

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

(Demasiada) Placidez

Todo apunta a que el buen tono de los mercados financieros debería continuar en lo que nos queda de año, con permiso de una complacencia que nos resulta muy incómoda.

Encaramos el último trimestre del año en un entorno muy plácido (qué peligroso es dejar esto por escrito, en mercados financieros). A nivel macro, gozamos de un crecimiento suave pero robusto y sincronizado a nivel global, por primera vez en más de un lustro. Eso sin inflación, lo que permite que los bancos centrales puedan deshacer estímulos a un ritmo más que relajado, sin prisa alguna y sin ser pues obstáculo para los mercados. Como la obtención de cupones interesantes en la renta fija sigue siendo una quimera, la narrativa del “no hay alternativa” a los activos de riesgo sigue vigente. Añádanle a lo anterior que las publicaciones de beneficios no están decepcionando y que la volatilidad se mantiene extraordinariamente baja (no solo en la renta variable); en cualquier activo financiero, cuesta encontrar excepciones. El cóctel es más que favorable a los inversores.

Ni siquiera el duelo de despropósitos entre Kim Jong Un y Trump ha conseguido alterar los ánimos. Y eso que a nivel político nunca faltan distracciones. Francia se ha quedado más sola de lo previsto en los buenos propósitos para seguir estrechando vínculos en la Unión Europea. Ante el descalabro socialista en las elecciones alemanas, el SPD se ha pasado a la oposición y la coalición que gobierne Alemania será previsiblemente menos pro-europea que el gobierno anterior. Pero eso parece más que un posible catalizador para los mercados se haya evaporado que no un riesgo bajista. Lo que seguro daría un empujón a los mercados sería que en EE. UU. se aprobase la reforma fiscal. No parece nada sencillo conseguir que se aprueben las propuestas de Trump, pero la buena noticia es que no hay nada puesto en precio, y que cualquier noticia solo puede ser una buena noticia.

Tan aburrido está todo que toca hablar incluso del Bitcoin (sin duda una de esas excepciones al respecto de la nula volatilidad antes mencionada). Un poco de sentido común debería hacernos dudar, como mínimo. Por un lado, una moneda tan inestable es poco deseable (¿se imaginan consultando la cotización para ver si se pueden permitir el postre en mitad de una cena romántica?). Los gobiernos podrían incluso prohibirla si llegase a ser una amenaza (para recaudar impuestos, por ejemplo). Y no hay manera posible de adivinar siquiera si será la ganadora, en caso (poco probable) de que algún día el dólar o el euro caigan en desuso (será por criptomonedas, existentes y por inventar; los propios bancos centrales están estudiando crearlas). Como inversión, parece un despropósito: a nuestro entender es un claro ejemplo de especulación, basado mucho más en no ser el último en entrar que en sus fundamentales (con demasiadas semejanzas con otras burbujas del pasado, como los tulipanes holandeses en el XVII).

Lo preocupante, en definitiva, es cuán complaciente está el mercado. Cuesta adivinar motivos de correcciones serias. Es precisamente en estos momentos en los que uno debe extremar la prudencia. Procuraremos aprovechar la bonanza, pero manteniendo liquidez en la cartera que nos permita soportar episodios de riesgo. El sol siempre precede a la tormenta; conviene guardar ropa seca por si llueve.

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 4T)

Monetario	▲
Renta fija	▼
Renta variable	➡

Renta fija

GOBIERNO:	
EE.UU.	▼
Eurozona	▼

GRADO DE INVERSIÓN:

EE.UU.	▼
Eurozona	▼

HIGH YIELD:

EE.UU.	➡
Eurozona	➡

EMERGENTES

	▲
--	---

Renta variable

EE.UU.	▼
Eurozona	▲
Japón	▲
Emergentes	▲

Materias primas

Petróleo	▼
Oro	▼

Divisas

EUR/USD	▲
---------	---

Situación macroeconómica

Impacto huracanes en EE.UU.

\$'000 mn	Coste	Año
Katrina	62,2	2005
Sandy	29,5	2012
Ike	18,5	2008
Andrew	17,0	1992
Ivan	13,8	2004
Wilma	12,5	2005
Rita	12,1	2005
Charley	8,0	2004
Irene	6,0	2011
Frances	5,5	2004

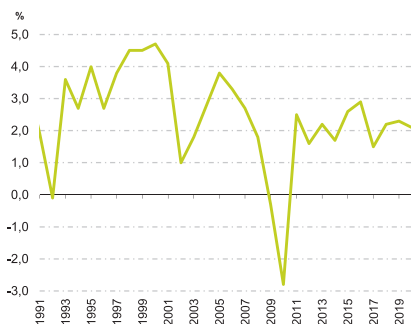
Harvey*	65-190	2017
Irma*	50-100	2017

*estimaciones

Fuente: Vox

Los recientes huracanes Harvey e Irma, con pérdidas estimadas entre los \$50.000 y los \$200.000 millones, podrían situarse entre los de mayor impacto en la historia de los Estados Unidos.

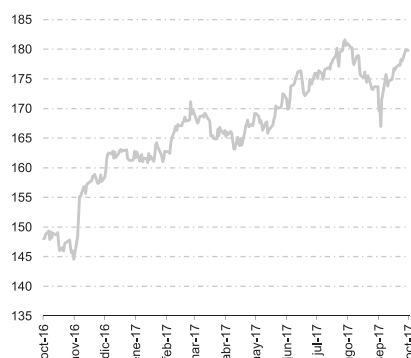
Evolución esperada PIB Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

Las estimaciones de crecimiento estadounidense no han sufrido variaciones como consecuencia de los recientes huracanes y se mantienen en el entorno del 2%.

Índice MSCI Sector Seguros EE.UU.



Fuente: Bloomberg

La corrección bursátil sufrida por las compañías del sector asegurador mundial, tras las recientes catástrofes en EE.UU., México y el Caribe, ha sido recuperada prácticamente en su totalidad.

La “falacia de la ventana rota”

La “falacia de la ventana rota” de Bastiat ilustra por qué la destrucción y el dinero gastado en recuperarse de la destrucción no son en realidad un beneficio neto para la sociedad. Muestra cómo los costes de oportunidad, así como la ley de consecuencias no deseadas, afectan a la actividad económica de manera “invisible” o ignorada.

El escritor, legislador y economista francés **Frédéric Bastiat**, en su ensayo de 1850 *Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas* (Lo que vemos y lo que no vemos), para ilustrar la idea de los costes escondidos, hoy más conocidos como costes de oportunidad, propuso la conocida como “falacia de la ventana rota”.

Bastiat ponía el ejemplo de un niño que rompe el cristal de un comercio. En un primer momento, todo el mundo simpatiza con el comerciante, pero pronto se empieza a sugerir que el cristal roto beneficia al cristalero, que comprará pan con ese beneficio, beneficiando al panadero, quien comprará zapatos, beneficiando al zapatero, etc. Finalmente la gente llega a la conclusión de que el niño no es culpable de vandalismo, sino que ha hecho un favor a la sociedad, creando un beneficio para toda la industria.

La falacia de este razonamiento, según Bastiat, consiste en que se consideran los beneficios del cristal roto, pero **se ignoran los costes escondidos**: el comerciante está obligado a comprar una ventana nueva, cuando quizás fuera a comprar pan beneficiando al panadero. Al final, mirando el conjunto de la industria, se

La economía en su conjunto pierde cuando el capital debe ser gastado dos veces en las mismas cosas.

ha perdido el valor de un cristal, llegando Bastiat a la conclusión de que «**la sociedad pierde el valor de los objetos inútilmente destruidos**» y que «la destrucción no es beneficio».

Los huracanes que han azotado EE.UU. y el Caribe o el reciente terremoto en México, con costes materiales millonarios, han llevado a ciertos expertos y economistas, como suele ocurrir cuando se producen estos desastres, a ver un efecto positivo en la economía, pues los gastos gubernamentales de reconstrucción y los pagos de seguros a las víctimas provocarán que estas gasten ese dinero en la economía que generará nuevos empleos, pondrá a trabajar factores de producción, etc. Pero ¿qué

nuevos productos o servicios podrían haber producido estas personas si no hubieran tenido que sustituir estas cosas? **La economía en su conjunto pierde cuando el capital debe ser gastado dos veces en las mismas cosas.** Nada nuevo, ninguna riqueza real, ha sido creada. Reemplazar bienes ya producidos es siempre un gasto y resta, nunca suma.

Imaginemos que una mañana nos despertamos y, camino del trabajo, descubrimos que sobre nuestro coche ha caído un árbol, destrozándolo. ¿Alguno de ustedes saltaría de alegría pensando en la indemnización de su compañía de seguros? La compensación recibida no nos permitirá comprar un coche nuevo, tendríamos que comprar uno de segunda mano (ya producido) o reducir nuestro consumo en otros bienes para poder adquirir uno nuevo. **Todo lo que ahora se puede hacer es restaurar el capital que fue destruido.** Además, la compañía de seguros deberá reducir sus reservas para indemnizarnos, reduciendo su capacidad de inversión, contratación, etc. y no es descartable que, por no guardar nuestro coche en un garaje, nos suba la prima anual, reduciendo nuestro poder adquisitivo.

Las pérdidas causadas por huracanes, terremotos, incendios forestales y otras calamidades son graves desgracias que, obviamente, hacen a la sociedad más pobre. La mayor destrucción que deja uno de estos eventos es el recurso insustituible de vidas humanas. Grandes sumas de dinero se gastarán para reparar y reconstruir, pero la sociedad seguirá siendo más pobre tras los daños causados. Cada céntimo gastado en limpieza y reconstrucción es un importe que **podría haber sido invertido en otros medios contribuyendo a generar riqueza.** En cambio, tiene que ser gastado reemplazando lo que se perdió. Si alguna vez se sienten tentados de olvidar a Frédéric Bastiat, no se preocupen: el ex Secretario del Tesoro estadounidense Larry Summers, el Presidente de la Reserva Federal de Nueva York William Dudley, e incluso el Premio Nobel Paul Krugman también lo hacen y, además, lo hacen convencidos.

Alfredo Álvarez-Pickman
Equipo Macro y Análisis
Crédit Andorrà Financial Group

Renta fija

Nueva generación de productos de renta fija

En el actual entorno emergen nuevas categorías de renta fija que atraen la atención de los inversores: los bonos verdes y sociales (*green & social bonds*) y los bonos de infraestructuras (*infra bonds*) son algunos de ellos.

Los bonos corporativos empiezan el último trimestre del año con estrechamientos en sus diferenciales de crédito acompañados por el avance de la actividad global que impacta positivamente en el crecimiento. Después de la presentación de los últimos resultados trimestrales, en general, los fundamentales de las compañías deberían presentar una mayor fortaleza del EBITDA, mejoras de márgenes y un menor apalancamiento. Desde el punto de vista más técnico, siguen entrando los flujos de dinero en estos activos y las emisiones primarias siguen a buen ritmo aprovechando los bajos costes de financiación y el incremento de la actividad en fusiones y adquisiciones. Los riesgos principales que podrían cambiar el entorno benigno serían: el retorno del riesgo geopolítico, el inicio del tapering del BCE (que reduciría el volumen de sus programas de compras) y sobre todo que ante movimientos adversos en el precio de los bonos por subidas de tipos de interés, los inversores se planteen una reasignación de sus inversiones.

En este contexto se han generado dos categorías de bonos que dan respuesta a nuevas necesidades por parte de los inversores. Por un lado, la mayor preocupación por el medio ambiente y la inversión socialmente responsable, y por el otro, la necesidad de obtener financiación alternativa a la tradicional bancaria para la inversión en infraestructuras. Por definición, los Bonos Verdes financian proyectos medioambientales (de mitigación como los de energía renovable, o los de adaptación como las construcciones de muros contra inundaciones). Los Bonos Sociales se dedican a la financiación de los proyectos sociales (programas para grupos o zonas económicas desfavorecidas). Y donde convergen ambos (proyectos medioambientales y sociales) aparecen los llamados Bonos Sostenibles.

Los Bonos Verdes ya hace 10 años que vieron la luz, pero es en los últimos 2 que su volumen de emisión ha aumentado exponencialmente gracias al aumento de la conciencia sobre el cambio climático y el Acuerdo de París. Se prevé que este año llegue al récord de entre 120-150.000

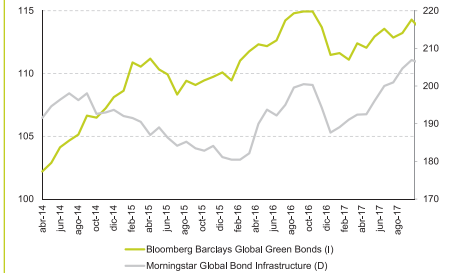
Los *green, social e infra bonds* responden a la preocupación por el medio ambiente, la ISR y la financiación de infraestructuras.

millones de dólares. Se calcula que en total hay 267.500 millones de emisiones de Bonos Verdes y 29.500 millones de emisiones de Bonos Sociales. Para formar parte del universo elegible, los bonos deben cumplir unos principios de inversión (transparencia del destino de la inversión, proceso de evaluación, gestión y recepción de informes periódicos), dirigida por la ICMA (International Capital Market Association).

Las empresas que gestionan la obra pública tradicionalmente apelaban al crédito bancario como fuente de financiación principal, pero las entidades financieras expuestas a una mayor regulación han reducido la aprobación de esos proyectos por el consumo de recursos propios que supone. Así, se han buscado fuentes de financiación alternativa a largo plazo a través de los conocidos bonos de infraestructuras. De esta manera se posibilita a los inversores la participación en diferentes proyectos. Advertimos de que se trata de una inversión a largo plazo donde se aconseja diversificar para no invertir solo en un proyecto o riesgo. Hasta ahora en Europa y EE. UU. se utilizaban vehículos diferentes (préstamos y emisiones de bonos, respectivamente). Se espera que se incrementen las emisiones en Europa tras la iniciativa "The Europe 2020 Project Bond" impulsada por el Banco Europeo de Inversiones.

Josep M Pon, CIIA
Responsable de Renta Fija

Evolución Bonos Verdes e Infraestructuras



Fuente: Bloomberg

En el actual entorno de bajos tipos de interés, nuevas categorías de renta fija han atraído el interés de los inversores. Los bonos verdes y sociales y los bonos de infraestructuras son algunos de ellos, dando respuesta a las nuevas necesidades de los inversores.

Tipos oficiales: previsiones de consenso de mercado (%)

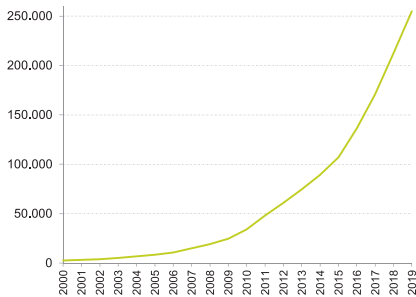
	29/09/17	3er trim '17	4º trim '17	1er trim '18
Zona Euro	0,00	0,00	0,00	0,00
EE.UU.	1,25	1,50	1,60	1,80
Reino Unido	0,25	0,35	0,35	0,40

Tipos de interés: variaciones (%)

	29/09/17	Últimos 3 meses	Último año
Zona Euro			
Euribor 3 meses	-0,33	0,00	-0,01
Bund 10 años	0,46	0,00	0,26
EE.UU.			
US Libor 3 meses	1,33	0,03	0,34
US 10 años	2,33	0,03	-0,11
Reino Unido			
GBP Libor 3 meses	0,34	0,03	-0,03
Gilt 10 años	1,37	0,11	0,13

Renta variable

Amazon - Ventas anuales



Fuente: Bloomberg

Entre 2000 y 2016, las ventas de Amazon han crecido a una tasa anual compuesta del 27,6%, mientras que en los últimos 5 y 10 años el crecimiento ha sido del 23,1% y del 28,9% respectivamente. El consenso de analistas espera que crezcan a una tasa anual del 23,3% los próximos tres años.

Dadas por Muertas

Compañía	Cap Bursátil (M)
Macy's	\$6,700
J.C. Penney	\$1230
Abercrombie	\$980
Sears	\$780
The Sports Authority	En Quiebra
Gander Mountain	En Quiebra
Aeropostale	En Quiebra
Toys R US	En Quiebra

En la Encrucijada

Compañía	Cap Bursátil (M)
Sysco	\$28,500
Cardinal Health	\$21,300
AmerisourceBergen	\$18,000
Kroger	\$18,000
US Food Holding	\$6,000
SUPERVALU	\$840

Peleando

Compañía	Cap Bursátil (M)
WalMart	\$236,700

Ventajas Competitivas Defensivas

Compañía	Cap Bursátil (M)
Home Depot	\$190,000
Lowe's	\$66,000
TJX Companies	\$47,000
Ross Stores	\$24,900
AutoZone	\$16,500
O'Reilly	\$18,900

Fuente: Bloomberg

El sector minorista estadounidense se encuentra en un momento de transformación, donde no se sabe quién sobrevivirá y quién desaparecerá por el camino. La adaptación a las nuevas tendencias de los consumidores será determinante.

Amazon: ¿es seguro invertir en minoristas?

Los consumidores están abandonando a los minoristas tradicionales y acuden en manada hacia Amazon (y el comercio electrónico en general). Amazon es muy práctico, permite comparar precios fácilmente y es más barato. Como inversores exigentes, necesitamos saber qué partes del sector minorista debemos evitar y dónde podemos encontrar oportunidades.

Es bastante asombroso cómo el sector minorista ha sido enteramente arrollado por una sola compañía que dio sus primeros pasos como un minorista de libros electrónicos hace apenas 20 años. Independientemente de sus humildes comienzos, Amazon ha subido hasta convertirse en la 4ª compañía mejor valorada por capitalización de mercado y tiene unos ingresos netos anuales de 150.000 millones de dólares. En el transcurso de su alzamiento, la compañía ha dejado un rastro de cadáveres de minoristas tradicionales que no pudieron adaptarse lo suficientemente deprisa al nuevo paradigma.

Dados por muertos - hay que evitarlos. Hay aproximadamente 1.100 centros comerciales en los EE. UU. y algunos analistas estiman que entre un 20% y un 30% de ellos podrían cerrar en los próximos 5 años al perder a los grandes minoristas que les anclaban. Los grandes almacenes como Sears, Macy's y J.C. Penney han sido golpeados con especial

Hablando de distribución, hay pruebas de que Amazon está investigando sobre el negocio de la distribución farmacéutica. Esto iría directamente tras los negocios de AmerisourceBergen, Cardinal Health y CVS.

Luchando - se puede invertir. WalMart es ampliamente conocido como el líder de los minoristas tradicionales. Tiene una gran escala, con ventas que prácticamente triplican las de Amazon, lo que puede darle apoyo para conseguir precios más bajos de sus proveedores. Aunque WalMart suena formidable, algunos analistas creen que Amazon podrá superar los ingresos anuales de WalMart en 2025. Eso no significa que el equipo directivo de WalMart esté de brazos cruzados. La compañía tiene un balance fuerte que le permite hacer compras estratégicas, como por ejemplo la compra por 3.000 millones de dólares de Jet.com (el clon de Amazon) y la inversión en nuevas innovaciones que le permitirán seguir siendo relevante.

Por muy duro que parezca Amazon, hay algunos minoristas que tienen unos negocios más defendibles.

dureza por el cambio en las preferencias de los consumidores. Estas compañías pueden caer presas de las rebajas continuas para generar tráfico. Pueden parecer compañías atractivas en base a su valoración, pero con el deterioro de sus fundamentales suelen convertirse en "trampas de valor".

En el punto de mira - alerta, compradores. Amazon lleva un largo tiempo pisando los talones a los supermercados gracias a su capacidad para ofrecer una amplia variedad de productos no perecederos a un bajo precio. Con la compra de Whole Foods, Amazon ha obtenido una plataforma desde la cual puede distribuir alimentos frescos. Esto ha hecho tambalear las acciones de supermercados como Kroger y SUPERVALU. Algunos analistas temen que los distribuidores de alimentación al por mayor como Sysco puedan ser los siguientes en la lista.

Fosos defensivos - donde queremos estar. Por muy duro que parezca Amazon, hay algunos minoristas que tienen unos negocios más defendibles. Algunos de los ejemplos más celebrados de esto son las tiendas de mejoras para el hogar Home Depot y Lowe's. Ambas tiendas disponen de asociados bien formados que pueden ofrecer asistencia gratuita a los clientes. Además, ambas compañías venden artículos que no son fáciles de transportar por su tamaño. Un foso similar a estos, aunque tal vez no tan profundo como el de las tiendas de mejoras para el hogar, son los minoristas de componentes automovilísticos (AutoZone, O'Reilly, Genuine Parts). Estas tiendas también dependen de sus asociados para ofrecer consejo experto a sus clientes, y en algunos casos ayudan con la instalación. Un modelo de negocio final que ha demostrado ser más resiliente a Amazon son las cadenas *deep value* como TJ Maxx y Ross Stores. Estas compañías solo compran mercancía a vendedores de forma oportunista, lo que significa que obtienen los precios más bajos posibles.

Charlie Castillo
Gestor Senior

3T % 2017 %

		3T %	2017 %	
EE.UU.	S&P 500	2.519	3,96%	12,53%
	DJ Indus. Avg	22.405	4,94%	13,37%
	NASDAQ 100	5.979	5,89%	22,94%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 € Pr	3.595	4,44%	9,25%
	Francia (CAC 40)	5.330	4,08%	9,61%
	España (Ibex 35)	10.382	-0,60%	11,01%
	RU (FTSE 100)	7.373	0,82%	3,22%
	Alemania (DAX)	12.829	4,09%	11,74%
	Suiza (SWISS)	9.157	2,81%	11,41%
	Italia (FTSE MIB 30)	22.696	10,26%	18,00%
Países Bajos (AEX)	537	5,90%	11,15%	
JAPÓN	TOPIX	1.675	3,90%	10,28%
	NIKKEI 225	20.356	1,61%	6,50%
EMERGENTES	México	50.346	0,98%	10,30%
	Brasil	74.294	18,11%	23,36%
	Argentina	26.078	19,01%	54,15%
	China	3.349	4,90%	7,90%
	India	31.284	1,17%	17,49%
	Corea	2.394	0,11%	18,16%
	Rusia	2.077	10,52%	-6,97%

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

El ciclo económico en materias primas

A menudo, en la industria se comenta que la inflación pronto llegará. Los efectos de la inflación sugieren que las materias primas se comportan de una manera cíclica.

En un periodo de fuerte expansión, la demanda del consumidor es alta, el desempleo es bajo y los salarios crecen. Esto hace subir la inflación, lo que a su vez provoca que suban los precios de las materias primas, que se benefician del incremento de la demanda al ser necesarias para el proceso productivo de muchas empresas. Los bancos centrales suben los tipos de interés para evitar un sobrecalentamiento en la economía y entonces la expansión toca su pico.

Pero, ¿en qué momento del ciclo estamos? Si en diciembre la Fed sube los tipos, habrá realizado 4 subidas en un año. ¿De verdad estamos en sobrecalentamiento?

Aunque esta "ciclicidad" afecta a las materias primas, no afecta a todas por igual. Algunas como el oro pueden verse afectadas por este hecho en el corto plazo (como la caída cercana al 5% de junio y septiembre de 2017

al descontarse una Fed más *hawkish*), pero no en el medio y largo plazo.

En las últimas décadas, el oro ha pasado de ser la forma de dinero internacional más importante, a ser reserva en posesión de los países, a ser básicamente una importante materia prima metálica para ciertas industrias como el cobre o el aluminio. Sin embargo, estas tendencias pueden que no sean ad *infinitum*. China sí que ha aumentado sus reservas de oro en los últimos años. Además, el oro sigue utilizándose como elemento diversificador de carteras, es un activo real y con valor real. Se revaloriza cuando existen tensiones geopolíticas (subidas del 6% en agosto de 2017 al aumentar la tensión entre Corea del Norte y Estados Unidos), así que sigue siendo refugio. Si están "largos" de ciclo económico, pueden jugarlo incluso de forma defensiva con el oro, salvo presiones a corto plazo. A medio y largo plazo sigue teniendo su valor.

Miguel Ángel Rico
Analista de Inversiones

DIVISAS

Bitcoin: ¿moneda alternativa?

Una criptomoneda es una moneda digital independiente, que utiliza la criptología para mantener la privacidad de las transacciones y controlar la creación de la moneda. Aunque no se reconoce como moneda de curso legal, las criptomonedas están **alcanzando gran popularidad** para transacciones legales e ilegales por igual. El Bitcoin, desarrollado en 2009, es la más popular de todas, representando más de la mitad del valor de las más de 750 criptomonedas existentes.

Desde que Bitcoin comenzó a cotizar en julio de 2010, su cotización ha subido más de un 55.000 por ciento. Esta meteórica subida de su precio ha atraído a muchos traders y especuladores. Pero mientras estas ganancias recientes sin duda atraen a jugadores de corto plazo, otros lo están comprando como **esperanza de moneda alternativa**.

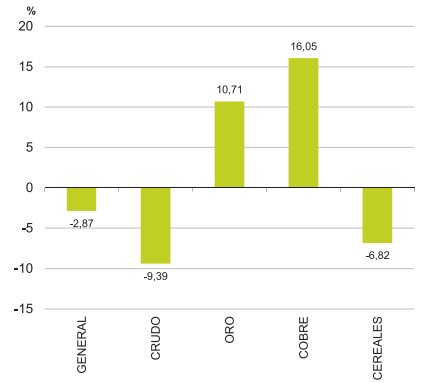
El **Bitcoin es una moneda fiduciaria pura**, lo que significa que no está respaldada por nada tangible que no sea el valor que los usuarios le atribuyen. Las divisas, ya sean fiduciarias o respaldadas por algo tangible, derivan valor de su utilidad y escasez.

La pregunta que los inversores, y no los especuladores a corto plazo, deben por tanto contestar es: **"¿Valorará suficiente gente el Bitcoin como para convertirlo en una moneda respetada y utilizada?"**.

EE.UU., la Unión Europea, Japón, China y Gran Bretaña han devaluado sus monedas significativamente en los últimos diez años. **El éxito reciente de las criptomonedas es un signo evidente de que las acciones de los bancos centrales no han pasado desapercibidas** por los usuarios de las monedas tradicionales. Aunque se aplauda el concepto de una moneda que es escasa y evita los caprichos de los burócratas, su mercado actual es demasiado volátil y especulativo. La mayor preocupación es que los gobiernos poseen los medios para permitir o deshacer las criptomonedas. Dado lo que está en juego, hasta que estos no revelen más claramente sus intenciones, los riesgos parecen demasiado especulativos para justificar la participación en ellas.

Alfredo Álvarez-Pickman
Equipo Macro y Análisis
Crédit Andorrà Financial Group

Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



Fuente: Bloomberg

Evolución del precio oro



Fuente: Bloomberg

Tipo de cambio Bitcoin/USD



Fuente: Bloomberg

Creada en 2009, Bitcoin es una criptomoneda, un activo digital diseñado para funcionar como un medio de intercambio que utiliza la criptografía para controlar su creación y gestión, en lugar de confiar en los bancos centrales.

Tipo de cambio \$/€

% Variación:	1 mes	3 meses	1 año
	-1,32%	3,40%	5,28%
Previsiones	4T 2017	2017	2018
	Consenso	1,18	1,18

Latinoamérica

Índice MSCI Mercados Emergentes



Fuente: Bloomberg

A pesar de la reciente corrección, motivada por la apreciación del dólar estadounidense, los mercados bursátiles emergentes se encuentran en máximos de los últimos dos años.

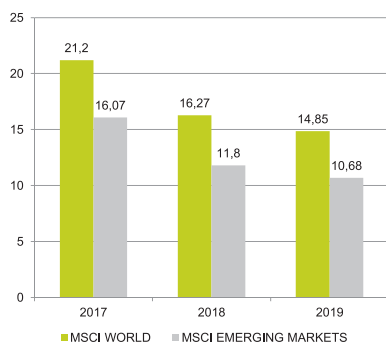
PIB Economías Emergentes



Fuente: Bloomberg

Se espera que la recuperación económica de los países emergentes continúe, alcanzando un Producto Interior Bruto para su conjunto del 5% en el año 2019.

P/E Mercados Emergentes vs Desarrollados



Fuente: Bloomberg

Las valoraciones en los mercados emergentes siguen siendo razonables. La relación precio/beneficio tiene un notable descuento comparado con la valoración de los países industrializados.

La nueva cara de los emergentes

El 2017 ha sido buen año para los inversores de renta variable. El índice global ha generado un retorno de más del 15%. Los mercados emergentes están liderando con un retorno de cerca del 30%. Este desempeño no es una sorpresa. Es el reflejo de una mejoría fundamental combinada con buenas condiciones externas.

El factor más importante es el crecimiento de los beneficios empresariales. Entre 2011 y 2015, los beneficios se contrajeron por la caída de los precios de las materias primas y el menor crecimiento en China. En el 2016 llegamos a un punto de inflexión. El crecimiento económico global empezó a re-acelerar, los precios de las materias primas rebotaron y había progreso político con reformas estructurales. Las apreciaciones de las monedas locales y la menor inflación en varios países emergentes permitían una política monetaria más expansiva.

Es notable cómo **la composición del índice MSCI Emerging Markets ha**

Son la tecnología, el consumo y los servicios los que dominan.

cambiado. El peso de los sectores de energía y minería cayó del 50% en 2010 a menos del 15% actualmente, mientras que el sector tecnológico subió de menos del 10% al 30%. También tenemos una fuerte tendencia hacia Asia, que representa más de dos tercios del índice. Empresas como Petrobras, Vale y Gazprom ya no están en la tabla de los peces gordos, sino que fueron reemplazadas por nuevas empresas tecnológicas como Tencent, Alibaba y Baidu.

Invertir en los mercados emergentes finalmente permite participar en la mega tendencia que ha sido tan descrita: la demografía favorable y la explosión de la clase media. Los números son impresionantes. Los mercados emergentes representan más del 80% de la población global. Se espera que en los próximos 15 años, 3.000 millones de personas formen parte de la clase media global, procedentes casi exclusivamente del mundo emergente. Aunque los mercados emergentes siguen teniendo accesos privilegiados a recursos naturales, el súper ciclo de las materias primas es parte del pasado. Son la tecnología, el consumo y los servicios los que dominan. Las empresas de los países

emergentes son mucho más innovadoras que antes. Hace 15 años, los mercados emergentes representaban menos del 15% de las patentes globales. Hoy, casi la mitad de todas las patentes presentadas son de empresas de los mercados emergentes.

La atractiva tendencia a largo plazo difícilmente puede ser cuestionada, pero sabemos que los mercados emergentes pueden experimentar correcciones temporales violentas. Por ahora, no hay que asustarse. Primero, la dinámica del crecimiento de los beneficios sigue siendo muy fuerte y parece bastante robusta. Los analistas esperan un crecimiento del 20% en 2017 y del 11% en 2018. Esto no depende tanto de la situación económica, porque el sector corporativo es más disciplinado en la administración de gastos de capital. Ya no hay tantos excesos y los márgenes deberían seguir mejorando. Segundo, las valoraciones siguen siendo razonables. La relación precio/beneficio se encuentra por encima del promedio de los últimos 5 años de 11, pero es un fuerte descuento comparado con la valoración de los países industrializados. Finalmente, a pesar del fuerte rebote en las bolsas, los fondos mutuos globales están posicionados muy conservadores e infraponderando los mercados emergentes. Por el otro lado, seguimos vigilando los principales factores de riesgo. No es nuestro escenario base, pero una escalada en el conflicto de Corea del Norte, una fuerte caída del petróleo, un shock inflacionario o un empeoramiento de la economía china podrían cambiar nuestra perspectiva positiva.

Pascal Rohner, CFA
Director de Renta Variable de Latinoamérica

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
