

# Informe trimestral

## Nuestra visión de los mercados

### ÍNDICE

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

## Pescar en mares revueltos

**La inflación y la evolución de los beneficios empresariales son las dos brújulas que nos deben orientar en la navegación de los mercados durante los próximos meses.**

Y no marcan un camino de rosas precisamente. La inflación debiera ser más difícil de domar en Estados Unidos que en Europa —los salarios crecen mucho más al otro lado del Atlántico, mientras que en Europa tienen más peso factores temporales, como la escalada del precio de la energía—. En ambos casos requerirá dureza por parte de las autoridades monetarias.

El BCE va a rebufo de la Fed, mucho más agresiva porque debe y porque puede (la economía es muchísimo más sólida). Es difícil pensar que tamaño endurecimiento de las condiciones financieras no desemboque en recesión, que en la eurozona parecía de todos modos inevitable. Debemos asumir también que la red de seguridad que los bancos centrales han puesto bajo los mercados estas últimas décadas ya no está ahí, o está mucho más abajo. No vendrán al rescate, como acostumbraban, cuando las pérdidas se acumulen. Su caballo de batalla es ahora la inflación y no pueden permitirse pausa alguna mientras esté, como está, a niveles estratosféricos.

Un entorno de inflación tozudamente alta con una recesión que parece inminente e inevitable y en el que el superhéroe de los mercados (los bancos centrales) lleva colgado un collar de kryptonita (la inflación) no es precisamente la carta a los Reyes Magos que uno escribiría. ¿O sí? Piénsenlo bien.

Para el inversor paciente (memoricen estas dos palabras), cuyo objetivo es maximizar sus ahorros en el largo plazo, el entorno del que venimos seguro no era el mejor. En la renta fija, décadas de subidas de precio maquillaron un cupón decreciente hasta niveles absurdos (hasta “cobrar”

tipos de interés ¡¡negativos!!). No debemos olvidar que ese cupón debe ser el principal atributo de la parte más conservadora de una cartera: aspiramos a que nos distribuyan un flujo de ingresos recurrente sin que mengüe el capital que aportamos para ello. En perspectiva estamos mucho mejor ahora, cuando por fin parece que podremos sacar rédito de nuestros ahorros, ausente estos últimos años. Para el inversor de renta variable, los excesos de entusiasmo suelen llevar parejos precios igualmente excesivos. Pero también, muy de tanto en tanto, el humor muta al pánico, lo que lleva a precios de derribo. Creemos que de lo primero venimos y a lo segundo nos dirigimos. Un inversor paciente (otra vez) debería preferir este segundo entorno para construir la cartera con la que pagar caprichos o necesidades lejanas en el tiempo. Seguro, segurísimo, que buenos precios llevarán a mejores retornos en el medio plazo.

Esas dos palabras, *inversor* y *paciente*, deberían distinguir a quienes hoy deben estar preocupados por sus ahorros de quienes no. Quien busca beneficios a corto plazo no invierte, especula (nadie, absolutamente nadie, sabe a ciencia cierta qué va a pasar mañana). Y de la paciencia dice Warren Buffett que es el principal atributo de quien quiera éxito en esto de hacer crecer el capital. Por algo será.

David Macià, CFA  
 Director de Inversiones y Estrategia de Mercados de Crèdit Andorrà Asset Management

## Estrategia

### Asignación de activos (2022 4T)

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

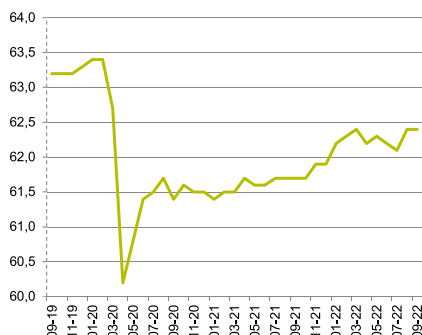
## IPC de EE. UU. sin alimentación e energía



Fuente: Bloomberg

El IPC subyacente, que excluye los alimentos y la energía, se aceleró hasta el 6,3% interanual desde el 5,9%.

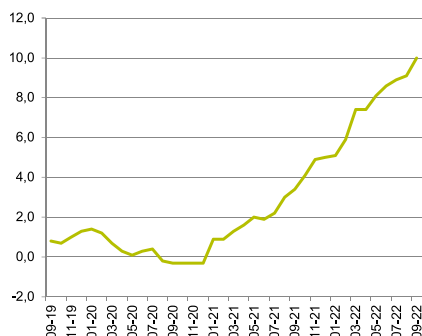
## La tasa de participación laboral en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

Aunque la tasa de participación se ha recuperado, sigue estando un punto porcentual por debajo de los niveles anteriores a la pandemia.

## IPC de la zona euro



Fuente: Bloomberg

En la zona euro, la inflación está en su punto más alto.

## Empeoran las perspectivas económicas

**La inflación ha seguido sorprendiendo al alza, con presiones de precios que se amplían en todas las categorías. A su vez, una inflación superior a la prevista ha reforzado el compromiso de los bancos centrales con las políticas monetarias restrictivas y, a medida que los países de todo el mundo suben simultáneamente los tipos de interés, aumenta la probabilidad de una recesión mundial.**

La inflación en Estados Unidos sorprendió al alza con el IPC subyacente, que excluye los alimentos y la energía, que se aceleró hasta el 6,3% interanual desde el 5,9%. La fortaleza de la inflación subyacente estuvo liderada por el sector servicios, donde la inflación salarial suele liderar. Esto no debería ser una sorpresa, dada la actual rigidez del mercado laboral estadounidense. Aunque el crecimiento del empleo se ha ralentizado y la tasa de desempleo ha subido, el crecimiento absoluto sigue siendo fuerte y el crecimiento de los ingresos medios por hora ha sido superior al 5% desde principios de este año. El mercado laboral sigue estando fundamentalmente desequilibrado, con una demanda de trabajo significativamente mayor que la oferta disponible. Actualmente hay unos 6 millones de parados, pero más de 10 millones de puestos de trabajo vacantes, según los últimos datos del JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey). Aunque la tasa de participación (la proporción de la población mayor de 16 años que trabaja o busca activamente trabajo) se ha recuperado, sigue estando un punto porcentual (o 1,6 millones de personas) por debajo de los niveles anteriores a la pandemia, lo que explica también la rigidez del mercado laboral.

La fortaleza del mercado laboral ha obligado a la Reserva Federal a actuar con mayor contundencia y a afirmar claramente que la lucha contra la inflación no estará exenta de dolor, lo que sugiere una mayor probabilidad de recesión. El hecho es que la Reserva Federal necesita ver un aumento del desempleo y una disminución de la demanda para poder frenar la inflación.

## La Reserva Federal necesita ver un aumento del desempleo y una disminución de la demanda para poder frenar la inflación

En la zona euro, no solo la inflación está en su punto más alto y el BCE en un ciclo de subidas de tipos, sino que la región se enfrenta a una de las peores crisis energéticas de la historia. Sin un alto el fuego en perspectiva, no parece haber una salida fácil a la crisis energética, y la

anexión rusa de cuatro regiones ucranianas, el sabotaje de los gasoductos Nord Stream 1 y 2 y las nuevas sanciones apuntan a una escalada del conflicto. Si el suministro de gas ruso a Europa permanece cortado durante un largo periodo, es probable que las empresas se vean obligadas a frenar las actividades intensivas en gas, seguidas de interrupciones en las cadenas de suministro, lo que llevaría a una recesión más profunda en toda la eurozona.

Se necesita más tiempo para encontrar alternativas al gas y al petróleo rusos. Aunque Europa está invirtiendo en energías alternativas y construyendo tuberías de gas natural licuado para importar más gas de otras regiones, el tiempo necesario hasta que haya más capacidad disponible supone que no se puedan evitar las presiones económicas a corto plazo. La Unión Europea ha llenado sus depósitos de gas más rápidamente de lo previsto, pero serán insuficientes para satisfacer la demanda de invierno.

El sentimiento negativo de los consumidores, cada vez mayor, es otro factor de riesgo en medio del aumento del coste de la vida. La Comisión Europea ha anunciado un paquete de medidas de emergencia propuestas, entre las que se incluyen una tasa sobre los beneficios extraordinarios de las empresas energéticas, ayudas a la liquidez de las compañías eléctricas y medidas fiscales para intentar suavizar el golpe para los consumidores de muchos países, aunque estas medidas probablemente no lograrán evitar la recesión.

La evolución de la economía a partir de aquí depende en gran medida de hacia dónde se dirija la inflación y de la rapidez con la que un endurecimiento de las condiciones financieras pueda volver a alinear la demanda con la oferta a medida que los mercados laborales se ajustan. En Europa, el conflicto supone un obstáculo más. Como siempre, los bancos centrales se enfrentan a un difícil acto de equilibrio, pero esta vez han dejado muy claro que su prioridad es controlar la inflación, incluso si esto significa renunciar al crecimiento económico.

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

# Renta fija

## Buscando el pico

**El nuevo curso en los mercados financieros se inició con la tradicional reunión de los banqueros centrales en Jackson Hole a finales de agosto, y el presidente de la FED, Jerome Powell, reiteró su posición firme contra la inflación, lo que provocó el temor en los mercados de que exista un aterrizaje brusco al aumentar los tipos de interés de forma más abrupta.**

Los bancos centrales, decididos a controlar la inflación y evitar los errores de los años setenta, subirán los tipos de interés hasta donde sea necesario para afectar a la demanda y con independencia del impacto que esta medida pueda tener sobre el crecimiento económico, incluso si acaba provocando una recesión. El cambio alcista del ciclo de la política monetaria se evidencia con las continuadas subidas de tipos. Más de cuarenta bancos centrales han aumentado sus tipos de referencia al menos un 0,75% de una sola vez (jumbo hike) –el Riskbank de Suecia los subió 100 puntos básicos en la última reunión.

**Si se descuenta que los Bancos Centrales llegan al pico de subidas, eso implicará una reducción de la volatilidad de los tipos de interés**

Se dice que no es la bala la que te mata, sino la velocidad, y los bancos centrales nunca habían ido con tanta velocidad en la subida de tipos: así, este ha sido el principal factor que ha producido la venta masiva de los activos de renta fija, que han puesto fin a un mercado alcista de cuatro décadas. Probablemente una corrección necesaria tras un período de rendimientos ultra bajos que se han demostrado insostenibles. Este hecho, histórico, con los principales índices globales de renta fija retrocediendo entre un 12% y un 20% este año, deja un escenario más propicio a estudiar la inversión en esta clase de activos. Seguramente, el aumento de las rentabilidades es una oportunidad para añadir duración a medida que la inflación alcanza su punto máximo y el crecimiento se desacelera.

Una de las ventajas de la renta fija es que conocemos *a priori* la rentabilidad de la inversión, si la mantenemos hasta el vencimiento, independientemente de los movimientos del mercado en el período y salvado un evento crediticio. Esta característica nos permite observar que, ahora sí, se pueden realizar inversiones en diversas tipologías de bonos con una rentabilidad que compensa la inflación esperada por el BCE

(5,5% en 2023 y 2,3% en 2024), y que permite mantener el poder adquisitivo del dinero y generar algunas ganancias.

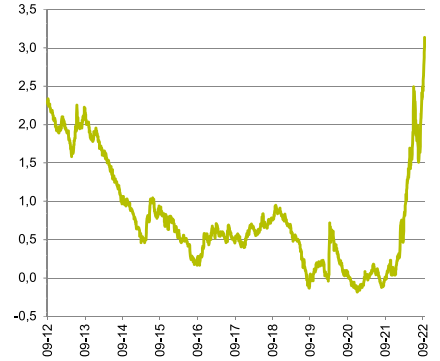
A finales del mes de octubre y principios de noviembre tendrá lugar la próxima reunión del BCE y de la Reserva Federal, respectivamente. Se espera que sigan subiendo los tipos de interés y los tipos implícitos se sitúan a principios de octubre en el 2.5% en el caso del BCE y del 4.5% en el de la FED, lo que implica todavía una subida de +1.25% en ambos casos, antes de estas reuniones. Por su parte, el RBA (Reserve Bank of Australia) dio una moderada sorpresa en su última decisión subiendo sus tipos de referencia 25pb menos de los esperado, alimentando el debate de que los bancos centrales se están acercando a los máximos de las tasas de referencia. Los inversores esperan que los Bancos Centrales acierten en sus decisiones y eviten el policy mistake (error de política) y así minimizar el impacto en la economía pilotando un aterrizaje suave.

Hasta que no veamos una mayor visibilidad de que los Bancos Centrales llegan al tipo terminal (mejores expectativas de inflación, sin duda, ayudarían) no se reducirá la volatilidad de los tipos de interés y no se normalizarán los spreads y los precios. También sería importante, para este tipo de activo, que se ponga el foco desde la inflación al crecimiento, ya que, en el caso de una recesión económica, los activos de renta fija servirían de fuente de diversificación con entradas de flujos que darían soporte a los precios.

En este entorno, donde los bonos ya empiezan a ofrecer rentabilidades interesantes que no se veían desde hace una década y que protegen, cada vez más, de una variación de precios, la estrategia a seguir es ir construyendo una cartera de forma gradual, evitando aquellos emisores más vulnerables frente al aumento de los costos de financiación y con el objetivo de incrementar la TIR global de la cartera, y así poder recuperar lo perdido este año, con el mínimo horizonte temporal.

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

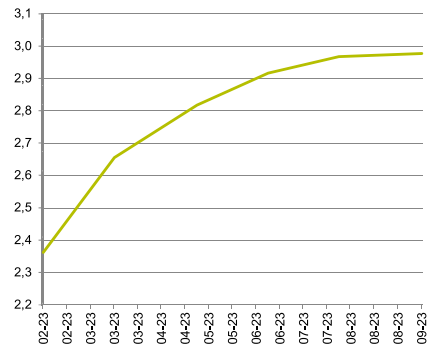
## Índice Bloomberg EuroAgg



Fuente: Bloomberg

Evolución de la rentabilidad a vencimiento del índice Bloomberg EuroAgg, que se sitúa en niveles no vistos en una década.

## BCE



Fuente: Bloomberg

Los tipos implícitos del BCE descuentan actualmente un tipo terminal de cerca del 2,5% en el mes de marzo de 2023.

# Renta variable

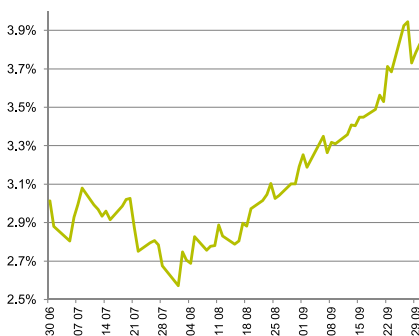
## ● S&P 500 2022 desde el inicio del año



Fuente: Bloomberg

El S&P 500 ha vuelto a los mínimos que vimos en junio.

## ● Rendimiento del Tesoro EE. UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg

¿Será el 4% el pico?

## Tipos más altos y beneficios más bajos

**La situación de las acciones se ha vuelto más complicada con las subidas de tipos de la Fed y las insinuaciones de que aún habrá más subidas de tipos. Pero también más competitiva, porque ha vuelto a aparecer en el mercado de bonos el rendimiento que había desaparecido durante un periodo anormal de tipos de interés mínimos.**

En nuestro anterior boletín, comentamos que el S&P 500 tuvo su peor primer semestre del año desde 1970, con una caída de más del 20 %. El tercer trimestre nos trajo más de lo mismo, ya que el S&P 500 perdió un 5,3 % mientras los tipos de interés subían y las estimaciones de beneficios empresariales bajaban.

Este año, los tipos de interés han subido notablemente. El rendimiento de los bonos de EE. UU. a 2 años, que comenzó el año en el 0,73 %, terminó el tercer trimestre en el 4,17 %. El rendimiento de los bonos de EE. UU. a 10 años, que comenzó el año en el 1,51 %, está ahora en el 3,75 %. Hay un gran contraste con el rendimiento por dividendo del S&P 500, que se sitúa en un 1,8 % y que, si se compara, no parece demasiado. Incluso con la fuerte caída del mercado bursátil, el rendimiento por dividendos del S&P 500 está más de 200 puntos básicos por debajo del rendimiento de los bonos de EE. UU. a 2 años.

**“Considero que Powell debería ofrecer al pueblo estadounidense una disculpa por una política monetaria tan pobre”, Jeremy Siegel**

Normalmente, el rendimiento de los bonos de deuda a 10 años es mayor que el de los bonos de deuda a 2 años, pero no estamos en una época normal. La coyuntura se ha transformado porque la alta inflación ha requerido una normalización de la política monetaria. Lo que preocupa al mercado es que las prisas de la Fed por normalizar la política monetaria vayan demasiado lejos y provoquen una desaceleración económica importante, si no una recesión real. De ahí que los bonos a 2 años y los bonos a 10 años estén invertidos, y que los primeros tengan un rendimiento superior a los segundos.

Que los bonos vuelvan a tener un rendimiento significativo es una buena noticia para los inversores en renta fija. También es una buena noticia para los inversores que buscan más equilibrio en sus carteras de inversión, pero no es una buena noticia para el mercado bursátil. Esto se debe a que un tipo de interés sin riesgo

más elevado reduce el valor actual de los flujos de caja futuros, lo que provoca que las acciones (especialmente las de alto crecimiento) valgan menos.

Este ha sido un factor clave en la contracción que ha sufrido el S&P 500 este año. A principios de año, el PER del S&P 500 estaba sobre 21,2, y al final del tercer trimestre se había contraído a 15,4. En inversión, las valoraciones más bajas de las acciones crean mejores oportunidades de rentabilidad a largo plazo. Actualmente, el PER está por debajo de 17, que es la media de los bonos a 10 años. Aunque este podría ser un buen punto de entrada en el mercado, debemos considerar que las estimaciones de beneficios a futuro probablemente sigan siendo demasiado elevadas. Los analistas de Wall Street prevén un crecimiento de los beneficios del 8 % en 2023. Este nivel de crecimiento de los beneficios parece especialmente optimista cuando muchos economistas pronostican que la economía estadounidense experimentará una recesión durante 2023.

Es probable que la cifra de crecimiento de los beneficios para 2023 baje, lo que significa que el múltiplo de mercado actual no es el valor real que parece. De ser así, aparecerían mejores puntos de entrada cuando las estimaciones de beneficios se redujeran aún más para reflejar el entorno económico duro que se avecina. Este proceso puede comenzar a desarrollarse durante la temporada de resultados del tercer trimestre.

Los analistas ya han preparado el hacha de guerra para las estimaciones de beneficios del tercer trimestre, aunque la información proporcionada por las empresas será la clave para empezar a rebajar las estimaciones de beneficios para el próximo año. El 30 de junio, la tasa de crecimiento de los beneficios estimada para el tercer trimestre era del 9,8 %. Hoy se sitúa en un mísero 2,3 %, lo que significa que el listón de los beneficios del tercer trimestre se ha rebajado considerablemente. Aunque las pequeñas indicaciones de las empresas que mueven el mercado pueden ser dolorosas a corto plazo, serán parte del proceso para crear una mejor configuración para la inversión a largo plazo.

*Charles Castillo*  
Gestor sénior

# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## ‘Game Changer’

Las reglas del juego han cambiado. Cuando el embargo europeo al petróleo ruso entre en vigor, la producción rusa caerá por la dificultad de dar salida a todos esos barriles y habrá una mayor tirantez en el mercado.

Es probable que las exportaciones rusas sigan disminuyendo considerablemente: Estados Unidos, Corea del Sur y Japón han reducido sus importaciones de petróleo ruso de un millón de barriles diarios a prácticamente zero en pocos meses. Sin embargo, este no es el caso de la Unión Europea, que sigue importando más de tres millones de barriles diarios. A estas alturas, se duda mucho de que India, Turquía y China, que han incrementado las importaciones de petróleo ruso en algo más de un millón de barriles diarios, puedan o quieran incrementarlas más. Por lo tanto, una vez que entre en vigor el embargo de importaciones de la Unión Europea, las exportaciones rusas no tendrán muchas alternativas.

Por otro lado, el precio del petróleo ha caído últimamente a unos 85 dólares desde los 120 de hace tres meses, debido entre otras

cosas a los temores de una recesión económica mundial, el aumento de los tipos de interés en Estados Unidos y la fortaleza del dólar. El mercado parece querer anticiparse a una fuerte desaceleración en la demanda de petróleo.

De este modo, no es extraño que la OPEP+ haya acordado un recorte en la producción en su última reunión. La organización, que incluye a Arabia Saudí y Rusia, sorprendió al mercado al proponer rebajar la producción en dos millones de barriles diarios, en el que es el mayor recorte de la producción desde la pandemia. Admiten que quieren que el petróleo cotice por encima de los 90 dólares.

Una decisión así es difícil de justificar en lo fundamental, ya que el mercado del petróleo sufre cualquier cosa menos superávit, pero claramente algún país petrolero quiere explotar su poder y aumentar la tensión en los países consumidores de crudo.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista de inversiones*

DIVISAS

## Un dólar excepcionalmente fuerte

Uno de los pocos activos con ganancias en lo que va de año es el dólar. El billete verde ha alcanzado máximos de varias décadas frente a la mayoría de las monedas de los países más desarrollados y también frente a varias monedas emergentes. El dólar estadounidense ha sido excepcionalmente fuerte, y es difícil determinar qué podría cambiar a corto plazo para hacerlo bajar.

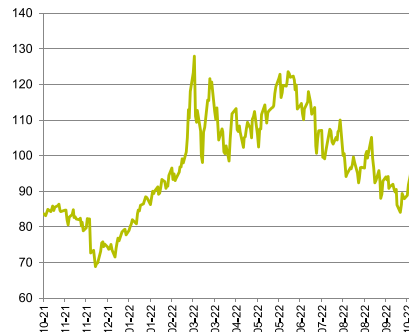
La Reserva Federal ha subido los tipos de forma más agresiva que otros grandes bancos centrales y, mientras la economía estadounidense sigue siendo relativamente resistente, la tiene medios para seguir subiendo los tipos más y más rápido que otros grandes bancos centrales, lo que amplía la ventaja de los tipos de interés estadounidenses. Además, es probable que el euro siga siendo volátil y esté bajo presión hasta que veamos conversaciones de alto el fuego o señales de que Europa se ha asegurado suficientes suministros energéticos alternativos. Alemania ha anunciado recientemente la construcción de una quinta unidad flotante de regasificación que le permitirá importar más gas natural licuado

de todo el mundo. Sin embargo, el retraso en la disponibilidad de nuevas capacidades hace que no se pueda evitar la presión económica a corto plazo de la crisis energética.

Es probable que el dólar empiece a debilitarse solo cuando se vislumbre más claramente el pico de los tipos de interés en EE. UU. o si empezamos a ver que la inflación baja significativamente, lo que sería un indicador de lo primero. De hecho, la Reserva Federal querrá ver pruebas de un enfriamiento de la inflación y del mercado laboral antes de señalar un giro en su política monetaria. Por último, el dólar seguirá beneficiándose de su condición de refugio si las tensiones geopolíticas empeoran, ya sea por una escalada de la guerra en Ucrania o por el aumento de las fricciones entre Estados Unidos y China, o si seguimos viendo una gran volatilidad en los mercados. A estos niveles, el dólar parece muy caro, pero podría mantenerse fuerte durante un tiempo.

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

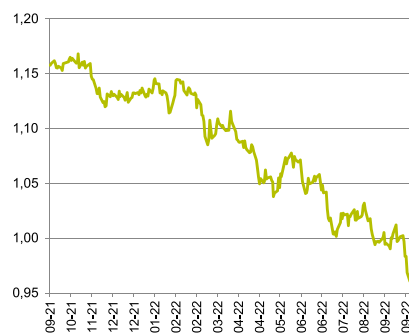
## Petróleo Brent



Fuente: Bloomberg

El petróleo entre la escasez de oferta y la menor demanda.

## Tipo de cambio euro dólar

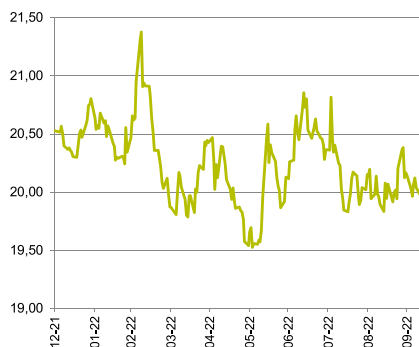


Fuente: Bloomberg

El dólar ha subido un 14% contra el euro este año.

# Latinoamérica

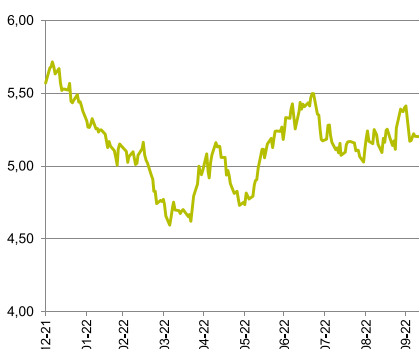
## USD/MXN



Fuente: Bloomberg

El peso mexicano se ha apreciado un 2% frente al dólar desde el inicio del año.

## USD/BRL



Fuente: Bloomberg

El real brasileño se ha apreciado un 7% frente al dólar desde el inicio del año.

## Entre la economía y la política

**Brasil y México, principales economías de la región, están viendo cómo sus monedas mantienen el pulso con un dólar fuerte y tipos de interés reales positivos.**

El dólar en su nivel más alto de los últimos veinte años, como suele ser habitual, está pasando factura a los países emergentes. En primer lugar, aquellos que cuentan con un elevado nivel de deuda en dólares han visto cómo los costes de financiación han aumentado notablemente. En segundo lugar las naciones importadoras netas de energía y alimentos en muchos casos tienen que pagar en dólares sus suministros en medio de una crisis de oferta global. Todo ello ha provocado que estos países tengan que hacer uso masivamente de sus reservas en divisa extranjera, especialmente en dólares. Según el Fondo Monetario Internacional, no se veía un ritmo de venta de reservas de este calibre desde el año 2008.

### El ritmo de caída de reservas internacionales es el mayor desde 2008

Sin embargo, las dos principales economías de Latinoamérica, Brasil y México, están escapando de esta situación. El real brasileño se ha apreciado cerca de un 7% frente al dólar en lo que va de año, mientras que el peso mexicano lo hace en un 2% en el momento de escribir estas líneas. Los motivos son diversos.

En primer lugar, ambos países, junto a otros de la región, lideraron globalmente la subida de tipos de interés para hacer frente a la inflación. Sus bancos centrales son expertos en lidiar con presiones de precios y están acostumbrados a convivir con tasas elevadas. El resultado es que ambos países cuentan en estos momentos con tipos reales positivos. Los dos presentan una inflación del 8,7% anual en su última lectura, mientras que sus tasas de referencia se sitúan en el 13,75%, en el caso de Brasil y en el 9,25% en el de México. Muy distinto a muchos de sus pares emergentes y no digamos de algunos países desarrollados, donde los tipos reales se encuentran en terreno profundamente negativo. A pesar de la habitual inestabilidad política de la región y del auge del populismo, los bancos centrales de la región han conseguido

conservar cierta independencia y estabilidad. En Perú, por ejemplo, el gobernador del banco central ha conservado su cargo durante 16 años, sobreviviendo a cinco presidentes de diferentes signos políticos.

México, que cuenta con una de las divisas más líquidas a nivel global, recibe enormes cantidades de dólares en forma de remesas por parte de los trabajadores que viven en EE. UU. Estas crecieron un 20% en los últimos 12 meses. Además, es menos dependiente en materias primas extranjeras que sus vecinos regionales.

Brasil, por su parte, ha visto crecer cuantiosamente sus exportaciones agrícolas y energéticas, con precios especialmente elevados a causa de la guerra de Ucrania. Petrobras, empresa petrolera semiestatal, obtuvo beneficios récord el último trimestre, repartió 17.000 millones de dólares en dividendos y dejó en las arcas del estado unos 6.200 millones. La compañía, gallina de los huevos de oro del gobierno, seguirá con toda probabilidad siendo objeto de deseo de control de cualquiera de los dos candidatos que salga vencedor de la segunda vuelta de las elecciones presidenciales del próximo 30 de octubre. En la primera vuelta, el ex-presidente Lula da Silva se impuso al actual mandatario Jair Bolsonaro, aunque por menor margen del que indicaban las encuestas.

Lula, que parte con la ventaja que le otorgan 5 puntos de diferencia en los resultados de la primera vuelta, vivió el boom de las materias primas durante su mandato, pero los inversores son escépticos con su programa económico, centrado en el Estado como motor de crecimiento. Bolsonaro, por su parte, lideró unas ambiciosas reformas fiscales y de pensiones, y es más partidario de privatizaciones y de libre mercado, pese a que no ha dudado en hacer uso de su poder para influir en Petrobras y otras empresas estatales. El mercado está preparado para cualquier resultado, pero seguirá muy de cerca la evolución de las finanzas públicas brasileñas para dilucidar si continúa creyendo en el potencial carioca.

*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 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

---