

**Alex Fusté**

Chief Global Economist

Andbank

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



No es Turquía, ni China. Es la política de usar el comercio como arma política la que genera las pautas observables hoy.

## ***Prepubertad y mercados - Otra idea de inversión.***

Hace poco se me ocurrió escribir en redes sociales que los mercados muestran, en ocasiones, un comportamiento similar al de los individuos prepubescentes. Los mismos chicos que a los doce años atormentan a las chicas tirándolas del cabello, a los trece se muestran partidarios de besarlas. En los mercados ocurre algo similar. Hay tiempos en los que el mundo inversor retiene el aliento en muda expectación, para luego embarcarse en un desatado entusiasmo (o viceversa). Todo puede cambiar tanto en un breve lapso de tiempo que se hace difícil evitar sensaciones como la incredulidad, ilusión o cuanto menos, transitoriedad. Mi trabajo consiste (o al menos eso intento) en entender las fuerzas que rigen tales conductas. ¿El fin? Calibrar el supuesto grado de ilusión, y en último término, su transitoriedad. De la misma manera que se hace necesario entender que tras las nuevas pautas en los chicos de trece años se esconde toda una suerte de alteraciones químicas, debemos deducir qué circunstancias y principios se esconden tras las pautas de los inversores, por ejemplo, hoy.

Ayer en casa, como tantísimas veces bizqueando a altas horas de la noche, contemplaba el mal desarrollo de la jornada asiática tras un peor cierre en Latinoamérica, y una jornada entre neutral y mediocre en los mercados desarrollados. En síntesis. Continúa el mal tono en mercados emergentes. La gente me pregunta ¿por qué? y ¿hasta cuando?

Sobre el por qué, quiero subrayar que los ejemplos de China y Turquía han dejado claro que Washington utiliza el comercio como arma de presión ante cualquier país con quien mantenga diferencias ideológicas o mercantiles; y esto tiene dos implicaciones (que le ayudarán a entender el por qué):

1. El comercio utilizado como arma obliga al mercado a poner en precio futuras tarifas adicionales, lo que en la práctica significa que los inversores deben poner en precio la posibilidad de un desmantelamiento en el sistema global de comercio.
2. La manera que los inversores tienen para hacerlo es mermando la exposición en activos no americanos y acumulando posiciones en activos americanos (ya sea acciones o bonos). Eso aclara todo lo que ustedes observan hoy: Caídas en emergentes, sostenimiento del S&P, sostenimiento del bono del Tesoro USA, y como no, fortalecimiento del USD.

Por eso, cuando me preguntan si la crisis de Turquía puede provocar un efecto contagio en el resto de emergentes, respondo que no es Turquía la fuente de volatilidad. Es la política de usar el comercio como arma política la que genera las pautas observables hoy.

Una vez ya hemos respondido al por qué, tratemos la cuestión de la transitoriedad. ¿Seguiremos viendo un peor comportamiento relativo de los

mercados emergentes en relación a USA? ¿Todos los mercados emergentes?  
¿Por cuánto tiempo?

Hay signos positivos que me invitan a pensar en términos de oportunidad de inversión, y es que algunos mercados emergentes están respondiendo con celeridad a este entorno adverso. ¿Cuáles?

La depreciación en la divisa no debe ser vista como una razón para el pánico...

1. Deben ustedes fijarse en aquellos países que han fortalecido su balance (endureciendo política monetaria y fiscal).
2. También aquellos que han permitido un ajuste natural en su tipo de cambio. (Eso lleva a una mejora de la balanza externa, la consiguiente menor necesidad de financiación, para así compensar los efectos de un mayor coste por riesgo país). La depreciación en la divisa, pues, no debe ser vista como una razón para el pánico, sino que debe observarse como un ajuste ordenado y un mecanismo de compensación.
3. Y por último deben fijarse en aquellos mercados en donde las empresas gozan de un ROC (Retorno del Capital) superior a su coste de fondeo. Ello facilitará absorber los mayores costes financieros por aumento de riesgo país.

¿De qué países estamos hablando? Brasil e India son ejemplos claros de mercados que han cumplido con las dos primeras condiciones. No. No es cuestión de negar la existencia de problemas en estas dos economías. Por ejemplo, en India los múltiplos para los índices de bolsa están un poco caros; sin embargo, India mantiene una modesta exposición a deuda en dólares y es el mercado emergente que mejor aislado está de cara a una guerra comercial –por no estar tan integrado en la cadena de oferta en Asia.

... sino que debe verse como un ajuste ordenado y un mecanismo de compensación.

En el caso de Brasil, si bien es cierto que ha venido mostrando un problema de aumento de deuda, es importante saber que ésta se financia principalmente de forma interna, por lo que el país no está expuesto a las vaguedades cambiarias del dólar. Preocupa también la tensión política que vive Brasil, pero nuestro equipo local considera que, con independencia del candidato que gane las elecciones, se entiende la necesidad de seguir con la agenda de reformas y fijar la cuestión fiscal.

Otros mercados bien posicionados son Tailandia, Taiwán y Corea del Sur, pues cumplen con el tercer principio; relacionado con gozar de un ROC nacional superior al coste de fondeo, lo que permite gestionar sin tensiones el aumento del coste de fondeo por riesgo país. El único pero, en estos tres casos es su mayor participación en la cadena de oferta en Asia, que podría verse afectada si se da un deterioro extremo de las tensiones comerciales a nivel global. Esperamos que eso no llegue a ocurrir.

Cordiales saludos