

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

Recesión

Bien sea por los bancos centrales, determinados en la lucha contra la inflación, bien por la destrucción de renta disponible de esta última, es difícil pensar que no terminemos asistiendo a una recesión más pronto que tarde, que aún no está en precio en los activos financieros.

Si van a ser los bancos centrales quienes controlen a la inflación, solo pueden hacerlo provocando un ajuste de la demanda de tal calibre —visto lo lejos que están de la neutralidad de la política monetaria (es todavía extremadamente expansiva)— que sería casi milagroso si no terminasen provocando una recesión. Y esta vez, si depende de ellos, no lo dudarán. Su activo más poderoso no es la fijación de los tipos de interés ni la impresión de moneda. Es su credibilidad. Si se les escapa la inflación, quedaría seriamente dañada, algo que no se pueden permitir.

Pero probablemente no serán los bancos centrales quienes provoquen la contracción económica. No son tan poderosos. Los precios suben o bajan hasta que equilibran a los mercados subyacentes. Cuando sobra demanda, o cae la oferta, los precios suben. No suelen acontecer ambas cosas a la vez (los productores producen más, cuando los precios son más atractivos). Pero ahora vivimos el resultado de *shocks* simultáneos de oferta (por la pandemia, que ha dificultado producción y distribución), y de demanda (por los estímulos recibidos), que han tensionado en extremo precios. Como no se han visto acompañadas de subidas de salarios equivalentes, se destruye a marchas forzadas la capacidad adquisitiva de los ciudadanos. Dicho de otro modo, cada vez cunde menos el dinero, y podemos consumir menos bienes y servicios. La propia inflación es la causa del ajuste de la demanda. Los bancos centrales son solo la guinda del pastel, dificultando crédito y incrementando el coste de satisfacer la deuda previamente adquirida (vía hipotecas más caras, por ejemplo).

Sin embargo, una cosa es pensar que terminaremos en recesión y otra la magnitud de la misma. Probablemente sea suave. El punto de partida es mucho mejor que otras veces (más renta disponible previa, niveles de desempleo más bajos, banca mucho mejor capitalizada) y deberían servir de amortiguador. Además, las recesiones suelen ser ligeras. Si la historia sirve de precedente, caídas de actividad dramáticas no son para nada lo más habitual.

Como inversores, nos debe preocupar mucho menos la recesión en sí, si es que esta termina por acontecer, que los precios a los que podemos invertir. El problema es que los mismos no descuentan aún dicha recesión, por suave que sea, y por lo tanto, previsiblemente, pueden seguir corrigiendo. La buena noticia es que cuando eso suceda, tendremos una oportunidad de inversión de las que se dan pocas veces. Comprar buenos activos a precios interesantes no suele pasar cuando la economía esta en pleno apogeo. Seguimos pues con un posicionamiento muy prudente en nuestras carteras, con liquidez abundante, y con estrategias alternativas a la renta fija tradicional que aspiramos amortigüen el golpe y nos permitan aprovechar las oportunidades que tarde o temprano aparecerán. Una de las cosas de las que estamos más convencidos es que el cambio de objetivo de los bancos centrales reduce la liquidez en el sistema e incrementa la volatilidad. Y lo anterior equivale, con paciencia, a oportunidades. Las aprovecharemos.


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

ÍNDICE

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

Estrategia


Asignación de activos (2022 3T)

- Monetario 
- Renta fija 
- Renta variable 


Renta fija

- GOBIERNO
- EE. UU. 
- Eurozona 

GRADO DE INVERSIÓN

- EE. UU. 
- Eurozona 





HIGH YIELD

- EE. UU. 
- Eurozona 

EMERGENTES

- 

Renta variable

- EE. UU. 
- Eurozona 
- Japón 
- Emergentes 

Materias primas

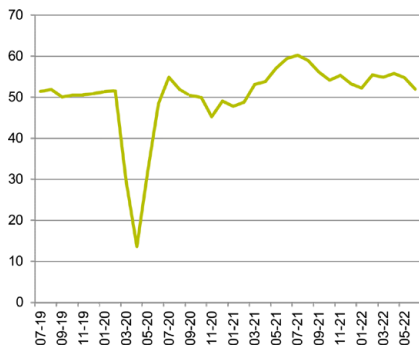
- Petróleo 
- Oro 

Divisas

- EUR/USD 
- JPY/USD 

Situación macroeconómica

PMI de la zona euro



Fuente: Bloomberg

La fuerte desaceleración del PMI compuesto de la zona del euro refleja el empeoramiento de las tensiones entre Europa y Rusia por el suministro de gas natural, que pesa sobre la confianza empresarial.

Índice de la Confianza de la zona euro



Fuente: Bloomberg

La confianza del consumidor en la zona euro también se ha reducido a medida que los hogares se preocupan más por un posible corte de energía ruso y el impacto de la inflación sobre su renta disponible.

IPC de la zona euro



Fuente: Bloomberg

La inflación de la zona del euro se disparó a un nuevo máximo y superó las expectativas.

Los riesgos de recesión están aumentando

El trimestre pasado, a pesar de la guerra, el aumento de la inflación, la postura agresiva de los bancos centrales y los confinamientos en China, fueron pocos los economistas que pronosticaron una posible recesión. Con venideros vientos en contra aún más intensos, los temores de recesión están aumentando y la pregunta ya no es sobre la posibilidad de una recesión, sino sobre cuándo ocurrirá.

Los últimos datos prospectivos apuntan a un aumento de los riesgos a la baja para el crecimiento en la zona euro. La fuerte desaceleración del PMI compuesto de la zona euro refleja el empeoramiento de las tensiones entre Europa y Rusia por el suministro de gas natural, que pesa sobre la confianza empresarial y el impacto de la alta inflación y la interrupción de las cadenas de suministro.

El índice general cayó a 52 en junio desde 54,8 en mayo. Cifras que estuvieron por debajo de la estimación media de los economistas, de 54,0. La confianza del consumidor en la zona euro también se ha reducido a medida que los hogares se preocupan más por un posible corte de energía ruso y el impacto de la inflación sobre su renta disponible. Rusia recortó la capacidad a través del oleoducto principal a Alemania en un 60% en junio sin establecer suministros a través de otras rutas y la Agencia Internacional de la Energía ha advertido que Rusia podría cerrar por completo los grifos durante el invierno, lo que provocaría un shock recesivo donde Alemania se vería especialmente afectada. Ya existe el temor de que el oleoducto Nord Stream no vuelva a abrir tras su mantenimiento programado (del 11 al 21 de julio) y los inventarios en los países europeos están en niveles muy bajos. Finalmente, las turbulencias financieras y los problemas económicos europeos han acentuado la caída del euro frente al dólar y han aumentado la factura energética que se paga en dólares.

De hecho, la inflación de la zona euro se disparó a un nuevo máximo superando las expectativas y exigiendo medidas más agresivas por parte del Banco Central Europeo (BCE) a pesar de las crecientes señales de desaceleración. El BCE planea subir las tasas de interés en julio por primera vez en más de una década. Como siempre, los bancos centrales se enfrentan a un difícil acto de equilibrio. La perspectiva de tasas de interés al alza amenaza con exprimir aún más a los consumidores y podría poner en duda la sostenibilidad de la deuda periférica.

En los EE. UU., la situación no es mucho más prometedora. Los precios al consumidor subieron al 8,6% y marcaron un nuevo

máximo de 40 años, mientras que la confianza de los consumidores cayó a un mínimo de 16 meses. Además, el deterioro de la confianza del consumidor estadounidense en junio aumenta la probabilidad de que los temores de una recesión se hagan realidad. La creciente brecha entre la situación actual de los consumidores y sus expectativas de futuro aumenta el riesgo de recesión. La progresiva preocupación por la posibilidad de una recesión económica podría influir cada vez más en el comportamiento de los consumidores, lo que produciría una espiral descendente de caída del sentimiento y debilitamiento de la demanda.

El aumento de los rendimientos de los bonos de EE. UU. ha provocado que las tasas hipotecarias alcancen niveles no vistos en varios años, lo que afecta la asequibilidad para los compradores primerizos, ralentiza las ventas de viviendas y daña aún más la confianza del consumidor. En su última reunión, el presidente de la Fed, Jerome Powell, mantuvo que restaurar la estabilidad de precios era "incondicional", lo que elimina cualquier duda sobre la prioridad clave de la autoridad monetaria, incluso si ello significa sacrificar la recuperación económica. Powell llegó a decir que el camino para lograr el llamado *aterrizaje suave* se ha vuelto más desafiante, sobre todo por el importante papel que desempeñarán factores externos.

Rusia podría cerrar el grifo en invierno, lo que provocaría un 'shock' recesivo

Los bancos centrales de todo el mundo han señalado su voluntad de combatir la inflación a toda costa, incluso si eso significa poner en peligro el crecimiento económico. Para que no ocurra una recesión, probablemente tendríamos que ver una fuerte retrocesión en los datos de inflación o un final abrupto de la guerra rusa, ambos posibles pero no altamente probables.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora de Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales

Renta fija

La tormenta perfecta

Conocíamos la intención de los bancos centrales de finalizar su política ultraexpansiva, pero un elevado aumento de la inflación exacerbado por la guerra en Ucrania ha hecho que se muestren más agresivos para tratar de controlarla. La elevada volatilidad de los tipos y el miedo a una recesión económica han provocado la ampliación de los *spreads* de crédito.

El primer semestre nos deja una subida de tipos del Bund y del Treasury con vencimiento a 10 años en cerca de 150 pb y ampliaciones del mercado de crédito de 70 pb en los bonos investment grade y de cerca de 300 pb en el mundo high yield.

¿Por qué han subido los tipos? El aumento de inflación exacerbado por la guerra en Ucrania y los problemas en la cadena de suministros, junto con el final de la política monetaria ultraexpansiva de los principales bancos centrales, serían las principales causas. Los bancos centrales se han vuelto más agresivos para tratar de contener el aumento de la inflación y ahí han puesto el foco, aunque sus decisiones afecten al crecimiento económico. El mercado ya descuenta que a final de año los tipos de referencia de la Reserva Federal se sitúen en el 3,5% y los del BCE en el 1%, quien iniciaría la subida de tipos este julio.

El aumento de tipos y 'spreads' supone retornos negativos en el primer semestre. También rentabilidades más altas para invertir

La ampliación de los *spreads* de crédito se ha debido a tres factores principales: la volatilidad de tipos, el shock de crecimiento y el deterioro de aspectos técnicos como el final del *quantitative easing* y la reducción del balance iniciado por parte de la Fed y del Banco de Inglaterra.

Así, el precio de los diferentes productos de renta fija ha caído y las rentabilidades han aumentado a niveles que podríamos calificar de estrés. Por ejemplo, la rentabilidad del índice Bloomberg Euro-Aggregate Index, que agrupa los bonos del gobierno y de *corporates investment grade* en euros, es la mayor que hemos visto en 10 años. En esta tipología de activos con buena calidad crediticia, líquidos y a un plazo corto y medio hemos visto los principales flujos de entradas en el último trimestre.

¿Qué podemos esperar en la segunda parte del año con el actual entorno económico?

Que los tipos de interés se mantengan por debajo o alrededor de los máximos recientes y se negocien en un rango lateral volátil. También la debilidad de la economía, con una cada vez más elevada probabilidad de recesión.

Las tasas reales más elevadas, la guerra en Ucrania y la afectación al precio de las *commodities*, así como los problemas de la cadena de suministros, siguen afectando las expectativas de crecimiento y pueden limitar su alza. El BCE, además, tiene que lidiar con el concepto de la fragmentación y la flexibilidad que pueda dar a las reinversiones de los vencimientos de su balance comprando deuda periférica en detrimento de la *core* (seguramente tendrá que enfrentarse con problemas políticos y de regulación interna de algunos países).

Para ver una normalización de los diferenciales de crédito, será clave que haya una estabilidad de tipos y que los bancos centrales lleguen al pico de su agresividad (las mejoras de *spreads* que se han observado han estado ligadas al desplome de esa volatilidad). En el caso de que finalmente se llegue a una recesión, al poder considerar que está inducida por el aumento de la inflación y la subida de tipos de interés para controlarla, el tiempo y la intensidad deberían ser más cortos que en otras crisis. Una evolución positiva de los beneficios empresariales, los fundamentos corporativos clave como el apalancamiento y la cobertura siguen siendo los más sólidos de la era posterior a la crisis financiera y con un fuerte poder de fijación de precios en general.

La volatilidad a corto plazo va a continuar y los temas clave que seguir para detectar futuros movimientos en los mercados de renta fija serían la batalla entre crecimiento e inflación que incide en unos bancos centrales más agresivos ante su lucha contra la inflación y que para mantener su credibilidad hayan sobrepasado los niveles neutrales de tipos esperados; el riesgo con la evolución del gas, particularmente en Alemania, donde la eléctrica Uniper está negociando ayudas gubernamentales de hasta 9.000 millones de euros; las políticas expansivas con que siguen tanto el Banco de Japón como el PBoC chino y que podrían ayudar al crecimiento global en la segunda mitad de año, y, por último, las expectativas de beneficios que puedan ser demasiado optimistas.

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

iTraxx Main



Fuente: Bloomberg

Evolución iTraxx Main: el aumento de la probabilidad de recesión ha supuesto ampliaciones de los diferenciales de crédito, especialmente en el segundo trimestre.

Índice Euro-Aggregate

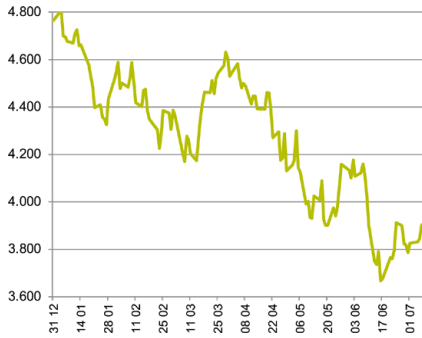


Fuente: Bloomberg

Rentabilidad a vencimiento del índice Bloomberg Euro-Aggregate Index, la más alta en 10 años.

Renta variable

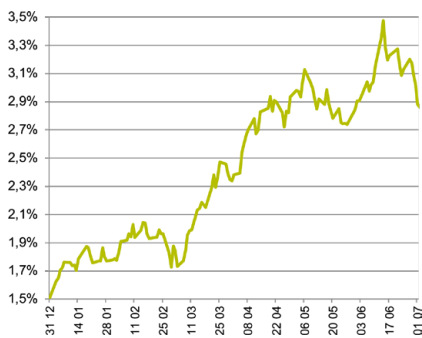
● S&P 500 desde el inicio del año



Fuente: Bloomberg

¿Tocó fondo el mercado en junio?

● Rendimiento del Tesoro EE. UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg

El debilitamiento de las perspectivas económicas ha provocado un retroceso de los tipos.

Una medicina amarga

Después de una primera mitad de año brutal (la peor en más de 50 años), parece que el mercado de valores se ha estabilizado ligeramente tras un descenso en los precios de la energía y los tipos de interés.

El S&P 500, con un descenso de más del 20% a 30 de junio, tuvo la primera peor mitad del año desde 1970. El Nasdaq estaba incluso peor: había caído casi un 30% en la primera mitad de 2022. Sin embargo, la situación tenía aún peor aspecto a mediados de junio, cuando el IPC de mayo aumentó más de lo esperado, el precio del crudo de WTI superaba los 120 dólares por barril, el gas natural se acercaba a los 9 dólares por millón de BTU y el rédito a 10 años del Tesoro de los Estados Unidos llegó al 3,5%. Los datos de la inflación fueron especialmente duros para el mercado, ya que el IPC total había subido un 8,6% de año en año, mientras que el IPC básico registró un 6,0%, que queda muy lejos del objetivo de 2,0% de la Reserva Federal. El aumento de los precios fue amplio y afectó a los automóviles, la vivienda y la energía, y el índice de precios de alimentos registró su mayor aumento en 12 meses desde 1981.

“Lograr un aterrizaje suave será muy difícil”, Jerome Powell, presidente de la Fed

Teniendo en cuenta la tendencia ascendente de la inflación, los inversores se mostraron temerosos de las acciones agresivas de los bancos centrales líderes en el mundo. Junto con esto, los inversores creen que los gastos de los consumidores se verán afectados por el aumento del coste de los alimentos y la energía, la caída de los precios de los activos y el aumento del coste de la deuda. Como era de esperar, este pesimismo provocó que el S&P 500 cayera por debajo de 3.700.

No obstante, el mercado se ha estabilizado durante las últimas dos semanas de junio. Irónicamente, la idea de que las acciones agresivas del banco central castigarían a la economía global ha tenido un impacto significativo en hacer caer el precio de los productos básicos y los tipos de interés. El 1 de julio, el crudo de WTI costaba 108 dólares por barril, el gas natural bajó a 5,7 dólares por millón de BTU y el rédito a 10 años del Tesoro de los Estados Unidos cayó al 2,89%. Los precios de otros productos bási-

cos también han caído: este año, el cobre ha bajado un 19% y la madera, un 40%. Parecía que la Reserva Federal estaba empezando a tener un poco de éxito en bajar la inflación, y los inversores empezaron a creer que la Fed podía acabar con el ciclo de política restrictiva antes de lo previsto. El S&P 500 mostraba algunas señales de vida a medida que el mercado encontraba un optimismo al que aferrarse tercamente, a pesar de que la situación sigue siendo inestable.

No hay que olvidar que las previsiones del PIB, tanto de Estados Unidos como de la economía mundial, siguen bajando. Durante los últimos días de junio, la previsión de la Reserva Federal de Atlanta para el PIB de los Estados Unidos del segundo trimestre ha caído de +0,7 % a -2,1 %. Si es cierto que el PIB se ha contraído durante el segundo trimestre, esto indicaría que los Estados Unidos ya está en recesión. Esta suposición siguió a la predicción económica actualizada del Banco Mundial de principios de junio, que redujo el crecimiento global en 2022 de 4,1 % a 2,9 %.

Es agradable ver algunas señales potenciales de que la inflación ha alcanzado su punto máximo, pero no es demasiado reconfortante saber que, en parte, está sucediendo a causa de la destrucción de la demanda y las expectativas de una actividad económica reducida. Tradicionalmente, el mercado no celebra las economías débiles. En un mundo ideal, el mercado busca un crecimiento económico sólido que pueda impulsar el crecimiento de los beneficios corporativos. Desafortunadamente, no vivimos en un mundo ideal y tenemos que conformarnos con lo que nos ha tocado. Esto significa que al corto plazo tendremos que lidiar con un crecimiento económico debilitado, que posiblemente genere menos beneficios corporativos. Finalmente, la debilidad económica será la cura de este mercado bajista, porque invitará las estimaciones de ingresos más creíbles que proporcionarán una mejor determinación del valor. Esto debería impulsar una reducción en la volatilidad y una convicción de los inversores más sólida.

Charles Castillo
Gestor sénior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Se cierra el grifo

El precio del gas se ha ido por las nubes. El corte del grifo del gas ruso pone contra las cuerdas a Europa. Alemania es el motor de Europa y, si no hay crecimiento económico en Alemania, difícilmente hay crecimiento económico en Europa. Si no llega el gas desde Rusia, Alemania se ve abocada a racionalizar el consumo del gas. Algunas industrias podrían verse obligadas a parar su producción.

Cuando se ven este tipo de movimientos extremos como en el precio del gas, lo normal es que luego se estabilice el precio en un nivel más moderado.

Entonces, ¿qué debemos esperar? Hay fechas clave que pueden seguir tensionando el precio del gas a corto plazo, pero debería ser solo a corto plazo.

Durante la primera quincena de julio el gobierno alemán legislará la vuelta de reservas estratégicas de carbón, sustituyendo potencialmente unos 10-20 bcm de demanda de gas por demanda de carbón. Podría aprovechar para hacer una actualización del mecanismo de precios en el que estos dejen de ser fijos y fluctúen se-

gún los precios del gas, por lo que trasladaría a los clientes la decisión de racionalizar el gas si no les compensa a ciertos precios y algunas industrias podrían optar por parar su producción.

El 11 de julio el gasoducto Nord Stream 1 entrará en fase de mantenimiento. Esto está planeado y, por tanto, esperado (los volúmenes de gas pasarán a 0).

El 22 de julio Nord Stream 1 debería volver de la fase de mantenimiento. Si ese flujo de gas no vuelve por decisión de Rusia, los precios del gas subirán.

Después del 22 de julio, en función del escenario anterior con Nord Stream 1, el gobierno alemán y la UE podría intervenir el mercado del gas. Si el flujo de Nord Stream 1 vuelve, podrían revisar esto en septiembre u octubre, pero si no vuelve, podrían adelantar la decisión a agosto.

Tormenta de verano para el precio del gas, que debería normalizarse cuando esta pase.

Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones

DIVISAS

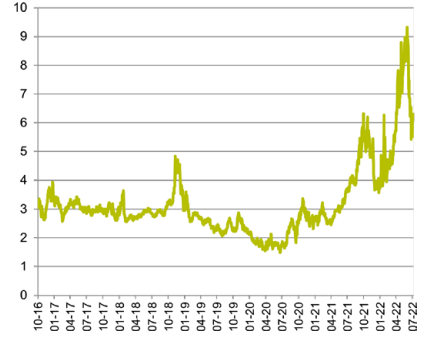
La excepción

En lo que va de año, el yen ha tenido el peor desempeño de entre las principales monedas. En la primera mitad, cayó un 18% frente al dólar, alcanzando su nivel más bajo en 24 años. Esta caída tan significativa en tiempos de dificultades financieras mundiales y de mayores tensiones geopolíticas puede parecer contradictoria, ya que normalmente se beneficia de su condición de moneda refugio. Sin embargo, la crisis energética y alimentaria, provocada por la guerra ruso-ucraniana, ha puesto de manifiesto las vulnerabilidades de la economía nipona. Japón importa alrededor del 90% de su energía, en su mayoría cotizada en dólares. El precio del petróleo ha subido más de un 40% en dólares, pero casi un 70% en yenes, mientras que el coste medio de importación de una tonelada de gas natural licuado ha aumentado un 120%. Los precios de los alimentos y otras materias primas también se están disparando, impactando aún más en una economía ya golpeada por la ola de ómicron de Covid y el cierre del país a los turistas extranjeros, lo que ha retrasado el proceso de reapertura.

Mientras que las autoridades monetarias de todo el mundo suben los tipos de interés y reducen los programas de compra de activos para combatir la inflación, el Banco de Japón (BoJ) está haciendo justamente lo contrario. Esta creciente divergencia en las políticas monetarias explica la debilidad del yen. El BoJ ha mantenido su tipo de interés a un día en el -0,1 % y su programa de compra de cantidades ilimitadas de bonos del estado a 10 años en el 0,25 %, acabando con cualquier especulación de que el banco central fuera a modificar su política para defender el yen. La autoridad monetaria lleva años intentando acabar con la deflación a través de estos mecanismos y, aunque cada vez suben los precios de más bienes, para que la inflación sea sostenible es necesario que los salarios aumenten y que la demanda se recupere. Hasta entonces, el BoJ probablemente no cambiará su postura y el yen no se fortalecerá.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora de Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales

Gas natural



Fuente: Bloomberg

Alta volatilidad en el gas natural por el conflicto entre Rusia y Ucrania.

Tipo de cambio dólar - yen

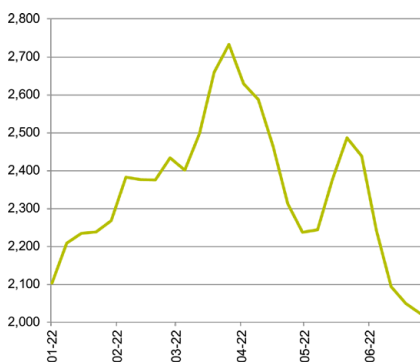


Fuente: Bloomberg

El yen ha tenido el peor desempeño de entre las principales monedas al caer un 18% frente al dólar este año.

Latinoamérica

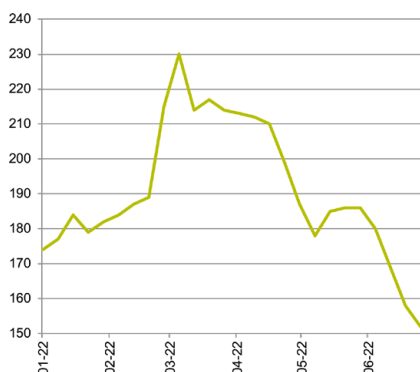
MSCI EM Latin America



Fuente: Bloomberg

Tras ganancias superiores al 20% en el primer trimestre, el índice MSCI de Latinoamérica entra en terreno negativo desde inicio de año.

Bloomberg Industrial Metals Subindex



Fuente: Bloomberg

La evolución de las materias primas en general, y los metales industriales en particular, han marcado la evolución de los mercados de valores latinoamericanos.

La tormenta después de la calma

Tras un primer trimestre de año muy positivo para las bolsas y divisas latinoamericanas, las recientes caídas de las materias primas, unido a la inestabilidad política, han borrado prácticamente todas las ganancias.

De un plumazo. Todo lo que ganaron las bolsas latinoamericanas en el primer trimestre del año, lo han perdido en este segundo que cerramos. Los fuertes incrementos del precio de las materias primas del inicio de año favorecieron a buena parte de los países de la región, en especial a los productores y exportadores de insumos energéticos, agrícolas e industriales. Al menos a la generación de caja de sus principales empresas. El mercado entendió además que el entorno inflacionario no es nuevo para varios de estos países, cuyas instituciones monetarias fueron las primeras del globo que tomaron medidas restrictivas subiendo las tasas de interés. Sus monedas, como era previsible, también participaron de estas subidas, viendo cómo eran las de esta región las únicas que se fortalecían frente al dólar estadounidense desde inicio de año.

Los bancos centrales de las economías más desarrolladas están solo empezando a subir las tasas para luchar contra una inflación cercana al doble dígito. Cada vez es más evidente que esta política monetaria llevará a una desaceleración económica que aún está por ver cuán profunda puede ser. Los temores de inflación están dejando paso a temores de recesión entre estas economías, con implicaciones directas en Latinoamérica.

Los temores de inflación están dejando paso a temores de recesión en las economías desarrolladas, con implicaciones directas en Latinoamérica

Este miedo ya se está haciendo notar en el precio de algunas materias primas muy ligadas a la actividad económica. El petróleo retrocede a niveles cercanos a USD 100 por barril al momento de escribir estas líneas, lejos de los máximos de hace tan solo un mes, por encima de USD 120 por barril. Compañías de referencia del sector en la región como Petrobras, Pemex

o Ecopetrol han visto cómo la cotización de sus acciones o bonos han amplificado las caídas del crudo.

Los metales industriales, termómetro de la actividad productiva, han caído también de manera brusca. El cobre arrastra caídas cercanas al 30% desde máximos, contribuyendo en gran medida a que la bolsa de Chile, mayor productor del mundo, se deje más de un 20% en un mes. Otros metales, como el hierro o el aluminio han tenido comportamientos similares, presionando las cotizaciones de numerosas mineras presentes en las bolsas locales. Los metales preciosos, como el oro, la plata o el platino, aunque en menor medida, también han sufrido minusvalías recientemente.

A pesar de lo anterior, pensamos que buena parte de empresas productoras de materias primas van a seguir teniendo buenos resultados, pues los precios continúan en niveles con los que podrán presentar márgenes atractivos. Los argumentos anteriores relacionados con expectativas de recesión tienen más que ver con la demanda, pero no debemos olvidar que aún existe un déficit de oferta significativo en varias de las *commodities* mencionadas y también en las agrícolas, donde Latinoamérica tiene un papel también protagonista con Ucrania y Rusia fuera de juego.

El foco en Latinoamérica no solo va a estar en el precio de las materias primas. A sus retos estructurales en el mercado laboral, la economía informal o la educación, se le suma otro sospechoso habitual, la inestabilidad política. Continúan los bandazos, y la izquierda toma mayor peso en la región tras las victorias de Boric en Chile y de Petro en Colombia, a las que puede seguir la de Lula da Silva en Brasil, abanderando políticas económicas que no agradan al mercado.

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
