



Research

Crédit Andorrà Financial Group

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

Emergentes

Este año, los activos de los países emergentes están sufriendo caídas que en algunos casos son más por contagio que por problemas reales. Creemos que hay que aprovecharlo muy selectivamente.

A veces, la tendencia a generalizar da lugar a graves errores de percepción (en los mercados financieros es algo muy frecuente y acostumbra a equivaler a muy buenas oportunidades de inversión). Este año, los emergentes están sufriendo mucho, pero la etiqueta de *emergente* la reciben países que son muy diferentes entre ellos.

Venezuela, Brasil, Turquía o Argentina copan titulares, pero no son representativos. Venezuela es un despropósito mayúsculo. A pesar de ser un país con enormes reservas de petróleo, no tiene con qué explotarlo (no tiene ni con qué abastecer a los supermercados para que la gente pueda comer). La espantosa gestión económica —ha caído en el recurso fácil de financiar el déficit, que supera el 30% del PIB, a base de imprimir moneda, entre otras medidas poco juiciosas— ha elevado la inflación hasta niveles desorbitados (el FMI calcula que este año estará por encima del millón por ciento). Tuvo que suspenderse un concurso televisivo porque el premio, que equivalía a cien mil dólares en enero, ya no valía ni diez centavos en agosto. Brasil sufre una de las peores recesiones de su historia y este octubre debe elegir si lo gobierna la extrema derecha (Bolsonaro hace que Trump parezca un angelito, como mínimo en lo relativo a declaraciones polémicas) o el populismo de izquierdas, encabezado por un representante de Lula (encarcelado por corrupción). En Turquía, Erdogan tiene amenazado a su banco central y ha colocado a su yerno de ministro de Finanzas mientras la inflación se dispara y la libra turca se desploma. Y en Argentina, Macri intenta seguir el guión del FMI —ha subido los impuestos y se han elevado los tipos hasta el 60% para intentar contener la inflación—, pero ha heredado de los Kirschner un desenfreno económico tan grande que arreglarlo le costará Dios y ayuda.

Tal como decíamos, los casos anteriores, ya heterogéneos de por sí, son extremos y no representan al grupo. Lo que sí tienen en común todos los países, emergentes o no, es que compiten entre ellos por los capitales con los que financian sus proyectos, tanto privados como públicos. A medida que Estados Unidos va subiendo los tipos de interés y/o el dólar se aprecia, los americanos se convierten en una enorme aspiradora de capitales (los inversores se sienten muy tentados a deshacer inversiones en otros lugares y llevarlas hacia allí). Los capitales, pues, se *sorben* y dejan al desnudo las miserias de algunos, pero también las fortalezas de otros. A diferencia de crisis anteriores, muchos países emergentes tienen bancos centrales independientes y amplias reservas en divisa extranjera, y mantienen niveles de deuda muy saneados, en su mayoría denominados en su propia divisa, que además dejan flotar libremente (en el pasado habían emitido mucha deuda en dólares y tenían su moneda ligada al dólar, lo que resultaba un suicidio económico cuando las cosas se torcían). La Fed va agotando las subidas de tipos (no creemos que pasen del 3%, desde el 2,25% actual) y pensamos que el dólar recoge ya el mejor escenario y que no debería apreciarse mucho más. Creemos que la guerra comercial de Trump es un acto propagandístico de cara a las elecciones de noviembre, por lo que debería desvanecerse una vez superadas y mitigar los temores de los inversores.

Todo lleva a pensar que los factores que más lesionan los activos emergentes dejarán de ser un lastre en los próximos meses. Así pues, dejarán de ser las oportunidades que son hoy. Con paciencia, separando el grano de la paja, y siempre muy gradualmente, creemos que no deben dejarse escapar.

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

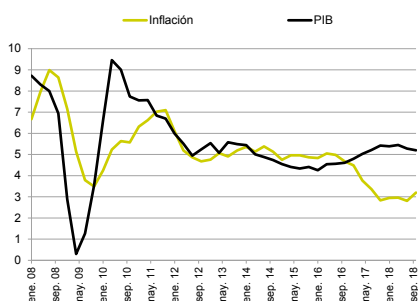
Petróleo	▶
Oro	▲

Divisas

EUR/USD	▲
JPY/USD	▲

Situación macroeconómica

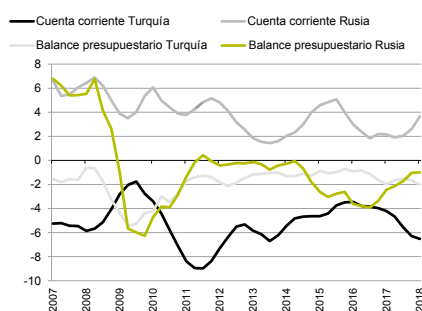
Evolución del PIB y de la inflación de los países emergentes (%)



Fuente: Bloomberg

A pesar de que algunos países tengan una inflación elevada, los países emergentes tienen de media la inflación en mínimos.

Balance presupuestario y cuenta corriente de Turquía y Rusia (% PIB)



Fuente: Bloomberg

Turquía tiene déficits gemelos (cuenta corriente y presupuestario), mientras que Rusia presenta superávit por cuenta corriente y la situación de su balance presupuestario está mejorando.

No todos los emergentes son iguales

En los últimos meses, los países emergentes han estado en el punto de mira de los inversores y han sufrido grandes episodios de volatilidad. Las subidas de tipos de interés de la Fed, la apreciación del dólar y las tensiones comerciales han puesto en duda la estabilidad económica de algunos países emergentes, entre los que destacan Turquía, Argentina, México, Sudáfrica y Brasil.

La historia se repite para algunos países emergentes. Cuando el dólar se revaloriza y la TIR de los bonos americanos aumenta, vemos entradas de flujos en Estados Unidos y salidas en emergentes, lo que provoca la depreciación de la moneda local. Los activos americanos son más atractivos para los inversores, que consiguen rentabilidades interesantes con un riesgo menor. La pérdida de valor de una moneda tiene dos efectos contrapuestos, uno para el mercado interior y otro para el exterior. Por un lado, aumenta el nivel general de precios en el interior de un país, ya que los precios de los productos importados una vez convertidos en moneda local aumentan y, al mismo tiempo, se abaratan los productos exportados al exterior. Además, debido a que muchos países emergentes tienen déficits fiscales o por cuenta corriente y dependen en gran medida de la financiación externa, cuando el dólar se aprecia la deuda contraída aumenta y los países emergentes sufren repuntes de volatilidad y salidas de flujos del propio país. Entonces, los bancos centrales suben los tipos para que no haya huida de capitales.

Los países emergentes con una balanza fiscal sólida están mejor preparados ante momentos de fortaleza del dólar

En un estudio de la Reserva Federal elaborado por Scott Davis y Andrei Zlate, se analizó el comportamiento de las economías emergentes en el ciclo financiero global. El informe concluía que los países con una balanza fiscal sólida presentaban una salud económica superior, tanto en momentos de fortaleza del dólar como en períodos de fortaleza de los emergentes. Por ejemplo, durante el *taper tantrum*, cuando la Fed anunció el fin del programa de estímulos, los países con mayor déficit por cuenta corriente (Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía) experimentaron significantes depreciaciones de sus divisas respecto a los que presentaban superávit por cuenta corriente. Los países que tenían un déficit por cuenta corriente se

vieron obligados a buscar financiación exterior para poder pagar sus intereses de deuda y se convirtieron en países más vulnerables ante cambios del ciclo financiero.

Tomemos los ejemplos de Turquía y Sudáfrica, con notables déficits gemelos, es decir, déficit en su balanza comercial y en su balanza fiscal. Las sanciones impuestas por Estados Unidos a Turquía, relacionadas con la detención de un pastor estadounidense, retenido desde el 2016, provocaron una salida de capitales y la depreciación fuerte de su divisa, lo que disparó la inflación, que pasó del 10% a principios de año a más del 17,75% en junio, y forzó al banco central a aumentar su tasa de interés hasta el 24%. Las empresas turcas habían aprovechado el entorno de financiación abundante y barata de estos últimos años, hasta el punto de aumentar la deuda externa respecto al PIB hasta el 53% frente al 36% de 2011. En el caso de Sudáfrica, después de cambiar el gobierno, acusado de corrupción y por su mala gestión económica, el país se encuentra en recesión al caer un 0,7% el segundo trimestre después de caer un 2,6% en el primero. La tasa de desempleo es superior al 26%, la más elevada del mundo.

La buena noticia es que en otros países emergentes la situación financiera es más positiva, aunque hayan sido castigados por el mercado. Es el caso de Rusia, con un superávit fiscal del 0,6% del PIB gracias en parte al fuerte aumento del petróleo y al control del gasto público. México, por su parte, tiene una hoja de ruta marcada para alcanzar un 2,5% de déficit fiscal y reducir la deuda pública como porcentaje del PIB hasta el 45,4% desde el 47%.

Aunque el mercado haya castigado a todos por igual por el simple hecho de ser emergentes, debemos distinguir entre los dos grupos explicados anteriormente y diferenciar su situación macroeconómica. En general, la mayoría de estos países se encuentran en mejor situación que en anteriores ocasiones, con una inflación más controlada y un crecimiento económico más sostenible.

Sergi Casòliva
Analista macroeconómico

Renta fija

El final de la flexibilización cuantitativa

Después de una década en que los bancos centrales han aplicado políticas monetarias ultraexpansivas y no convencionales basadas en programas de compras de activos (Quantitative Easing) y en el mantenimiento de los tipos próximos a cero, ahora se preparan para la normalización monetaria y para deshacer su balance (Quantitative Tightening).

Este mes de septiembre se cumplía el décimo aniversario de la caída de Lehman Brothers, que significó el inicio de la peor crisis financiera global de las últimas décadas. El hiperendeudamiento no pudo aguantar más al modelo económico existente y los bancos centrales, en una acción coordinada, tuvieron que salir al rescate aplicando políticas no convencionales (conocidas como Quantitative Easing) basadas en programas de compras de activos, que facilitaban la inyección de liquidez en el mercado con el objetivo de reactivar el flujo de crédito a la economía, y manteniendo artificialmente los tipos de interés bajos.

En este momento en que parece que se van superando la última crisis financiera y la depresión económica posterior, y con la economía mundial en expansión (en su última publicación del *World Economic Outlook*, el FMI espera un crecimiento a escala global del 3,9% tanto para el año 2018 como para el 2019), los principales bancos centrales empiezan a prepararse para deshacer su balance e iniciar el camino hacia la normalización de la política monetaria. Es lo que se denomina ajuste cuantitativo (Quantitative Tightening) y es, por tanto, el proceso de reversión del Quantitative Easing. Así, la Reserva Federal empezó este proceso en noviembre de 2017 y ya ha reducido el balance en 237.900 millones de dólares. El Banco Central Europeo reducirá el ritmo mensual de las compras netas de activos a 15.000 millones de euros hasta el final de diciembre de 2018 y prevé su cese a partir de entonces.

El aumento de los tipos en Estados Unidos y la apreciación del dólar han influido en la cotización de los bonos emergentes

En el período de los diez años comprendidos entre 2008 y 2017, de acuerdo con los datos de Bloomberg, el conjunto de los bancos centrales han multiplicado más de tres veces su balance, lo que ha significado una inyección de 14.245.600 millones de dólares. Esta política expansiva, que ha inundado de liquidez el mercado, ha ayudado sin duda a un

aumento del precio de los activos y, además, ha posibilitado el llamado *efecto cartera*, por el que las compras por parte de los bancos centrales de activos de menor riesgo (bonos del gobierno, crédito IG, *covered bonds*) han empujado a los inversores a adquirir bonos de mayor riesgo, ya sea por la falta de bonos en este segmento o por la búsqueda de una mayor rentabilidad. Es lógico que los inversores estén preocupados por intentar saber qué pasará cuando se drene toda esa liquidez y los tipos de interés empiecen a subir, ya que existe el riesgo de que este camino de reversión provoque una caída en los precios de los activos.

En este momento es especialmente necesario que los bancos centrales midan correctamente los diferentes factores de riesgo en los ámbitos macroeconómico (especialmente las previsiones de inflación), financiero y geopolítico para que la normalización monetaria se pueda llevar a cabo minimizando los sobresaltos. De hecho, los mercados también están siendo más volátiles este año en comparación con 2017. La guerra de tarifas o la crisis turca tienen mucho que ver, pero el QT seguramente también, ya que el aumento de los rendimientos de los bonos del gobierno de Estados Unidos y la apreciación del dólar han influido en la cotización de los bonos emergentes, por ejemplo.

Ante este escenario, ¿quiénes pueden ser los grandes ganadores? Pues los inversores en mercados monetarios, que podrán invertir a unos tipos más interesantes. Un ejemplo: las letras del tesoro a tres meses en Estados Unidos han pasado de ofrecer un rendimiento por debajo del 1% hace tan solo un año a un 2,13% actual. ¿Y qué están haciendo los grandes fondos de pensiones de empleo para protegerse contra el alza de tipos o una mayor volatilidad? Pues incorporar activos reales que generan ingresos recurrentes, como bienes inmuebles o inversión en infraestructuras. Muchos ya los consideran como los nuevos bonos, que ayudan a mejorar el retorno y reducen el riesgo global de las carteras.

Josep Maria Pon, CIIA
Responsable de Renta Fija y AMM

Evolución del balance de la Fed



Fuente: Bloomberg

Durante el año 2018, y después de reinvertir durante unos años los cupones y las amortizaciones de los bonos que tenían en cartera, se aprecia la reducción del balance por parte de la Reserva Federal.

Evolución balance principales bancos centrales (miles de millones de USD)

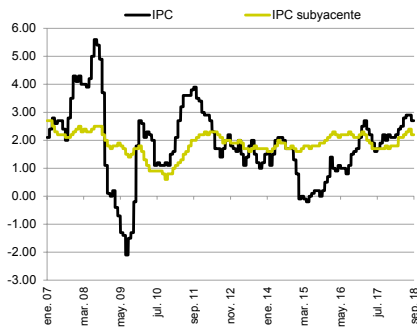
	2018	2017	2007	2017-2007	2018-2017
FED	4.210,80	4.448,70	891,20	3.557,50	- 237,90
BCE	5.398,70	5.375,70	2.223,30	3.152,40	23,00
BdJ	4.964,50	4.631,50	995,50	3.636,00	333,00
PBoC	5.302,40	5.577,80	2.317,90	3.259,90	- 275,40
Resto	924,20	954,30	314,50	639,80	- 30,10
TOTAL	20.800,60	20.988,00	6.742,40	14.245,60	- 187,40

Fuente: Bloomberg

En el período 2007-2017, los principales bancos centrales aumentaron sus balances en más de 14 billones. En el presente año, y en relación con el anterior, se constatan unas compras menores, que previsiblemente lo serán aún más en los próximos años, cuando los bancos centrales que todavía están inmersos en el QE lo finalicen.

Renta variable

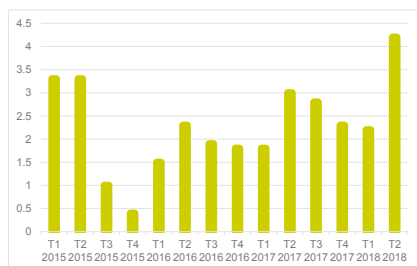
● Inflación de los precios de consumo año/año (%)



Fuente: Bloomberg

El IPC subyacente prácticamente no ha cambiado durante estos últimos años.

● Crecimiento del PIB real, anualizado (%)



Fuente: Bloomberg

El crecimiento del PIB del segundo trimestre fue de un impresionante 4,2%.

Las acciones de EE. UU., en nuevos máximos

El mercado de acciones de EE. UU. está en su punto más alto gracias a la combinación de un fuerte crecimiento de los beneficios, una inflación modesta y un efecto económico poco visible de los aranceles.

Tras la caída de enero, en la que el S&P 500 bajó más de un 10% en solo dos semanas, el mercado ha tardado seis meses en alcanzar nuevos récords. No solo sube el S&P 500, sino que el Dow, el Nasdaq, el Russell 2000 y el Dow Transports también están en sus máximos históricos o cerca de ellos. Los últimos seis meses han visto un restablecimiento de las expectativas y de la confianza, lo que ha ayudado al mercado a recuperarse. Para ser honestos, en 2018 el mercado ya se ha comportado mejor de lo que la mayoría de los analistas de Wall Street creían posible a finales de 2017, y definitivamente mejor de lo que nadie hubiera pensado cuando estábamos en los mínimos de febrero.

“He hablado con cientos de directores ejecutivos [...] y todos están invirtiendo más debido a las exenciones fiscales”

Marc Benioff

Por supuesto, hay varios datos tangibles que han ayudado al mercado a recuperarse. Para nosotros, el más importante es que el crecimiento de los beneficios del primer trimestre de 2018 del S&P 500 llegó al 25%, con otro 25% en el segundo trimestre. La fortaleza en el crecimiento de los beneficios es un fuerte elixir que ha compensado las preocupaciones respecto a las guerras comerciales.

Y hablando de guerras comerciales, hay pocas pruebas sólidas de que los aranceles hayan afectado significativamente a la economía. El mercado tampoco cree en un efecto económico futuro excesivo de la guerra comercial, ya que muchos inversores siguen convencidos de que las disputas comerciales finalmente se resolverán. Sí que ha habido un par de empresas, como Micron, que han culpado a los aranceles de las decepcionantes previsiones de resultados, pero son la excepción y no la regla. En pocas palabras, el efecto económico de los aranceles no se ha manifestado de manera perceptible,

al contrario que los beneficios de los impuestos más bajos. Tampoco olvidemos todas las recompras que las empresas están ejecutando gracias a la reforma tributaria. En el primer trimestre de 2018, las compañías recompraron 189.000 millones de dólares de sus propias acciones, lo que empequeñece los 137.000 millones comprados en los seis trimestres anteriores a la reforma tributaria. Las recompras para el segundo trimestre parecen ser incluso mayores a estos 189.000 millones.

Todo lo que se dice de guerras comerciales y de la obsesión de la administración Trump por reducir los déficits comerciales con los aranceles ha despertado el temor de una inflación creciente, que sofocará el crecimiento. Esto se relaciona con nuestro segundo dato, que es que el IPC se ha recuperado un poco, pero el IPC subyacente (excluye alimentos y combustible) apenas se ha movido (ver gráfico).

Nuestro tercer dato es el crecimiento real del PIB. Por supuesto, comenzamos 2018 con un prosaico 2,2%, pero luego se aceleró a un destacado 4,2% en el segundo trimestre, lo que hizo realidad la promesa de campaña del presidente Trump de un crecimiento del 4% del PIB (aunque sea solo para un trimestre). Las secuelas del huracán *Florence* podrían afectar al crecimiento del PIB en el tercer trimestre, pero la Fed de Atlanta estima un fuerte crecimiento del 4,4% (ver gráfico).

Hasta ahora, 2018 ha sido bueno para los inversores y no puede pedirse mucho más al mercado accionario (excepto pedir egoístamente que siga marcando nuevos máximos). Sin embargo, esperar otro buen año en 2019 podría ser una tarea difícil teniendo en cuenta que los intereses deberían subir, las comparaciones de ganancias no serán tan favorables, no hay un final a la vista para la guerra comercial y, sí, ¡Donald Trump seguirá siendo presidente!

Charlie Castillo
Senior Portfolio Manager

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Aranceles, emergentes y el Twitter de Trump

Después de un comienzo de año relativamente sólido para las materias primas (y las compañías productoras de materias primas), algún dato macro de China más flojo de lo esperado y un deterioro en el sentimiento han afectado al precio de las materias primas conforme la retórica de la guerra comercial iba en aumento. La volatilidad se ha incrementado a medida que nuevas noticias y tuits, que iban y venían, reflejaban que la guerra comercial se suavizaba o se intensificaba.

Sobre todo, lo hemos visto a través del precio de los metales, pero, ¿qué nos dice el precio de los metales sobre el crecimiento futuro esperado? El precio de los metales parece anticiparnos un crecimiento económico global mucho menor que hace un año. En especial, el *Doctor Copper* ha sido un blanco fácil para los especuladores que han querido aprovechar la tensión de las divisas emergentes. Turquía, que es el país que sí tiene problemas estructurales graves, hizo que se produjese un efecto contagio en el resto de divisas emergentes este verano. El mercado de futuros del cobre, que es más grande, más desarrollado y más líquido que

el resto, se usó como *proxy* de la tensión en emergentes. Sufrió una corrección que, según sus fundamentales, es difícil de justificar.

Por supuesto, China sigue siendo clave para la evolución de las materias primas, puesto que representa más del 50% de la demanda de las principales materias primas industriales. El gobierno chino está siendo claramente proactivo en su compromiso con el crecimiento, con estímulos fiscales y una política monetaria más laxa en caso de ser necesario. Más allá de los titulares sobre la guerra comercial y la tensión en divisas emergentes, aprovechemos las caídas cuando sean exageradas. Así pues, este puede ser un buen momento para comprar metales con olor a emergentes pero con buenos fundamentales, como el cobre.

Miguel Ángel Rico, CAIA
Portfolio Manager

DIVISAS

Presiones a la baja sobre el yuan

El agresivo paquete de estímulos de China durante la crisis financiera evitó una recesión económica, pero dejó al país con una deuda creciente. Pequín se ha comprometido a reequilibrar su economía, reduciendo la dependencia excesiva en inversiones ineficientes y aumentándola en la demanda del consumidor, para reducir el crecimiento de la deuda sin desacelerar la economía con demasiada rapidez, pero se prevé que la relación deuda/PIB se establezca este año en el 260%. Ahora, las tensiones comerciales ejercen presión adicional sobre la economía y las autoridades deben posponer sus objetivos de reducción del endeudamiento y reinstalar medidas de estímulo, como inyección de liquidez, políticas fiscales y gasto en infraestructuras.

Un yuan más débil parece una medida obvia para compensar los efectos de los aranceles estadounidenses sobre las exportaciones, ya que abarataría los productos chinos en dólares, pero una corrección significativa puede ser contraproducente. En 2015-2016, la depreciación del yuan provocó grandes salidas de capital y presiones sobre las reservas de divisas. Entre agosto y diciembre de 2015, las salidas de capital de China alcanzaron una tasa anualizada de

1 billón de dólares, con efecto dominó en los mercados mundiales. Desde entonces, China ha prometido un régimen cambiario más orientado al mercado para mantener la confianza de los inversores extranjeros y evitar la inestabilidad financiera. Las autoridades niegan las acusaciones de Trump sobre manipulación de la moneda y las recientes medidas que hacen que sea más caro apostar contra el yuan también subrayan la voluntad de estabilizar su moneda.

Las políticas acomodaticias de China y las fricciones comerciales presionan el yuan a la baja, pero esperamos una depreciación controlada. El principal riesgo de este pronóstico sería una escalada importante de las tensiones comerciales, que agravaría las preocupaciones de los inversores. 7 USD/CNH es un nivel psicológico crítico y si el tipo de cambio se coloca rápidamente y con fuerza por encima de este nivel, es probable que los mercados sufran.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Responsable Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales

Evolución del precio del cobre



Fuente: Bloomberg

El cobre estuvo presionado por los emergentes.

Tipo de cambio USD/CNH

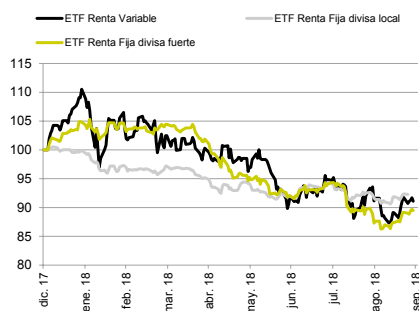


Fuente: Bloomberg

China no quiere que el yuan se continúe depreciando. 7 USD/CNH es el nivel psicológico crítico que hay que vigilar.

Latinoamérica

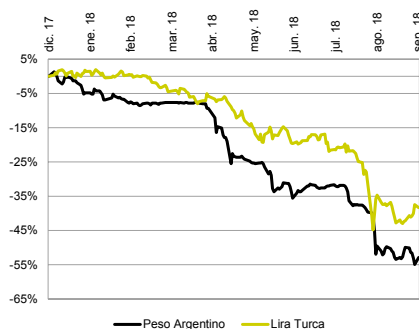
Renta variable y renta fija de los mercados emergentes



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI)

Tanto la renta variable como la renta fija en moneda fuerte y local acumulan pérdidas YTD del 10%, 6% y 13%, respectivamente.

Evolución del peso argentino y la lira turca



Fuente: Bloomberg

En medio de una crisis cambiaria y de confianza, el peso argentino y la lira turca acumulan una depreciación del 52% y el 38% frente al dólar en lo corrido del año, respectivamente.

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 a las monedas latinoamericanas a niveles no vistos desde la crisis del petróleo de 2016.

Latinoamérica, la angustia no cesa

El año 2018 ha sido todo un reto. Las tensiones comerciales, un rebote repentino del dólar y la normalización monetaria pasaron factura a los mercados emergentes. En el corto plazo la presión continuará, pero una reversión a la media es probable, sobre todo cuando se disipen las incertidumbres políticas.

El 2018 no ha sido un año apto para cardíacos. Los fuertes vaivenes del mercado y la alta incertidumbre han logrado que los nervios se alteren y los nubarrones persistan. El entorno sincronizado visto a principios de año se esfumó y se creó una divergencia. Los grandes retornos se han concentrado en un solo país, Estados Unidos, gracias a su favorable entorno macroeconómico. Las demás regiones se encuentran encogidas de hombros y los mercados emergentes son los que más han sufrido con el escalamiento de las tensiones comerciales, la normalización monetaria y la fortaleza del dólar vista desde abril. En lo que llevamos de año acumulan una caída en la renta variable y la renta fija, tanto en moneda fuerte como local, del 20%, 8% y 12%, respectivamente.

La coyuntura actual se comenzó a gestar desde el año 2015, cuando las tasas de los fondos federales de Estados Unidos estaban en un rango de entre el 0% y el 0,25% y en diciembre de ese año el banco central dio su primer paso para normalizar su política monetaria, que desde entonces ya acumula ocho aumentos de 25 puntos básicos cada uno. Adicionalmente, la reducción de su balance desde finales de 2017, al reinvertir una menor cuantía de los vencimientos, ha afectado a la liquidez a escala mundial. Este evento, junto con los diferentes catalizadores mencionados anteriormente (tensiones comerciales y fortaleza del dólar), ha empujado a las economías más frágiles contra las cuerdas. En palabras de Warren Buffett "solo cuando la marea baja se sabe quién nadaba desnudo" y, en efecto, Turquía y Argentina, que están sufriendo una crisis cambiaria y de confianza, son un claro ejemplo de ello.

Argentina y Turquía comparten grandes fragilidades, como déficits gemelos, reservas internacionales relativamente bajas, y altos niveles de inflación y endeudamiento. No obstante, una importante diferencia es cómo se ha hecho frente a la crisis. En Argentina, el apoyo del FMI y actuar como lo sugiere el libro de texto, con políticas ortodoxas —como aumento de tasas por parte del banco central, ajustes y reformas fiscales—, podrían augurar un buen futuro a pesar de las continuas malas noticias, como la reciente renuncia del presidente del banco central

de Argentina, Luis Caputo, un peso pesado en materia económica. En Turquía, por el contrario, el banco central se muestra apático, el presidente interviene en las decisiones y se anuncian ajustes irrelevantes e insuficientes, por lo que probablemente los resultados no serán muy positivos. Aunque recientemente el banco central de Turquía aumentó su tasa de referencia en 600 puntos básicos y generó un poco de alivio, es difícil creer que se volverá un banco transparente de la noche a la mañana.

La tranquilidad parece estar lejos y al mirar hacia tierras latinoamericanas se divisan grandes retos y riesgos. En el caso de Brasil, el riesgo es claramente político, aunque después de las elecciones que se celebrarán en octubre el panorama será más claro y no se descarta una sorpresa positiva. En México, las buenas noticias ya se encuentran en gran parte descontadas. Tras disiparse el ruido electoral, fue uno de los países más resilientes, por lo que en un escenario de *risk on* sus pares —Chile, Brasil y, en menor medida, Perú y Colombia— podrían tener mucho más campo de mejora. Así mismo, la política monetaria interna será protagonista.

A pesar de que navegar en el 2018 en mares emergentes no ha sido nada fácil, tarde o temprano habrá una reversión a la media

A pesar de que navegar en el 2018 en mares emergentes no ha sido nada fácil, tarde o temprano habrá una reversión a la media en general, impulsada por un catalizador económico o político. En el corto plazo es posible que la volatilidad y el deterioro continúen, por lo que la selectividad es clave. Los temas principales que hay que analizar son posibles cambios en las políticas monetarias, el desempeño del dólar americano, las negociaciones alrededor de tensiones comerciales, elecciones e indicadores económicos frente a las expectativas.

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