

# Informe trimestral

## Nuestra visión de los mercados

### Predicciones

**Terminamos un año extraordinario, con una macro en punto álgido, con la mayoría de activos cerrando curso con rendimientos acumulados más que aceptables y sin apenas volatilidad. Parece difícilmente repetible.**

Creemos firmemente que no se debe predecir. Es mucho más productivo dedicar los esfuerzos a entender bien el entorno y a adaptar las carteras adecuadamente. Es crítico tenerlas preparadas para lo que no podemos anticipar, mucho más que para lo que creamos que vaya a pasar. Sin embargo, es tradición navideña que todos los que nos dedicamos a los mercados intentemos pronosticar lo que nos deparará el curso entrante, a ver si acertamos y nos dan el título de pitonisa del año. Los estrategias suelen anticipar más de lo mismo, y no iba a ser la excepción esta vez. Si hacen caso del consenso (de la opinión "media"), el 2018 mínimo va a empezar como terminó el 2017. Puede ser. O puede que no. Peter Lynch (uno de los mejores inversores de la historia) decía que, a efectos de adivinar el futuro, "si todos los economistas se tumban en el uno al lado de otro, no sería mala cosa".

El entorno ciertamente sigue siendo muy propicio para los mercados, que podrían seguir repartiendo alegrías como los Reyes Magos. La economía es de una solidez insospechada hace unos meses. Hay que remontarse años, si no décadas, para encontrar datos parejos a los actuales en muchas de las métricas. Sin inflación, los bancos centrales nos regalan políticas monetarias aún extraordinariamente laxas, y se pueden permitir retirarlas solo gradualmente. Sin tipos de interés de referencia atractivos, los inversores, que rara vez saben estarse quietos, buscan extraer hasta el último resquicio de rentabilidad de cada rincón de los mercados.

Pero todo lo anterior ya está en precio, y las valoraciones de renta variable y renta fija no convivirían nada bien con escenarios distintos. Teóricamente, los activos financieros descuentan en todo momento las expectativas de los inversores. Debemos preguntarnos

pues, qué puede sorprender a los inversores, y en qué dirección. La verdad es que no es fácil imaginar qué podría salir mejor. Sin embargo, y sin pensar en lo peor, creemos que hay varios factores críticos que monitorizar, que podrían complicarles la vida a los mercados, siendo el principal de ellos la inflación. Es la pieza sobre la que se sostienen todas las demás. Si repunta, podría forzar a bancos centrales a ser un poco menos amables, o -aún peor- se podrían disparar los tipos de interés a los que cotizan las emisiones gubernamentales a largo plazo. Lo anterior podría provocar un "efecto dominó" dentro y fuera de la renta fija, dado que los precios de muchos activos han subido más por comparación con los tipos cero que por los propios fundamentales.

Mientras los fundamentales sigan sólidos, que creemos que será el caso, intentaremos aprovecharlo pero invirtiendo a medio gas. Solo con que incremente la volatilidad (en niveles sin precedentes) se pueden dar oportunidades interesantes para comprar, que únicamente podremos aprovechar si tenemos el espacio en las carteras.



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 (2018 1T)

- 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

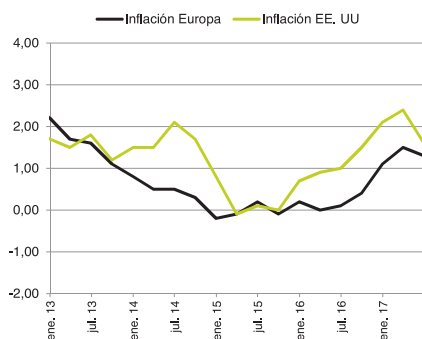
- Petróleo 
- Oro 

#### Divisas

- EUR/USD 

# Situación macroeconómica

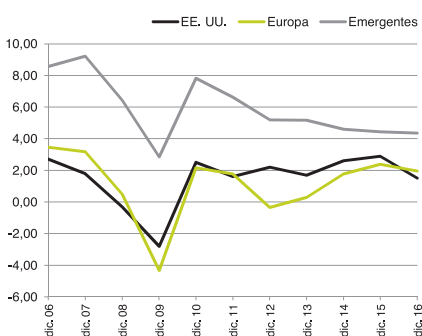
## Inflación Europa y EE. UU.



Fuente: Bloomberg

La presión inflacionaria se mantiene bajo control.

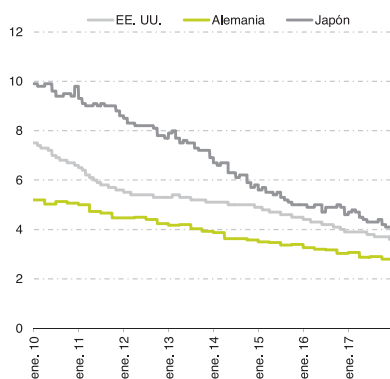
## Crecimiento del PIB en EE. UU., Europa y Emergentes



Fuente: Bloomberg

La economía mundial está experimentando la expansión sincronizada más amplia en más de una década.

## Tasa de paro en EE. UU., Alemania y Japón



Fuente: Bloomberg

Las presiones inflacionarias se han mantenido bajo control a pesar del mercado laboral restringido.

## La dinámica cambiará en 2018

**El consenso espera un crecimiento global robusto, una inflación modesta y unos tipos oficiales bajos para 2018. El riesgo principal de este entorno macro de cuento de hadas, en nuestra opinión, es un aumento de la inflación que obligaría a los mercados a descontar un ritmo más rápido en la normalización de las políticas monetarias.**

La economía mundial está experimentando la expansión sincronizada más amplia en más de una década, pues tanto los países desarrollados como los emergentes siguen ganando fuerza. Aunque puede haber una pausa en el *momentum*, es difícil ver qué podría hacer descarrilar la economía, al menos en el corto plazo. Mirando las economías desarrolladas, por primera vez la eurozona ha crecido mucho más rápido de lo esperado en 2017 y los PMI apuntan a una robustez continuada. Las economías que han tenido peor comportamiento, como Francia e Italia, ven cómo sus tasas de crecimiento están alcanzando a las del resto de la región, mientras Alemania sigue líder.

Aunque los EE. UU. están en una fase mucho más tardía del ciclo, el crecimiento en 2017 también fue mucho mayor de lo esperado, pues la economía se benefició de la recuperación global, unas condiciones financieras favorables continuadas, un dólar más débil, una inflación y un crecimiento de los salarios moderados a pesar de un mercado laboral tensionado. En Japón, la mayor sorpresa ha sido la fuerte recuperación en gasto en inversión empresarial. En realidad, el principal tema detrás del crecimiento global

**¿Qué puede descarrilar al crecimiento en 2018? Pensamos que el principal viento en contra acechando en la sombra es la inflación.**

continuado en 2018 es la mejora en capex. El hecho de que el último año no tuviera vientos en contra ha permitido el regreso de la confianza empresarial. En efecto, las empresas habían estado retrasando los proyectos de inversión en los últimos años a causa de la alta volatilidad en la economía global. Además, la inversión podría ser especialmente fuerte en los EE. UU. donde la reforma fiscal proporciona un incentivo inmediato para disparar el gasto en inversión. En relación a los mercados emergentes, China seguirá desacelerándose

a medida que el gobierno se centre más en controlar la deuda pública y las reformas estructurales. No obstante, el crecimiento en los mercados emergentes se ha diversificado y es menos dependiente de China, beneficiándose del fuerte crecimiento en el resto del mundo. Además, las reformas estructurales han hecho que sus economías sean más inmunes a un dólar más fuerte y unos tipos de interés más altos. Finalmente, el aumento en los precios de las materias primas ha proporcionado un viento de cola, especialmente en Latinoamérica. Entonces, ¿qué podría hacer descarrilar esta perspectiva positiva? En 2017 el aumento del populismo fue probablemente el mayor riesgo en la mente de los inversores. No obstante, los sucesos políticos durante el próximo año no parece que vayan a causar nada parecido a los miedos existenciales causados por las elecciones francesas de 2017. La economía italiana, como ya hemos dicho, está en camino de recuperarse, lo que debería hacer que los partidos anti-sistema ya no ganen tracción. Además, el nuevo sistema electoral favorece las coaliciones, lo que resulta particularmente perjudicial para el partido populista Cinco Estrellas. En Europa, el Reino Unido posiblemente siga rezagado mientras se alargan las negociaciones del "Brexit" y las posibilidades de nuevas elecciones aumentan. La incertidumbre que sigue reinando tendrá un impacto negativo en la economía, pero debería limitarse al Reino Unido.

En nuestra opinión, el principal viento en contra que acecha en la sombra es la inflación. Las presiones inflacionarias han permanecido bajo control a pesar del fuerte crecimiento y del mercado laboral tensionado en muchos países como los EE. UU. y Alemania. No obstante, suele haber un decalaje de 6 trimestres entre el crecimiento del PIB y la inflación, así que el crecimiento más fuerte que empezó en la segunda mitad de 2016 pronto debería empezar a tener impacto sobre la inflación. Un marcado aumento de la inflación podría sorprender a los mercados y llevarlos a anticipar una normalización más rápida de las políticas monetarias, lo que presionaría al alza los tipos a largo plazo, repercutiendo a su vez en el crecimiento global.

Jadwiga Kitovitz, CFA  
Responsable Gestión Multiactivo  
y Clientes Institucionales

# Renta fija

## 2018, el inicio de la normalización

Nos aproximamos a un nuevo escenario de cambio en la política monetaria de los bancos centrales que podría dar lugar a una subida de la rentabilidad de los bonos con el consiguiente impacto en el precio.

En un entorno en el que las perspectivas económicas son positivas con un clima de elevada confianza, una mejora del empleo y un incremento del consumo privado, lo que sin duda marcará el año 2018 es el principio del fin de las políticas monetarias ultraexpansivas. La inflación, variable clave que seguir, continúa baja, pero la probabilidad de sorpresas de inflación al alza es más elevada que en años anteriores, sobre todo en un marco de expansión económica más dinámico y que influya en una aceleración del crecimiento de los salarios.

El gran riesgo de la renta fija es la duración y el cuándo van a normalizarse las primas de riesgo. El rally puede continuar si el proceso de aumento de tipos de interés es gradual. Seguir invirtiendo sí, porque también existe el riesgo de quedarse fuera, pero evitando caer en la complacencia. Podemos diferenciar dos partes en el año: una primera en la que se entenderá el status quo monetario y el exceso de liquidez, aunque menor que en años anteriores, gracias al todavía fuerte soporte por parte del BCE; y una segunda parte cuando se conozca la decisión sobre la continuidad del QE,

El gran riesgo: la duración y cuándo van a normalizarse las primas de riesgo. Si los tipos aumentan gradualmente, el rally continúa.

donde deberemos estar preparados para hacer frente a una mayor volatilidad, ya que una reducción abrupta de los diferentes programas de compra de activos podría tener un impacto sobre el retorno de diferentes activos.

¿Qué esperamos de las diferentes clases de activos de renta fija? En gobiernos, donde se ha experimentado un fuerte aumento de la deuda global (un incremento del 40% desde 2008 según el Banco Internacional de Pagos), un mayor volumen

de emisiones netas y mayores presiones inflacionistas llevarán al alza las TIR de los bonos.

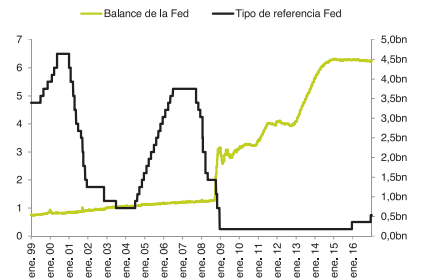
En crédito, a nivel fundamental se presenta un entorno positivo: buenos datos a nivel macro y micro, buena acogida de los primarios, mejora esperada de las calificaciones y baja tasa de default (media High Yield <2%); pero con las TIR tan bajas el riesgo aumenta, lo que obliga a extremar la prudencia. La selección de crédito cobra mayor importancia, si cabe, en el proceso de inversión, y el diferencial de crédito que exigimos deberá compensar el riesgo asumido. Por el momento preferimos la combinación de calidad crediticia, inversión en tramos medios y una subordinación mayor. Particularmente, el sector financiero ha estado bien capitalizado y han mejorado las métricas, y además le beneficia el aumento de tipos y una previsible menor regulación.

Los fundamentales de los países emergentes siguen mejorando en línea con los buenos datos macro que vemos a nivel global al igual que mejoras en el balance por cuenta corriente y acumulación de divisas. Ayudan a diversificar la cartera y ofrecen rentabilidades más interesantes que los mercados desarrollados. Están contribuyendo a la aceleración global, ya que la estabilización de sus monedas ha provocado una importante desinflación que ha permitido a algunos bancos centrales (Brasil, Rusia, India e Indonesia) relajar sus condiciones financieras. La búsqueda de rentabilidad continuará, con lo que se esperan que continúen los flujos de entrada en estos activos.

Ante el escenario previsto, será necesario dotarse de una mayor flexibilidad e internacionalización en las inversiones para aprovechar un mayor universo de activos. "Que la fuerza (en la renta fija) os acompañe" en 2018.

Josep M Pon, CIIA  
Responsable de Renta Fija

## Política monetaria convencional vs no convencional



Fuente: Bloomberg

En los últimos tiempos la política monetaria no convencional ha mantenido los tipos en niveles bajos.

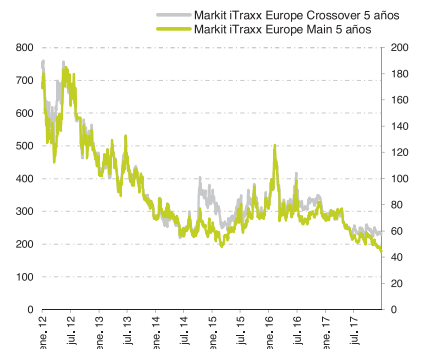
## Deuda sobre PIB

País	Deuda sobre PIB
Japón	222,2%
Grecia	179,4%
Italia	132,5%
Portugal	130,4%
Singapur	112,9%
Bélgica	106,0%
Canadá	99,4%
España	99,4%
Francia	96,4%
Reino Unido	89,3%
Austria	84,6%
Estados Unidos	76,5%
Irlanda	72,9%
Alemania	68,4%

Fuente: Bloomberg

El % de deuda sobre PIB en los países desarrollados está en niveles elevados.

## Evolución spreads crédito EUR

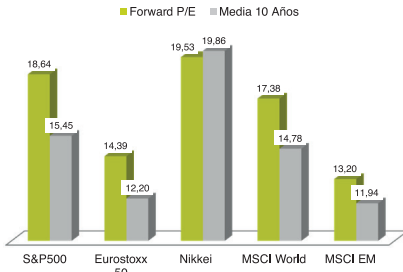


Fuente: Bloomberg

Los diferenciales se mantienen en mínimos históricos tanto en los bonos Investment Grade como High Yield.

# Renta variable

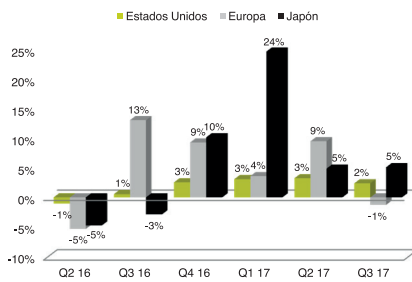
## P/E Bolsas Mundiales



Fuente: Bloomberg

Las valoraciones son ajustadas en la mayoría de regiones, especialmente en los EE. UU., con los forward P/E cotizando muy por encima de su media de los últimos 10 años.

## BPA Bolsas Mundiales



Fuente: Bloomberg

Los beneficios del tercer trimestre en la mayoría de regiones fueron positivos gracias a un efecto base favorable tanto en materias primas como en financieras.

## Rendimiento mercados 2017

	Cierre a 29/12/2017	Cotización	2017 %	2016 %
EE.UU.	S&P 500	2.673,61	21,82%	11,95%
	DJ Indus. Avg	24.719,22	28,11%	16,50%
	NASDAQ 100	6.396,422	32,99%	7,27%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 € Pr	3.503,96	9,95%	4,83%
	Francia (CAC 40)	5.312,56	12,54%	8,81%
	España (Ibex 35)	10.043,90	11,25%	2,55%
	RU (FTSE 100)	7.687,77	11,95%	19,15%
	Alemania (DAX)	12.917,64	12,51%	6,87%
	Suiza (SWISS)	9.381,87	17,88%	-3,39%
	Italia (FTSE MIB 30)	21.853,34	16,90%	-6,51%
Paises Bajos (AEX)	544,58	16,52%	13,60%	
JAPÓN	TOPIX	1.817,56	22,20%	0,31%
	NIKKEI 225	22.764,94	21,29%	2,38%
EMERGENTES	México	49.354,42	10,11%	7,92%
	Brasil	76.402,08	26,86%	38,93%
	Argentina	30.065,61	77,72%	44,90%
	China	3307,172	8,75%	-10,50%
	India	34.056,83	29,56%	3,47%
	Corea	2.467,49	22,25%	5,15%
	Rusia	2.109,74	-0,13%	32,77%

Fuente: Bloomberg

Los retornos en Europa se rezagaron respecto a los EE. UU. en 2017. Tal vez podamos ver una reversión de eso en 2018.

## 2018: ¿Continúa la subida u ojo, comprador?

**El S&P 500 sube un 250% desde mínimos de 2009. Ha habido muchos años fuertes para los mercados desde la Gran Recesión del 2008, y el año 2017 ha sido uno más de ellos. La pregunta es: ¿puede el 2018 ser uno más de estos años superiores, o tendremos al fin lo que algunos creen que será un mercado bajista que ya tocaba?**

Se esperaba que el S&P 500 acabara el 2017 con un 20% al alza aproximadamente, pero la mayoría de estas ganancias se consiguieron en los dos primeros meses del año junto con los últimos tres meses. Durante enero y febrero los mercados siguieron con las subidas que empezaron con la elección de Donald Trump. Los inversores estaban entusiasmados por participar en el “reflation trade” y perseguían a las acciones de industriales y financieras. En cuanto llegó marzo, el *momentum* del “reflation trade” desapareció. Las esperanzas de una economía más fuerte empujada por la reforma fiscal se diluían al ver que el Partido Republicano fracasaba a la hora de aprobar cualquier ley relevante. No obstante, los Republicanos consiguieron reagruparse durante el 4º trimestre y la posibilidad de la reforma fiscal volvió a llevar a los mercados al alza. Hacia finales de noviembre vimos dos sucesos que conspiraron para provocar una fuerte subida. El primero fue el nombramiento de Jay Powell, más conciliador, como nuevo Presidente de la Fed; y el segundo fue el

subió los tipos tres veces en 2017 y el mercado de renta variable se disparó hacia arriba al compás de esas subidas. ¿Podríamos ver más de lo mismo en 2018?

Las valoraciones son otra de las preocupaciones de los mercados estadounidenses, pues el S&P cotiza a un BPA de consenso de 2017 de 20x que parece tensionado. Eso también hace que la renta variable europea parezca atractiva en comparación, pues los ingresos aumentan, el sentimiento económico está en máximos no vistos en años y la valoración no es excesivamente cara. Aun así, sigue siendo necesario tener en cuenta que se espera que los beneficios en los EE. UU. crezcan un 10% en 2018, lo que empuja al múltiplo del forward del S&P hacia abajo hasta un más razonable 18x, y eso sin incluir los beneficios de la reducción del impuesto de sociedades del 35% al 21% ni el de la disminución de acciones empujada por la repatriación de efectivo.

Estilísticamente, el sector tecnológico ayudó a que las acciones “de crecimiento” tuvieran un comportamiento superior a las acciones “valor” en 2017, pero muchos analistas de Wall Street esperan que el estilo de inversión valor vuelva a verse favorecido en 2018. Esto tiene su lógica desde el punto de vista de que las acciones tecnológicas no se verán especialmente beneficiadas por la reforma fiscal, ya que recogen más del 50% de sus beneficios del extranjero y los grandes beneficiados de la reforma fiscal (industriales, telecomunicaciones y financieras) se consideran, en su mayoría, “valor”. No obstante, vale la pena mencionar que varios de los grandes nombres del sector tecnológico tienen grandes cantidades de efectivo en el extranjero que van a poder repatriar en 2018. Si las acciones de financieras, industriales e incluso posiblemente tecnológicas están posicionadas para tener un buen comportamiento en 2018, ¿quiénes no lo están? Principalmente las acciones asimilables a obligaciones (servicios públicos, REIT y consumo básico), que obtienen un mayor porcentaje de ingresos a nivel nacional, pero no suelen tener un buen comportamiento cuando se espera que suban los tipos de interés.

**La versión bajista es que si la inflación empieza a subir, podríamos ver a una Fed agresiva, lo que frenaría la subida.**

progreso tangible de los esfuerzos del Senado para aprobar la reforma fiscal.

Ahora que el 2017 queda atrás, necesitamos considerar qué dirección tomarán los mercados y qué tendremos a favor o en contra. La versión bajista es que si vemos una aceleración de la economía a inicios de 2018 y la inflación empieza a remontar, podríamos ver una Fed más agresiva. Si la Fed siente la necesidad de subir los tipos 5 o 6 veces para mantener la inflación a raya, eso podría hacer descarrilar la subida de los mercados. Las últimas predicciones de tipos de la Fed (el “dot plot”) apuntan a tres subidas potenciales en 2018. El mercado de futuros de la Fed, no obstante, solo descuenta la posibilidad de dos subidas en 2018. Recordemos que la Fed

Charlie Castillo  
Gestor Senior



# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## Los Reyes no traen carbón, traen níquel.

Las materias primas han tenido un retorno cercano al +4% en 2017 después de un fortísimo 2016, aunque se ha producido una divergencia importante entre la rentabilidad de unas y otras. Los metales industriales han subido un +24%, mientras que las materias primas agrícolas han vuelto a cerrar el año con caídas del -11%.

Y en 2018, ¿qué esperamos? Petróleo y oro no atractivos. Al petróleo le favoreció en 2017 la extensión de recortes de producción por parte de la OPEP. Sin embargo, este efecto se vio compensado por el incremento de producción en EE. UU. (shale). La EIA estima que seguirá habiendo un incremento de producción shale durante 2018, lo que debería presionar el precio a la baja. El oro suele comportarse mal cuando los bancos centrales retiran estímulos monetarios (o lo anuncian). Sin embargo, su condición de activo refugio le ha permitido cerrar 2017 en positivo, sobre todo cuando las amenazas de Corea del Norte eran más reales. En 2018 el entorno para el oro será similar.

Pero sí que hay súper tendencias que creemos que influirán positivamente en alguna materia

prima, como es el caso del níquel, que en los últimos meses se ha beneficiado de cambios regulatorios en Filipinas e Indonesia a favor del medio ambiente. Y eso favorece a su precio, ya que a día de hoy el níquel se usa en más del 70% de las baterías utilizadas en vehículos eléctricos (entre ellos los de Tesla y Chevy Bolt). La creciente demanda de vehículos eléctricos no está metida en el precio del níquel, puesto que a poco que se fabriquen 15 millones de vehículos eléctricos de aquí a 2025, la demanda de este metal debería aumentar cerca de un 40%, lo que con alta probabilidad provocaría escasez de oferta con su consecuente incremento de precio.

*Miguel Ángel Rico*  
Analista de inversiones

DIVISAS

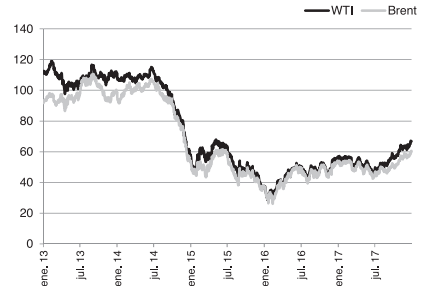
## El euro recuperará las fuerzas en 2018

La subida plurianual del dólar llegó a su fin en 2017, pues el billete verde corrigió más de un 13% contra el euro, a pesar de un ligero rebote a finales de año. Aunque el rebote podría seguir adelante si el crecimiento sigue sorprendiendo al alza, lo que aumentaría las expectativas de un aumento de tipos de interés, creemos que no duraría mucho. La reforma fiscal está prácticamente descontada y su impacto en la economía debería ser modesto. Lo que realmente importa para el dólar es la valoración que los mercados hagan del margen de maniobra de la Fed para endurecer su política, en vez de cuándo será la próxima subida de tipos. A pesar del impacto positivo de la reforma fiscal y de una potencial mejora del capex, los EE. UU. se encuentran en las últimas fases del ciclo. No obstante, otras regiones como la eurozona y los países emergentes siguen en fase de expansión, lo que apoya a sus monedas. Además, seguimos creyendo que el nivel actual de tipos de interés en la eurozona no refleja la situación macroeconómica subyacente. Mientras el crecimiento en la eurozona siga cogiendo velocidad y los riesgos políticos disminuyan (no vemos que los sucesos en Italia, Cataluña o Alemania sean relevantes), creemos que los mercados empezarán a descontar a un banco central más agresivo, y por lo tanto, darán soporte estructural al euro.

En relación al yen, pensamos que es demasiado pronto para considerar un cambio en la política del Banco de Japón. El Primer Ministro Abe, con una sólida mayoría, asegura una política de continuidad y el apoyo al actual liderazgo del Banco de Japón y sus políticas acomodaticias. Además, las presiones inflacionistas permanecen bajo control. No obstante, un repunte sorpresa de la inflación podría cambiar las expectativas de los mercados respecto a los tipos de interés e impulsar el yen. ¡Recordemos también que el yen actúa como refugio cuando los mercados se ponen feos!

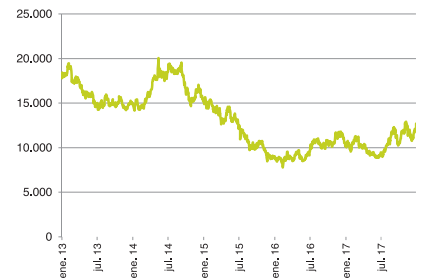
*Jadwiga Kitovitz, CFA*  
Responsable Gestión Multiactivo  
y Clientes Institucionales

## WTI y Brent



Fuente: Bloomberg  
Tras volatilidad, toca estabilidad.

## Evolución del Níquel



Fuente: Bloomberg  
Tendencia de futuro, aún no reflejada.

## Tipo de cambio EUR/USD



Fuente: Bloomberg  
Pensamos que el reciente rebote del dólar no tendrá recorrido y el euro debería ver más subidas en 2018.

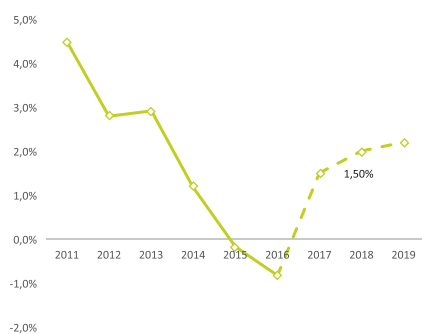
# Latinoamérica

## Renta Variable Emergente vs. Renta Variable Mundial



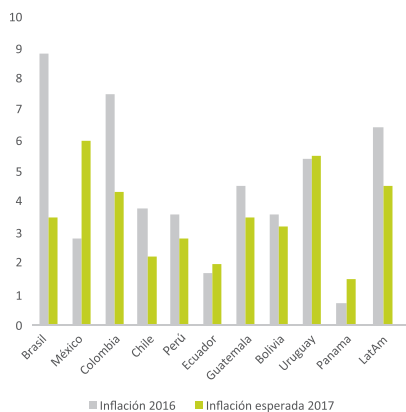
La renta variable en LatAm tuvo un comportamiento positivo, obteniendo un retorno cercano a la renta variable mundial.

## Crecimiento esperado



Latinoamérica tocó fondo en el año 2016 y se espera que en los próximos dos años la economía de la región continúe mejorando.

## Inflación esperada



El año 2017 se caracterizó por la desinflación en la mayoría de países de Latinoamérica, lo cual es atípico pues la característica principal de la región es tener altas inflaciones.

## Latinoamérica: un despegue prometedor

El 2017 fue un año positivo para Latinoamérica. En la mayoría de países se evidenció una tendencia a la recuperación económica y a la desinflación. En 2018 se espera que la actividad económica continúe mejorando en casi todas las economías. Sin embargo, las incertidumbres políticas generarán turbulencias.

En los últimos años no se observaban señales de recuperación económica en Latinoamérica. Aún existían secuelas de la fuerte caída de los precios de las materias primas, de los escándalos de corrupción y del deterioro de la situación macroeconómica en general. Sin embargo, el panorama ha mejorado: factores como el crecimiento medido por el PIB real y la inflación en la mayoría de los países de la región lo demuestran. Latinoamérica, como un todo, se expandió cerca del 1,5% en 2017 después de una contracción del -0,8% en 2016. Por su parte, la inflación de la región (excluyendo Venezuela y Argentina) cayó del 6,4% en 2016 al 4,5% en 2017, y en consecuencia, algunos bancos centrales (como Brasil y Colombia) han tenido espacio para relajar su política monetaria e impulsar aún más el crecimiento económico, un factor que ha limitado la valorización de la renta fija en moneda local.

Lo más probable es que la tendencia de recuperación continúe y la región crezca entre un 2% y un 2,2% en los próximos dos años, beneficiándose adicionalmente de un crecimiento global sincronizado. Dichas expectativas se vieron reflejadas en el índice MSCI Emerging Markets Latin America en USD, que se revalorizó cerca de un 20% en 2017, inferior al 35% del MSCI Emerging Markets pero con una ganancia similar a la renta variable mundial.

Es importante tener presente que Latinoamérica se encuentra en transformación. Por ejemplo, históricamente las grandes compañías por capitalización bursátil en Brasil se han caracterizado por ser productoras de materias primas, pero hoy en día este lugar lo ocupan bancos y empresas de consumo, dos sectores que deberían favorecerse de la recuperación económica. Esta tendencia es sincronizada, pues el sector financiero se encuentra actualmente entre los sectores que más pesan en los índices bursátiles de Colombia, Perú y Chile, algo no pensado a inicios del siglo XXI.

Las buenas noticias no acaban aquí. 2018 es un año prometedor para la región principalmente por tres razones. En primer lugar, es probable que las condiciones macroeconómicas en LatAm continúen

mejorando debido a la reactivación de la actividad económica, el ajuste de los déficits fiscales y comerciales y la disipación de choques temporales que afectaron el nivel de precios. En segundo lugar, el eterno enemigo de las monedas latinoamericanas parece que seguirá ausente: el dólar estadounidense no se fortalecerá debido

Es probable que la recuperación continúe y la región entre un 2% y un 2,2% en los próximos años.

a que no se esperan subidas agresivas en tipos de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, pues la inflación en la primera economía del mundo puede que tarde aún más en llegar debido a cambios estructurales como el impacto de la tecnología en el nivel de precios. Por último, la demanda de activos de la región por parte de inversores internacionales buscando rendimiento y diversificación en un entorno de bajos tipos de interés a nivel global y abundancia de liquidez juega un papel determinante en el momento de invertir alrededor de América Latina.

El año 2018 no está exento de riesgos, y para Latinoamérica la turbulencia la generarán principalmente las elecciones presidenciales en Colombia, México y Brasil en los meses de mayo, julio y octubre respectivamente, que pondrán a prueba las reformas estructurales que requiere la región y la continuidad de políticas amigables con el mercado, pues existen posibilidades de que partidos diferentes al status quo lleguen al poder. Esta incertidumbre inyectará volatilidad en los diferentes activos de la región y posiblemente las monedas se vean presionadas con un sesgo a la depreciación, y la lateralidad vista en el índice Latin America Currency Index de JP Morgan que finalizó el año 2017 con una valorización cercana al 0,6% se verá amenazada. Recordamos que el camino pinta agradable, pero mientras se tengan más objetos en el radar solo habrá que ajustarse los cinturones.

Diego Fernando Agudelo López  
Analista Latam

# 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 el *Institut Nacional Andorrà de Finances* (INAF).
- **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

---