

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

¡Vacaciones!

Actualizamos pronósticos para los mercados para lo que queda de curso. Un crecimiento global sincronizado, la ausencia de presiones inflacionistas y la esperanza en Europa a nivel político hacen pensar en un entorno benigno para la segunda mitad de año.

Imaginen su destino soñado, hagan una lista de todo lo que les encanta hacer (incluso lo más secreto e inconfesable) y supongan que un agente de viajes les contacta para ofrecerles las vacaciones de su vida. Solo hay una condición. Al acabar el viaje, deberá tomarse una pastillita que hará que no recuerde nada de nada de estos días, nunca más. Tal vez les sorprenda, pero la mayoría de las personas escogerán tener vacaciones más normalitas. Daniel Kahneman, el único psicólogo con un premio Nobel de economía, demostró que en el cerebro humano cohabitan dos “yo”: el experimentador y el narrador. El primero vive lo que nos pasa; el segundo se encarga de construir y almacenar nuestros recuerdos. Guarda un relato de lo que hemos vivido, que no suele ajustarse a la realidad: procura borrar lo que nos incomoda (nos recordamos más hábiles y listos de lo que somos) y recuerda las cosas de manera más amable de lo que verdaderamente han sido. Kahneman hizo un experimento en el que comparaba pacientes sometidos a una colonoscopia corta, que acababa en el momento de máximo dolor, y a otra idéntica a la primera en la fase inicial pero mucho más larga y que finalizaba en el momento de menos dolor. Preguntados meses después, los pacientes de la segunda tenían más predisposición a repetir experiencia que no los de la primera (cuando resulta obvio que, siendo idénticas en la primera parte, cuanto antes se acabe, mejor). De los dos “yo”, manda el narrador. Es quien toma las decisiones. Es quien tiene la tarjeta de crédito y quien no aceptará ir de vacaciones a un lugar donde no pueda tomar fotografías.

Respecto a los mercados financieros, es también el “yo” narrador quien pulsa el botón de comprar o vender. Le hace falta

un relato para convencerle de hacer una cosa o la otra. Para intentar anticipar el comportamiento de los mercados resulta esencial pues tratar de anticipar cuál es la historia que los inversores se explicarán a sí mismos. Creemos que podría muy bien ser la siguiente: disfrutamos de un entorno económico razonablemente sólido a escala global (por más que sea moderado, es la primera vez que hay crecimiento global de manera sincronizada desde 2010), sin presiones inflacionistas (el crudo difícilmente puede subir mucho desde los niveles actuales, entre muchos otros motivos que no caben en este artículo), lo cual permite que los bancos centrales vayan pensando en cómo ir retirando los extraordinarios estímulos inyectados pero sin prisas (y por lo tanto, no resultan un obstáculo para los mercados), mientras los beneficios empresariales sorprenden al alza. En el plano político, el “Brexit” y el señor Trump pueden haber convencido a los gobernantes de la zona euro de que es hora de ir todos a una (irónicamente, ya que muchos temían la salida de los ingleses como el inicio del final del euro y tal vez ha sido justo lo contrario) y por fin podemos contar con un eje francoalemán que lidere el proceso (Macron y Merkel parecen en clara sintonía). Por supuesto hay riesgos y se podría torcer, y el verano suele traer volatilidad. Pero mientras la narrativa sea así de sólida, creemos que hay que ser optimista y aprovechar las oportunidades para posicionar las carteras para una buena segunda mitad de año. Buenas vacaciones a todos, con o sin fotografías, en todo caso.

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 (2017 3T)

Monetario	➔
Renta fija	➘
Renta variable	➔

Renta fija

GOBIERNO:	
EE.UU.	➔
Eurozona	➘

GRADO DE INVERSIÓN:

EE.UU.	➘
Eurozona	➘

HIGH YIELD:

EE.UU.	➔
Eurozona	➔

EMERGENTES

	➔
--	---

Renta variable

EE.UU.	➘
Eurozona	➔
Japón	➔
Emergentes	➔

Materias primas

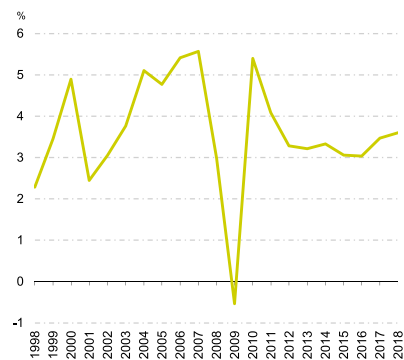
Petróleo	➔
Oro	➔

Divisas

EUR/USD	➔
---------	---

Situación macroeconómica

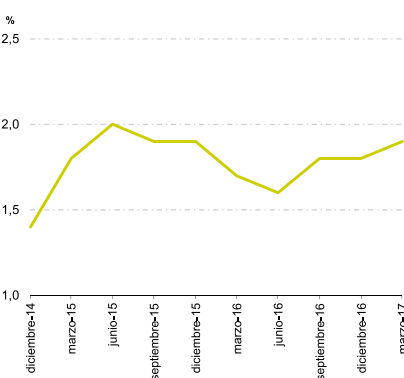
PIB Mundial



Fuente: Bloomberg, OCDE

Se espera que el PIB mundial, tras estabilizarse en niveles cercanos al 3% durante los dos últimos años, se acelere al 3,5% y al 3,6% en 2017 y 2018 respectivamente.

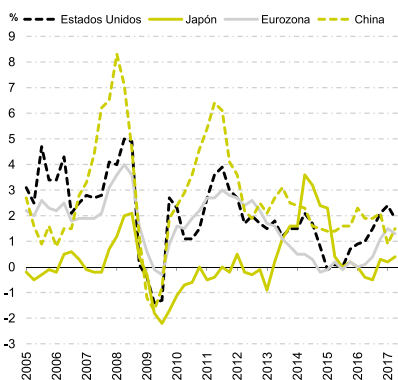
Evolución trimestral PIB Eurozona



Fuente: Bloomberg

El impulso económico, junto a un menor riesgo político, ha propiciado un importante cambio de sentimiento en la eurozona en los últimos meses.

Inflación



Fuente: Bloomberg

La inflación sigue contenida en las principales economías mundiales y por debajo del objetivo del 2% de los grandes bancos centrales.

Incógnitas por resolver

La segunda parte del año no estará exenta de suspense, con las negociaciones del “Brexit” en marcha, el debate de política tributaria en EE. UU. con el techo de deuda en el horizonte, la evolución del precio del petróleo o la celebración de la reunión del Partido Comunista en China a principios de otoño.

La actividad económica mundial ha tenido, en general, un tono muy positivo durante los primeros seis meses de 2017. El renovado impulso en la Eurozona ha sido un puntal para el mundo desarrollado, y el crecimiento sostenido en China ha compensado ciertas vacilaciones en otros mercados emergentes.

El balance del año promete, sin embargo, no estar exento de suspense. Las negociaciones del “Brexit” están en marcha, el Congreso estadounidense está debatiendo la política tributaria con el techo de deuda en el horizonte, los precios del petróleo caen, complicando las finanzas de muchos productores, y China celebrará una reunión clave del Partido Comunista a principios de otoño que establecerá las líneas generales de su política económica.

Los fundamentales de la economía estadounidense han proporcionado a la Reserva Federal argumentos para subir los tipos de interés tres veces en un lapso de siete meses. También anunció que planea comenzar pronto la reducción de su balance, aunque no se conoce aún el calendario para su implementación.

Las respuestas de los bancos centrales al entorno económico y de inflación marcarán la segunda parte del año.

Recientemente hemos visto cierta debilidad en los datos económicos publicados, y la inflación se mantiene por debajo del 2%. Será importante comprobar si la recuperación estacional esperada en la segunda parte del año se materializa y, si no vemos repuntes en la inflación, la actitud que toma la Fed. Aunque parece poco probable que los planes actuales de la Administración Trump para un impulso fiscal se implementen pronto, podría ser una sorpresa positiva.

La victoria de Emmanuel Macron en las presidenciales francesas y las sorpresas económicas positivas han propiciado un **importante cambio de sentimiento en**

la zona euro en los últimos meses. El aumento de la inflación desde finales de 2016 ha sido en gran medida debido al aumento del precio del crudo y, por lo tanto, transitorio. La reciente corrección de los precios del petróleo y la fortaleza del euro, junto con aún capacidad ociosa, deberían mantener bajo control las presiones de precios.

El Banco Central Europeo se enfrenta a un complejo desafío durante el próximo año. La mejora del crecimiento ha debilitado el mantenimiento de la actual política monetaria extraordinaria, pero se espera que la inflación se mantenga por debajo del 2% los próximos años. Se especula que el BCE anuncie una reducción gradual de sus compras de activos en el cuarto trimestre de 2017, antes de que el programa actual expire en diciembre. La incertidumbre acerca de lo que sucederá con los rendimientos de los bonos gubernamentales en la periferia si esto ocurre será el aspecto clave que vigilar. En cualquier caso, la intención del BCE es acompañar la política monetaria a una realidad económica más positiva y no poner freno a la recuperación.

La economía japonesa debería seguir creciendo a un ritmo constante pero poco inspirador, cercano al 1%, respaldada por la inversión, un repunte de las exportaciones gracias a la debilidad del yen y un mayor gasto fiscal. Restricciones demográficas y estímulos fiscales inadecuados siguen limitando el crecimiento, por lo que **el Banco de Japón seguramente mantendrá su línea de actuación.**

Por último, **China sigue siendo una preocupación importante a largo plazo para los mercados financieros mundiales, pero el impulso económico se mantiene.** Por supuesto, dado el peso del estado en la economía china, el crecimiento a corto y medio plazo es en cierta medida una decisión política, pero la demanda mundial también ha ayudado a este impulso. Un sólido crecimiento económico en el periodo previo al congreso del partido este otoño debería permitir restringir las condiciones monetarias para hacer frente a la aceleración de la deuda, pero siempre dentro de los límites y los objetivos establecidos.

*Alfredo Álvarez-Pickman
Economista Jefe*

Renta fija

¿Quo vadis, Renta fija?

Después de una buena primera parte del año y coincidiendo con el décimo aniversario del inicio de la última crisis financiera global, encaramos la segunda parte del año donde las políticas monetarias expansivas que nos han acompañado durante esta década parece que irán desapareciendo dando paso a un entorno de normalización.

Durante la primera parte del año los activos de renta fija, en especial los de mayor riesgo (high beta) son los que mejor comportamiento han tenido, ya que los estrechamientos adicionales de los diferenciales de crédito, especialmente en la zona euro con la demanda técnica proporcionada por parte del BCE, compensaron el aumento de tipos al que hemos asistido en parte del período. Así, los índices europeos consiguen un rendimiento negativo en bonos del gobierno del -0,72% afectados por la subida de tipos, un ligero rendimiento positivo del +0,30% en los bonos grado de inversión y, como decíamos, los más arriesgados: *high yield* con +3,5%, híbridos corporativos +13%, financieros AT1 con +10,2% o emergentes globales en divisa local con un +5,8%. El positivo entorno económico, la evolución de los resultados empresariales y el tono moderado de los Bancos Centrales han sido los principales factores que han apoyado la mejora de estos productos con un récord de nuevas emisiones y entradas netas de flujos.

En agosto se cumplirá el décimo aniversario del inicio de la peor crisis financiera global de las últimas décadas. Su inicio estuvo vinculado a problemas en el sector inmobiliario de EE. UU. y las hipotecas *subprime*. 10 años después, encaramos el segundo semestre del año en un entorno macro que apoya una tendencia al alza en el crecimiento, una mejora de los fundamentales de las empresas, aunque con un aumento del endeudamiento, y una volatilidad adormecida.

¿Qué pasará con los tipos de interés? El riesgo es asimétrico y apunta al alza. La Fed ha puesto el piloto automático. Ya ha iniciado la subida de tipos (+50 pb en 6 meses) y se prepara para iniciar una reducción gradual del balance (se esperan 10.000M de deuda pública e hipotecas al mes). En la zona euro, es previsible que se intensifique el debate y se anuncie el *tapering* (retirada progresiva de estímulos). Draghi ya abrió la caja de Pandora en una conferencia en Sintra (Portugal) donde indicó que “el BCE tiene la capacidad de ajustar su política monetaria a la vez que puede seguir soportando la economía”.

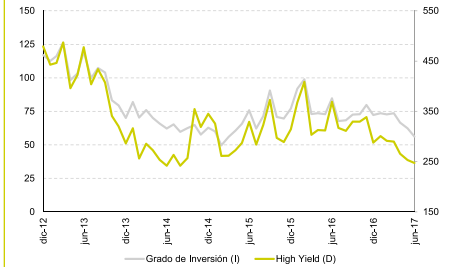
Somos prudentes por las elevadas valoraciones que ha provocado en numerosos activos la acción expansiva de los Bancos Centrales.

Un punto de inflexión en los tipos de interés no necesariamente se tiene que dar en los diferenciales de crédito, aunque hay algunos productos (los de mayor beta) que disponen de margen superior a los de grado de inversión para compensar el efecto de unas mayores tasas de tipos de interés y una mayor pendiente de la curva que impactará en las valoraciones de los bonos. La tendencia de estrechamiento de los diferenciales de crédito dará paso a una cierta estabilidad si la inflación se mantiene en niveles bajos y persisten los datos de los indicadores de actividad y sentimiento más recientes que demuestran que la actividad económica sigue avanzando a buen ritmo tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

“¿Quo Vadis, Renta Fija?”, nos preguntábamos al inicio. **La respuesta es que seguimos el camino. A pesar de que quizás no será tan recto y ancho.** Es posible que encontremos alguna curva y tramos más estrechos, dependiendo en buena parte de una buena comunicación y la gradualidad en la salida de los programas de estímulo. Así evitaremos siniestros importantes, aunque deberemos adaptar nuestra conducción al nuevo camino, que no es más que la vuelta al viejo camino, o dicho de otro modo, la conocida vieja normalidad.

Josep M Pon, CIIA
Responsable de Renta Fija y AAMM

Diferenciales de crédito Eurozona



Fuente: Bloomberg

Los resultados empresariales y el tono moderado de los bancos centrales han apoyado durante la primera parte del año a los activos de renta fija de mayor riesgo en la zona euro, con un récord de nuevas emisiones y entradas netas de flujos.

Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado (%)

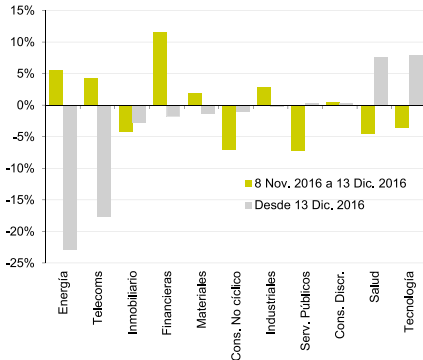
	30/06/17	3er trim'17	4º trim'17	1er trim'18
Zona Euro	0,00	0,00	0,00	0,00
EE.UU.	1,25	1,35	1,50	1,65
Reino Unido	0,25	0,25	0,30	0,30

Tipos de interés: variaciones (%)

	30/06/17	Últimos 3 meses	Último año
Zona Euro			
Euribor 3 meses	-0,33	0,00	-0,01
Bund 10 años	0,46	0,14	0,26
EE.UU.			
US Libor 3 meses	1,30	0,15	0,30
US 10 años	2,30	-0,08	-0,14
Reino Unido			
GBP Libor 3 meses	0,31	-0,03	-0,06
Gilt 10 años	1,26	0,12	0,02

Renta variable

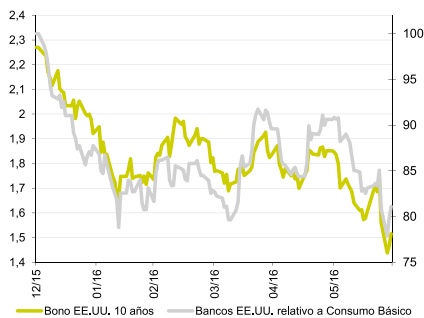
Retorno sectorial relativo al S&P 500



Fuente: Bloomberg

Desde el principio del periodo postelectoral de Trump ha habido un cambio radical en el comportamiento de los sectores. Durante la primera fase, financieras y energía lideraron el camino; mientras que en la segunda parte, defensivos y tecnológicas tuvieron el mejor comportamiento.

Bancos EE.UU. vs. Consumo Básico y rentabilidad del bono a 10 años



Fuente: Bloomberg

Bancos EE. UU. vs. Productos Básicos sigue ligado a la dirección de la rentabilidad de los bonos. Si suben los tipos de interés gradualmente, deberíamos ver un mejor comportamiento de financieras y cíclicos. De lo contrario, si se mantienen estancados en el rango, se ahogará cualquier potencial alcista.

Seguimos positivos en renta variable

La renta variable fue, de lejos, el activo con mejor comportamiento durante el primer semestre del año. La periferia europea (excepto Italia) y los mercados emergentes lideraron el camino, con los EE. UU. en medio del grupo y Japón rezagado al final. Y pensamos que la tendencia puede continuar durante el segundo semestre a pesar de las potenciales turbulencias veraniegas.

A principios de este año estábamos positivos en renta variable, creyendo que la subida de final de año todavía tenía recorrido gracias a varios factores que jugaban a favor de los activos de riesgo. Una recuperación global sincronizada, resultados políticos favorables y unos fuertes resultados del primer trimestre ayudaron a cumplir nuestros pronósticos. En los EE. UU. el rally postelectoral vio grandes rotaciones a nivel sectorial. A mediados de diciembre, con las subidas de tipos y el acuerdo de la OPEP, financieras y energía tuvieron un muy buen comportamiento, al contrario que los defensivos. De mediados de diciembre a junio, con el rango de tipos de interés limitado y las nuevas caídas del precio del petróleo, hubo un amplio reverso en el comportamiento. Los defensivos tuvieron buen comportamiento, mientras que financieras y energía fueron los mayores lastres. Tecnología tuvo un buen comportamiento durante la mayoría del primer semestre.

tener en cuenta que pueden ser efectivas para predecir los retornos a más de 5 años pero son malos indicadores de rendimientos a corto plazo y suelen excederse en el final del ciclo.

La trayectoria de la yield del bono probablemente será el factor clave en el liderazgo sectorial. Si la curva logra empinarse gradualmente, los bancos y otros sectores más cíclicos deberían liderar el camino. Si no, probablemente lo hagan los defensivos. Seguimos sobreponderados en Europa y Japón (cubiertos en divisa) e infraponderados en los EE. UU. También creemos que el contexto actual (un dólar más débil, una recuperación global sincronizada y bajos tipos de interés) es favorable para los mercados emergentes, prefiriendo las regiones que se beneficien de las dinámicas internas positivas y que no están expuestas a las materias primas, como Corea.

Así pues, ¿qué podría zarandear el barco en los próximos meses? ¿Escalada de tipos de interés? Sin una inflación agresiva, los bancos centrales seguirán siendo cautos. ¿Caída del petróleo? Comparado con 2015-16, la caída del precio del petróleo no preocupa tanto, pues tres años de precios bajos han acelerado los ajustes. ¿Retrasos en la agenda de Trump? El optimismo sobre la presidencia de Trump ha empezado a mermar y aun así el crecimiento debería permanecer por encima de la tendencia. ¿Caída del petróleo? Comparado con 2015-16, la caída del precio del petróleo no preocupa tanto, pues tres años de precios bajos han acelerado los ajustes. ¿Retrasos en la agenda de Trump? El optimismo sobre la presidencia de Trump ha empezado a mermar y aun así el crecimiento debería permanecer por encima de la tendencia. Sí, el sentimiento es muy complaciente ahora mismo y la volatilidad veraniega es la norma, pero creemos que no es probable que se convierta en algo mucho más grave, al menos no todavía. Lo veríamos como una oportunidad de compra, siempre que el contexto presente no cambie radicalmente.

La trayectoria de la yield del bono probablemente será el factor clave en el liderazgo sectorial

En ese momento no estábamos seguros de cuánto podría durar la tendencia positiva, y aunque seguimos sin estarlo, parece que la base para el buen comportamiento de la renta variable sigue ahí. En primer lugar, aunque el momentum de crecimiento se ha suavizado marginalmente, aún es robusto y los recientes datos decepcionantes de inflación seguramente se deban a factores temporales. En segundo lugar, el mercado parece haber aprendido a vivir con volatilidad política, la cual tampoco vemos que vaya a escalar en los próximos meses. En tercer lugar, los bancos centrales se mueven de forma extremadamente gradual hacia estrategias de salida que permiten que las condiciones monetarias sean muy laxas. Aunque suban los tipos de interés hasta máximos recientes o un poco más, será un reflejo del crecimiento robusto y la normalización de la inflación. Finalmente, aunque las valoraciones están más ajustadas que hace seis meses, debemos

Jadwiga Kitovitz
Responsable de Renta Variable
y Clientes Institucionales

2T % 2017 %

EE.UU.	S&P 500	2.423	2,57%	8,24%
	DJ Indus. Avg	21.350	3,32%	8,03%
	NASDAQ 100	5.647	3,88%	16,11%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 € Pr	3.442	-1,69%	4,60%
	Francia (CAC 40)	5.121	-0,04%	5,31%
	España (Ibex 35)	10.445	-0,18%	11,68%
	RU (FTSE 100)	7.313	-0,14%	2,38%
	Alemania (DAX)	12.325	0,10%	7,35%
	Suiza (SWISS)	8.907	2,86%	8,36%
	Italia (FTSE MIB 30)	20.584	0,45%	7,02%
	Países Bajos (AEX)	507	-1,82%	4,96%
JAPÓN	TOPIX	1.612	6,56%	6,14%
	NIKKEI 225	20.033	5,95%	4,81%
EMERGENTES	México	49.857	2,71%	9,23%
	Brasil	60.227	-3,21%	4,44%
	Argentina	16.918	8,13%	29,52%
	China	3.192	-0,93%	2,86%
	India	30.922	4,39%	16,13%
	Corea	2.026	10,72%	18,03%
	Rusia	1.880	-5,83%	-15,82%

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Apasionante segundo semestre

Atrás quedaron los días en que los precios de todas las materias primas se movían en una misma dirección. Si en 2014 y 2015 había una debilidad generalizada, en 2016 vimos un rebote mayúsculo. Ahora bien, 2017 está siendo otro cantar. ¿Qué está pasando? ¿Qué pasará?

Este año, en rojo tenemos al mineral de hierro, afectado por las restricciones de ventas de casas en las ciudades Tier 1 y Tier 2 de China, **y por otro lado, la caída del petróleo de casi un 20%**, impactado por el resurgir del *fracking*, que se ha adaptado a un precio del crudo más bajo con reducciones de costes gracias a los avances tecnológicos.

En positivo tenemos al oro (a parte del paladio con +30%). El oro lleva una revalorización cercana al 8% en el año, ayudado por las tensiones geopolíticas que se han producido; como activo refugio “anti-ansiedades” continúa funcionando bien.

¿Y ahora qué? **Los programas de reconstrucción de infraestructuras en EE. UU. y China podrían dar empuje al crecimiento mundial y liderar la demanda de materias primas.** Eso sí, salvo gran

colapso del petróleo. Piensen que el desplome del crudo reduciría el coste de producción de las materias primas y a la postre presionaría a la baja el precio de las mismas (ya sucedió en 2015, provocando una sobreoferta generalizada en la lucha por producir mayor cantidad al existir unos márgenes más “jugosos”).

Respecto al hipotético colapso del petróleo, la potencial reacción de los saudís, quienes están preparando la salida a bolsa de Saudi Aramco (y les gustaría obtener un precio lo más alto posible por ella), podría dar soporte.

Los casos de exceso de oferta, como puntualmente se observan ahora para el mineral de hierro en los inventarios de los puertos, son menos frecuentes que antes.

Siempre que la inflación se mantenga por debajo del 2% en EE. UU., las subidas de tipos por parte de la Reserva Federal no deberían ser tan agresivas como para afectar al crecimiento global, y por consiguiente, a la demanda de materias primas.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de Inversiones*

DIVISAS

¿Continuará la escalada del euro?

Hace no mucho tiempo, no eran pocas las voces que abogaban por la paridad euro/dólar a lo largo de este 2017; sin embargo, nos encontramos en niveles por encima de 1,14. ¿Qué ha ocurrido? Y, más importante, ¿continuará la tendencia?

Dos son, desde nuestro punto de vista, las razones principales de esta tendencia reciente. Primero, un mercado que, tras unos recientes datos económicos y de inflación inferiores a lo previsto, piensa que **la Reserva Federal puede ser más conservadora en su estrategia de política monetaria**, lo que ha debilitado al billete verde. La Fed apunta a unos tipos de referencia en el largo plazo del 3%, frente al 2% estimado actualmente por el mercado. En segundo lugar, la **fortaleza económica de la zona euro y las indicaciones del Banco Central Europeo de empezar a alinear la política monetaria con la realidad económica** han fortalecido a la moneda única. Todo parece indicar que a principios del próximo año se iniciará el proceso de reducción de compra de activos por parte del BCE.

En el largo plazo, los fundamentales económicos marcan la dirección de

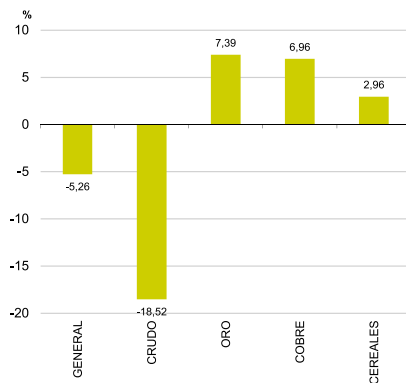
las divisas. En este aspecto, el superávit comercial de la zona euro, una economía en una fase de ciclo más temprana, el posible impulso reformista del eje Macron-Merkel y, según la OCDE (Paridad de Poder de Compra), una infravaloración del 17% frente al dólar, **siguen apoyando al euro.**

En el medio plazo, un cambio en las expectativas del mercado sobre la dirección de política monetaria de los bancos centrales a ambos lados del Atlántico podría frenar esta tendencia, pero **si la Reserva Federal se ciñe a las expectativas de mercado, se antoja complicado.**

Las expectativas actuales del mercado son un tipo de cambio medio del 1,12 este año (1,08 actual), 1,15 en 2018 y 1,20 en 2019. Aunque todo apunta en esa dirección, no olviden que, como ya ocurrió a principios de año, **el consenso rara vez se cumple y las posiciones especulativas en el euro se encuentran en máximos históricos.**

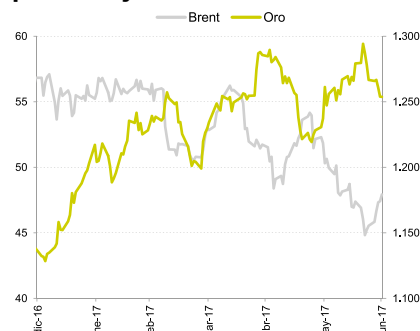
*Alfredo Álvarez-Pickman
Economista Jefe*

Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



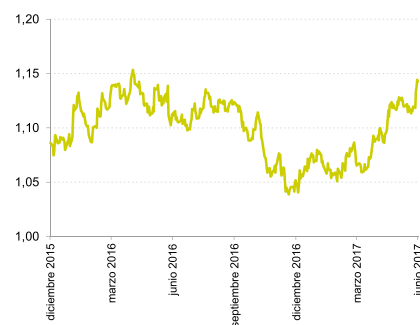
Fuente: Bloomberg

Evolución del precio del petróleo y el oro



Fuente: Bloomberg

Tipo de cambio EUR/USD



Fuente: Bloomberg

La fortaleza económica de la zona euro y la intención del Banco Central Europeo de comenzar a alinear la política monetaria con la realidad económica han apreciado la moneda única frente al dólar estadounidense.

Tipo de cambio \$/€

% Variación:	1 mes	3 meses	1 año
	2,15%	7,27%	2,88%
Previsiones	3T 2017	2017	2018
Consenso	1,12	1,12	1,15

Latinoamérica

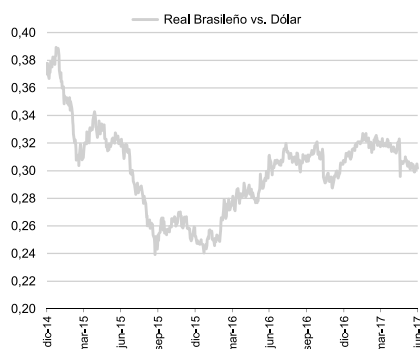
Índice MSCI Latinoamérica



Fuente: Bloomberg

La positiva evolución del mercado latinoamericano, gracias al buen momento económico de la región, se ha visto contenida por los escándalos políticos en Brasil.

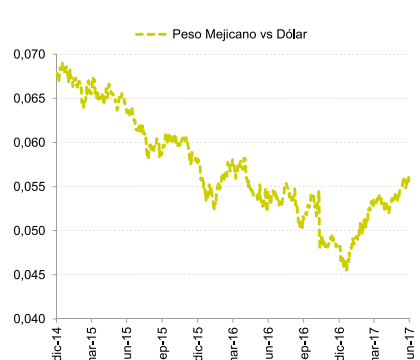
Evolución Real Brasileño



Fuente: Bloomberg

Las acusaciones de corrupción del Presidente brasileño Temer han frenado la escalada del real brasileño, al cuestionarse la capacidad del gobierno de seguir adelante con las reformas económicas.

Evolución Peso Mexicano



Fuente: Bloomberg

Los temores tras la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales se han disparado, y la moneda mejicana se ha beneficiado del flujo de inversores buscando la atractiva rentabilidad de sus bonos.

Se espera más volatilidad

Los mercados latinoamericanos disfrutaron de un buen comienzo de 2017. Desafortunadamente, el ruido político ha vuelto a salir a la luz. Los inversores deben esperar más volatilidad.

Hace dos meses, la perspectiva para los activos latinoamericanos era brillante. El mercado brasileño disfrutaba de un fuerte *momentum* empujado por la bajada de inflación y una exitosa agenda de reformas. México se recuperaba del shock de la elección de Trump a medida que los inversores se daban cuenta de que los miedos de una guerra comercial con los EE. UU. estaban completamente superados. La economía argentina se recuperaba espectacularmente después del shock de inflación y recesión del año pasado. El Presidente Mauricio Macri reabría con éxito los mercados de capitales del país después de 15 años de estancamiento con la emisión de más de 30.000 millones de dólares en bonos del gobierno.

El atractivo del *carry* (interés) del peso mexicano puede seguir atrayendo inversores.

En mayo las noticias empezaron a empeorar. El principal catalizador fue la emergencia de otra crisis política en **Brasil**. El Presidente Temer se ha visto envuelto en un nuevo escándalo de corrupción que causó fuertes tensiones en el mercado. A pesar de las graves acusaciones, parece que logrará mantenerse en el cargo y completar su mandato hasta 2018, pero hay un riesgo creciente de que se mate la importante reforma de las pensiones, o que se retrase al menos. Brasil tiene uno de los gastos en pensiones más elevados del mundo a causa de una edad de jubilación relativamente temprana y una población envejecida. La reforma sería un paso importante para reducir el déficit y atraer nuevas inversiones. En el terreno político, el futuro no es fácil de predecir. Vemos que hay un ligero aumento de posibilidades de más decepciones en Brasil y los inversores deben ser muy selectivos a la hora de elegir inversiones. Pero por supuesto, una sorpresa positiva podría llevar a un fuerte rebote.

En **Argentina**, la renta variable está bajo presión después de que MSCI decidiera no incluir a Argentina en su índice de

mercados emergentes. Los inversores de bonos han permanecido eufóricos, lo que se ilustra con la sobresuscripción de un nuevo bono a 100 años en USD. No obstante, las valoraciones parecen ajustadas y no aumentaríamos el riesgo con las elecciones legislativas de octubre 2017 a la vista.

En **Venezuela**, la situación sigue empeorando dramáticamente con las crecientes tensiones políticas, ilustradas con las violentas protestas en la calle. La caída del precio del petróleo hace que sea aún más complicado encontrar nuevas maneras de recaudar fondos para pagar su deuda. Un *default* parece inevitable.

Los **países Andinos** ofrecen pocas oportunidades a causa del crecimiento económico desesperadamente bajo, la incertidumbre política y la dependencia de las materias primas.

Las malas noticias para América del Sur podrían ser buenas para México, especialmente a medida que los inversores redistribuyen su dinero de Brasil a **México**. Esto puede haber ayudado a reforzar aún más al peso mexicano, que llegó a su nivel más alto desde hace más de un año. Los miedos sobre Trump han desaparecido.

El mercado empieza a desviar su atención hacia la política interior. El principal riesgo es que el populista de izquierdas Andrés Manuel López Obrador pueda ganar las elecciones presidenciales del año que viene. Hasta ahora, el mercado sigue relativamente relajado, especialmente gracias a que el partido del actual presidente Enrique Peña Nieto ha logrado defender el gobierno del estado de México. El atractivo del *carry* (interés) del peso mexicano puede seguir atrayendo inversores, especialmente ante la falta de oportunidades en otros activos, pero es probable que la volatilidad se incremente en la segunda mitad del año.

Pascal Rohner, CFA
Director de Inversiones Panamá

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 Uruguay:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà Uruguay Asesores de Inversión SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la *Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central de Uruguay* (SSF- BCU).
- **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
