercando al final de su ciclo de subidas. Por consiguiente, hay un amplio margen de sorpresa por parte del BCE.

El riesgo principal de esta perspectiva es que las tensiones políticas pueden tardar en resolverse y las elecciones al Parlamento Europeo en mayo podrían resultar ser otro obstáculo.

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

Evolución del precio del petróleo



Fuente: Bloomberg

El incremento de la oferta y el menor crecimiento global han provocado la corrección del precio del petróleo.

Tipo de cambio EUR/USD

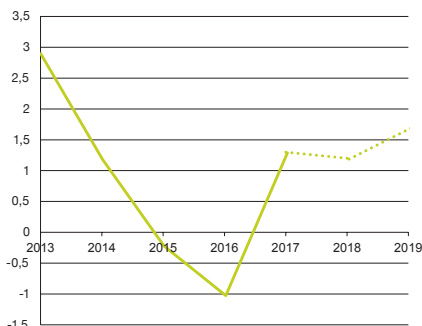


Fuente: Bloomberg

Vemos un dólar más débil a medida que convergen los crecimientos económicos y las políticas monetarias en ambos lados del Atlántico.

Latinoamérica

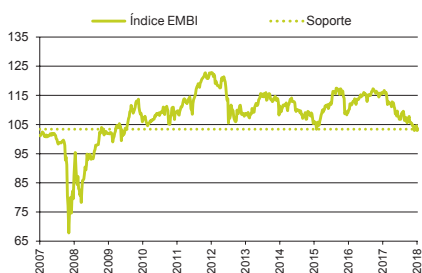
Crecimiento LatAm



Fuente: CEPAL

Latinoamérica se espera que crezca un 1,7% en 2019, impulsado principalmente por Brasil.

iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond



Fuente: Bloomberg

La tendencia bajista en los bonos de mercados emergentes vista en 2018 podría estar llegando a su fin. El índice EMBI de JP Morgan está cercano a un soporte históricamente importante.

Bloomberg JP Morgan Latin America Currency Index



Fuente: Bloomberg

Las tensiones comerciales, el rebote repentino del dólar y la normalización monetaria en Estados Unidos han llevado las monedas latinoamericanas a niveles no vistos desde la crisis del petróleo de 2016.

Una recuperación tardía

Se estima que Latinoamérica creció un 1,3% en 2018 (excluyendo Venezuela), un ritmo menor a lo visto un año antes (1,8%). Avanza pero a paso lento y parece tener ánimos de frenar. Sin embargo, es la única región dentro de los mercados emergentes que se espera que acelere para 2019, liderado por su mayor economía, Brasil.

El 2018 no fue fácil en el ámbito económico. Las constantes noticias políticas, la guerra comercial entre EE. UU y China, el alza en los tipos de interés y la reducción de la hoja de balance por parte de la Fed, y la inesperada fortaleza del dólar hicieron que el crecimiento económico global, el sentimiento inversor y el precio de los activos se deterioraran, sin olvidar que los países emergentes fueron los más afectados. En LatAm se sintieron claramente estos coletazos, pero, además, pesó la incertidumbre electoral en Brasil, México y Colombia, aunque no se dieran grandes sorpresas en los resultados. De cara a 2019, nos espera un camino con altos voltajes de incertidumbre. Sin embargo, es adecuado contextualizarlo. Como bien dice un refrán anglosajón, “el diablo está en los detalles”.

Para comenzar hablaremos de Brasil, la esperanza carioca. La mayor economía de la región por PIB brilla más aún con su nuevo presidente —que ya ha tomado posesión—, Jair Bolsonaro, con afinidad política de extrema derecha y que, a pesar de sus controvertidos comentarios, ha sido bien recibido por los inversores. Su plan de gobierno resalta la lucha contra la corrupción, la reducción del tamaño del estado, la intensificación de privatizaciones, reformas fiscales y económicas como la de las pensiones, y la reducción de la carga fiscal del país, entre otros. Esto, liderado por su ministro de Economía, Paulo Guedes, exbanquero de inversión. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) estima que Brasil crecerá un 2% en 2019, un 0,7% más que en 2018, gracias a una aceleración en la inversión y el consumo, que se verá parcialmente compensada por un menor gasto gubernamental, unas condiciones financieras globales más ajustadas y un entorno comercial tensionado.

La segunda mayor economía de la región, México, refleja un panorama sombrío. El actual presidente, Andrés Manuel López Obrador, ha afectado al sentimiento inversor con sus políticas poco amigables con el mercado. Por lo tanto, la inversión empresarial —que ya venía con niveles bajos— podría deteriorarse aún más. Se espera que México crezca un 1,9% en 2019 y complete tres años consecutivos creciendo por debajo de su potencial, estimado en el 2,3%.

Las economías andinas se ven prometedoras. Chile y Colombia tendrían crecimientos cercanos al 3,3% en 2019, de acuerdo con estimaciones de la Cepal. Estos dos países comparten estabilidad política y económica y dependen de forma representativa del precio de las materias primas, cobre y petróleo, respectivamente. Sin embargo, Colombia se enfrenta a más riesgos, pues sufre déficits gemelos. Perú continuaría con un balance externo fuerte y bajos niveles de deuda. Se estima un crecimiento del 3,6% en 2019.

Por último, Argentina. Una historia casi agónica pero que parece ir por buen camino. La economía se contraerá cerca del 2,6% en 2018 y en 2019 lo hará a un menor ritmo, del 1,8% Cepal. El programa de ayuda del FMI parece estar dando resultados y confianza a los inversores. Uno de los grandes riesgos del país es el electoral. Los argentinos se darán cita en los comicios en octubre y se espera que el actual presidente, Mauricio Macri, sea reelegido.

LatAm es la única región dentro de los mercados emergentes que se espera que se acelere para el año 2019, liderada por Brasil

Con este panorama, la renta fija tanto en moneda local como en moneda fuerte es atractiva, pues la Fed podría pausar el alza de las tasas de interés y se muestra flexible en su política de normalización de su hoja de balance. En renta variable preferimos países como Brasil y la región andina (Colombia, Chile y Perú). Los riesgos más relevantes son, en primer lugar, una mayor fortaleza del dólar, pues las economías emergentes bailan si el dólar no está en la fiesta. En segundo lugar, las calificaciones de crédito debido al reciente deterioro en las métricas de evaluación y los altos vencimientos en los próximos años. Por ahora, los grados altos de volatilidad serán lo habitual.

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 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
