
Crédit Andorrà Financial Group
Research

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

El mundo al revés

Los tipos de interés negativos pueden estar llegando a su límite a medida que se demuestran inefectivos e incluso contraproducentes para estimular la economía. Utilizamos esta edición de nuestro trimestral para profundizar en sus efectos a nivel macro y en los distintos activos financieros.

Imaginen que salen ustedes a cenar al restaurante de moda de su ciudad. Piden entrante, plato principal, y comparten postre y una buena botella de vino, con un cafecito para terminar. Lo han disfrutado. Llamaron al camarero y le piden la cuenta. Les parece bien. Es hora de cobrar por haber cenado en el restaurante, y le dan la tarjeta donde les puede *ingresar* el importe. "Hoy cobro yo, cariño, te invito", le dice a su pareja. Por agradable que les parezca, no deja de ser surrealista. Algo así le pasa hoy en día a más de un inversor y al sector financiero de medio planeta. **Más de siete billones de dólares de nominal en renta fija cotiza a tipos negativos.** Los bancos centrales de la Eurozona, Japón, Suiza, Suecia y Dinamarca obligan a sus bancos a pagar por las reservas. Los bonos soberanos de dichos países cotizan bajo cero a vencimientos que llegan a superar la década. Suena absurdo. Dice la teoría que al dejar dinero a un tercero uno corre el riesgo de que no se le devuelva, al margen de dejar de disfrutar del mismo en el presente. Lo suele hacer a cambio de una recompensa en forma de rendimiento a obtener por tipo de interés y/o apreciación del capital prestado. Es la base del capitalismo. Por cierto, ni idea de qué se supone que pasa con la propina, en el ejemplo del restaurante. Tal vez la paga el camarero.

Si nos ponemos académicos, en un mundo en deflación, si los precios de las cosas a comprar caen más deprisa de lo que cuesta prestar el dinero, podría ser inteligente pagar por prestarlo. Por supuesto, la alternativa sería guardarlo uno mismo (enterrarlo en el jardín de su casa), pero eso podría resultar peligroso (proliferarían seguro jardineros furtivos nocturnos). Precisamente de lo anterior se deduce que **los tipos negativos tienen un límite:** a cierto nivel, los bancos contratarían seguridad privada y custodiarían el efectivo ellos mismos. En realidad el límite puede que haya llegado antes que eso. Lo antes descrito tiene demasiado de académico.

En el mundo real, **los márgenes de los bancos se ven estrangulados por la situación.** En contra de lo pretendido, el sistema financiero debiera encarecer sus préstamos para repercutir el coste que soportan, dado que no lo pueden traspasar a los depósitos de los ciudadanos. Guste más o menos, los bancos son el pulmón de la economía. Complicarles la vida no suele ser una buena receta para reavivar el crecimiento. De hecho, el propio BCE o el BoJ tomaron debida nota e introdujeron medidas paliativas (el BCE incluso insinuó que no los bajará más).

Para lo que sí sirven seguro los tipos negativos es para distorsionar los mercados financieros. Los activos de riesgo suenan más apetecibles si la alternativa segura cuesta dinero. Con volatilidad extrema, pero otra vez la renta fija arroja rendimientos positivos en casi todas sus categorías. Puede estar cara, pero cada día lo está más. La tentación es dejarse llevar. Mientras dure la fiesta, ¿por qué no tomar unas copas? A nosotros nos preocupa la resaca -debemos proteger el patrimonio de nuestros clientes- y preferimos seguir con limonadas. En renta variable, el efecto de los tipos negativos es un poco menos claro. El sector financiero pesa mucho en los índices y los experimentos monetarios cada vez impresionan menos a los inversores, y no han servido para estimular las compras generalizadas de bolsa.

Sin embargo, sí creemos que están colaborando a la **volatilidad** existente, que ofrece buenas **oportunidades** de inversión que debemos intentar aprovechar tácticamente, por más que **seguiremos manejando las carteras de nuestros clientes con extrema prudencia.**

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 (2T2016)

Monetario	▲
Renta fija gubernamental	▼
Renta fija <i>corporate</i>	▶
Renta variable	▲

Renta fija

GOBIERNO:	
EE.UU.	▼
Eurozona	▼
CORPORATE:	
EE.UU.	▼
Eurozona ("Central")	▶
Periferia	▶

Renta variable

EE.UU.	▶
Eurozona	▲
Japón	▲
Emergentes	▶

Materias primas

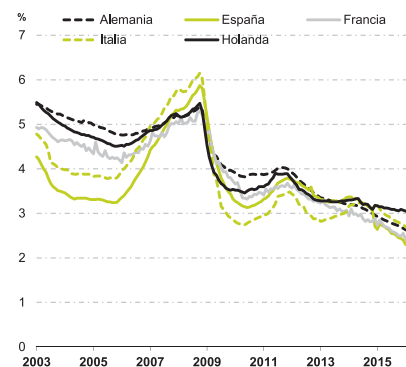
Petróleo	▶
Oro	▶

Divisas

EUR/USD	▼
---------	---

Situación macroeconómica

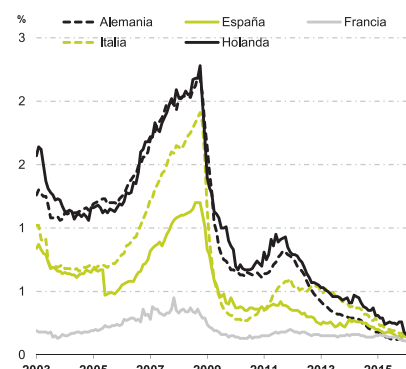
Tipo de interés empresas (> 1 año)



Fuente: BCE

El tipo de interés de los préstamos bancarios ha caído significativamente en los últimos años.

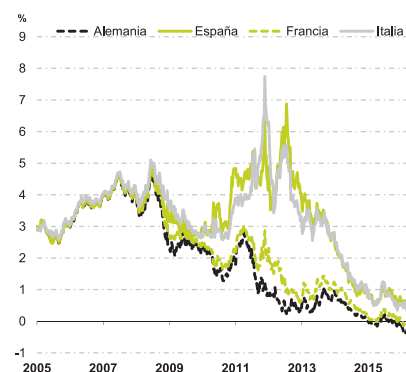
Tipo de interés de depósitos a la vista



Fuente: BCE

El coste del pasivo bancario tiene un límite que estamos cerca de alcanzar. Es difícil que se sitúe por debajo del 0%, ya que los clientes podrían retirar su dinero.

Tipo de interés bonos soberanos europeos



Fuente: BCE

Sin embargo, para otro tipo de deuda, como los bonos, y en especial los bonos soberanos, es posible que los tipos de interés puedan bajar aún más.

Límites negativos

Desde hace años, el BCE ha anunciado medidas para reducir los tipos de interés e intentar reactivar la inflación. Y, si bien seguimos sin inflación, los tipos de interés han bajado hasta niveles desconocidos, incluso negativos. Pero, ¿cómo ha ocurrido? Y, más importante aún, ¿hasta dónde pueden llegar?

No existe un único tipo de interés. En primer lugar, tendríamos los **tipos de interés oficiales** (marcados por el BCE). En la actualidad, el BCE establece tres tipos de interés oficiales aplicados a los bancos: i) al que presta en condiciones de urgencia (0,25%), ii) al que presta en condiciones normales (0,0%), y iii) el tipo que "paga" a los bancos por el dinero que almacenan (-0,40%). Estos tres tipos y las expectativas sobre su evolución, unidos a otros factores, afectan al resto de tipos de interés, que podríamos clasificar en dos grandes grupos: i) **tipos de interés de los mercados de capitales** (bonos del Estado y bonos corporativos), muchos en negativo, y ii) **tipos de interés bancarios** aplicados a préstamos a empresas y hogares que, según los últimos datos del BCE, superan con holgura el 2%. Dicho esto, estas dos clases de tipos de interés están, en la mayor parte de casos, en mínimos históricos, afectados por las decisiones del BCE. Sus medidas se transmiten al resto de tipos, aunque lo hacen con una velocidad diferente y, lo más importante, hasta límites diferentes.

Creemos que el BCE sigue teniendo poder de influencia para continuar bajando los tipos en los mercados de capitales, no así los tipos bancarios.

Así, la **rapidez de transmisión** de las decisiones del organismo europeo en los mercados de capitales es mayor, puesto que las oportunidades de arbitraje se aprovechan más ágilmente, al ser un mercado líquido y lleno de agentes con necesidades de inversión (bancos, fondos de inversión, aseguradoras, etc.). Una decisión de la autoridad monetaria llega a los mercados financieros en prácticamente segundos, si bien puede tardar trimestres en penetrar en todo el circuito bancario.

Más importante es la diferencia en los **límites**. Así, creemos que el BCE no tiene límites para seguir afectando a la baja los

tipos en los mercados de capitales, no así los tipos bancarios. En primer lugar, porque en los **mercados de capitales** el BCE está aplicando otra medida adicional, la comúnmente conocida como **QE**. Es decir, la compra, con nuevo dinero creado por el BCE, de bonos públicos y privados. Esta herramienta hace que los tipos de interés oficiales, por muy negativos que sean, continúen transmitiéndose. En otras palabras, si alguien está comprando el 30% de los billetes de 5 € a 5,1 €, su precio pasará a ser 5,1 €. En segundo lugar, los tipos de interés bancarios pueden bajar hasta un límite, porque si las nuevas bajadas del BCE se transmiten a los **tipos de interés bancarios**, la **capacidad para generar beneficios de los bancos** se vería seriamente afectada, y con ello su capacidad para conceder crédito, a no ser que se apliquen tipos de interés negativos a los depósitos de sus clientes (algo que probablemente no sea factible, puesto que en algún momento los clientes sacarían sus depósitos del banco).

Por tanto, si tipos oficiales en niveles mucho más negativos no se transmiten a la economía real, carecería de sentido aplicarlos. En el caso europeo, así lo creemos, puesto que es por el circuito bancario por donde llega la mayor parte de la financiación, y ya hemos comentado sus límites. Dicho esto, ya hay economistas que proponen soluciones (limitación a retirar depósitos). Es más, ya se habla de política monetaria no convencional 2.0 para reactivar la inflación: imaginen 1.500 € transferidos del BCE a cada ciudadano, o que el BCE compre préstamos bancarios o invierta en bolsa.

En conclusión, **si la intención de aplicar tipos negativos es reactivar la inflación**, parece que hemos llegado o **estamos cerca de su límite**, al menos con las reglas del juego actuales.

Pablo Manzano, CFA
Gestor de Renta Fija

Renta fija

Código rojo de Tokio a Estocolmo

La aplicación de tipos negativos con el objetivo de incentivar la economía en un momento de debilidad ha abierto el debate sobre su efectividad. Veremos si impulsa el proceso de relanzar el crédito a la economía, si bien deberemos vigilar las consecuencias negativas y su impacto en el mercado de bonos.

La aplicación inédita en la historia económica mundial para situar los tipos de interés en terreno negativo responde a la caída de las perspectivas de inflación y la inconfesable búsqueda de depreciar la moneda propia. Todo ello con el objetivo de incentivar la economía en un momento de debilidad.

Cinco bancos centrales: Japón, zona Euro, Dinamarca, Suiza y Suecia cobran dinero a sus entidades financieras por los saldos que depositan. El tipo interbancario Euribor está en negativo hasta el plazo de 12 meses. La mitad de la deuda pública europea tiene una TIR negativa (con Suiza en negativo hasta el plazo de 18 años, Alemania hasta los 9 años, Francia hasta los 7 años o Italia hasta los 2 años).

A corto plazo seguirán primando los factores técnicos y la llegada de un “nuevo” comprador.

En Japón, hasta el 70% de la deuda en circulación se encuentra en terreno negativo, y sólo a partir de un vencimiento superior a 10 años obtendríamos rentabilidades positivas. En el mundo *corporate investment grade*, un 10% de las emisiones del índice de bloomberg (BERC Index) cotizan en terreno negativo, con emisores como Danone, Bayer, Nestlé, Shell, Pfizer o Unilever que cobran a los inversores por comprar sus bonos.

En el mercado de bonos además ha llevado a un aplanamiento de las curvas y a rentabilidades bajas o incluso negativas como hemos visto. Se ha abierto el debate sobre su efectividad y las consecuencias negativas que puede producir.

Mayor volatilidad: el uso de los bancos centrales de las tasas de interés negativas está causando un período de mayor volatilidad en el mercado que ha provocado, en algunos casos, la búsqueda de refugio en los bonos del tesoro de EE.UU. o en el oro.

Estímulo al endeudamiento por parte de los gobiernos: la reducción del coste de

la deuda hasta niveles negativos elimina restricciones a los gobiernos para seguir incrementando su deuda. Sin embargo, por muy negativos que sean actualmente esos tipos de interés, se deberán amortizar. En % del PIB es un 227,9% en Japón, un 135,8% en Italia, un 101% en España o Francia, mientras que el Reino Unido está por encima del 90%.

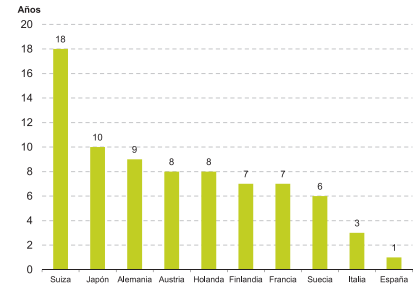
Menor liquidez: a causa de la crisis económica se ha producido un proceso de desapalancamiento que, junto con la acción de los bancos centrales, ha inundado al mundo de liquidez. Pero, en cambio, la liquidez en los mercados de bonos se deteriora: una menor profundidad, transacciones con volúmenes más pequeños y un mayor impacto sobre el precio de venta debido, en buena medida, a que los bancos centrales están comprando estos activos y expulsando a los inversores tradicionales.

Mayor asunción de riesgo por parte de los inversores, que se verán tentados a la búsqueda de rentabilidad y que inexorablemente se encontrará en activos de mayor beta pero que aumentan el riesgo global de la cartera. Hay que insistir en un análisis riesgo/beneficio y en un riguroso proceso de control del riesgo.

Según una encuesta de Bloomberg a 63 economistas que cubren a los mencionados bancos centrales, los tipos permanecerán en territorio negativo hasta el 2018. Además, con los nuevos programas de compras de activos y aumento de compras de los existentes anunciados en la última reunión de marzo del BCE, incidirán en el corto plazo en que pueda seguir la especulación alcista en el mercado de bonos. Sí, como ven, los factores técnicos prevalecen sobre los fundamentales. En el 2005, Greenspan se refirió al comportamiento de los tipos a largo plazo como “conundrum” (enigma). Por el comportamiento en términos generales de los mercados de bonos del mundo bien podríamos recuperar esa definición.

Josep M Pon, CIIA
Responsable de Renta Fija

Vencimiento máximo de bonos con tipo de interés negativo



Fuente: Bloomberg

La gran mayoría de países europeos tienen alguna parte de la curva de tipos de interés en negativo. Encontramos casos como el de Suiza, donde el gobierno se financia a tipos negativos hasta los 18 años.

Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado (%)

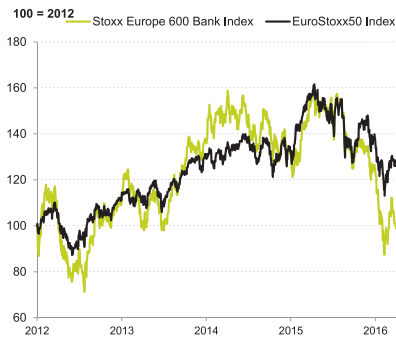
	31/03/16	2trim'16	3trim'16	4trim'16
Zona Euro	0,00	0,00	0,00	0,00
EE.UU.	0,50	0,65	0,75	0,95
Reino Unido	0,50	0,50	0,55	0,60

Tipos de interés: variaciones (%)

	31/03/16	Últimos 3 meses	Último año
Zona Euro			
Euribor 3 meses	-0,24	-0,11	-0,11
Bund 10 años	0,15	-0,48	-0,48
EE.UU.			
US Libor 3 meses	0,63	0,02	0,02
US 10 años	1,77	-0,50	-0,50
Reino Unido			
GBPLibor 3 meses	0,59	0,00	0,00
Gilt 10 años	1,42	-0,55	-0,55

Renta variable

Sector Bancario Europeo vs. EuroStoxx 50



Fuente: Bloomberg

Desde octubre de 2015, ha habido un rendimiento claramente peor en el sector bancario

Los Bancos Europeos parecen baratos en términos históricos



Fuente: Bloomberg

El sector bancario cotiza a un P/B por debajo de su media histórica, situada en 1,26x. El descuento se debe a numerosas adversidades.

		Q1 %	2016 %	
EE.UU.	S&P 500	2.060	0,77%	0,77%
	DJ Indus. Avg	17.685	1,49%	1,49%
	NASDAQ 100	4.484	-2,39%	-2,39%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 €	3.005	-8,04%	-8,04%
	Francia (CAC 40)	4.385	-5,43%	-5,43%
	España (Ibex 35)	8.723	-8,60%	-8,60%
	RU (FTSE 100)	6.175	-1,08%	-1,08%
	Alemania (DAX)	9.966	-7,24%	-7,24%
	Suiza (SWISS)	7.808	-11,46%	-11,46%
	Italia (FTSE MIB 30)	18.117	-15,41%	-15,41%
	Países Bajos (AEX)	440	-0,39%	-0,39%
JAPÓN	TOPIX	1.347	-12,93%	-12,93%
	NIKKEI 225	16.759	-11,95%	-11,95%
EMERGENTES	México	45.881	6,76%	6,76%
	Brasil	50.055	15,47%	15,47%
	Argentina	12.992	11,28%	11,28%
	China	3.004	-15,12%	-15,12%
	India	25.342	-2,97%	-2,97%
	Corea	1.996	1,76%	1,76%
	Rusia	1.871	6,23%	6,23%

Haciendo frente a la negatividad

Las tensiones en el sector financiero amenazaron con aumentar los riesgos a la baja para el crecimiento. El BCE respondió con nuevas medidas de expansión que superaron las expectativas y lograron compensar la financiación bancaria.

Frente a la desaceleración de la actividad, el BCE hizo un nuevo intento de impulsar la expansión de los préstamos y ahora **cobra a los bancos un 0,40% para mantener sus excesos de reservas**. Para amortiguar este coste adicional y calmar los temores del mercado sobre la financiación bancaria, la autoridad monetaria también anunció cuatro nuevos programas de financiación barata con la condición de que los bancos presten efectivamente más.

Si los bancos repercuten los tipos negativos a sus clientes, estos podrían responder retirando sus ahorros.

Cuando se introdujeron por primera vez los tipos negativos a finales de 2014, había solo 100.000 millones de euros de excesos de reservas, que representaban un coste anual de en torno a 200 millones de euros. Antes de la reunión de marzo del BCE, la tasa de depósito negativa se situaba en el -0,30%, lo que costaba al sector bancario europeo 2.000 millones de euros anuales (diez veces más, pero aún un *gasto soportable*) para unos excesos de reservas de 672.000 millones de euros (casi siete veces más). Lo que más lastra los beneficios no es la penalización sobre el exceso de reservas, sino la reducción del margen de intereses.

Los bancos generan ingresos gracias a la diferencia entre los intereses que devengan los préstamos y el que pagan por los depósitos. Con unos tipos de interés en mínimos históricos, los márgenes se están estrechando porque los depósitos de los clientes no reaccionan a las rebajas de tipos, mientras que los préstamos, por naturaleza, varían más en función de los tipos. Por consiguiente, los bancos están recibiendo menos intereses por sus préstamos, mientras que siguen pagando los mismos a una **base de depósitos de 8,7 billones de euros, que ya se está aproximando al límite del 0%**.

El problema es que si los bancos repercuten los tipos negativos a sus clientes, estos podrían responder retirando sus ahorros. Por supuesto, no es tan simple, ya que hay que tener en cuenta los costes de guardar el dinero. Y aunque mantener efectivo podría no parecer tan descabellado para los pequeños clientes particulares, los clientes institucionales y empresas, con grandes saldos de efectivo, no podrían hacerlo. Cuando el Banco Central de Dinamarca rebajó la tasa de depósito a -75 p.b., los bancos daneses sí recortaron los tipos de los depósitos a las pymes por debajo de cero, pero fue una medida muy impopular y está por ver si todos los bancos de la UE harán lo mismo.

Para **mitigar el impacto de los tipos negativos**, los bancos han señalado que se están **centrando en las reestructuraciones, reducciones de costes y aumento de las comisiones**. Otras opciones son los ajustes al alza de los diferenciales hipotecarios, que se llevaron a cabo con éxito en Suecia y Dinamarca, pero son más difíciles de aplicar en países con tipos hipotecarios fijos (Francia, Alemania, Bélgica y los Países Bajos), o donde los bancos no tienen la opción de modificar el diferencial durante la duración del préstamo (España e Italia).

En conjunto, **permanecemos cautelosos acerca del sector**, especialmente en un entorno de bajo crecimiento que ejerce presión sobre el BCE para que reduzca más los tipos pese a sus declaraciones contra tales medidas. Aunque las valoraciones parecen descontar unos menores rendimientos, no hay catalizadores y el sector aún se enfrenta a otros factores de incertidumbre sobre el capital regulatorio. Preferiríamos a unos bancos con unas ratios de capital más elevadas y margen para seguir reestructurando y reduciendo costes.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Responsable de Renta Variable
y Clientes Institucionales

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Impacto del entorno de tipos bajos

Las materias primas representan una cuarta parte del comercio mundial que, a su vez, representa una cuarta parte del PIB mundial. De este modo, su precio se ve afectado principalmente por el ciclo económico (oferta y demanda), la inflación, los tipos de cambio (la mayoría de *commodities* se comercian en USD) y la política monetaria.

Por tanto, es conveniente mostrar **evidencia empírica de los precios de las materias primas** ante movimientos de los **tipos de interés**:

Frankel (2006) explica la relación inversa entre los tipos de interés y los precios de las materias primas. Su principal argumento es que durante las épocas de menores tipos de interés, los especuladores tienen mayores incentivos para salir de la renta fija, que ofrece un menor rendimiento, e invertir en materias primas.

Bjornson y Carter (1997) sostienen que al principio de una recesión la demanda de *commodities* es baja, lo que reduce sus precios; pero cuando el banco central recorta los tipos, se espera que los precios aumenten de nuevo. Contrariamente, **Armesto y Gavin (2005)** ven evidencia de que

los precios de las materias primas responden positivamente a un aumento inesperado en los tipos de interés porque recogen la tasa de inflación esperada, pero esto normalmente sucede porque los bancos centrales buscan frenar el ritmo de una economía sobrecalentada.

Juzguen ustedes mismos: ¿viene actualmente la subida de tipos de la Fed acompañada de un sobrecalentamiento de la economía?

Coincide que, desde que Bernanke pronunció la palabra “tapering” por primera vez a principios de 2013, el descalabro de las materias primas ha sido descomunal. **Si cree que habrá un sobrecalentamiento de la economía, entonces invierta en *commodities*.** De lo contrario, el único sentido para tomar posiciones en materias primas es pensar que la Fed quedará atrapada e irá de la mano del resto de bancos centrales en el entorno de tipos bajos, en el que históricamente los metales preciosos fueron los que mejor reaccionaron a los recortes de tipos.

Miguel Ángel Rico
Analista de inversiones

DIVISAS

¿Una política monetaria global?

La **teoría económica** sobre la transmisión de la política monetaria explica cómo afectan a la economía real las decisiones de un banco central. Así, en circunstancias normales, establece que una **bajada de tipos de interés** aumenta la demanda de crédito por parte de empresas y hogares, mejora las exportaciones vía depreciación de la divisa e impulsa el consumo debido a una mayor riqueza como consecuencia de la apreciación de los activos financieros. La **inflación repuntaría** gracias al crecimiento económico y a unos precios mayores de las importaciones. **Pero la realidad es compleja, y cuesta ver los frutos de unos tipos de interés bajos.** Así, en la Eurozona, la inflación se sitúa en el -0,2%, el crédito a empresas crece a un ritmo del 0,6% y/y, y el PIB en el primer trimestre marcó una subida del 0,3% q/q.

De estos resultados podemos concluir que, probablemente, **no nos encontremos en circunstancias normales**, y que actualmente la política monetaria no sea todo lo efectiva que desearían los banqueros centrales. Probablemente, factores estructurales como el **elevado endeudamiento de las economías**, el **envejecimiento de la población** y el **estancamiento de la**

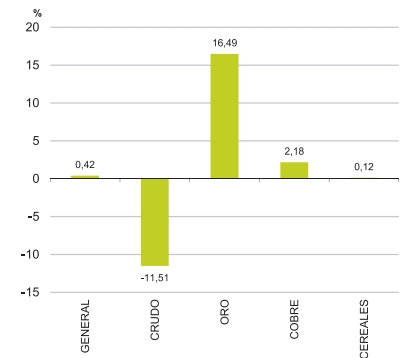
productividad en algunos sectores, estén frenando el crecimiento económico.

Sin embargo, **a pesar de no reactivar el crecimiento, las políticas monetarias del BCE han depreciado con fuerza la moneda.** A día de hoy, países como Suecia, Suiza o Dinamarca tienen tipos negativos que distorsionan sus divisas. **Estas distorsiones tienen sus efectos a nivel global**, puesto que implican fuertes **movimientos de capitales**, asumibles en muchos casos para países desarrollados y **desestabilizantes para países emergentes**, que en los últimos años registran una volatilidad extrema en sus divisas.

Por ello, es muy interesante la propuesta de **Raghuram Rajan**, gobernador del Banco Central de la India, que **aboga por un conjunto de reglas internacionales** que limiten la aplicación de algunas medidas monetarias de manera permanente o temporal. Como escribió recientemente: “Podemos fingir que todo está bien con el no-sistema monetario mundial y no esperar tragedias. O podemos empezar a construir un sistema para el mundo globalizado del siglo XXI.”

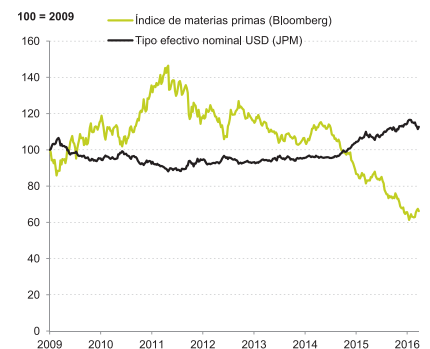
Pablo Manzano, CFA
Gestor de Renta Fija

Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



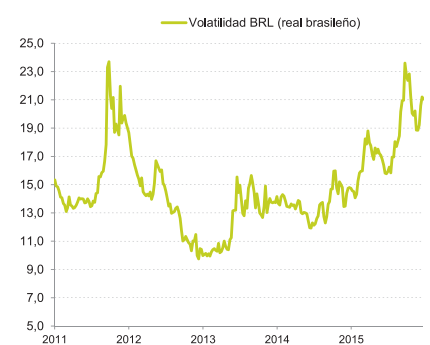
Fuente: Bloomberg

Materias Primas vs USD



Fuente: Bloomberg

Volatilidad implícita BRL



Fuente: Bloomberg

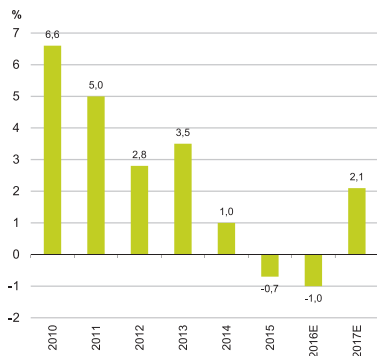
En los últimos años, la volatilidad de las monedas emergentes se ha incrementado excesivamente. Si bien existen varios factores, uno de ellos ha sido la implementación de medidas monetarias no convencionales por parte de los bancos centrales desarrollados.

Tipo de cambio \$/€

% Variación:	1 mes	3 meses	1 año
	4,71%	4,83%	5,73%
Previsiones	2T 2016	2016	2017
Consenso	1,08	1,09	1,11

Latinoamérica

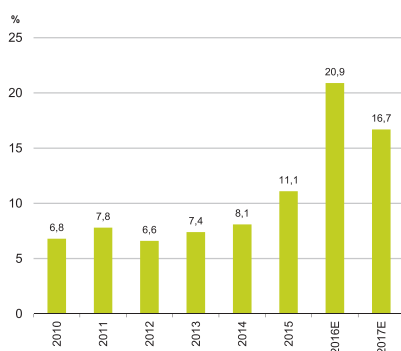
PIB Latam



Fuente: Bloomberg

Es probable que, en 2016, Latinoamérica siga en recesión.

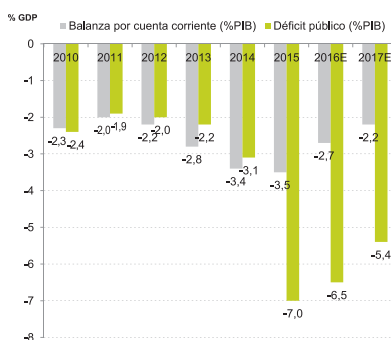
Inflación



Fuente: Bloomberg

La inflación debería alcanzar su máximo en 2016.

Presupuesto y Balanza por Cuenta Corriente



Fuente: Bloomberg

Los Déficit Fiscales y de Cuenta Corriente hacen a la región vulnerable si la liquidez global se agota.

En el ojo del huracán

La abundante liquidez mundial ha ayudado a Latinoamérica a asimilar mejor el estallido de la burbuja de las materias primas. Pero se necesitan reformas profundas para encontrar nuevas fuentes de crecimiento en un «entorno de bajo crecimiento» global, en que la política monetaria ultralaxa del mundo desarrollado está dejando de tener efecto.

Tras un difícil año 2015, el clima para las economías latinoamericanas parece haber mejorado últimamente. Los precios de las materias primas han repuntado y el riesgo inminente de subidas de tipos en los EE. UU. se ha aplazado. Esto debería dar a los dirigentes de la región un respiro y tiempo para ajustar sus economías para que puedan capear las nuevas realidades económicas mundiales; incluso si esto es a costa de un crecimiento (aún) más bajo este año. El verdadero reto para la región es controlar la inflación e implementar unas profundas reformas estructurales que permitan mejorar el capital humano, físico y normativo. Esta es la única manera de encontrar nuevas fuentes de crecimiento, ahora que la expansión de las materias primas y del crédito se ha disipado definitivamente.

Las reformas estructurales son el único modo de encontrar nuevas fuentes de crecimiento

El problema son las políticas nacionales que tienen sus propios ciclos y características. En Brasil, por ejemplo, además de los riesgos externos, el país está paralizado por la actual crisis política, los nuevos escándalos de corrupción y la posible destitución de la Presidenta Dilma Rousseff. Por lo tanto, es probable que la profunda recesión que empezó en 2014 se prolongue durante el resto de este año. El PIB real podría sufrir una contracción aún mayor a la del 3,8% registrada en 2015, con una inflación aún cercana al 10%, pese a las 16 subidas de tipos desde 2013 que han elevado la tasa de interés de referencia del 7,25% al 14,25%.

Si los precios de las materias primas siguen repuntando y aumentan las esperanzas de un cambio político positivo, los activos brasileños (que se han abaratado) podrían rebotar enormemente. Por otra parte, si se agota la liquidez global –o las políticas expansivas de los bancos centrales son

menos efectivas–, el embrollo político en Brasil se agrava y los precios de las materias primas siguen bajos, las cotizaciones de los activos de Brasil podrían caer aún mucho más. Mientras tanto, se observarán fuertes avances y correcciones en función de los temores y expectativas, más que de las verdaderas inquietudes económicas. La consiguiente volatilidad hace de Brasil un destino poco deseable para los inversores particulares con un perfil conservador.

Algunas economías mejor gestionadas, como las de México y Perú, que han ajustado sus economías a las conmociones externas, están mejor posicionadas para capear la tormenta. Tras una desaceleración ordenada, hay algunos primeros indicios de recuperación económica en estos países. No obstante, no están exentos de riesgos políticos y los precios de los activos siguen estando correlacionados con las perspectivas de crecimiento mundiales, los precios de las materias primas y la confianza hacia la región en general.

Tal vez sea mejor centrarse en los países y segmentos que se han beneficiado menos del auge de las materias primas de la pasada década y del acceso fácil al crédito. Un ejemplo es Argentina, donde la nueva administración ha logrado avances espectaculares en materia de reformas y reequilibrio macroeconómico para volver a estabilizar la economía.

Pascal Rohner, CFA
Director de Renta Variable de Latinoamérica

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 Uruguay:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà Uruguay Asesores de Inversión SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la *Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central de Uruguay* (SSF- BCU).
- **Inversores de México:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà Asesores Patrimoniales, SA de CV.
- **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).

Crèdit Andorrà Financial Group
Research