

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

Ingravidez

Los mercados han rebotado con fuerza y parecen desconectados de los fundamentales, lo que aconseja proteger las ganancias, aunque el movimiento podría tener continuidad por la falta de alternativas a los activos de riesgo.

La virulencia de la recuperación de los activos de riesgo ha sido realmente impresionante. ¿Qué continuidad puede tener? Para responder a ello, puede servir analizar las causas y los obstáculos para el rebote. Sin duda una recuperación económica más rápida de lo previsto ha servido de ayuda. Estar encerrados varios meses con los niños en casa ha hecho que muchos relativicen los riesgos con tal de volver a salir a cenar, a irse de vacaciones o a ir adonde sea, vaya. Sectores que parecían condenados al ostracismo (los relacionados con ocio y turismo, por ejemplo) van a salir mejor parados de lo calculado previamente. Aunque vayan a seguir en una situación precaria, lo relevante para los mercados es precisamente si se pueden seguir batiendo expectativas, cosa que parece cada vez más difícil, sobre todo porque las expectativas se han ido elevando. El pesimismo extremo del que veníamos era también campo fértil en el que plantar inversiones. Se ha diluido y ya no es el caso. Igualmente, los estímulos (tanto monetarios como fiscales) son de tal calibre que creemos que difícilmente van a servir para seguir impulsando a los mercados (sí para sostenerlos en caso de correcciones). Asimismo, nuevos obstáculos aparecen en el camino, mayoritariamente en forma de tensiones geopolíticas no resueltas. Sorprende ver como los mercados no han dado ninguna importancia a la guerra dialéctica emprendida desde EE. UU. contra China. Los demócratas son más duros aún si cabe, y el tono no va a mejorar tampoco a medida que nos acerquemos a las elecciones americanas del próximo noviembre. Menos si sigue ensanchándose la diferencia de apoyo a los demócratas en las encuestas, cuya victoria los mercados no recibirían bien de inicio (parezca lo que parezca, prefieren a Trump, mucho más proclive a desregular y a bajar impuestos). Podría llegar también una segunda ola de

contagios, aunque creemos que de tomar-se, se tomarán medidas mucho más localizadas y, por tanto, menos lesivas para la economía que el confinamiento del que venimos.

Todo lo anterior aconseja prudencia, más después de semejante rebote. Nuestras carteras estaban poco invertidas antes de que se precipitasen los acontecimientos, no porque anticipásemos ningún virus, sino simplemente porque entendíamos que las valoraciones eran ya muy exigentes y nos costaba identificar catalizadores. No nos dio ningún miedo aprovechar la debacle de marzo para comprar, acumulando rendimientos positivos en el año en las carteras mixtas, con lo que nos preocupa mucho más proteger las ganancias que renunciar a parte de las mismas, si estas continúan. No quisiéramos dar la impresión de que creemos inevitables fuertes correcciones. Los inversores tienen pocas alternativas y seguramente comprarán rápidamente cualquier retroceso. Los tipos de interés oficiales rondan el cero en el 60 % del planeta, lo que deja poca alternativa a los activos reales.

Por fortuna, podemos y debemos dotar a las carteras de la flexibilidad necesaria para aprovechar las eventuales oportunidades que aparezcan en el corto plazo. Recuerden, en cualquier caso, el desdén que quien les escribe tiene por todo tipo de adivinos. A juicio de un servidor, predecir es muy mala política de inversión. Dedicamos los esfuerzos a entender los escenarios más probables y a posicionar nuestras carteras para maximizar el retorno, pero siempre de forma robusta (es decir, debemos poder resistir todos esos escenarios con dignidad). A largo plazo, el mejor inversor normalmente no es quien más gana, sino que suele ser el que no pierde nunca más de la cuenta.

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 (2020 3T)

Monetario	▲
Renta fija	▶
Renta variable	▶

Renta fija

GOBIERNO:	
EE. UU.	▼
Eurozona	▼

GRADO DE INVERSIÓN:

EE. UU.	▲
Eurozona	▲

HIGH YIELD:

EE. UU.	▶
Eurozona	▶

EMERGENTES

	▶
--	---

Renta variable

EE. UU.	▶
Eurozona	▼
Japón	▲
Emergentes	▲

Materias primas

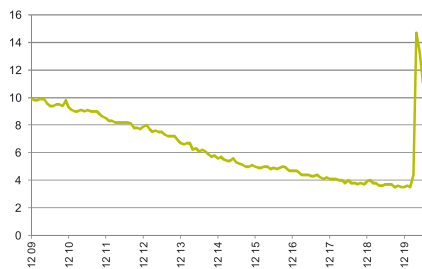
Petróleo	▶
Oro	▲

Divisas

EUR/USD	▲
JPY/USD	▲

Situación macroeconómica

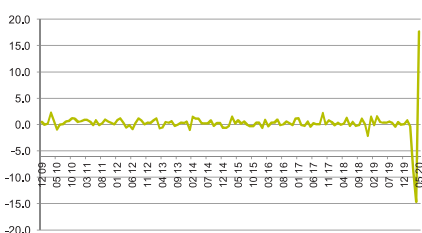
Tasa de desempleo de EE. UU.



Fuente: Bloomberg

El paro estadounidense bajó desde el 14,7% al 13,3%, muy por debajo del 19% esperado.

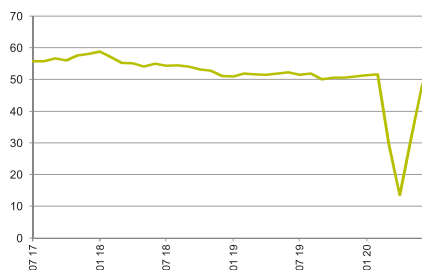
Ventas al detalle EE. UU.



Fuente: Bloomberg

Las ventas al detalle en EE. UU. han doblado las expectativas y han crecido un 17,4%.

Índice PMI compuesto Markit, zona euro



Fuente: Bloomberg

Los PMI han rebotado desde mínimos indicando una mejora significativa en el sector manufacturero y de servicios.

¿Qué tipo de recuperación podemos esperar?

Desde que los países desarrollados relajaron las restricciones de confinamiento, los datos económicos se han recuperado con fuerza. Pero es difícil evaluar el progreso de esta recuperación. Hay división de opiniones y lo cierto es que la evolución de la pandemia y la respuesta de los gobiernos generan mucha incertidumbre.

Rápidas y decisivas, las medidas políticas para hacer frente a la depresión económica se mantendrán. El ritmo y la escala de intervención, así como la coordinación, se han intensificado respecto a la crisis anterior. En este ciclo, los balances de los bancos centrales del G4 crecerán colectivamente un 28% del PIB frente al 7,1% de la crisis financiera mundial. En EE. UU., la Eurozona, Japón, el Reino Unido y China, el déficit fiscal nominal llegará al máximo histórico del 16,9% del PIB en 2020, después del 5,6% en 2019. En EE. UU., los esfuerzos fiscales se dirigen directamente a los hogares y unas dos terceras partes de los desempleados reciben más que sus ingresos habituales.

Tras el confinamiento y la liberación de la demanda acumulada, los datos económicos han mejorado claramente

Si no se produce una segunda gran ola de infecciones, la recesión tocó fondo en abril. Tras el confinamiento y la liberación de la demanda acumulada, la clara mejora de los datos ha superado todas las expectativas. En mayo, la creación de 2,5 millones de puestos de trabajo rompió la previsión de 7,5 millones de trabajos destruidos y llevó el paro estadounidense del 14,7% al 13,3%, muy por debajo del 19% esperado. Las ventas al detalle han doblado las expectativas y han crecido un 17,4%. En Europa, los PMI han rebotado desde mínimos indicando una mejora significativa en el sector manufacturero y de servicios.

Una vez normalizados los efectos base, ya que parte de la demanda acumulada actual se ha agotado, existe el riesgo de que el mercado laboral se mantenga débil y restrinja la demanda de los consumidores. Muchos de los sectores más perjudicados, como ocio, juego y venta al detalle, tardarán en recuperarse porque aún se aplican medidas de seguridad. Para este año, el Fondo Monetario Internacional prevé que el crecimiento mundial baje un 4,9%, más que

el 3% estimado en abril. Para 2021, espera un crecimiento del 5,4%, por debajo del 5,8% anterior. El pesimismo cada vez mayor del FMI refleja el choque de suministro que hubo al principio del confinamiento y el impacto continuo de la distancia social y otras medidas de seguridad en la demanda ante los esfuerzos de algunos países por controlar la propagación del virus.

En la parte positiva, muchas megatendencias que ya existían antes de la pandemia han tomado impulso. Forzados a estar en casa, los consumidores han intensificado el uso del comercio electrónico, los pagos electrónicos, el *streaming*, los videojuegos y las videollamadas. Gracias a los empleados que trabajaron en casa, las empresas percibieron el potencial recorte de gastos derivado del teletrabajo, las reuniones virtuales y el espacio de oficina reducido. Los gobiernos usaron *big data* para seguir la evolución de la pandemia. Algunos sectores se han visto muy afectados, pero otros saldrán de la crisis como triunfadores (tecnología, multimedia y comercio electrónico). Muchas empresas invertirán más en espacios tecnológicos.

Todavía resulta difícil pronosticar la trayectoria del crecimiento. Para una previsión alcista, es necesario disponer de una vacuna, mientras que una segunda gran ola de infecciones crearía un escenario pesimista. Con pruebas generalizadas, un confinamiento selectivo y un mejor equipamiento de los hospitales, podemos evitar que el mundo vuelva a paralizarse. Pero los últimos datos pueden generar confusión y esperamos una recuperación más gradual que lo que esta fase inicial sugiere.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales

Renta fija

El círculo virtuoso de la renta fija

La reactivación de la economía ha generado cierta euforia a juzgar por la recuperación de los principales índices adelantados a nivel macroeconómico. Sin duda, las medidas que están implementando los bancos centrales y los estímulos económicos a nivel global están posibilitando la recuperación en los mercados de renta fija.

Los principales bancos centrales han salido al rescate con un volumen sin precedentes y están inundando el mercado de liquidez. Los países también están implementando políticas fiscales expansivas que ayuden a mitigar la desaceleración económica que ha producido el COVID-19. Además, están saliendo algunos datos macroeconómicos que contagiados por la euforia de la reactivación de la economía están sorprendiendo positivamente. Fue el caso de los datos de empleo en EE. UU., la recuperación de las ventas al detalle en EE. UU. y el Reino Unido, los índices de confianza (PMI), tanto los manufactureros como de servicios, recuperan niveles rápidamente e incluso en algunos países, presentan datos por encima de 50, lo que indicaría expansión económica. Otro ejemplo, el índice de condiciones de solvencia financiera que tanto en EE. UU. como en Europa se va alejando de la zona que se considera de tensión.

La política monetaria y fiscal expansiva ha generado el efecto deseado, la compresión de los 'spreads'

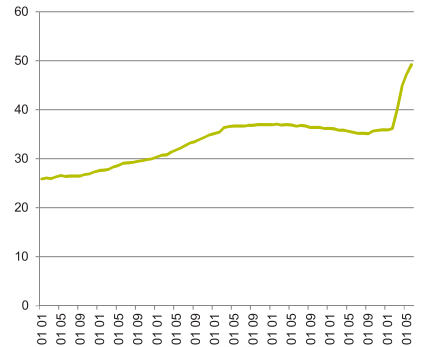
Vamos a contextualizar algunos datos que, por extraordinarios, nos ayudarán a entender por qué durante el segundo trimestre del año hemos asistido a una recuperación del mercado de renta fija basado en unos tipos de interés bajos y un estrechamiento de los diferenciales de crédito. La Reserva Federal empezará a comprar bonos individuales, un programa de compra de deuda corporativa con un importe global de 750.000 millones. Pensemos que el volumen del índice iBoxx USD Domestic Non Financials 1-5y, que serían los bonos objetivo del programa se eleva a 900.000 millones. Basado en los datos que conocemos hasta ahora se estima que el balance de los bancos centrales del G4 se expandirá hasta el 68% del PIB, casi el doble que el porcentaje que mostraba a 31 de diciembre de 2019. Otros catalizadores: las empresas emiten más bonos que nunca, diversificando sus fuentes de financiación

y con el objetivo de aumentar su tesorería. Tanto en EE. UU. como en Europa se ha llegado ya a la cifra de 1 billón, lo que representa un nuevo récord en esta mitad de año. En otras palabras, se ha emitido ya más volumen en esta mitad de año que lo que se ha emitido en otros años enteros. La tasa de *default* debería disminuir sobre las previsiones iniciales del mes de marzo con las ayudas que están recibiendo las corporaciones y la reducción de los *spreads*. En cuanto a flujos, vemos fuertes entradas en los fondos de crédito de EE. UU. y Europa, con récords semanales. Y se especula que, coincidiendo con la mitad de año, los principales *asset allocators* podrían tomar beneficios de la renta variable y mover ese flujo hacia la renta fija. Wells Fargo estima que el rebalaceo podría ser el mayor en seis años.

Todas estas medidas están dando soporte a la renta fija y mostrando un efecto que se conoce como el círculo virtuoso: la entrada de liquidez posibilita la reducción de los tipos de interés a pesar del mayor aumento de deuda y permite que el coste financiero sea más asumible, la reducción de los *spreads* hace que disminuya la probabilidad de *default*, la volatilidad se reduce y produce que la introducción de los activos de renta fija en las carteras de inversión reduzca el riesgo global de esa cartera. Por supuesto, no todo va a ser direccional y debemos estar alerta a potenciales efectos de segunda ronda que puede provocar esa enorme liquidez que se está incorporando en el mercado. Por ejemplo, que la inflación resurja violentamente y erosione el valor de la inversión, o la aparición de las conocidas como empresas *zombies*, que, con las políticas fiscales y monetarias expansivas, podrían alargar su ciclo de vida tan solo por el acceso a una financiación fácil pero, que con sus beneficios, no cubrirían ni los costes financieros. La manera de evitarlo, como siempre, conseguir una efectiva diversificación, cubrir eficientemente los riesgos y ser selectivos en la elección de los nombres que adquirimos en nuestra cartera.

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

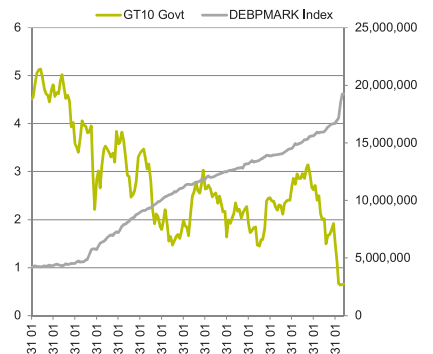
Evolución balance G4



Fuente: Bloomberg

El gráfico muestra la evolución del tamaño del balance de los cuatro principales bancos centrales (Fed, BCE, BoJ y BoE), en % del PIB, acercándose al 50%.

Volumen y rentabilidad (Treasury)



Fuente: Bloomberg

En EE. UU., el volumen de deuda emitida aumenta fuertemente, pero la rentabilidad de los Treasury se está reduciendo.

Renta variable

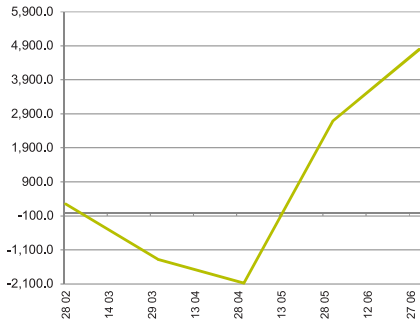
S&P 500



Fuente: Bloomberg

Ha sido un trimestre muy volátil, pero el S&P 500 se ha recuperado con fuerza.

Reclamaciones iniciales de desempleo de los Estados Unidos (miles)



Fuente: Bloomberg

Con la reapertura de la economía de los EE. UU., millones de personas han podido volver a sus trabajos.

La recuperación está amenazada

¿La recuperación económica de EE. UU. puede continuar al ritmo actual? El rápido aumento de nuevos casos de COVID-19 amenaza con asfixiar las mejoras recientes en la economía estadounidense. El desarrollo de esta situación será la clave para el mercado bursátil a medio plazo.

A 30 de junio, las acciones de EE. UU. han registrado el mejor período de 100 días en más de 80 años. En marzo, el confinamiento sacudió el mercado. Los estímulos fiscales y monetarios inauditos han respaldado una recuperación económica fuerte y han catalizado un aumento del 21% en el S&P 500 en el segundo trimestre. Las empresas del S&P 500 han conseguido recuperar las pérdidas anuales y han cerrado el segundo trimestre solo con una reducción del 3%.

La recuperación del S&P 500 no ha sido uniforme en todas las acciones. Las de las grandes empresas tecnológicas (Alphabet, Amazon, Apple, Facebook y Microsoft) aumentaron un 35% en el segundo trimestre, mientras que el resto del índice subió un 17%. No sorprende ver un aumento en tecnología y consumo discrecional superior al 30%, mientras que los defensivos (un +9% en artículos básicos de consumo y un +3% en suministros energéticos) se han quedado rezagados. La mejora en la economía ha hecho que los inversores rehúyan las acciones defensivas.

“Ni siquiera estamos pensando en aumentar los tipos”, Jerome Powell

Los índices PMI manufacturero, de ventas minoristas y de empleo han mejorado en mayo y junio. Más impresión han causado los 7,5 millones de empleos nuevos durante los dos últimos meses, mientras que el desempleo ha caído del 14,7% en abril al 11,1 % en junio.

Los nuevos casos de COVID-19 están amenazando la recuperación económica y pueden hacer descarrilar el mercado. A principios de julio, en EE. UU. se están detectando más de 50.000 casos diarios nuevos, ya que en 40 de los 50 estados se observa una tendencia a peor. Se están volviendo a imponer limitaciones horarias, confinamientos, restricciones en los desplazamientos y cierres de empresas. Si esta situación se intensifica, los datos económicos de julio podrían empeorar.

Esto podría sacudir el mercado y los inversores esperarían que la Fed y el gobierno ofrecieran estímulos nuevos. El presidente de la Fed ha dejado claro que están preparados para aportar más capital. Bien conocidas son sus declaraciones: “Ni tan solo estamos considerando subir los tipos de interés”. La Fed ya ha inyectado expansión cuantitativa (EC) en el sistema a través de su programa de compra de activos y se han introducido más de 700.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y cédulas hipotecarias. La cantidad masiva de EC ha tenido un papel clave para sustentar los precios de los activos y parece que la Fed seguirá haciéndolo. Mucho más inciertos son el tamaño y el alcance de cualquier estímulo fiscal nuevo. La Cámara de los Representantes y Donald Trump avalan una segunda ronda de pagos a la población, en que posiblemente se superarían incluso los 1.200 dólares por adulto que se distribuyeron durante la crisis. El Senado, de mayoría republicana, es menos entusiasta al respecto.

Si los inversores no tienen apoyo fiscal para hacer que la economía supere un resurgimiento de las infecciones, el mercado será cada vez más vulnerable a cualquier situación negativa. Para que el mercado remonte desde aquí, unos factores catalizadores podrían ser los avances en una vacuna, una desaceleración del ritmo de contagios nuevos o que la tasa de mortalidad no aumentara. El mercado se podría beneficiar de señales que indicaran que se pueden controlar los contagios y que no es necesario volver a paralizar la economía.

Charles Castillo
Gestor senior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Ganarse el cobre

Chile y Perú representan el 40% de producción total de cobre en el mundo. A medida que se ha expandido el coronavirus, ha pasado a afectar más a los países emergentes, y estos dos países son ahora mismo de los más afectados. El confinamiento y paro de producción ha creado una disrupción de la cadena de suministro del cobre (por ahora más en Perú que en Chile). Además, podrían tardar en recuperar la normalidad puesto que se hace difícil cumplir con las medidas sanitarias de seguridad en la producción; no les dejan volver al tajo; no les dejan *ganarse el cobre*.

China es el mayor demandante de cobre del mundo. En mayo, la demanda de metales de China para construcción e infraestructuras ha excedido incluso a las proyecciones más optimistas, con una demanda de cobre y acero que aumentó un 29% y un 7%, respectivamente, respecto al año anterior. La política de estímulos por el gobierno chino ha sido clave para este impulso, está facilitando el crédito, que favorece la adquisición de viviendas y

coches, y los datos de mayo han sido muy buenos en ambos mercados.

La combinación de esa mayor demanda con las interrupciones en la cadena de suministro relacionadas con el COVID-19 ha provocado que el mercado del cobre se quede con relativamente poco inventario. De hecho, se estima que durante 2020 se produzca un déficit y por tanto el nivel de inventarios seguirá siendo muy bajo.

Desde marzo, los precios del cobre han subido más de un 20%, en parte reflejando la escasez de este material. Si en los próximos meses se produce en Chile un problema en el suministro similar al visto en Perú y otras regiones desarrolladas como Estados Unidos y Europa se unen a la recuperación de la demanda, inevitablemente se debería ver presionado el precio del cobre al alza siguiendo estas mismas dinámicas.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

¿Podría el dólar depreciarse más?

La presión de venta sobre el dólar ganó impulso durante la segunda mitad de mayo, lo que refleja una recuperación global en los activos cíclicos. A medida que las economías han reabierto, los datos se han recuperado de sus mínimos, lo que indica que lo peor ya ha pasado. Este modo de apetito por el riesgo ha hecho que el dólar baje casi un 6% desde sus máximos de marzo.

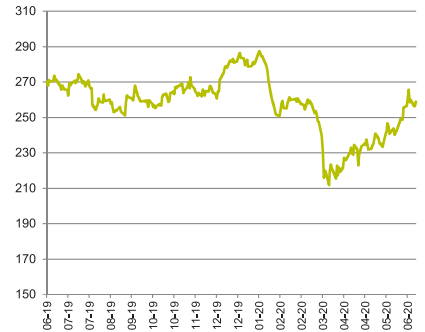
Hemos sostenido durante mucho tiempo que el dólar es caro y, con unos tipos de interés oficiales próximos al 0%, ya no encuentra el apoyo de una rentabilidad elevada. De hecho, su popularidad podría disminuir incluso más entre los inversores que piden préstamos en una divisa con tipos de interés bajos para invertir en activos en dólares, que ofrecen tipos más elevados. Existe un consenso generalizado en la tendencia bajista del dólar ya que se espera que los activos europeos obtengan mejores resultados, dado que la región ha conseguido contener mejor la propagación del virus y reabrir su economía. Además, el BCE no prevé nuevos recortes de los tipos de interés, parcialmente responsables de la

debilidad del euro, sino que ha ampliado su programa de adquisición de activos.

Sin embargo, la recuperación de los mercados ha sido espectacular, y las buenas noticias están descontadas y no dejan margen a ningún contratiempo. A corto plazo, no nos sorprendería ver una pausa en la tendencia a la baja del dólar ya que los mercados han subido mucho. Durante los volátiles meses de verano, el dólar podría recuperar parte de su estatus de activo refugio. La propuesta de un fondo de recuperación europeo impulsó el euro aliviando las preocupaciones fiscales en toda Europa, pero todavía tiene que aprobarse y hay margen para una decepción. El índice de sorpresas económicas de Citi ha alcanzado máximos históricos indicando una posible reversión de la tendencia de los datos a partir de ahora. Finalmente, la publicación de resultados empresariales también podría ofrecer más perspectiva.

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

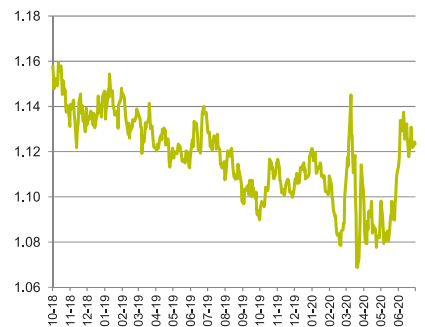
Precio del cobre



Fuente: Bloomberg

Recuperación del precio del cobre.

Tipo de cambio EUR/USD

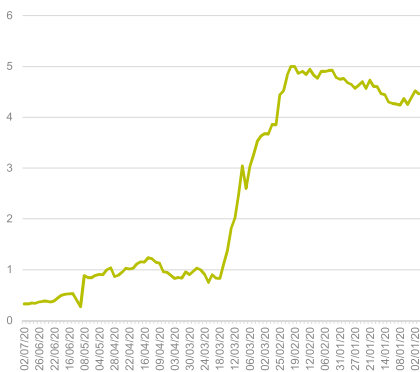


Fuente: Bloomberg

El dólar ha bajado casi un 6% desde sus máximos de marzo.

Latinoamérica

Cotización bursátil de Avianca



Fuente: Bloomberg

Las acciones de Avianca en la bolsa norteamericana (AVHOQ US) han perdido el 94% de su valor desde febrero.

Bono de LATAM Airlines con vencimiento 2024



Fuente: Bloomberg

El primer vencimiento de deuda de LATAM en USD ha entrado en impago, cotizando en niveles inferiores a 30 céntimos por dólar.

Remontar el vuelo

Las aerolíneas latinoamericanas están atravesando una crisis sin precedentes, obligando a algunas de ellas a acogerse al capítulo 11 de la Ley de quiebras de Estados Unidos. A diferencia de otras regiones, los gobiernos apenas están apoyando financieramente a las compañías aéreas.

Aeroméxico ha sido la última aerolínea latinoamericana en iniciar el proceso voluntario de reestructuración bajo el capítulo 11 de Ley de quiebras de Estados Unidos. Mientras negocia con acreedores y reestructura su capital, el proceso permitirá a la compañía continuar con sus operaciones.

Avianca hizo lo propio en mayo. La segunda aerolínea más antigua del globo y en ingresos de la región se acogió al procedimiento en mayo, extremo previsible dadas las dificultades financieras que ya arrastraba antes de la pandemia. Más revuelo ha causado que LATAM Airlines, líder de la región en pasajeros e ingresos, siguiese este mismo camino. La compañía fruto de la fusión en 2015 entre la chilena LAN y la brasileña TAM, finalizó 2019 con 1100 000 000 \$ en efectivo y equivalentes. Bien es cierto que ciertos ratios de solvencia, como una deuda neta/EBITDAR de 4x, aunque mejores que las aerolíneas citadas con anterioridad, quedaban muy lejos de otras compañías como la panameña Copa Airlines, con 2x. Quemando efectivo a ritmo de más de 200 millones mensuales y sin prácticamente ayudas gubernamentales, parece que el capítulo 11 era la única alternativa para la subsistencia de la compañía en el futuro más inmediato, teniendo en cuenta que los aeropuertos continúan cerrados en buena parte del sur del continente y en muchos casos los gobiernos no dudarán en aplazar *sine die* su apertura si la situación sanitaria no mejora. Dentro del proceso de reestructuración, algunos accionistas de referencia institucionales y particulares de LATAM ya han comprometido 900 000 000 \$ para ayudar a la compañía, que persigue recibir aún mayor apoyo financiero en los tramos senior. En el caso de LATAM, sobrevivirá a esta crisis y continuará sus operaciones, pero el daño a sus tenedores de bonos ya está hecho y tardará varios años en volver a crear valor para el accionista.

El mercado latinoamericano ha despertado en los últimos años el interés de aerolíneas norteamericanas por su enorme potencial de crecimiento. Delta Airlines adquirió un 20% de LATAM el pasado año; United Airlines había entrado en accionariado de la brasileña Azul además de planear acuerdos globales con Avianca y Copa antes de la pandemia; y

se especulaba que American Airlines estaba interesada en entrar en Gol, otra compañía brasilera. Las aerolíneas estadounidenses tienen sus propios problemas, pero muy probablemente continuarán con la conquista de los cielos del sur en cuanto les sea posible.

La infraestructura escasa y deficiente y los obstáculos geográficos hacen que en muchos casos la vía aérea sea la única alternativa

El tráfico aéreo interno en Latinoamérica es si cabe más importante que en otras regiones. La escasa y deficiente infraestructura tanto de carreteras como ferroviaria y los obstáculos geográficos hacen que en muchos casos la vía aérea sea la única alternativa. Uno no puede conducir desde Bogotá hasta Cali o desde Río de Janeiro hasta la capital Brasilia si no quiere perder todo un día ni ver comprometida su seguridad. Con la entrada en el mercado de las compañías de bajo coste, primero en México y después en el sur de América, los precios por fin se hicieron accesibles a una nueva clase media que comenzaba a aportar fuertemente en la economía. Incomprensiblemente, los elevados impuestos a los billetes frenaban este crecimiento, en un servicio que dejó de ser exclusivamente de lujo.

La crisis en la aviación comercial se ha abordado de manera muy distinta a nivel global. Mientras en Estados Unidos las ayudas del gobierno ascienden a cerca del 25% de los ingresos operativos anuales de las aerolíneas, en Europa al 15% o Asia-Pacífico al 10%, en Latinoamérica apenas alcanzan el 1%. Los gobiernos latinoamericanos tienen otras importantes prioridades, como combatir la pobreza creciente derivada de la crisis. Dicho esto, Latinoamérica necesita más que nunca a sus aerolíneas, necesita competencia entre ellas y necesita mejores condiciones fiscales para que la industria retome el vuelo.

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
