

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

De fiesta

Continúan los rebotes de los activos de riesgo, a la espera de que se consolide un fuerte rebote económico apoyado en una pronta vacunación de toda la población y vitaminado por los estímulos fiscales y monetarios. Hay muchas razones para ser optimistas, pero hay demasiados optimistas en el mercado.

Este primer trimestre viene marcado por dos grandes temas. Por un lado, se anticipa el levantamiento de las restricciones a medida que se vaya vacunando a la población. Eso va a suceder seguro, pero de forma desigual. Se está confirmando en determinados países –en EE. UU. o Inglaterra, cerca de la mitad de la población ha recibido al menos una inyección–, mientras que en otros escasean las dosis. En Europa, solo un 15% de la población la ha recibido, crece la presión hospitalaria y se recrudecen los confinamientos. En EE. UU., las reservas de hoteles ya están a niveles prepandemia y el número de vuelos se va acercando. En Europa, se teme por el verano y se habla de pasaporte de vacunación.

El otro gran factor que influencia a los mercados es un repunte en los tramos largos de las curvas. Los bancos centrales aseguran que tendrán mucha más paciencia que en ocasiones anteriores y los gobiernos, mucha menos disciplina fiscal que antaño. Esta combinación suele redundar en repuntes de la inflación, y así lo anticipan los mercados, entre otros en el rebote de los tramos más largos de las curvas. Lo anterior tiene profundas implicaciones sobre muchos activos. Tipos más altos implican mayores tipos de descuento y, en teoría, una contracción de múltiplos en las acciones con beneficios más pujantes o estables. También alivian a los márgenes de los bancos y perjudican a los que pagan dividendos más altos, a los que les sale competencia.

La intersección de estos dos grandes temas explica en gran parte el comportamiento de la mayoría de los activos en lo que llevamos de año. Ambas cosas parecen irrefutables. Se terminará vacunando a gran parte de

la población y la recuperación económica probablemente sea una de las más potentes de estas últimas décadas. Los tipos de interés oficiales se mantendrán bajos, pero los tramos más largos se verán presionados al alza. No hay alternativa al riesgo. El problema es que la línea argumental anterior sirve con cualquier nivel de los activos. Si el S&P 500 estuviera a 8000 en vez de rondar los 4000, ¿les haría dudar en algo? El hecho de que casi haya doblado en el último año ciertamente no parece asustar a nadie.

Es difícil saber dónde está el límite, pero las valoraciones terminan importando. No confundan tampoco argumentos irrefutables con realidades irreversibles. El futuro, por definición, es incierto. Cuando abunda el optimismo (y es difícil, mucho, encontrar a alguien que no lo sea hoy en día), sean prudentes e inviertan a medio gas –ganarán menos, pero ganarán, si sigue todo arriba, a cambio de perder menos y poder aprovechar mejor correcciones inesperadas. No tengan duraciones altas solo por maximizar cupones–. Un incremento de la inflación parece irreversible, tarde o temprano. No apuesten contra el dólar –mejor vacunación y más estímulos les aseguran una recuperación más potente a los americanos–. Y disfruten mientras dure la alegría. Con moderación.

David Macià, CFA
Director de Inversiones CAAM

ÍNDICE

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

Estrategia

Asignación de activos (2021 2T)

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

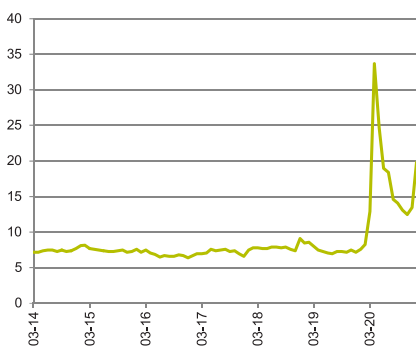
► Evolución del PIB norteamericano



Fuente: Bloomberg

La OCDE proyecta un crecimiento nacional norteamericano este año del 6,5% desde una previsión inicial del 3,2%.

► Ahorro personal de EE. UU. en % de la renta disponible



Fuente: Bloomberg

La tasa de ahorro por hogar se sitúa actualmente cerca del 20%.

► Índice de precios subyacente de consumo personal estadounidense



Fuente: Bloomberg

El indicador de la inflación preferido por la Reserva Federal ha aumentado de un 0,92% en marzo de 2020 hasta más de un 1,50%.

En vías de recuperación

La pandemia todavía no ha terminado, pero la economía global está forjando su camino hacia la recuperación total durante los trimestres siguientes, conforme la producción y distribución de vacunas cogen ritmo. La demanda latente, los importantes estímulos fiscales y la laxitud significativa en las condiciones financieras prometen apoyar un fuerte crecimiento económico este año.

Los economistas han mejorado notablemente sus predicciones de crecimiento para el 2021, en especial para EE. UU., desde que se aprobó el paquete de estímulos fiscales de 1,9 billones de dólares. Con los dos programas previos, las medidas de estímulo casi triplican a las que se aprobaron al inicio de la crisis financiera. La OCDE predice que el incremento del gasto gubernamental impulsará el crecimiento nacional norteamericano este año de una previsión inicial del 3,2% al 6,5%. También indica que beneficiará a otras economías como resultado del crecimiento de la demanda y el comercio en Estados Unidos. La previsión del crecimiento global del PIB se sitúa ahora en un 5,6%, lo que supone más de un punto porcentual por encima de la predicción que la organización ofreció el pasado mes de diciembre. La recuperación se verá liderada por el gasto norteamericano, puesto que la capacidad es muy sólida y sigue creciendo. Quienes ganen menos de 75.000 dólares y las parejas casadas que ganen menos de 150.000 dólares recibirán un pago directo de 1.400 dólares por persona. Además, los programas de desempleo se han prorrogado hasta principios de septiembre. Por último, la tasa de ahorro por hogar se sitúa actualmente cerca del 20%, y los hogares han acumulado en torno a 1,6 billones de dólares en exceso de ahorros desde que surgió la pandemia.

Si la inflación se dispara y su naturaleza es más estructural, las consecuencias podrían ser en cierto modo más complicadas

El inicio y la magnitud de la recuperación en Europa se quedarán atrás debido a las prolongadas restricciones, a un ritmo de vacunación inferior a lo ideal y a un programa de estímulos fiscales menos importante. Aunque durante el último trimestre del año pasado la reducción del PIB era menor a la temida, situándose en un 0,60%, es posible que la ralentización durante este primer trimestre sea peor de lo que se esperaba inicialmente, puesto que la tercera ola de contagios de COVID-19 ha resultado ser más persistente y ha provocado

que las restricciones se prolonguen. Los servicios son los más afectados, mientras que el sector de la fabricación se ha mantenido relativamente bien. Sin embargo, estos contratiempos deberían ser temporales y Europa debería seguir el mismo camino, aunque con cierto retraso.

La inflación será el dato clave que deberemos vigilar este año. Si se mantiene moderada, las autoridades financieras podrán retrasar la reducción y la situación económica podrá continuar en estado óptimo. Sin embargo, si se dispara y es más estructural, las consecuencias podrían ser en cierto modo más complicadas. Por el momento, los bancos centrales ven la aceleración como transitoria, y la Reserva Federal ha prometido mantener las tasas oficiales cercanas a cero hasta que la economía alcance el máximo de empleo y la inflación anual supere el 2% "durante algún tiempo". El indicador de la inflación preferido por la Reserva Federal ha aumentado de un 0,92% en marzo de 2020 hasta más de un 1,50%. Probablemente crecerá mucho en los próximos meses por los efectos base, ya que tuvimos marcadores bajos durante el año pasado. Determinados sectores que se han visto muy afectados por la pandemia se enfrentarán a una gran recuperación de la demanda, aunque podría haber una escasez de suministro y presión en los precios. Los precios del petróleo y la mayoría de las materias primas han aumentado mucho. Eso pasará factura a la inflación. No obstante, todos estos factores deberían ser temporales y, al igual que el efecto base de este año juega a favor de estimar cifras superiores de la inflación, el efecto base del año próximo tendrá el efecto opuesto. La gran pregunta es si los grandes estímulos fiscales y la política monetaria expansiva podrían provocar un cambio más estructural en la trayectoria de la inflación. Si ese fuera el caso, la Reserva Federal se vería a la zaga y en la obligación de aumentar los tipos de interés rápidamente, lo que podría impedir la recuperación y situar la economía en una recesión debido a la enorme carga de deuda.

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

Renta fija

Mejora el escenario de rendimiento

Reflejando una mejor perspectiva económica, podemos pensar en un aumento de las rentabilidades del Treasury y del Bund, pero no por una retirada de los estímulos de los bancos centrales, que no se producirá durante el presente año a juzgar por los comentarios de los propios bancos centrales.

La protagonista durante este inicio de año ha sido la evolución del bono del gobierno de EE. UU. (Treasury), y eso es porque existe el riesgo de que los enormes estímulos económicos que los gobiernos están implementando despierten a la inflación y se produzca un repunte de los tipos que acabe desestabilizando a los mercados financieros. Generalmente, lo que mueve a los tipos de interés son las expectativas de crecimiento económico, la volatilidad de mercado, la inflación y la política de los bancos centrales.

Durante el primer trimestre del año ha mejorado el rendimiento de los bonos del gobierno. Así, el Bund alemán ha incrementado su rentabilidad desde el -0,57% al -0,29% (+28 pb) y el Treasury a 10 años desde el 0,92% al 1,74% (+82 pb). Los avances en la vacunación, aunque de forma desigual, y una recuperación económica sostenida pueden ser suficientes para que el rendimiento de los bonos de EE. UU. a 10 años termine el año por encima del 2%.

Precisamente por esos movimientos en el rendimiento, hemos observado una mayor volatilidad en los bonos (índice MOVE) que en la renta variable (VIX), que se ha mantenido en mínimos.

Existe el riesgo que un repunte de los tipos acabe desestabilizando a los mercados financieros

Los inversores esperan que suba la inflación por los estímulos económicos que impulsarán la recuperación económica: es lo que se conoce como reflation trade. No obstante, los expertos, si bien esperan subidas de la inflación en el corto plazo, manifiestan que después del repunte volverá a caer. Si tenemos en consideración cómo están cotizando los breakeven de inflación en EE. UU., podemos ver que se estabilizan en torno al objetivo de la Reserva Federal del 2%. Para ver la presión sobre la inflación, una de las claves a observar es si los cheques que repartirá la administración Biden entre la población americana se gastarán o ahorrarán. Pues

bien, en una reciente encuesta se preguntó a qué pensaban dedicar estos ingresos y la media de los encuestados dijo asignar a gasto un 40% y el 60% restante, a ahorro.

Los bancos centrales siguen teniendo un papel clave con las políticas de quantitative easing, que incluyen las compras de activos y que han ayudado a generar rendimientos reales negativos. Cuando los bancos centrales decidan revertir esta política, deberíamos esperar un retorno a rendimientos reales positivos y a niveles similares al 2013.

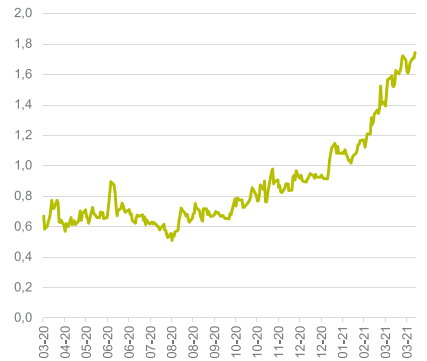
¿Y qué sucedió en 2013? Fue lo que se denominó taper tantrum: la retirada de los estímulos por parte de la Fed provocó un alza en el rendimiento de los bonos. Actualmente, nos encontramos a medio camino de esos niveles que, recordemos, llegaron a un 3% de rendimiento del Treasury con vencimiento a 10 años.

Los bancos centrales nos tienen acostumbrados a que, cuando los mercados financieros han tenido problemas, han salido al rescate dando solución, aunque todos sepamos que eso pueda no ser necesariamente bueno. Todavía no estamos en ese escenario, pero sería lógico pensar que los inversores puedan perder su confianza en caso de desaparecer ese apoyo de última instancia.

Sea como fuere, en esta ocasión seguro que los bancos centrales han aprendido la lección y no lo harán de una manera brusca como sucedió en el 2013: irán preparando la reducción de la liquidez en el mercado y, a diferencia de otras veces en que se basaban en las perspectivas, esperarán a constatar un progreso real de la economía. El escenario base no es que la Fed actúe temprano. Podemos esperar una reducción de las compras de activos en el 2022 y posteriormente observar si la inflación se mantiene de forma sostenida por encima del 2%. La primera subida del tipo de referencia podría producirse en el 2023.

*Josep Maria Pon, CIIA
Director de Renta Fija y Activos Monetarios*

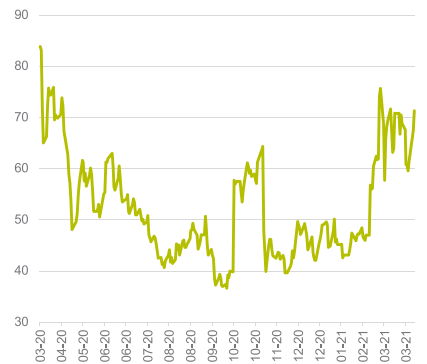
Rentabilidad Treasury 10 años (GT10 Govt)



Fuente: Bloomberg

El rendimiento del bono del gobierno estadounidense a 10 años ha aumentado 82 pb en el primer trimestre del año, hasta el 1,742%.

Evolución índice volatilidad MOVE

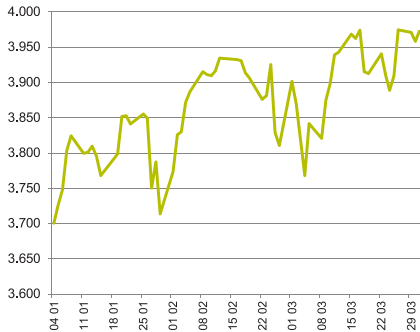


Fuente: Bloomberg

El índice ICE BofA MOVE mide la volatilidad de los bonos y podemos observar cómo ha aumentado durante el primer trimestre del 2021.

Renta variable

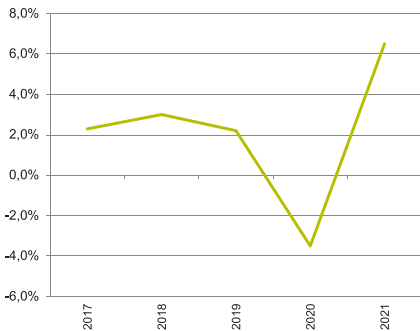
● S&P 500 1T 2021



Fuente: Bloomberg

El mercado siguió subiendo, pero hubo cierta volatilidad debido a la rotación entre sectores.

● PIB de EE. UU.



Fuente: Bloomberg

Gracias a los billones de estímulo, se espera que la economía estadounidense crezca fuertemente en 2021.

¿Cuándo se descontará una subida de impuestos?

¿Podría ser este el comienzo de la versión del siglo XXI de los locos años 20? Un auge económico sin precedentes alimentado por billones de estímulos fiscales, una amenaza vírica que se reduce, unos tipos de interés que siguen siendo bajos en términos históricos y una demanda de consumo reprimida. ¿O se atenuará con subidas de impuestos?

El S&P 500 ha marcado un nuevo máximo histórico al superar los 4.000 puntos. El mercado parece empeñado en valorar el beneficio económico del estímulo fiscal, pero ¿qué pasa con la subida de impuestos?

Para contrarrestar el impacto de la pandemia de COVID-19, el gobierno estadounidense ha intentado reactivar la economía con billones de estímulos fiscales. Los resultados han sido, en general, positivos, con una amplia recuperación económica que ha llevado a un crecimiento estimado del 6,5 % del PIB para 2021. El gobierno estadounidense prepara ahora un estímulo adicional de 2,25 billones de dólares en forma de ley de infraestructuras. Esto podría exprimir aún más la economía, con repercusiones a largo plazo. Sin embargo, esto no será tan meramente añadido para la economía como lo fueron las series de estímulo financiadas por la deuda.

**“Los impuestos son lo que pagamos por una sociedad civilizada”,
Oliver Wendell Holmes**

La administración Biden ha propuesto un ambicioso plan para reconstruir la infraestructura física y social del país. A diferencia de los proyectos de estímulo relacionados con la COVID, la administración no quiere financiar esto únicamente con deuda. Su idea es financiar la mayor parte de este gasto con una subida del impuesto de sociedades.

Biden ha propuesto revertir parcialmente los recortes de impuestos de la era Trump que llevaron la tasa corporativa del 35% hasta el 21%. El nuevo tipo propuesto es del 28%, pero eso no es todo, ya que la administración también quiere subir los impuestos sobre los ingresos obtenidos fuera de Estados Unidos. Quieren imponer un impuesto mínimo global a las empresas multinacionales y garantizar que paguen un tipo impositivo de al menos el 21% en cualquier país en el que operen. Además, se disuadirá a las empresas de domiciliar sus activi-

dades en paraísos fiscales y de anular los gastos relacionados con la deslocalización.

Suponiendo que estos cambios entren en vigor en 2022, podrían reducir los beneficios del S&P 500 en un 9%. Si echamos la vista atrás a los recortes fiscales de Trump de 2017, podríamos aplicar algunas de esas lecciones a la situación actual. Trump hizo campaña en 2016 con la promesa de rebajar el impuesto de sociedades y, una vez en el cargo, se iniciaron las negociaciones. A lo largo de meses de exhaustivas negociaciones, el mercado no empezó a descontar los tipos más bajos. Solo cuando la aprobación del proyecto de ley parecía inevitable, comenzó el cambio hacia los valores que se beneficiaban de la reforma fiscal, y este cambio continuó durante varios meses.

Teniendo en cuenta que no es probable que la subida de impuestos se apruebe hasta finales del verano o posiblemente en otoño y, suponiendo que la historia se repita, es posible que el mercado no valore este cambio hasta dentro de tres meses o más. Los sectores que pueden verse más perjudicados por el aumento propuesto del tipo legal son los que son contribuyentes de pleno derecho, entre los que se encuentran muchas empresas financieras, industrias y productos de consumo. Además, entre las empresas que probablemente se verán más afectadas por un impuesto mínimo internacional se encuentran la mayoría de las empresas de gran capitalización de tecnológicos y servicios de comunicaciones, los semiconductores y las principales empresas farmacéuticas. Aunque es imposible predecir el mercado con certeza, es difícil imaginar que no empiece a descontar el impacto de unos tipos más altos cuando la aprobación del proyecto de ley parece inevitable.

Charles Castillo
Gestor sénior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

¿Superciclo en materias primas?

Tal ha sido la subida de las materias primas en el último año que los diferentes estrategas y analistas se han visto obligados a preguntarse si estamos en un superciclo de materias primas. Un superciclo puede definirse como un extenso período de auge de la demanda de un amplio abanico de materias primas que lleva a un aumento de sus precios, seguido por un colapso de la demanda y, eventualmente, de los precios.

Se dice que el siglo pasado abarcó cuatro superciclos en materias primas y el último empezó a finales de los 90, cuando China pasó a convertirse en la fábrica del mundo. Normalmente, los superciclos suelen coincidir con una rápida industrialización de la economía a nivel global.

Lo más parecido a ese proceso que podemos encontrar en la actualidad es la revolución verde que estamos viviendo, pues muchos gobiernos están apoyando que las inversiones estén dirigidas hacia una economía más sostenible. Es cierto que algunos materiales como el aluminio, el litio o el co-

balto sí que verán claramente aumentar su demanda gracias a este fenómeno.

Sin embargo, es demasiado pronto para hacer esa aseveración. De hecho, lo que hemos vivido en los últimos meses tiene más sentido asignarlo al impulso de la demanda en China gracias a las políticas expansivas, que, por cierto, está empezando a revertir.

Podría venir inflación por los cuellos de botella que se han visto en algunas cadenas de producción; no debería ser más que puntual. Los inversores tienden a incluir materias primas en sus carteras para protegerse de los riesgos inflacionarios. Esto también puede haberse experimentado en los últimos meses.

De este modo, más que aventurarnos a decir que viene un superciclo, tal vez estemos en una situación más cercana a lo que es un pico en el ciclo.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

Más positivos respecto al dólar

Muchas personas siguen creyendo que el dólar se debilitará este año por la recuperación del crecimiento económico mundial, que empujará a abandonar la seguridad de los activos estadounidenses en busca de otros con rentabilidades más elevadas y de mayor riesgo. La demanda latente conllevará un crecimiento del déficit por cuenta corriente de EE. UU., ya que se gasta más en bienes extranjeros. Además, las medidas de estímulos provocarán un incremento del déficit fiscal. El aumento de los déficits gemelos lleva a que se impriman más dólares y a que estos salgan del país, lo que acaba debilitando el dólar.

Sin embargo, en nuestro último informe trimestral, adoptamos una visión más neutral frente al dólar. Asimismo, los acontecimientos de los últimos meses han hecho mejorar nuestra opinión al respecto, al menos a corto plazo. El crecimiento económico será bastante mayor en EE. UU. que en Europa. El índice PMI compuesto de la eurozona ha estado por debajo del 50 durante cuatro meses consecutivos, mientras que el de EE. UU. aumentó

hasta el 59,5 en febrero, el nivel más alto desde agosto de 2014. Además de que el proceso de vacunación está mucho más avanzado en EE. UU., el paquete fiscal de 1,9 billones de dólares es enorme y ha hecho doblar la previsión de crecimiento para 2021. También cabe destacar que el país ya está llevando a cabo una segunda ronda de cheques para estimular la economía. Por otra parte, la eurozona aprobó un paquete de estímulos de 857.000 millones de dólares en 2020, pero muchos países no recibirán los fondos hasta finales de año. Creemos que esta divergencia podría ampliarse aún más en las próximas semanas, y que el excepcionalismo del crecimiento de EE. UU. será el factor determinante del refuerzo del dólar. En paralelo, el aumento de la rentabilidad de los bonos por el hecho de que los inversores cuenten con una recuperación económica y la aceleración de la inflación hacen que los activos estadounidenses resulten más interesantes y apuntalan el dólar.

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

S&P GSCI Index



Fuente: Bloomberg

Índice principal de materias primas.

Tipo de cambio EUR/USD



Fuente: Bloomberg

La excepcionalidad del crecimiento de EE. UU. será el factor determinante del refuerzo del dólar.

Latinoamérica

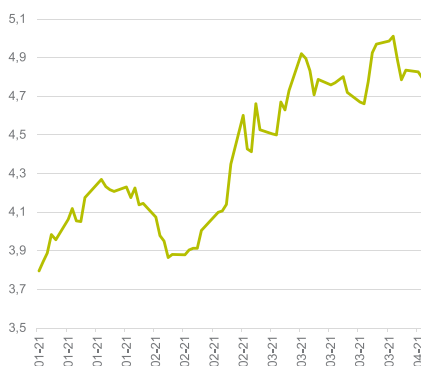
Cotización de Petrobras (PBR US)



Fuente: Bloomberg

Las caídas de más del 25% por la destitución de Castello han interrumpido la recuperación de la compañía en bolsa tras la pandemia.

Rendimiento del bono de Petrobras a diez años



Fuente: Bloomberg

Los bonos de la compañía cayeron con fuerza tras la noticia, ofreciendo rendimientos no vistos desde el inicio de la pandemia.

Bolsonaro y Petrobras

A pesar del talante promercado de Bolsonaro, la destitución del gerente general de Petrobras por el presidente ha sido castigada por el mercado, que no está dispuesto a asumir el riesgo de un mayor intervencionismo en empresas participadas por el Estado.

Brasil continúa en el foco. Con la tasa más alta del globo en contagios y muertes por habitante en el momento de escribir estas líneas, muchos se preguntan si la estrategia de su controvertido presidente, Jair Bolsonaro, está siendo la correcta. El mandatario ha abogado desde el principio de la pandemia por la intervención mínima en las restricciones de movilidad y cierres comercios e industrias, aduciendo que la crisis económica derivada de los cierres causaría un perjuicio mayor. Su popularidad ha caído notablemente (desde el 41% al 33%), coincidiendo con la revocación de dos sentencias de corrupción contra el expresidente Lula da Silva, a quien sitúan como candidato en las próximas elecciones, y dejando un panorama social tremendamente dividido.

Bolsonaro está poniendo por delante la economía, como ya venía haciendo antes de la pandemia, lanzando reformas muy ambiciosas y opuestas a las implementadas durante años. Energico defensor de políticas económicas liberales, no pocos inversores vieron en este cambio de rumbo una oportunidad para entrar en el mercado carioca. El índice Bovespa ha crecido cerca de un 40% desde que tomó posesión y los niveles de inversión extranjera fueron, antes de la pandemia, los más elevados en años.

Es por todo ello que el mercado no pasara por alto que el presidente decidiera destituir de manera fulminante al gerente general de Petrobras, Roberto Castello, después de discrepancias con el Ejecutivo en decisiones sobre los precios de los combustibles, que llegaron a subir un 35% apoyados en un alza generalizada de las materias primas y la depreciación del real. El gobierno controla el 50,5% de las acciones de la petrolera y 7 de sus 11 directores, lo que facilitó la destitución del gestor, quien defendió la independencia de la compañía hasta las últimas consecuencias. El castigo del mercado no se hizo esperar y el ADR de Petrobras cayó más del 25% en la bolsa estadounidense, mientras que los bonos hicieron lo propio ampliando fuertemente los diferenciales de crédito de todas las emisiones. Las caídas arrastraron a toda la bolsa brasileña, dejando patente el miedo del mercado a un mayor intervencionismo

del gobierno. Este no era el trato, y los inversores así se lo hicieron saber.

Pese al ruido político y las caídas, los fundamentales de Petrobras continúan razonablemente sólidos

A pesar de todo ello, la situación financiera de la compañía es razonablemente sólida, sobre todo si la comparamos con años pasados. La deuda de Petrobras ha disminuido desde 132.000 millones de dólares en 2015 hasta aproximadamente 80.000 millones a final de 2020. El apalancamiento, incluyendo exclusivamente la deuda financiera neta, se estima en 1,5x, frente a 4x en 2014. El CapEx también es muy inferior, rebajándose a 10.000 millones en la actualidad desde 45.000 millones en 2013. En la actualidad, el 60% de su producción de petróleo proviene de plataformas petroleras, donde el umbral de rentabilidad se sitúa por debajo de 30 dólares por barril. Con un precio del petróleo en 60 dólares por barril, se estima que la compañía presente un ebitda superior a 35.000 millones de dólares, suficiente para hacer frente a sus obligaciones impositivas, de intereses, principal, alquileres y CapEx. Pensamos que el mercado penaliza un deficiente gobierno corporativo derivado del riesgo de intervención mencionado, pero los fundamentales, al menos por ahora, no han sufrido deterioro. En el caso concreto de los bonos, consideramos la deuda de Petrobras como riesgo cuasisoberano, y los rendimientos que ofrecen en estos momentos pueden ser interesantes.

En cualquier caso, es obligado vigilar las decisiones que el gobierno de Bolsonaro pueda tomar con respecto a Petrobras y otras compañías participadas. Aunque no esperamos políticas intervencionistas a gran escala, determinadas actuaciones podrían poner la puntilla a una confianza del mercado ya algo deteriorada.

Juan Gestoso Ruiz
Analista de inversiones

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group.

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

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

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

Aviso para:

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



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
