

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

ÍNDICE

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

Inflación

Para los mercados financieros, es de esperar mucha volatilidad, generada no tanto por el conflicto en Ucrania, sino por el rebrote de la inflación y el intento de atajarla por parte de los bancos centrales.

Tiempos extraños los que nos tocan vivir. Justo cuando parece que salimos de una pandemia global, asistimos atónitos a la invasión de Ucrania. Al margen de la obvia repulsa a la violencia, y lamentando profundamente el infortunio al que se somete a la población, en lo que a mercados financieros se refiere, que es lo que nos ocupa en estos textos, dice el manual que debiéramos relativizar su importancia. Los inversores suelen pasar página rápidamente en lo que a eventos geopolíticos se refiere —cuesta encontrar en el pasado eventos de esta índole que causaran caídas abultadas, en tiempo o en cuantía—.

Esta vez, sin embargo, creemos que las turbulencias serán más duraderas. No tanto porque la agresión rusa no tenga consecuencias a largo plazo, que las tiene. Parece que volvemos otra vez a la economía de bloques, al gasto armamentístico disparado, y se acentúa la involución de la globalización, que tantos beneficios nos ha dado estas últimas décadas. Pero lo anterior no es incompatible con buenos retornos en los activos financieros, como atestiguan diversos períodos entre el final de la Segunda Guerra Mundial y la caída del muro de Berlín. No olvidemos tampoco que el punto de partida, a nivel macro, era excelente, con las tasas de paro en mínimos y muchas ganas de salir de casa y gastar lo ahorrado en la pandemia.

El problema reside en que la invasión añade gasolina a un incendio previo, en forma de inflaciones disparadas, a las que los bancos centrales quisieron quitar importancia durante demasiado tiempo. Tanto Ucrania como Rusia son productores clave de una larga lista de materias primas, siendo el trigo y el petróleo las más obvias. El crudo a triple

dígito, junto con la dependencia del gas natural ruso del viejo continente, llegan justo cuando la inflación en casi todo el planeta llegaba a niveles no vistos en décadas. Por si fuera poco, los chinos atajan los brotes de ómicron a base de drásticos confinamientos, que interrumpen (aún más) las lesionadas cadenas de distribución global. Más inflación.

Los bancos centrales abordan ahora una difícil misión: retirar estímulos a todas luces excesivos sin desacelerar en demasía la economía. Los precedentes no invitan al optimismo. Solo lo han conseguido tres veces desde 1945, y en ninguna de las tres se batallaba contra inflaciones elevadas. No pueden fiar su suerte al final de la guerra ni al de los rebrotes de la pandemia en China —ambas cosas pasarán, pero restablecer la normalidad será lento, y quedarán las sanciones contra Rusia—. Por si fuera poco, la economía puede demostrarse menos robusta, en tanto que las subidas de precios son de amplio espectro y se comen la renta disponible de los ciudadanos.

De todo lo anterior, lo más probable es que la retirada de liquidez de los bancos centrales ocasione un incremento de la volatilidad en los mercados. No tiene nada de malo, sobre todo para el inversor de largo plazo con carteras que permitan aprovechar mejores precios —volatilidad, con paciencia, es oportunidad—. Sean cuales sean los derroteros más inmediatos, vendrán tiempos mejores. Y no podemos olvidar que la inflación es un destructor de ahorro, y por lo tanto no invertir no parece para nada una solución inteligente.

David Macià, CFA
 Director de Inversiones y Estrategia de Mercados de CAAM

Estrategia

Asignación de activos (2022 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

IPC de la zona euro



Fuente: Bloomberg

Los precios de consumo de marzo aumentaron hasta un 7,5% con respecto a hace un año.

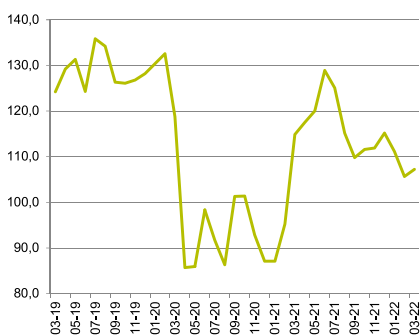
El IPC en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

El IPC de EE. UU. de marzo subió un 7,9% respecto al año anterior.

Confianza del consumidor en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

En marzo, la confianza de los consumidores de Estados Unidos cayó a su nivel más bajo desde los primeros meses de la pandemia.

La guerra en Ucrania afecta al crecimiento global

A principios de año esperábamos un crecimiento por encima de la tendencia y una desaceleración de la inflación a medida que todas las economías eliminaban las restricciones contra la COVID y disminuían las presiones temporales sobre los precios derivadas de la pandemia. La invasión rusa de Ucrania y las consiguientes sanciones a Rusia han alterado esta previsión.

Las consecuencias económicas de la guerra a corto plazo son evidentes. Rusia, además de ser el principal proveedor de gas a Europa, es uno de los mayores productores de petróleo del mundo y un proveedor clave de metales industriales como el níquel, el aluminio y el paladio. Tanto Rusia como Ucrania son grandes exportadores de trigo, mientras que Rusia y Bielorrusia son también importantes exportadores de potasa, una base para los fertilizantes. Los precios de estas *commodities* se han disparado, agravando las ya elevadas tasas de inflación.

Durante 2021, la pandemia fue la causa del aumento de la inflación debido a la demanda reprimida, las interrupciones de la oferta y la escasez de mano de obra, pero antes de que comenzara el conflicto, la mayoría de los economistas esperaban que los precios bajaran durante 2022 al revertirse algunas de las presiones temporales. Sin embargo, la invasión rusa de Ucrania ha cambiado profundamente el hecho.

La inflación de la eurozona alcanzó un nuevo máximo histórico en marzo, ya que el conflicto agitó las cadenas de suministro mundiales y elevó aún más los costes de la energía, ya de por sí muy altos. Los precios de consumo de marzo aumentaron hasta un 7,5% con respecto a hace un año, frente al 5,9% de febrero y por encima de la estimación media del 6,7%. El indicador subyacente, que excluye componentes volátiles como la inflación de energía y alimentos, también alcanzó un nuevo récord, lo que demuestra el carácter cada vez más amplio del avance.

Una interrupción brusca provocaría paro industrial y recesión en Alemania, Italia y gran parte de Europa central

Los países de la UE dependen de Rusia para el 40% de su gas natural, el 35% del petróleo crudo y el 47% del carbón. Alemania es, con diferencia, el país de la UE que más gasta petróleo, gas y carbón rusos gasta; obtiene de Rusia el 55% de su gas natural, el 52% de su carbón y el 34% de su petróleo.

El conflicto ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de Europa y cuestiona la transición a las energías limpias, ya que el gas natural era una parte importante de la solución. Con unas tasas de inflación que alcanzarán el 8-9% en los próximos meses, los consumidores europeos están abocados a una importante erosión de su renta disponible. En marzo, la confianza de los consumidores de la eurozona cayó a su nivel más bajo desde los primeros meses de la pandemia. Aunque los gobiernos europeos podrían suavizar la carga con una respuesta fiscal concreta, el crecimiento de la región tendrá que revisarse a la baja.

Estados Unidos, en cambio, es autosuficiente a nivel energético y un importante productor de muchas de las materias primas que están subiendo. Aun así, el impacto en la inflación se está notando y el IPC general subió un 7,9% respecto al año anterior, mientras que el índice subyacente aumentó un 6,4%. Los hogares cuentan con 2,6 billones de dólares de exceso de ahorro acumulado durante la pandemia, que ayudará a mitigar el impacto negativo de la subida de precios en la confianza y el gasto de los consumidores en 2022. La distribución es desigual: los hogares con menores ingresos y los desempleados ya han recurrido a sus ahorros, mientras que los de mayores ingresos (donde los servicios representan una mayor parte de la cesta de consumo) han experimentado un aumento de la riqueza. En los próximos trimestres es probable que aumenten su gasto después de dos años de restricciones por la COVID, a pesar de las presiones de una mayor inflación.

Las futuras tasas de crecimiento e inflación dependerán en gran medida de cómo evolucionen el conflicto y las sanciones a Rusia a partir de ahora. Sin embargo, es evidente que la guerra tendrá consecuencias duraderas en la economía mundial, acentuando la tendencia a la desglobalización ya iniciada por la pandemia.

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

Renta fija

Hacia una nueva normalidad

Empezamos el año con el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, y sus colegas convencidos de finalizar con la política monetaria ultralaxa y las condiciones financieras acomodaticias a niveles más normales. El conflicto en Ucrania, además de la tragedia que supone, ha puesto en riesgo el suministro de materias primas, exacerbando aún más la espiral inflacionista.

El gran reto para el mercado será saber reaccionar a medida que las tasas suban después de años anestesiados por un exceso de liquidez, y el principal problema es dónde se sitúa la tasa neutral que no restringe ni estimula el crecimiento económico. Este es el difícil y principal trabajo de los Bancos Centrales. De su acierto dependerá que no descarrile el crecimiento económico. Se habla mucho del aumento de las tasas, pero también deberemos estar atentos al ritmo que impriman a la reducción del balance ya que también afectará al precio de los bonos.

Estamos viendo dos grandes bloques en cuanto a los bancos centrales. Por un lado, el liderado por la Reserva Federal, el Bank of England y el BCE, con los dos primeros que ya han iniciado la subida de sus tipos de referencia y el BCE mostrando esta inclinación en sus intervenciones. Y por otro lado, el PBoC que en China sigue con el QE y el Banco del Japón que sigue con su política de control de curva, aumentando las compras de bonos. Esto nos hace pensar que continuará el exceso de liquidez a nivel global aunque, evidentemente, no a los niveles de años anteriores. Eso es la nueva normalidad.

El gran reto para el mercado será saber reaccionar a medida que las tasas suban y el principal problema es dónde se sitúa la tasa neutral

Este año, los tipos de interés han ido al alza y esta variable ha sido el principal detractor de la renta fija. La perspectiva de una acción agresiva de la Fed ante el aumento de la inflación mundial y el endurecimiento de los mercados laborales ha llevado al bono del Tesoro de referencia a 10 años hasta el 2,6%, niveles no vistos desde 2018. El plazo a 2 años ya descuenta hasta casi 10 veces de subidas por parte de la Fed y se sitúa en el 2,55%. Aquí aparece el debate sobre la curva del miedo: el diferencial 10-2 años.

Una curva invertida puede indicar recesión económica en un futuro próximo, tal como ha sucedido en el pasado. ¿Esta vez es diferente? Normalmente la curva invertida va acompañada

de un *term spread* negativo. ¿Cómo se calcula ese *term spread*? La Fed sugiere el «*spread forward* a corto plazo», que analiza la diferencia de rendimiento entre la letra del Tesoro actual a tres meses y su rendimiento esperado dentro de seis trimestres. Cuando el rendimiento actual es mayor que el rendimiento futuro implícito, es posible que se acerque una recesión inminente y este no es el caso actualmente.

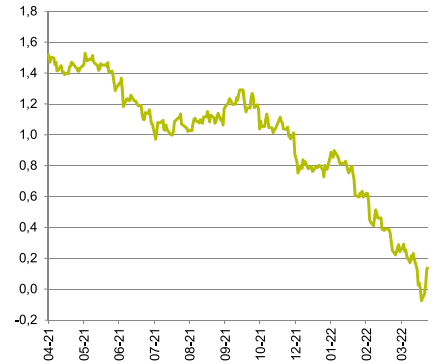
En cuanto a los *spreads* de crédito, la ampliación a la que hemos asistido se ha debido principalmente al conflicto en Ucrania y dependerá de cómo se desarrollen los acontecimientos para determinar el tono de los activos a corto plazo. El mercado, en cuanto ha intuido leves avances en la resolución del conflicto, ha comprimido de nuevo los *spreads*. Pensamos que los bonos corporativos han aumentado su atractivo después de la ampliación de los *spreads* y a diferencia de otros períodos, los años de tasas de financiación bajas, los estímulos fiscales y el repunte de las economías han fortalecido los balances de las empresas y están mejor preparadas para afrontar el actual entorno.

En definitiva, durante el primer trimestre, los bonos han seguido vendiéndose con los crecientes datos de inflación y es que los rendimientos de los bonos del gobierno han llegado a los niveles que se preveían para finales de año y el recorrido se ha hecho sólo en un trimestre. Esto explica en buena parte la caída de precio de los bonos en el primer trimestre del año.

El aumento de la rentabilidad de los bonos nos permite adquirirlos a niveles más atractivos y aumentando el *carry* positivo del conjunto de la cartera. Esta variable cada vez tiene una mayor incidencia en la atribución de rentabilidad después de años con rentabilidades negativas y actúa como colchón ante oscilaciones del mercado. El mayor aumento de los tipos de interés dependerá en buena parte de la evolución de la inflación, y para que esta se desvanezca debe mejorar el conflicto en Ucrania, la evolución del precio de las commodities y los problemas en los canales de distribución. De esta forma se conseguirá una mayor estabilidad en la renta fija.

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

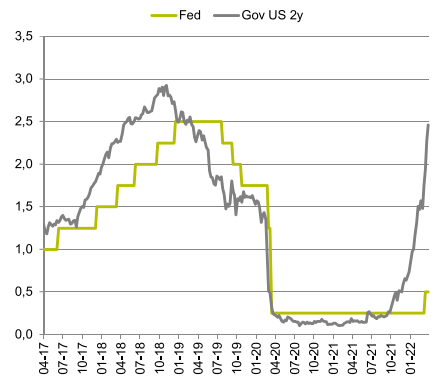
Bonos del gobierno de EE.UU. a 10-2 años



Fuente: Bloomberg

Evolución del diferencial de rentabilidad 10-2 años de los bonos del gobierno de EE.UU.

Tipos de la Fed vs. Treasury

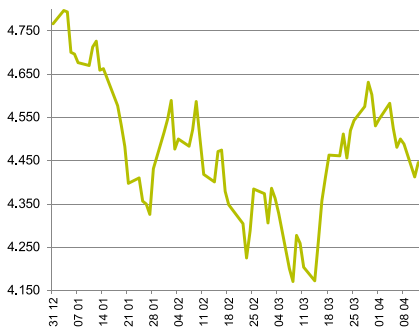


Fuente: Bloomberg

La Reserva Federal ha subido los tipos solo 25 pb este año, pero el Treasury con vencimiento a 2 años ya ha descontado un ciclo completo de ajuste.

Renta variable

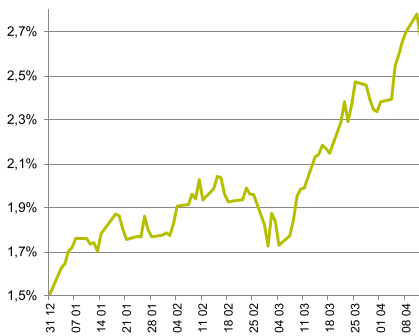
● S&P 500 2022 desde el inicio del año



Fuente: Bloomberg

Varios vientos en contra han hecho que sea un año agitado para el S&P:500.

● Rendimiento del Tesoro EE. UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg

El aumento de las tasas ha sorprendido a muchos inversores.

La Fed, los precios de la energía y Rusia

En caso de que no haya estado siguiendo el mercado últimamente, las tasas de interés son mucho más altas, la confianza del consumidor es débil, los precios de la energía y los alimentos se han disparado y hay una guerra en el continente europeo.

En la última edición del **informe**, comentamos nuestro pronóstico para un entorno de mercado más difícil en 2022 frente a 2021 debido a una Reserva Federal más *hawkish* y la desaceleración del crecimiento de las ganancias. También destacamos el aumento sorprendentemente rápido de las tasas a largo plazo, ya que el rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años pasó del 1,51% al 1,80%. Ojalá lo que vimos en enero fuera el alcance de los problemas del mercado. Por supuesto, eso fue antes que Rusia invadiera Ucrania, el crudo WTI alcanzara los 130 dólares por barril y el rendimiento del Tesoro a 10 años superara el 2,75% mientras la curva se invertía.

En cuanto a la invasión de Ucrania a finales de febrero, el conflicto ha elevado los costes de alimentos, fertilizantes, energía, metales industriales y ha creado una crisis de refugiados en Europa. Ucrania produce el 13% de las calorías del mundo y no está claro que las cosechas de primavera alcancen los niveles anteriores. Ya se estima que el 70% de la producción de trigo de Ucrania podría estar en riesgo. Mientras tanto, Rusia es el mayor proveedor de energía de Europa y esta gran dependencia ha sido objeto de un enorme escrutinio, ya que muchas naciones europeas buscan fuentes alternativas.

**“La gente realmente no cree en las palabras”,
Volodímir Zelensky,
presidente de Ucrania**

Aparte de la invasión, la COVID-19 se niega obstinadamente a irse. Esto ha llevado a una serie de bloqueos draconianos entre las principales ciudades chinas, lo que ha agravado aún más las ya problemáticas cadenas de suministro.

La confianza del consumidor se está desplomando frente a las altas tasas de inflación de los últimos 40 años. De hecho, la lectura más reciente de 12 meses del PPI (índice de precios al productor) alcanzó el 10,0%, mientras que el IPC (índice de pre-

cios al consumidor) llegó al 7,9%. La Fed se ha visto obligada a tomar nota de esta grave situación y se ha redoblado en su recientemente adquirida *hawkishness*. La semana pasada, la gobernadora de la Fed Lael Brainard indicó que la Fed busca reducir su balance considerablemente más rápido que en la recuperación anterior. Lo confirmaron las últimas actas del FOMC, que hablaban de reducir el balance en 95 mil millones de dólares mensuales (60 mil millones de dólares para valores del Tesoro y alrededor de 35 mil millones de dólares para valores respaldados por hipotecas de agencias). No en vano, el consumidor ya ha empezado a notar la subida de tipos, como se puede ver en los tipos hipotecarios. Después de pasar la mayor parte de los últimos 2 años por debajo del 3%, las tasas hipotecarias en los EE. UU. están ahora en el 5,25% por primera vez desde 2011. Esto está afectando aún más la asequibilidad de la vivienda.

De acuerdo, podría haber un repunte significativo en el mercado si la invasión rusa de Ucrania llega a un final negociado. El consumidor verá un alivio instantáneo en forma de precios de energía más bajos y tal vez la inflación total estará un poco menos presionada. Incluso si en el mejor de los casos, el camino por delante para el mercado de valores este año no será fácil.

Charles Castillo
Gestor sénior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Estanterías vacías y materias primas

Lo que la pandemia no consiguió, el conflicto en Ucrania sí que puede hacerlo: las estanterías de los supermercados vacías como última consecuencia del precio disparado de algunas materias primas.

Se ha hablado mucho del papel de Rusia como proveedor de petróleo y gas al resto del mundo, pero su condición de productor clave de productos agrícolas también conlleva que exista un riesgo real de escasez de alimentos en el futuro.

Rusia es un exportador importante de energía en forma de petróleo. Para sustituir la producción rusa y estabilizar el mercado del petróleo sería necesario que Irán, la OPEP, Venezuela o el petróleo de esquisto de Estados Unidos pudiesen abastecer de 3 a 4 millones de barriles diarios adicionales. Las tres primeras opciones se antojan difíciles por las negociaciones necesarias y la última opción tardaría más de 6 meses en dar respuesta al problema por la falta actual de inversiones. De este modo, el precio del petróleo es posible que siga en tensión.

En lo que va de año, los precios de las materias primas suben de media más de un 25%, sumados al 27% de subida que tuvieron en 2021 cuando la escasez de oferta ya era generalizada. El shock en el precio provocado por la invasión a Ucrania pone contra las cuerdas a los gobiernos, pues ya empieza a haber una protesta popular.

En este contexto, resulta crítico contar con una sólida cadena de suministro, algo que se ha complicado temporalmente por los nuevos brotes de COVID en China y el potente terremoto que ha sacudido Japón.

Ucrania, en términos de comercio mundial, representa alrededor del 15% de las exportaciones de maíz y el 10% de las de trigo y, si le sumamos Rusia, es más del 30%. Cuanto más dure la guerra, mayor será el riesgo de que se amplíe el alcance de las sanciones, mayores los precios de las materias primas, mayor la inflación y mayor el revuelo social.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

Cuestionando el dominio del dólar

En vista de las históricas sanciones económicas aplicadas por EE. UU. y sus aliados contra Rusia, el mes pasado supimos que Arabia Saudita estaba considerando aceptar pagos denominados en renminbi en lugar de dólares estadounidenses (USD) por sus exportaciones de petróleo a China. Este hecho pone en duda el dominio del dólar en lo que concierne a la facturación comercial.

Las discusiones sobre la posibilidad de que el dólar estadounidense pierda terreno como moneda de reserva global surgen periódicamente, pero encontrar un sustituto no es tan fácil. El dólar estadounidense domina claramente el comercio internacional. Según el FMI, en 2020, más de la mitad de las exportaciones no estadounidenses y fuera de la UE estaban denominadas en dólares. Esta participación asciende al 75% en los mercados emergentes asiáticos y al 100% en América Latina. Estas cifras han cambiado poco en las últimas dos décadas.

Además, a partir de septiembre de 2021, los depósitos en eurodólares (pasivos de depósitos bancarios denominados en USD mantenidos fuera de los EE. UU.) ascendieron a 17 billones

de dólares americanos, el doble del equivalente de todas las demás monedas del mundo combinadas. Si bien el porcentaje de las reservas de los bancos centrales en USD ha perdido terreno (ha pasado del 71% en 1999 a solo el 59% en 2021), los beneficiarios, en su mayoría, son las monedas occidentales que han establecido vínculos con el dólar. El yuan, que se cita a menudo como un posible sustituto futuro del USD, solo representa algo más del 9% de estas reservas. La falta de voluntad de China para aflojar su control sobre el comercio en renminbi en el extranjero, la falta de cuentas de capital abiertas y su modelo político autoritario obstaculizan su atractivo como moneda de reserva global.

La fiabilidad, la flexibilidad y la liquidez del dólar también explican por qué el índice del dólar estadounidense ha subido un 3,5% durante estos tiempos de gran incertidumbre. ¡No olvidemos que los bonos del Tesoro de EE. UU. siguen siendo el activo seguro a elegir cuando los mercados van a la deriva!

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

Gas natural



Fuente: Bloomberg

Alta volatilidad en el gas natural por el conflicto Rusia - Ucrania.

El índice del dólar estadounidense

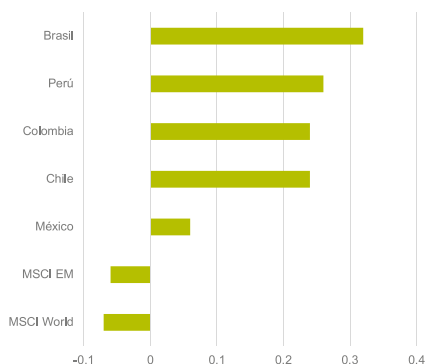


Fuente: Bloomberg

La fiabilidad, la flexibilidad y la liquidez del dólar explican por qué el índice del dólar estadounidense ha subido un 3,5% desde principio de año.

Latinoamérica

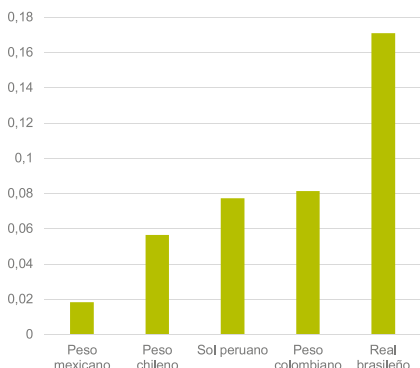
Bolsas de valores latinoamericanas - Retorno YTD



Fuente: Bloomberg

El mercado de acciones de Latinoamérica a la cabeza global en términos de rendimiento en lo que va de año 2022.

Divisas locales latinoamericanas vs. USD



Fuente: Bloomberg

Las principales monedas locales de la región se han revalorizado frente al dólar americano en el primer trimestre de 2022.

Costes y beneficios

Latinoamérica asiste a la agresión rusa contra Ucrania desde una lejanía tanto geográfica como política. Sin embargo, no escapa de las consecuencias que esta traslada a nivel global y, además, sí cumple un papel relevante de manera indirecta.

Latinoamérica asiste a la agresión rusa contra Ucrania desde una lejanía tanto geográfica como política. Sin embargo, no escapa de las consecuencias que esta traslada a nivel global y, además, sí cumple un papel relevante de manera indirecta.

El fuerte incremento del precio de las materias primas tiene importantes efectos en la economía de una región muy dependiente de ellas. En primer lugar, la subida de los hidrocarburos está beneficiando a los países productores, como Brasil, Colombia, México o Venezuela y castigando a los no productores, como los centroamericanos o Chile. Por otro lado, Latinoamérica es productor de referencia global de metales e insumos agrícolas que siguen esta misma tendencia provocada por la crisis de oferta. Chile es el líder mundial en obtención de cobre; México, el mayor de plata, y Brasil, el tercero de hierro. Perú tiene los tres anteriores y otros como el plomo, mientras que Cuba y Brasil también tienen peso en la producción de níquel. Además, Argentina y Brasil tendrán la posibilidad de impulsar las exportaciones de trigo y maíz, toda vez que el granero de Europa y parte del mundo, Ucrania, se encuentra en mínimos.

Latinoamérica lidera los índices globales de renta variable en términos de rendimiento en lo que va de año 2022

El mercado no ha dejado pasar desapercibida esta situación, colocando el mercado de acciones de Latinoamérica a la cabeza global en términos de rendimiento en lo que va de año 2022. El índice Bovespa de Brasil avanza un 32% al momento de escribir estas líneas, el Mexbol mexicano lo hace en un 6% y los índices de referencia de Chile y Colombia suben un 24% respectivamente, citando las mayores bolsas de la región. También las divisas locales se han revalorizado frente al dólar, destacando el real brasileño (+18%), el peso colombiano (+9%) y el sol peruano (+8%).

Sin embargo, no todas las implicaciones son positivas. El entorno inflacionario global deteriorará las estimaciones de crecimiento globales y Latinoamérica no escapa de ello. Se están viendo importantes presiones al alza en los precios de la gasolina, los alimentos o los fertilizantes, que minoran sensiblemente la renta disponible de la población, que a su vez no siente directamente los beneficios mencionados con anterioridad. Las tensiones sociales están creciendo. Las protestas de Perú son probablemente un anticipo de lo que está por venir y el espectro político está cada vez más polarizado en año de elecciones en Brasil y Colombia. Los bancos centrales latinoamericanos fueron los primeros en tomar medidas para combatir la inflación subiendo tasas, pero por supuesto ello tiene un precio, poniendo en jaque la recuperación pos-COVID y encareciendo la financiación.

Con todos estos ingredientes, pensamos que existen oportunidades interesantes en la región, pero es necesario ser muy selectivos. Varios factores apoyan la apuesta por contar con exposición a activos de renta fija corporativa latinoamericana: los eventos recientes han reducido el universo de inversión en mercados emergentes, el importante peso de los sectores energético y de materiales, las tasas de impago se sitúan por debajo de la media de esta clase de activo (estimaciones de 2.5% para este año), la deuda corporativa latinoamericana tiene un mejor retorno ajustado por riesgo que sus pares emergentes y, por último, los balances de las empresas gozan en general de buena salud, con un notable desapalancamiento en los últimos años. Geográficamente, favorecemos México y Brasil, infraponiendo Chile (la probable rebaja de calificación crediticia soberana puede contagiar a la corporativa) y Argentina. Sectorialmente, nos gustan los servicios públicos, los exportadores de materias primas y los productores de proteínas.

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
