

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

1379

Las guerras comerciales de Trump o el gobierno populista italiano han eclipsado el que debería ser un buen entorno para los mercados financieros. La economía global sigue siendo muy sólida, al igual que los beneficios empresariales, y los bancos centrales de momento retiran estímulos con timidez.

Mil trescientos setenta y nueve. Es el número de tweets este año de Trump, más popular ya que Shakira (el 18º del ranking). No debería ser más que una anécdota, pero como el presidente americano ha decidido iniciar una guerra comercial con medio planeta, los mercados financieros han ido bailando al ritmo de sus mensajes en la red social. Seguimos pensando que hay que contextualizar las provocaciones de Trump en clave de las próximas elecciones en noviembre, de un lado, y de un estilo de negociación muy particular, de otro. De lo primero, cabe no olvidar que buena parte del electorado que le llevó a la presidencia es víctima indirecta de la globalización. Les gusta creer que a golpe de arancel se pueda revertir la deslocalización de la industria. Pero a esos mismos votantes no les apetece tampoco ver como suben los precios de muchos bienes importados que consumen habitualmente. Es muy difícil añadir aranceles sin que esto último pase, superados los que están ahora en discusión, de carácter testimonial. Trump rompe esquemas en cuanto a las formas de negociar de antaño (primero amenaza y luego busca obtener alguna concesión que vender como éxito personal). Pero busca siempre su propio beneficio, esta vez en forma de votos en noviembre. No creemos que permita que los mercados se pongan más nerviosos de la cuenta, ni que sus batallas comerciales terminen impactando de forma relevante al buen momento económico o al bolsillo del consumidor. Tampoco creemos que sea tan iluso como para creer que puede acabar saliendo ganador de guerras comerciales. Solo con la devaluación del yuan, que él mismo ha provocado, y que empeora claramente la balanza comercial entre China y EE.UU., sus aranceles son papel mojado.

Trump es solo una de las consecuencias de la desaparición de la clase media de los

países desarrollados, que sigue mutando en un populismo cada vez más feroz. Los italianos, también se han dejado seducir por los cantos de sirena de quienes prometen soluciones imposibles, y son ahora gobernados por una improbable coalición entre la extrema derecha e izquierda. Pero no se dejen engañar por los titulares. Los italianos no quieren en ningún caso salir del euro, y tanto la Liga Norte como el M5S lo saben bien, y jamás hicieron campaña bajo esa promesa. Podremos ver provocaciones a Bruselas en forma de presupuestos más holgados de lo debido, pero la deuda italiana, por abultada que sea, tiene vencimientos largos y tipos bajos medios, por lo que su servicio es asumible durante más tiempo del que es probable que aguante el gobierno actual (en Italia, no suelen sobrevivir más de un año de media), por lo que no esperen ninguna implosión. Que la deuda italiana a dos años llegase a pagar un 2.5% pocas semanas después de cotizar en negativo es una extraña oportunidad que aprovechar para añadir a las carteras, cosa que hicimos, con la debida moderación.

Mientras la macro global siga siendo sólida (en EE.UU., excepcionalmente sólida, sin que hayamos visto aún los efectos de la rebaja impositiva), los beneficios empresariales mantengan la fortaleza actual, y a los bancos centrales no se les vaya la mano retirando estímulos (no lo parece en absoluto), los tweets de Trump no deberían confundir a los inversores. Úsenlos para añadir posiciones a sus carteras.

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 3T)

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

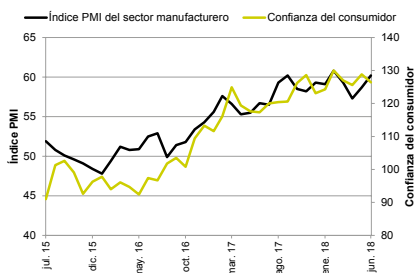
Petróleo	▼
Oro	▲

Divisas

EUR/USD	▲
JPY/USD	▲

Situación macroeconómica

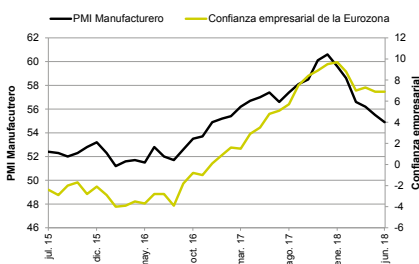
Índice PMI del sector manufacturero y confianza del consumidor en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

El Índice PMI manufacturero y la confianza del consumidor se encuentran cerca de máximos históricos.

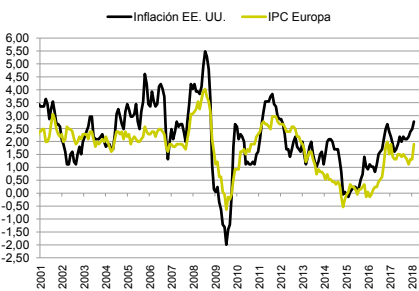
PMI Manufacturero e Índice de confianza empresarial de la Eurozona



Fuente: Bloomberg

Los PMI y la confianza empresarial se alejan de los máximos alcanzados en enero, pero continúan siendo sólidos.

Inflación EE. UU. y Europa



Fuente: Bloomberg

La inflación en Europa ya se encuentra cerca del objetivo del BCE, mientras que en EE.UU. parece haberse consolidado la tendencia alcista.

Sin oscuros nubarrones en el horizonte

Permanecen las perspectivas positivas en el crecimiento económico global. Por un lado, EE. UU. continúa liderando el crecimiento económico de los principales países desarrollados. Por el otro, Europa, si bien ha perdido un poco de fuerza, sigue contando con fundamentales sólidos que continúan evolucionando favorablemente.

Cuando pensamos en el crecimiento del PIB de un país es importante separar las variables que lo componen. Normalmente, cuando desglosamos el PIB hablamos de la suma total del consumo, inversión, gasto público y balanza comercial (exportaciones menos importaciones).

Analizando el crecimiento de EE. UU., el consumo, el principal motor de la economía americana con un 70% de peso, creció un 0,9% en el último trimestre, apoyado por los recortes de impuestos y por el crecimiento de los salarios. Además, la economía se encuentra casi en pleno empleo, con una tasa de paro por debajo del 4% y la inflación general se situó en el 2,8% en el mes de mayo; esta tendencia al alza se mantendrá en los próximos meses. En cuanto a la inversión, los recortes tributarios han tenido poco impacto hasta ahora en las inversiones de las compañías, si bien la reciente subida del precio del petróleo está favoreciendo las inversiones en el sector de la energía. El gasto público no se queda atrás y se espera que la reforma fiscal, incluyendo los ahorros de impuestos, añada un crecimiento extra del 0,7% para el 2018. En cuanto a la balanza

americana lleva nueve años seguidos creciendo; las perspectivas para los próximos meses son positivas, apuntando a una clara continuidad de la buena senda económica.

En cuanto a Europa, los fundamentales macroeconómicos, consumo, inversión y gasto público, evolucionan satisfactoriamente. El mercado laboral se mantiene como una pieza clave para el crecimiento, reduciéndose del 9% al 8,4% aunque aún persisten elevadas diferencias en la tasa de desempleo entre los países miembros de la eurozona. Así, por ejemplo, España cuenta con una tasa de desempleo del 16% y Alemania del 3,4%. La inflación, actualmente en el +1,9%, está cerca del objetivo del BCE y aún no se aprecian presiones inflacionistas significativas. Finalmente, las exportaciones continúan mejorando (un 2,7% desde el inicio de año), ayudadas por la depreciación del euro.

Aunque los datos de actividad más recientes muestran signos de fatiga y los PMI se alejan de los máximos alcanzados a principios de año, continúan en zona de expansión. Principalmente, el deterioro de los índices de confianza empresarial reflejan la preocupación del aumento del populismo en Italia y del proteccionismo. Creemos que el riesgo geopolítico en Italia seguirá siendo una fuente de ruido para los mercados. Está previsto que el nuevo ejecutivo presente su presupuesto en septiembre, en que seguramente tratará de elevar el déficit público para cumplir con alguna de sus promesas electorales, lo que podría desembocar en un enfrentamiento con la UE. Dicho esto, el ministro de finanzas, Giovanni Tria, ha hecho múltiples declaraciones que descartan la intención por parte de Italia de salir de la unión monetaria y confirman la voluntad de presentar una estrategia fiscal que promueva el crecimiento y que no arriesgue la sostenibilidad de la deuda.

Por todo lo mencionado anteriormente, creemos que no hay nubarrones significativos en el horizonte para la economía europea y las perspectivas siguen siendo favorables. Así, se espera que este 2018 el PIB crezca alrededor de un 2,1%.

Aunque hemos visto una cierta desaceleración, el crecimiento en Europa continúa siendo robusto.

comercial, continúa el déficit con un 4,45%. Para este 2018, se espera que el crecimiento del PIB sea del 3%, con un aumento significativo en el segundo trimestre de un +4%.

Con todo esto, los indicadores adelantados y de confianza han repuntado en el mes de mayo y se mantienen en niveles muy elevados, cerca de máximos históricos. Es el caso del ISM manufacturero y la confianza del consumidor. El principal nubarrón que vemos y que más incertidumbre provoca es la guerra comercial. Seguimos pensando que no irá más allá de provocar una cierta inestabilidad en el corto plazo, ya que una guerra comercial no es buena para nadie.

No podemos dejar de lado que la economía

Sergi Casòliva
Analista Macroeconómico

Renta fija

Vuelve la volatilidad a la deuda soberana

Hemos observado fuertes correcciones en los mercados de deuda periférica debido al aumento de la incertidumbre política provocado por la creación del nuevo gobierno en Italia.

Italia ha acaparado la atención por la inestabilidad política provocada tras las elecciones. Finalmente, la formación de un gobierno de coalición de los partidos (Movimiento 5 estrellas y La Liga Norte) ha hecho saltar las alarmas, suscitando cierta preocupación entre los inversores y más tras filtrarse un borrador en que se ponía sobre la mesa una posible salida de la Eurozona. Entre otras medidas, se pedía al BCE la cancelación de los 250.000 millones de euros de deuda italiana, es decir, la congelación y eliminación de una parte de los bonos en manos del BCE, algo que los estatutos del organismo que preside Mario Draghi prohíben de forma explícita, y que ya en su día Grecia intentó sin llegar a buen puerto.

Todo este cóctel ha provocado que los rendimientos de los bonos italianos hayan estado en una montaña rusa, en la que la prima de riesgo llegó a niveles de 290 pb, desde los 116 pb. Si bien la variación ha sido relativamente modesta en comparación con la historia reciente, lo que sí cabe destacar fue el fuerte repunte en rentabilidad de los cortos plazos. Y es que, cuando suceden estos episodios, la liquidez suele desaparecer y se intensifica la volatilidad en los precios. Cabe destacar por ejemplo el bono a dos años, que

Las bajadas que se producen por motivos exclusivamente políticos suelen ser ventanas de oportunidad para entrar en valores sólidos.

cerró el trimestre con una TIR del 1% (subida de 125 puntos básicos YTD) rozando en ciertos momentos el nivel del 2,8%.

¿Provocará la situación en Italia un contagio? Hasta ahora, al menos, la situación parece estar contenida. Si bien los diferenciales de rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años de otros países periféricos sobre el Bund alemán han aumentado, los movimientos han sido muy inferiores a los de Italia. Tampoco los diferenciales son particularmente

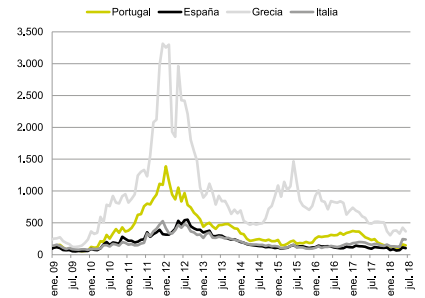
amplios según los estándares históricos. De hecho, todos fueron más altos hace solo un año. Esto sugiere que los inversores están bastante seguros de que la zona del euro en su conjunto podrá resistir la actual incertidumbre política en Italia a pesar de las ampliaciones vistas a mediados del presente año. Muy probablemente, si las incertidumbres provocadas por la guerra comercial, el Brexit y la situación política en Alemania e Italia se van moderando, veremos un estrechamiento en los spreads de los países periféricos. Por su parte, en agosto, tras 8 años, Grecia ha acordado con el Eurogrupo poner fin al programa de rescate. Además, S&P le ha mejorado el rating hasta B+ y está previsto que pronto emita con normalidad en el mercado de capitales.

No todo son incertidumbres políticas, dado que la preocupación de los inversores también se ha centrado en el alto grado de endeudamiento. La ratio deuda pública sobre el PIB del país, en el caso de Italia, está al nivel de 132%, manteniéndose estable desde el nivel máximo del 2013, lejos del promedio de la zona euro del 87% y con un objetivo del 60% establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es normal que los inversores exijan una rentabilidad superior aunque estos han seguido positivos en el activo por un esperado crecimiento más acelerado impulsado por las mejoras de la demanda interna, el superávit por cuenta corriente que presenta desde el 2012, la disminución de los costes de los intereses por el impacto de la política monetaria acomodaticia y por la cierta estabilidad que le da el hecho de que dos terceras partes de la deuda esté en manos de residentes.

No obstante, esperamos que la tensión geopolítica en Europa se reduzca y vuelva la tranquilidad, si bien deberemos seguir muy de cerca el principal reto al que se enfrentará: el final del QE. Deberemos estar atentos a cómo afectará esta circunstancia a esta tipología de activos, a pesar de que se espera que el BCE siga con las reinversiones durante un tiempo antes de reducir el balance, lo que limitaría el impacto inicial.

*Sergio Villadangos, FRM
Gestor de Renta Fija*

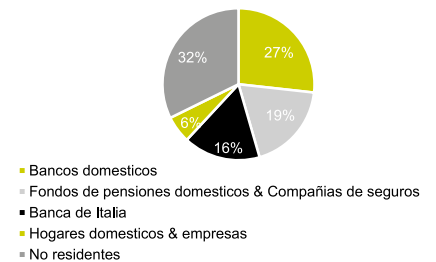
Primas de riesgo



Fuente: Bloomberg

Volvimos a ver un repunte en las primas de riesgo de los países periféricos, aunque continúan en un rango de mínimos si lo comparamos con el histórico.

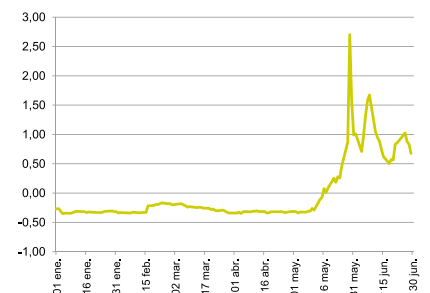
Tenedores de bonos italianos



Fuente: Bloomberg

Sólo un tercio de la deuda total de Italia está en manos de no residentes.

TIR del bono de Italia a 2 años (%)

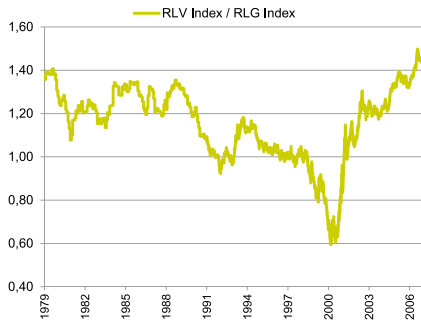


Fuente: Bloomberg

Tras la inestabilidad política provocada tras las elecciones, la TIR del bono a dos años subió hasta niveles de 2,8%.

Renta variable

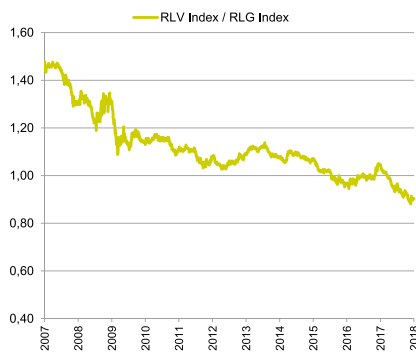
• Russell Growth Vs Russell Value (1979-2006)



Fuente: Bloomberg

Entre 1979 y 2006, el estilo valor rindió un poco más que el de crecimiento y con una volatilidad mucho más baja.

• Russell Growth Vs Russell Value (2007-2018)



Fuente: Bloomberg

En los últimos 11 años, el índice Russell 1000 Growth ha obtenido una rentabilidad considerablemente superior a la del Russell 1000 Value. Esto ha puesto a prueba la confianza de los inversores en valor.

¿Ha muerto la inversión en valor?

Históricamente, el estilo de valor ha rendido más que el de crecimiento. No obstante, desde hace 11 años, la situación es bastante distinta ya que el segundo ha superado al primero. ¿Significa esto que la inversión en valor ha muerto y que Benjamin Graham al final se había equivocado?

El premio Nobel Eugene Fama, conocido en general como el padre de las finanzas modernas, y su compañero profesor universitario, Kenneth French, colaboraron para medir mejor los rendimientos del mercado. En 1992 publicaron el Modelo de tres factores, en que uno de estos era que el estilo de valor rinde más que el de crecimiento. (No se preocupen, este no será un artículo técnico). Por desgracia para los inversores en valor, los últimos 11 años han puesto a prueba sus convicciones.

Las acciones de crecimiento pueden resultar baratas y las de valor, caras. Bill Miller batió al S&P500 durante 15 años consecutivos

¿A qué puede deberse esto? Bien, repasando la última década, podemos empezar con la Gran Recesión y la actuación de la Reserva Federal durante la recuperación. En primer lugar, la Fed redujo los tipos hasta casi cero, lo que en la práctica neutralizó uno de los postulados de la inversión en valor: buscar empresas con un balance sólido. ¿Para qué las empresas iban a necesitar un balance sólido, si endeudarse era prácticamente gratis y podían invertir en oportunidades de crecimiento para su negocio? Lo mismo puede afirmarse de invertir en empresas con un buen perfil de flujos de efectivo. El segundo problema era el programa de expansión cuantitativa de la Fed (es decir, inundar el mercado de liquidez), que hizo que los inversores fueran mucho menos exigentes con su dinero. Estos problemas son temporales (si bien 11 años es bastante tiempo), ya que ambos se están actualmente eliminando, pues la Fed está subiendo los tipos y ha dejado de expandir su balance. No hay que olvidar que, desde 1928, el estilo de valor ha rendido más que el de crecimiento cada vez que subían los tipos.

Algo relacionado con este ciclo de tipos de interés prolongado es el hecho de que el

sector financiero ha sido el que ha tenido el peor comportamiento en la última década. Y resulta que es el que tiene el mayor peso en los índices de valor. Entre las primeras posiciones de cualquier fondo del estilo de valor de gran capitalización, se verá una combinación de JP Morgan, Wells Fargo, Citibank y Bank of America. ¿Y adivinan cuál es el tercer mayor sector? Energía, el menos rentable de los últimos cinco años. El sector financiero y el de energía representan en conjunto un apabullante 43% del índice Russell 1000 Value. El tecnológico, en cambio, únicamente representa un 9% del índice de valor, pero constituye un tercio del de crecimiento.

Tal vez haga falta redefinir lo que es invertir en valor. Uno de los principales ratios utilizados por Fama y French para distinguir entre las acciones de valor y las de crecimiento es el precio/valor contable (P/VC). En este ratio, "precio" se refiere simplemente al valor de mercado de la empresa, mientras que "valor contable" son los activos menos los pasivos. Un bajo ratio P/VC se ha considerado históricamente como un indicador de una empresa infravalorada, pero ¿aún es válido? La metodología que se utiliza para seleccionar los componentes del índice Russell 1000 Value está muy sesgada hacia los ratios P/VC bajos. Por eso el índice está lleno de empresas financieras, y también por eso sobrepondera las empresas industriales de la vieja economía que poseen muchos activos físicos. En cambio, se ignora en gran medida a las sociedades tecnológicas, porque no suelen tener muchos activos. Un gran ejemplo de este problema es Apple. El fabricante del iPhone parece una acción de valor sobre la base de su rentabilidad, flujo de efectivo, balance, etc., pero dado su P/VC relativamente elevado, se clasifica en el índice de crecimiento. Warren Buffett parece estar de acuerdo en que Apple es una acción de valor, ya que hace poco la convirtió en la mayor posición de Berkshire Hathaway.

Así que tal vez no tengamos que esperar a que suban los tipos para que el estilo de valor se recupere.

Charlie Castillo
Gestor Senior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Petróleo, la OPEP vuelve a escena

Por primera vez en una década, la curva de costes de los proyectos de producción de petróleo ha subido. El fuerte incremento del número de pozos de petróleo shale que vimos en el pasado con los niveles actuales del precio del crudo se frenará en el futuro (76 dólares/barril de Brent mientras escribimos estas líneas). Mayores costes, menor rentabilidad y menos ansia por incrementar la oferta.

Además, la vida estimada de los grandes proyectos de producción cayó por debajo de los 40 años, el progreso tecnológico hace que los recursos se agoten cada vez más rápido y que tengan una vida media menor. A medida que el shale aumenta su volumen resulta más difícil que pueda seguir creciendo. De hecho, se estima que a partir del 2020 se desacelere, incluso asumiendo un incremento de la actividad mundial.

En 2020 será necesario que la OPEP incremente su oferta. De ello se habló en su reunión del mes de junio que fue la más importante de los dos últimos años. El precio del petróleo reaccionó previamente

con caídas al interpretarse que se estaba ante un punto de inflexión y que la oferta se incrementaría tras los recortes de los últimos años.

Sin embargo, el mercado de crudo corre el riesgo de verse infra abastecido si siguen los continuos descensos de Venezuela y se une potencialmente Irán. En parte, esto es lo que ha empujado el precio de los 45 a los 80 dólares en un solo año. Aunque la OPEP decida incrementar la producción, será necesario que la aumente aún más y que realice inversiones para poder abastecer de petróleo al mundo en el próximo lustro.

La OPEP vuelve a escena, en este caso necesariamente y se produce un punto de inflexión que ahora incrementará la producción.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

Disipación gradual de las dificultades

A finales del año pasado, cuando el euro estaba a 1,20, pensábamos que aún le quedaba recorrido; y así fue, pues llegó a 1,25 a finales de enero, nivel en torno al cual fluctuó hasta mediados de abril. En ese momento no creíamos que subiría mucho más, ya que todos los factores positivos ya parecían estar descontados y prácticamente todo el mundo tenía posiciones largas en la moneda común. Desde entonces, el tipo de cambio ha retrocedido y actualmente se negocia a 1,16. Esta corrección respondió a varios factores negativos. Por ejemplo, los datos económicos decepcionaron, apuntando a una desaceleración del crecimiento, mientras que la inflación siguió débil. Asimismo, los temores de una guerra comercial mundial y los sobresaltos políticos en Italia, Alemania y España también contribuyeron a acentuar la caída del euro. El último golpe fue la reunión del BCE de junio, en que Draghi confirmó que el programa de compras de activos terminaría efectivamente en diciembre, pero que la primera subida de tipos no se produciría hasta el verano de 2019. Mientras tanto, dados los datos aún fuertes y el repunte de la inflación, la Fed ha elevado su tono alcista, lo que ha respaldado al billete verde.

Aunque los acontecimientos políticos podrían seguir siendo noticia y provocar volatilidad, es más probable que los datos macroeconómicos en la zona euro sorprendan al alza, lo que permitiría al BCE volver a adoptar un discurso no tan laxo. Por otra parte, el mercado ya está descontando futuras subidas de tipos en EE. UU., por lo que es poco probable que el dólar reciba un estímulo adicional de la Fed. Por último, el superávit por cuenta corriente y la reducción del déficit fiscal de la zona euro contrastan con el deterioro de los déficits por cuenta corriente y fiscal de EE. UU. Podría tardar algún tiempo y el euro podría caer más a corto plazo, pero prevemos que vuelva a recuperar terreno a medio plazo.

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

Evolución del precio del Brent



Fuente: Bloomberg

Las tensiones geopolíticas presionaron el precio al alza.

Tipo de cambio EUR/USD

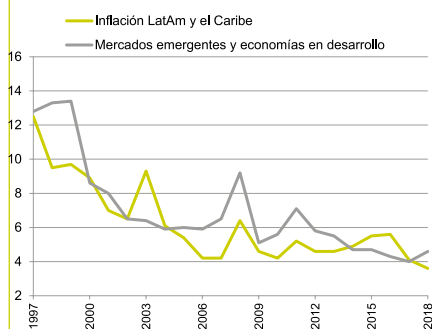


Fuente: Bloomberg

Podría tardar algún tiempo y el euro podría caer más a corto plazo, pero prevemos que vuelva a recuperar terreno a medio plazo.

Latinoamérica

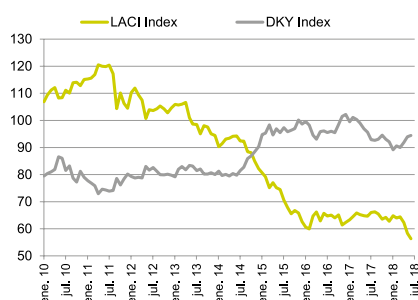
Inflación LatAm y el Caribe Vs Inflación EM EMEA



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI)

La inflación en mercados emergentes es históricamente baja, resaltando que Latinoamérica nunca había tenido una inflación tan baja.

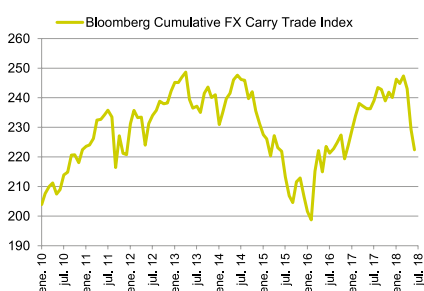
Bloomberg JP Morgan LACI vs DXY Index



Fuente: Bloomberg

La fortaleza del dólar es el principal enemigo de los mercados emergentes. El índice LACI el cual pondera por liquidez las principales monedas de LatAm ha caído cerca de 10% YTD.

Bloomberg Cumulative FX Carry Trade Index



Fuente: Bloomberg

La disminución en el diferencial de tasas entre EE.UU. y LatAm ha disminuido el atractivo del carry trade.

Latinoamérica: navegando en incertidumbre

El segundo trimestre de 2018 nos ha dejado un sinsabor. Las fragilidades de los mercados emergentes han salido a flote principalmente por una repentina fortaleza del dólar, y Latinoamérica no ha sido ajena a ello. Quizá, entre la alta marea, ser selectivos y evaluar los fundamentales nos guiará hacia el rumbo correcto.

Los mercados emergentes empezaron con el pie izquierdo el 2T18. Un rebote repentino del dólar causó estragos en las diferentes economías. Sin embargo, este daño fue en diferentes magnitudes. Los países más castigados han sido los que tienen fundamentales más frágiles, con mayores desbalances e incertidumbres económicas y políticas. El mercado de renta variable, que se puede considerar un indicador líder, ha reflejado este hecho y algunos mercados ya se encuentran en lo que teóricamente se considera un bear market, como es el caso de Brasil, Turquía, China o Filipinas, que han caído aproximadamente un 20% o más desde su nivel máximo reciente. En la otra cara de la moneda, algunos índices de renta variable en emergentes han sido resilientes a la coyuntura, como es el caso de Colombia, Perú, India, Rusia o Taiwán, entre otros, los cuales han corregido cerca del 6% desde el máximo más reciente. Un fenómeno totalmente llamativo.

Observando Latinoamérica, el comportamiento ha sido muy similar, pero el efecto más brusco fue en los tipos de cambio. Tanto el real brasileño, como el peso mexicano y el argentino sufrieron una fuerte depreciación, mientras que el peso colombiano, el peruano y el chileno lo hicieron en menor magnitud. El caso más llamativo fue el de Argentina, donde se vivió un ataque a la moneda, lo cual llevó al Banco Central a aumentar la tasa REPO al 40% y al presidente Macri a solicitar una línea de crédito al FMI por valor de 50 mil millones de dólares. Al conocerse el acuerdo, las autoridades anunciaron una oferta por 5 mil millones de dólares a ARS/USD 25; no obstante, el tipo de cambio se depreció de nuevo hasta ARS/USD 28, y aún se encuentra bajo presión. El tipo de cambio flotante continuará su tarea, y posiblemente equilibrará los desbalances vía depreciación. Sin embargo, vuelve a brillar el denominado carry trade debido a las altas tasas de interés que mantiene el país. Es momento de evaluar el riesgo/retorno y añadir Argentina al radar.

Por otra parte, nos encontramos con inflaciones históricamente bajas. En los mercados emergentes, la inflación para el 2018, de acuerdo con el FMI, se espera que

sea del 4,6%, y en LatAm del 3,6%, niveles históricamente bajos. En consecuencia, los bancos centrales han tenido una política monetaria más flexible, disminuyendo las tasas de interés y reduciendo el carry trade que tanto ayudó a reducir un poco la fragilidad de la región -con algunas excepciones, como el caso de Argentina-. Una política más restrictiva en EE. UU. empeña aún más esta estrategia. Posiblemente estemos muy cerca del punto de inflexión en la política monetaria en LatAm pues el pass-through de la depreciación, junto con precios superiores del petróleo, pesará en los precios. Sin embargo, la búsqueda de rendimiento aún desempeña un papel determinante y la estrategia no se puede descartar.

La noticia positiva es que tenemos herramientas para distinguir las economías más atractivas. En primer lugar, debemos evitar aquellos países que sufren de déficits gemelos y/o desbalances muy grandes; en segundo lugar, las materias primas marcaron piso y recientemente se han fortalecido, lo cual debería beneficiar a las economías exportadoras de estos bienes. Por último,

En LatAm preferimos países como Colombia, Perú y Chile, tanto en renta variable como en renta fija.

buscar economías sujetas a disciplina fiscal y en camino a realizar los ajustes económicos necesarios. En conclusión, en LatAm preferimos países como Colombia, Perú y Chile, tanto en RV como en RF, y se debe mirar con más detenimiento México, Brasil y Argentina.

Es posible que el segundo semestre del año nos traiga un viaje largo y con vértigo, puesto que, de continuar el auge de las políticas antiglobalización, las guerras comerciales, una política monetaria más restrictiva y una mayor fortaleza del dólar se generará un escenario más pronunciado de risk-off.

Diego Fernando Agudelo López
Analista Latam

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group.

Este documento sirve únicamente para su distribución en forma permitida en derecho. No está dirigido a distribución ni uso de ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier jurisdicción donde la distribución, publicación, disponibilidad o uso fuere contrario a las leyes o regulaciones, o hiciera que Crèdit Andorrà Financial Group quede sujeto a algún requerimiento de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción. La información contenida en este documento representa la opinión de los analistas de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercados y podrá ser modificada y/o actualizada sin previo aviso. Este documento contiene únicamente información general, y si bien se ha obtenido esta información de fuentes consideradas fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni sus analistas garantizan ni se responsabilizan de que la información contenida en el mismo sea completa o exacta. Los analistas financieros y las otras personas competentes que pudieran estar implicadas en la elaboración y difusión de este documento son independientes de aquellas que tengan un interés relevante en el objeto del informe en cuestión. En ningún caso media compromiso o vinculación alguna con los emisores para elaborar informes favorables. Las declaraciones incluidas en el presente documento en ningún caso deben considerarse como hechos fácticos y contrastados, quedando aquellas proyecciones y estimaciones sobre condiciones económicas y previsiones sobre el desarrollo de la industria sujetas a cambios sin notificación previa. Cierta información incluida en el presente documento hace referencia a “proyecciones de futuro” que pueden identificarse por el uso de formas verbales tales como “podrá”, “debería”, “se espera”, “se estima” o mediante terminología similar, tanto en positivo como en negativo. Debido a varios riesgos e incertidumbres, ciertos eventos, resultados o el desempeño real de los mismos podrán variar sustancialmente de aquellos reflejados o contemplados en las citadas proyecciones a futuro incluidas en este informe. Los resultados obtenidos en el pasado, ya fueren estos positivos o negativos, no está garantizado que se cumplan en el futuro y, por lo tanto, no pueden servir como indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o de los servicios de inversión que el presente documento pueda contener, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos, una disminución en los mismos, que podrá ser mayor o menor dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate.

Este documento no constituye una oferta por parte de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoco de sus analistas y no podrá ser en ningún caso considerado como una recomendación personal de compra o venta de activos. Tampoco se podrá considerar que cualquiera de las estrategias de inversión o recomendaciones realizadas en el presente documento es idónea o apropiada para las circunstancias individuales de un inversor. Ni este documento ni su contenido constituirán la base de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los lectores del presente documento deberán tomar sus decisiones de inversión basándose en su propio análisis así como en la recomendación de asesores independientes que consideren apropiados. En ningún caso podrá entenderse que mediante la distribución de este documento Crèdit Andorrà Financial Group o sus analistas, están realizando recomendaciones personalizadas de inversión. La negociación en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere un seguimiento constante de las posiciones actuales. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas, empleados o directores asumen ninguna responsabilidad por ninguna inversión o desinversión realizada con base en este documento, ni por ninguna pérdida que pudiera resultar por una inversión o desinversión basada en este documento. Cualquier declaración contenida en este documento que haga referencia a información, opiniones o datos emitidos por una tercera entidad representará en todo caso la interpretación de los mismos realizada por Crèdit Andorrà Financial Group, a los cuales ha tenido acceso por ser de carácter público o bien a través de un servicio de suscripción. Este uso e interpretación no ha sido revisado por la mencionada tercera entidad, por lo tanto, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas ofrece ninguna garantía, ni expresa ni implícita, de que sean exactos, íntegros o correctos.

La información contenida en esta publicación es estrictamente confidencial. Ni la totalidad ni parte de esta publicación puede ser reproducida, transformada, distribuida, publicada, reenviada o usada de ninguna manera sin el previo permiso por escrito del autor. Ninguna publicación, modificación o actualización de este material está sujeta a periodicidad y no implica ninguna obligación por parte de Crèdit Andorrà Financial Group.

Aviso para:

- **Inversores del Principado de Andorra:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà, SA y/o Credi-invest, SA., ambas entidades autorizadas, reguladas y supervisadas por el *Institut Nacional Andorrà de Finances* (INAF).
- **Inversores de España:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Alcalá, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por el *Banco de España* y la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.
- **Inversores de EE.UU.:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Beta Capital Management, LLC (IARD No. 154894), un asesor de inversiones registrado aprobado para operar en octubre de 2012, y autorizado, regulado y supervisado por la *U.S. Securities and Exchange Commission* (S.E.C.).
- **Inversores de Luxemburgo:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banque de Patrimoines Privés, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF).
- **Inversores de Suiza:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Private Investment Management, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la *Association Suisse des Gérants de Fortune*. Este documento no es producto de ninguna “*Financial Research Unit*” y no está sujeta a las “*Directives on the Independence of Financial Research*” de la Asociación de Bancos Suizos. Este documento no ha sido preparado de acuerdo con los requisitos legales y regulatorios para promover la independencia del *research* y no está sujeto a ninguna prohibición en referencia a su difusión. Por lo tanto, las restricciones regulatorias sobre Crèdit Andorrà Financial Group en relación a cualquier instrumento financiero mencionado en cualquier momento antes de su distribución no serán de aplicación.
- **Inversores de México:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes, SA de CV., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- **Inversores de Panamá:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA entidad autorizada, regulada y supervisada por la *Superintendencia de Bancos* y la *Superintendencia del Mercado de Valores* (SMV), y/o por Private Investment Management Advisors Panamá, S.A., entidad autorizada, regulada y supervisada por la *Superintendencia del Mercado de Valores* (SMV).



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
