

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

ÍNDICE

- 2 Situación macroeconómica
- 3 Renta fija
- 4 Renta variable
- 5 Materias primas y divisas
- 6 Latinoamérica

Superhéroes vs volatilidad

Se incrementa la volatilidad en todos los activos financieros, tendencia que creemos que, lejos de ser temporal, llega para quedarse, a medida que los bancos centrales intentan retirar estímulos (veremos si con éxito) o los añaden, pero pierden capacidad de convicción respecto a su efectividad.

Llevamos una larga temporada disfrutando de la anestesia suministrada por los **bancos centrales**. Allá donde falte el crecimiento, se desate una crisis política, preocupe el exceso de deuda, la fragilidad del sistema financiero, o aparezca cualquier otro contratiempo que pudiese poner en jaque a los mercados, más temprano que tarde termina por aparecer un banco central que apaga el fuego a golpe de rebaja de tipos (¡¡706 llevamos desde que empezó la crisis!!) o expansiones de balance. Ríanse de Supermán, Batman y otras birrias de superhéroes. *Quantitative Easing*, eso sí que es un superpoder.

Desgraciadamente, parece que una confluencia de factores ha ido dando al traste con el remanso de paz. Divisas, renta fija, renta variable, materias primas... **Nada ha escapado a una volatilidad** que se ha ido disparando, en episodios cada vez más frecuentes y más virulentos. Probablemente, lo anterior tenga su origen hace un poco más de dos años, cuando Bernanke añadió "tapering" al glosario financiero, apuntando a que la Fed estaba virando el rumbo de su política monetaria. El suministro de liquidez del banco central del planeta (el 60% de las transacciones mundiales siguen ocurriendo en dólares, divisa que sigue predominando como activo reserva y en la que se denominan las materias primas) dejaba de expandirse. Inicialmente, la renta fija sufrió fuertes ventas, pero pronto Japón y el hasta hace poco ultra ortodoxo BCE se añadirían a las políticas monetarias expansivas y mitigarían lo anterior. Sin embargo, se habían sentado ya las bases para una mayor inestabilidad en la renta fija. El volumen creciente de emisiones de deuda, que ha batido récord tras récord, se ha visto acompañado de un posicionamiento cada vez más restrictivo de los bancos, cuyas posiciones propias se ven muy penalizadas con la nueva regulación. Eran las mesas de tesorería las que habían servido de amortiguador en tramos de convulsión (los únicos compradores que aparecían en momentos de pánico)...

Añadan la popularización de los **ETF**, que aparentan liquidez en un activo que sigue negociándose telefónicamente, contrapartida a contrapartida, y que difícilmente la tendrá el día que se agolpen los vendedores. Sumen a ello que los tipos cero se han desplazado a tramos de activos mucho más arriesgados de lo que tenían por costumbre. Sin duda, un cóctel que puede terminar en una gran resaca.





Con la **desaceleración china** arrastrando consigo a emergentes –muchas de cuyas divisas acumulan descabros espectaculares este año- y materias primas –otro tanto- por igual, era cuestión de tiempo que tuviésemos alguna corrección seria en la renta variable. Un activo que adolece también de no pocos problemas estructurales. Sirva de ejemplo el pasado 24 de agosto. Las bolsas caían a plomo, y el S&P500 estuvo cerca de sufrir una suspensión por límite de volatilidad, acumulándose ventas masivas que carecían de argumento fundamental que las acompañase. Órdenes automáticas generadas por ordenador, ETF que debían replicar índices vendiendo títulos que alimentaban más caídas o que se perdiesen niveles técnicos relevantes. Fuese cual fuese el detonante, nada nos hace pensar que no se pueda repetir.

Tal vez sea sencillamente que ni **Supermán existe ni el Quantitative Easing es un superpoder**. Los bancos centrales no tienen la pócima secreta contra la volatilidad. Tanta anestesia puede haber acostumbrado demasiado al paciente al medicamento. El único remedio realmente eficaz es un crecimiento que se mantiene elusivo. Riesgo es oportunidad, dicen los chinos. Mantendremos liquidez suficiente e intentaremos sacarle provecho.






David Macià, CFA
Director de Inversiones

Estrategia





Asignación de activos (4T2015)

- Monetario 
- Renta fija gubernamental 
- Renta fija *corporate* 
- Renta variable 



Renta fija

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

Renta variable

- EE.UU. 
- Eurozona 
- Japón 
- Emergentes 

Materias primas

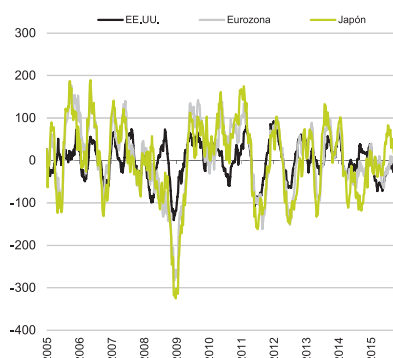
- Petróleo 
- Oro 

Divisas

- EUR/USD 

Situación macroeconómica

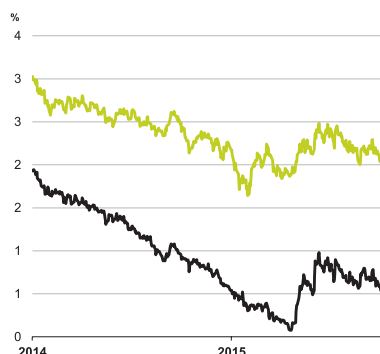
Indicador de sorpresas económicas (Citi)



Fuente: Bloomberg

En el último año no vemos que hayamos asistido a un periodo en que las sorpresas económicas hayan sido especialmente diferentes a años anteriores, en todo caso ligeramente inferiores.

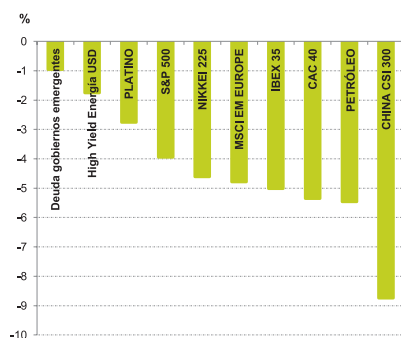
Principales referencias de renta fija (YTM)



Fuente: Bloomberg

El repunte de tipos de mediados de año fue sorpresivo y generó importantes pérdidas en el universo de la renta fija.

Movimientos en los mercados financieros el 24 de agosto



Fuente: Bloomberg

Los movimientos en los activos financieros de mayor riesgo fueron extremos durante la jornada del 24 de agosto.

Los ingredientes de la volatilidad

En los últimos trimestres, la volatilidad de los mercados financieros se ha incrementado y continúa la tendencia hacia una mayor correlación de activos. ¿Cómo se explica este aumento de volatilidad? A continuación detallamos y analizamos los factores que consideramos más relevantes.

¿Por qué ha aumentado la volatilidad recientemente? Las sorpresas económicas suelen ser sospechosos habituales. Es decir, un dato de inflación o crecimiento no esperado que hace que, por ejemplo, la bolsa se mueva con fuerza. Sin embargo, los estudios académicos sugieren que el movimiento diario de los activos financieros no se debe únicamente a cambios en los fundamentales económicos. Un reciente estudio del BoE apunta a que, dependiendo del momento, las sorpresas económicas explican entre un 0%-40% de la variación de los tipos de interés, siendo lo normal menos de un 10%. Además, no parece que en los últimos trimestres hayamos asistido a un periodo en el que la economía haya sorprendido especialmente a los analistas, sino más bien al contrario (gráfico 1). Para nosotros, hay otros factores más relevantes que explicarían el reciente aumento de la volatilidad. A continuación los detallamos:

las sorpresas económicas explican entre un 0%-40% de la variación de los tipos de interés

A) La **estructura de mercado** ha podido contribuir al reciente repunte de la volatilidad. En los últimos años se ha limitado la intermediación de bonos por parte de los bancos, reduciendo su capacidad para actuar en momentos de estrés. Por otro lado, ha aumentado el volumen de productos que prometen reembolsos inmediatos de carteras con activos altamente ilíquidos, dando una señal de liquidez falsa que agrava la situación en momentos de pánico. Por último, se ha incrementado el uso de la negociación utilizando algoritmos computacionales (según el FMI ya representa más del 50% de las operaciones totales). Estos factores tuvieron su parte de culpa el 15 de octubre de 2014 (*Treasury flash crash*), cuando el activo financiero más importante del mundo, el bono americano a 10 años, pasó a ser ilíquido y su precio se disparó en minutos casi un 3%. Algo totalmente extraordinario,

puesto que para este activo, movimientos superiores al $\pm 1\%$ diario son anormales.

B) En los últimos trimestres varios **bancos centrales** (BC) han anunciado medidas extraordinarias. Un ejemplo lo encontramos con el BC suizo (SNB), que el pasado 15 de enero eliminó el objetivo de mantener un tipo de cambio máximo frente al euro. Tras esta decisión, el franco suizo se apreció inmediatamente un 41% frente al euro, aunque al cierre de la jornada se limitó a un 21%.

C) Por otra parte, el entorno de **tipos en mínimos históricos** hace que puedan rebotar sorpresivamente. Así, hemos vivido movimientos muy violentos del bono alemán a 10 años, que pasó de tipos en mínimos históricos marcados el 20 de abril de 2015, en el 0,05%, hasta el 1% en apenas dos meses, registrando una volatilidad nunca vista los días 7 mayo (con 21 pb de movimiento intradiario), y 2 y 3 de junio (con 20 pb).

D) Por último, el **pánico** a que **China** deje de ser el motor económico mundial preocupa, y mucho, a los mercados financieros. Lo vimos el pasado 24 de agosto, cuando un mal dato (uno de tantos otros, nada nuevo) desataba el pánico entre los inversores. Las bolsas mundiales llegaron a perder cerca del 10%, aunque finalmente las caídas se situaron entre el -4% y el -6%. En este episodio vimos como cerca de un 20% de ETFs en EE.UU. cerraron en algún momento de la jornada por la extrema volatilidad registrada.

De cara al futuro, con la Fed a punto de subir tipos, China desacelerándose, unos tipos que siguen en niveles históricamente muy bajos y con las debilidades comentadas de la actual estructura del mercado, creemos que seguimos teniendo todos los ingredientes de la volatilidad.

Pablo Manzano
Analista de Macroeconomía

Renta fija

La renta fija, menos fija que nunca

Las dificultades para los inversores tradicionales de renta fija no se derivarán de un aumento significativo del número de quiebras de los emisores. En nuestra opinión, un incremento de la volatilidad de los precios de las obligaciones será lo que penalizará el rendimiento de su cartera antes del vencimiento.

The long and winding road, el título de la famosa canción de The Beatles, es un buen símil para describir cómo creemos que será, a medio plazo, la vida del inversor tradicional de renta fija. La volatilidad vivida en el mercado de tipos de interés durante los últimos meses no es un hecho aislado en nuestra opinión, sino que ha venido para quedarse.

El principal causante de esta esperada volatilidad en el medio plazo es la **drástica reducción de la liquidez en los mercados de renta fija**. Veamos algunas cifras que ilustran este punto: el mercado más líquido del mundo -deuda pública estadounidense a 10 años- ha pasado de una profundidad de 500 millones de dólares en 2007 a los 125 actuales; el mercado de renta fija corporativa ha crecido un 50% desde el 2007; en cambio, las posiciones de los intermediarios se han reducido un 75%.

La volatilidad vivida durante los últimos meses no es un hecho aislado. Ha venido para quedarse...

¿La razón de esta falta de liquidez? La **nueva regulación de las entidades financieras** surgida tras la crisis que, con el objetivo de mejorar su capitalización y hacerlas más seguras, ha limitado considerablemente su actividad tradicional de intermediaria en los mercados financieros.

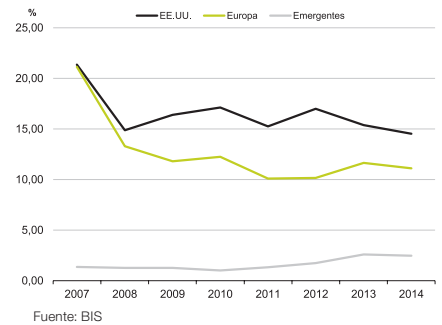
El 15 de octubre de 2014, el tipo de interés a 10 años estadounidense se movió 40 puntos básicos en tan sólo un día. Según un comportamiento normal, esto debería ocurrir una vez cada 3 mil millones de años. Quizás no de esta magnitud, pero pensamos que el entorno actual está creando el caldo de cultivo necesario para que situaciones de movimientos de precios hasta ahora no vistos con regularidad en los mercados de renta fija, se produzcan más habitualmente.

Las políticas extremadamente expansivas de la mayor parte de los bancos centrales han anesthesiado a los mercados, dando una sensación de estabilidad ficticia a los inversores. Más temprano que tarde comenzará la normalización de las principales políticas monetarias, subiendo los tipos oficiales y parando las inyecciones de liquidez por parte de las autoridades monetarias. Los inversores despertarán. Y nos da miedo que este despertar no sea precisamente plácido.

Mucha atención pues aquellos inversores que no tengan un corazón lo suficientemente fuerte como para aguantar la volatilidad. Creemos que vienen curvas y deberemos mantener los cinturones de seguridad bien abrochados. ¿Aprovechar correcciones para comprar obligaciones de emisores castigados injustamente? Sí, sin duda. Pero calibremos bien el perfil de riesgo y no infravaloremos las potenciales sobrereacciones del mercado de renta fija.

Meritxell Pons Torres, CAIA
Directora de Asset Management Americas

Inventario de activos de grandes bancos % del total de activos



Fuente: BIS

La nueva regulación financiera limita los inventarios de activos de renta fija de los grandes bancos.

Tipos oficiales:

previsiones de consenso de mercado (%)

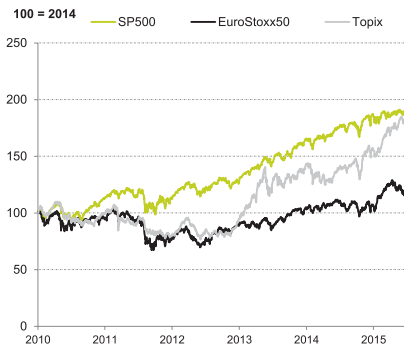
	30/09/15	4º trim	1º trim'16	2º trim
Zona Euro	0,05	0,05	0,05	0,05
EE.UU.	0,25	0,55	0,85	1,05
Reino Unido	0,50	0,50	0,70	0,85

Tipos de interés: variaciones (%)

	30/09/15	Últimos 3 meses	Último año
Zona Euro			
Euribor 3 meses	0,04	-0,03	-0,12
Bund 10 años	0,59	-0,26	0,05
EE.UU.			
US Libor 3 meses	0,33	0,04	0,07
US 10 años	2,04	-0,35	-0,13
Reino Unido			
GBPLibor 3 meses	0,58	0,01	0,02
Gilt 10 años	1,76	-0,32	0,01

Renta variable

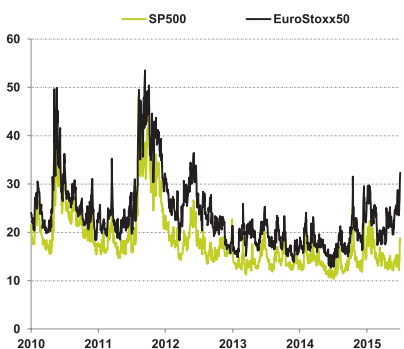
Bolsas desarrolladas



Fuente: Bloomberg

El último trimestre ha sido negativo para las bolsas mundiales.

Volatilidad implícita



Fuente: Bloomberg

La volatilidad de las bolsas mundiales ha subido durante el último año.

Abróchense los cinturones, vienen turbulencias

Es probable que los datos macroeconómicos actuales, junto con la fragilidad del mercado bursátil, generen más volatilidad y un mayor riesgo de correcciones de la renta variable; los inversores deberían ajustar su exposición a esta clase de activos en función de su horizonte temporal de inversión y su perfil.

La volatilidad del mercado de renta variable suele medirse con el **índice VIX**, también denominado índice del miedo, pues señala el nivel imperante de confusión de los inversores acerca del mercado de acciones. Tras la reciente decisión de la Fed en septiembre de mantener estable el nivel de los tipos de interés, la incertidumbre sobre el entorno de mercado es elevada y debería seguir siéndolo. La Fed decidió ganar tiempo para entender mejor el impacto de la desaceleración del crecimiento chino sobre la economía estadounidense. El único problema de esta estrategia es que el mercado odia la incertidumbre, y la consecuencia es que **seguramente habrá más volatilidad**. El mercado bursátil empezó a experimentar turbulencias con la corrección de un 15% en la semana del 24 de agosto. La volatilidad de la renta variable está autocorrelacionada: cuando la volatilidad es elevada, lo sigue siendo durante un tiempo. Si hacemos una analogía, un mercado de renta variable volátil es como un avión que sufre turbulencias: estas se mantienen durante un tiempo.

Las **características actuales de la renta variable** contribuirán asimismo a una mayor volatilidad. La presente valoración en EE.UU. no es barata, con un PER *forward* de 16,5; el crecimiento de los beneficios ha sido plano este año, y no creemos que los márgenes brutos de las empresas estadounidenses vayan a mejorar, pues están en máximos históricos. Esta combinación de factores nos lleva a pensar que el riesgo de **mayores retiradas de fondos** ha aumentado. Dicho riesgo debería ser motivo de inquietud para los inversores, ya que podría obligarles a tomar decisiones irracionales. Todos los inversores pueden soportar un nivel determinado de pérdidas, hasta que empiezan a tomar decisiones que perjudicarán su patrimonio: la más común es vender cuando el mercado está en mínimos. Cada inversor debería saber cuál es su **nivel de aversión a las pérdidas** para determinar la asignación óptima a renta variable.

Algunos gestores de activos entienden la importancia de la volatilidad en la construcción de carteras, por lo que se ha

observado un incremento de la disciplina, como la paridad de riesgo, en que la exposición a una clase de activo depende de su nivel de volatilidad: la exposición a renta variable de la cartera disminuye cuando su volatilidad aumenta. Otros gestores de activos consideran que la volatilidad también puede utilizarse como una clase de activo en sí, y recomiendan una exposición permanente a ésta. Cuando el mercado de renta variable baja, la volatilidad suele subir, por lo que una posición larga en la segunda es una buena fuente de diversificación.

La **volatilidad no es necesariamente negativa** para los inversores, ya que crea oportunidades. A medida que aumenta la volatilidad, la dispersión de los rendimientos entre acciones también sube, por lo que debe prestarse más atención a la selección de valores y el análisis fundamental. Tras 6 años de mercado alcista y una volatilidad extremadamente reducida, esta será más alta en adelante. Todos los inversores deberían entender las implicaciones de la volatilidad y su impacto para la exposición a renta variable. El **horizonte temporal** sigue siendo el factor fundamental para la construcción de la cartera. Así, por ejemplo, la probabilidad de obtener rendimientos negativos en renta variable en un año es del 27%, pero solo del 11% a cinco años. A largo plazo, las acciones siguen siendo la clase de activos más atractiva, pero en tiempos de turbulencias los inversores deberían **ajustar su exposición a esta clase de activos** en función de su perfil y su horizonte temporal de inversión.

Q3 % 2015 %

EE.UU.	S&P 500	1.920	-6,94%	-6,74%
	DJ Indus. Avg	16.285	-7,58%	-8,63%
	NASDAQ 100	4.181	-4,91%	-1,30%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€	3.101	-9,45%	-1,45%
	Francia (CAC 40)	4.455	-6,99%	4,27%
	España (Ibex 35)	9.560	-11,23%	-7,00%
	RU (FTSE 100)	6.062	-7,04%	-7,68%
	Alemania (DAX)	9.660	-11,74%	-1,48%
	Suiza (SWISS)	8.513	-3,05%	-5,23%
	Italia (FTSE MIB 30)	21.295	-5,19%	12,01%
PAISES BAJOS	Paises Bajos (AEX)	421	-10,88%	-0,78%
	JAPÓN	TOPIX	1.411	-13,45%
NIKKEI 225		17.388	-14,07%	-0,36%
EMERGENTES	México	42.633	-5,37%	-1,19%
	Brasil	45.059	-15,11%	-9,89%
	Argentina	9.815	-15,80%	14,40%
	China	3.053	-28,63%	-5,62%
	India	26.155	-5,85%	-4,89%
	Corea	1.963	-5,37%	2,47%
	Rusia	1.643	-0,70%	17,64%

Stephane Prigent, CFA
Analista Latam

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Una relación extrema

Desde junio de 2014 las materias primas han caído fuertemente, destacando las del petróleo (-60%), el hierro (-25%) y el cobre (-25%). Desde entonces podemos identificar tres periodos: fuertes caídas hasta diciembre de 2014, estabilización hasta abril de 2015, y nuevas caídas desde entonces. Es más, en esta tercera etapa estamos detectando que la relación entre los precios de algunos activos relacionados con las *commodities* y estas últimas es **extrema**. La explicación la podemos encontrar en la elevada incertidumbre sobre el precio futuro de gran parte de materias primas (en niveles muy elevados utilizando la volatilidad implícita de las opciones sobre el precio del petróleo) unida al alto grado de apalancamiento de las empresas petroleras/mineras, que ha subido en los últimos años y preocupa a los inversores.

Esta relación extrema la vimos en el mercado de **renta variable** el pasado septiembre. Glencore, una compañía minera, cayó en un solo día casi un 30% después de que un analista publicara una nota afirmando que, de mantenerse la debilidad de los precios de las materias primas, el valor la compañía sería prácticamente nulo.

DIVISAS

Expectantes de los bancos centrales

Durante los últimos trimestres, tal y como comentábamos en la sección *los ingredientes de la volatilidad*, las acciones de los **bancos centrales** (BC) han sido uno de las principales generadores de volatilidad, especialmente en el mercado de divisas. Así, hemos asistido a cambios explícitos en los objetivos de tipo de cambio de dos de los principales bancos del mundo, el SNB (Suiza) y el PBoC (China), que produjeron turbulencias en prácticamente todo el universo de divisas.

En el espectro de divisas hemos visto también cómo aquellos países cuya economía tiene importantes vínculos con las **materias primas** han registrado una volatilidad durante los últimos 6 meses significativamente superior a la registrada en los últimos 5 años. En este grupo destacan las monedas de Colombia, Malasia y Noruega, con un aumento de la volatilidad, respectivamente, del 70%, 40% y 20%. Mención especial merecen los casos de Rusia y Brasil, que además de su vinculación con las materias primas sufren importantes debilidades en su economía interna. En ambos casos, el aumento de la volatilidad ha sido del 50%, monedas de dos economías *top 10* mundiales.

La empresa, especialmente expuesta al mercado del cobre, registró esa caída a pesar de que el cobre retrocedió en la jornada únicamente un 1,40%. En los días siguientes, la acción rebotó con fuerza, situándose por encima del precio inicial.

En **renta fija**, los activos relacionados con las *commodities* también están sufriendo aparentemente más de lo que lo hace el subyacente, especialmente los activos *high yield* (deuda de empresas con poca calidad crediticia) en USD de petroleras. Si en la primera etapa el petróleo cayó un 40% y el índice de Bloomberg de *high yield* de energía perdió un 15%, en la tercera etapa hemos visto como el petróleo ha caído un 25%, mientras que el *high yield* ha retrocedido un 17%.

Ante esta situación, en la que la **relación** de las materias primas y algunos activos se ha vuelto **extrema**, recomendamos prudencia y un asesoramiento experto para aprovechar las oportunidades que se puedan dar.

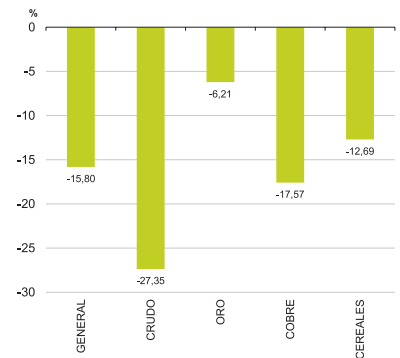
Pablo Manzano
Analista de Macroeconomía

Para los próximos meses, el consenso prevé que los **bancos centrales** de EE.UU., y posteriormente de Inglaterra, suban los tipos oficiales. Al mismo tiempo, los analistas no descartan que los bancos centrales de China, la eurozona y Japón puedan tomar nuevas medidas expansivas. Es éste, por tanto, un caldo de cultivo para que los inversores tomen posiciones especulativas adelantando estos movimientos (*shock 1*), con la alta posibilidad de que las expectativas no se cumplan totalmente, pillando a contrapié a los inversores (*shock 2*). Por otra parte, seguimos pensando que los mercados de **materias primas** seguirán sufriendo presiones bajistas, lo que afectará la volatilidad de las divisas de países ligados a estos activos.

En este escenario, creemos que la volatilidad de las monedas continuará la tendencia ascendente de los últimos años, siendo las monedas emergentes las más afectadas en los momentos, que serán muchos, de gran incertidumbre.

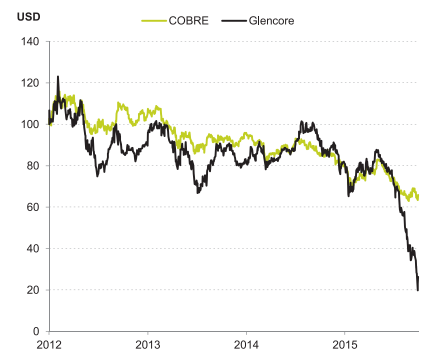
Pablo Manzano
Analista de Macroeconomía

Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



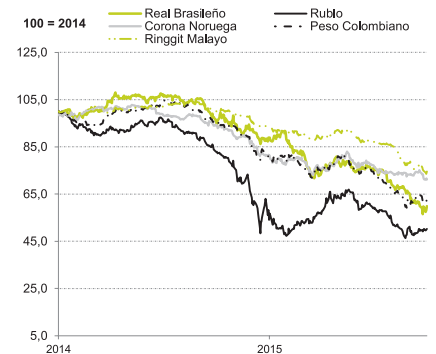
Fuente: Bloomberg

Cobre



Fuente: Bloomberg

Monedas relacionadas con commodities



Fuente: Bloomberg

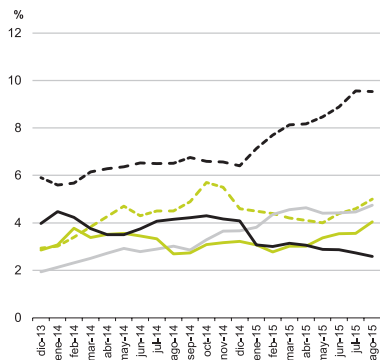
La debilidad de las materias primas ha presionado a la baja ciertas divisas, y ha aumentado su volatilidad.

Tipo de cambio \$/€

% Variación:	1 mes	3 meses	1 año
	-1,22%	0,84%	-11,51%
Previsiones	4T 2015	2015	2016
Consenso:	1,08	1,08	1,05

Latinoamérica

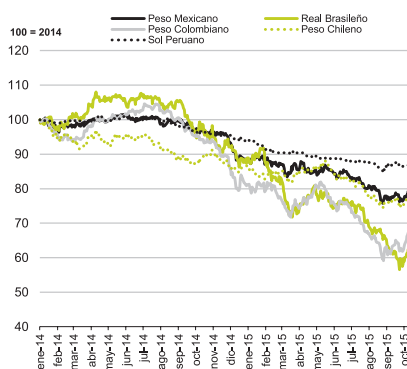
Inflación



Fuente: Bloomberg

Los países deberán contrarrestar los efectos del "pass through" de la devaluación.

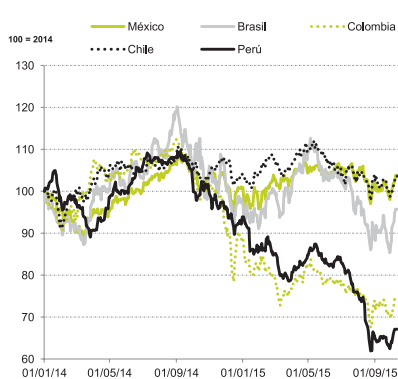
Divisas



Fuente: Bloomberg

Las divisas en América Latina se devaluaron al peor nivel en 12 años.

Bolsas



Fuente: Bloomberg

La renta variable se encuentra expuesta a un contagio real y financiero.

Volatilidad, el lado oscuro de la globalización

La devaluación y la volatilidad monetaria seguirán repercutiendo en la calidad crediticia de gobiernos, empresas y bancos en Latinoamérica. Los mercados han pasado de ser complacientes al pánico en un tiempo récord.

La **depreciación de las monedas** iniciada a mediados del 2014 no se revertirá a corto plazo, y algunas divisas podrán debilitarse aún más. Para complicar aún más el tema, los mercados financieros de Latam parecen responder cada vez más a factores globales en vez de a factores específicos, y es que la volatilidad no discrimina. Un periodo prolongado de volatilidad monetaria y devaluación constituye un factor crediticio negativo para los soberanos y las empresas de Latam, que deben hacer frente a necesidades de refinanciación de deuda denominada en dólares. Los precios de las principales materias primas sufrieron el impacto de la volatilidad de los mercados financieros en China, pero principalmente se ajustaron por shocks de oferta.

América del Sur está mucho más expuesta a la **volatilidad de los precios de los productos básicos** que México y América Central. La noticia es que, en Latam, hay varios países que pueden lidiar con estos "lados oscuros" de la globalización financiera, mientras que otros no pueden. Algunos han adoptado políticas anticíclicas consistentes, pero estas políticas afectarán

Que la volatilidad, el ruido, la incertidumbre y el pánico no nos impidan ver el bosque. Sin embargo, no todos los árboles son iguales.

el crecimiento. Chile es el ejemplo más elocuente, pero también lo es el caso de Perú y de Colombia. Por otro lado, Argentina, Venezuela, Ecuador, y de alguna manera Brasil, adoptaron medidas dudosas que ponen en riesgo la confianza de los inversores. La volatilidad en los precios de productos exportables puede ser muy costosa en la ausencia de una gestión responsable. **El tipo de cambio flotante**, la independencia del banco central, el nivel de reservas internacionales y el acceso a los mercados de capitales locales aliviará la tensión. Los gobiernos podrán capitalizar la profundización de los mecanismos de

ahorro e inversión local, lo cual reduce la dependencia de la deuda en moneda extranjera.

Los fondos de pensión locales han crecido y se pueden convertir en proveedores de liquidez e inversión a medio y largo plazo. En Chile, los fondos equivalen a un 70% del PIB y en países como Perú, Colombia y México se están acercando al 15% del producto.

En la región tendremos tasas más altas durante los próximos 6 a 12 meses, que afectarán el nivel de crecimiento. Latam está haciendo frente actualmente a una combinación de agudos shocks externos negativos. Las presiones del mercado de moneda continuarán, y la necesidad de preservar las **metas de inflación** puede requerir en breve apretar las condiciones monetarias en la región, a pesar de que ello signifique una caída del empleo. Así lo viene haciendo Brasil, y últimamente también Perú y Colombia. Esto ocurre en toda la región, lo que marcaría una respuesta distinta a la que vimos en la crisis global financiera del 2008, cuando los bancos centrales bajaron las tasas. El aumento de los tipos de interés internacional y local será un viento en contra para la economía. Los países que agotaron el margen del manejo fiscal deberán llevar a cabo un ajuste muy fuerte para recuperar la credibilidad, entre ellos Brasil, Argentina, Ecuador y Venezuela. Veremos **una contracción muy grande de la demanda agregada**. Sin embargo, no existe el riesgo de crisis generalizada dado que muchos países cuentan con más fuerza macroeconómica y reservas que en el pasado, y con más herramientas a su disposición. Entre ellas, cabe decir que los mercados han desarrollado instrumentos de derivados que permiten reducir los efectos de las devaluaciones de tipos y mercados de futuros como los utilizados por México para fijar el **precio del petróleo**. Los bancos centrales están utilizando derivados para intentar disminuir la volatilidad sin ventas agresivas de dólares y ofrecer alguna estabilidad a los mercados sin intervenciones, como en el pasado.

Raúl Ponte
Responsable de Renta Fija 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 ciudadano 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, por lo tanto, 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 a 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 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 condicionar, 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 considerada 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 constituyen 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 riesgo considerable y requiere un seguimiento constante de las posiciones actuales. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas, empleados o directores asumen 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 USA:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Beta Capital Management, LLC, entidad autorizada, regulada y supervisada por el Estado de Florida y por la U.S. Securities and Exchange Commission;
- **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 sujeta a ninguna prohibición en referencia a su difusión. Por tanto, las restricciones regulatorias sobre Crèdit Andorrà Financial Group 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 Paraguay:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Valores Casa de Bolsa, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Comisión Nacional de Valores de Paraguay;
- **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



Crédit Andorrà
Financial Group
