

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

¿El año del “clic”?

Creemos que el 2016 será una repetición del año que terminamos, pero con mayor volatilidad. Nos preocupa que los bancos centrales, los mejores amigos de los mercados estos últimos años, hayan agotado su arsenal. Recomendamos mezclar posiciones de riesgo con liquidez abundante.

Decía John Kenneth Galbraith que de entre los que se dedican a hacer pronósticos, los hay solo de dos tipos: los que no saben, y los que no saben que no saben. Algo que un servidor intenta no olvidar cuando por estas fechas toca desempolvar la bola de cristal para intentar vislumbrar qué nos deparará el año entrante.

Ser consciente de que el futuro es imprevisible resulta útil no solo para mantener la humildad adecuada, sino que lo es también para posicionar las carteras correctamente. Nos parece imprescindible construir las para que puedan resistir mínimamente los imprevistos. No hay nada más poderoso que el interés compuesto. Invertir 10.000 € hoy al 6% (hasta no hace mucho ese era un retorno normal para rendimientos a largo plazo, qué tiempos aquellos) durante 40 años daría 24.000 € en intereses brutos (mucho menos al descontar los pagos por impuestos) si se retiran los cupones a medida que se cobren. Reinviértalos, y tendrá usted 102.857 € al final de los 40 años. La mala noticia es que dicho poder actúa también en sentido contrario. Una gran pérdida resulta luego muy difícil de recuperar. Una caída del 50% del patrimonio requiere posteriormente un 100% de rendimiento solo para volver al punto de partida. La prudencia es el mejor aliado de un inversor a largo plazo.

Para el 2016 parece más recomendable si cabe. Por más que el futuro sea impredecible, hay algunas cosas que sí creemos que podemos dar (casi) por seguras. No esperamos tasas de inflación sustanciales (sostenidas, claro está, la economía funciona en eses, alternando malos y buenos datos; lo que importa es la tendencia). Una serie de factores –exceso de deuda, cambio demográfico, desaceleración emergente, cambio tecnológico, aumento de la desigualdad social, etc.– se alían para mantener a ambos contenidos. Sin margen de maniobra fiscal –por exceso de deuda pública–

los bancos centrales siguen siendo los únicos con capacidad de reacción.

Creemos que tampoco ellos pueden hacer mucho más. Tras años de experimentos varios lo cierto es que la recuperación económica es muy tenue y que el problema que originó la última crisis (exceso de deuda) se ha agravado (57 billones de dólares añadidos desde el 2007). Los bancos centrales son críticos a la hora de determinar el posicionamiento para el 2016 porque creemos que son los principales responsables de que los inversores se hayan mostrado tan predisuestos a asumir riesgo. Las valoraciones actuales de la mayoría de los activos no dan mucho margen a error. Si ese interruptor ficticio (riesgo “abierto” o “cerrado”) se apaga (el “clic” al que hace referencia el título), las correcciones podrían ser abultadas.

No se asusten todavía. Si bien lo consideramos el principal riesgo, no creemos que vaya a pasar durante el año que empieza. De lo que sí estamos convencidos es de que las medidas que anuncien los bancos centrales cada vez tendrán menos capacidad de hacer subir los mercados, lo que asegura que las turbulencias –siempre las hay– sean más acusadas aún. Es por ello que creemos óptimo combinar activos de riesgo con liquidez abundante, y ser especialmente activos tácticamente. Utilizaremos caídas de precio para añadir riesgo, haremos lo contrario en rebotes. En renta fija, a pesar de entender que pueden seguir las apreciaciones, no nos convence nada la ratio rentabilidad/riesgo, y preferimos la renta variable, favoreciendo las bolsas europea y japonesa. Y mantengan liquidez, por ínfimo que sea el retorno. Gracias a ella podremos aprovechar las oportunidades que seguro irán apareciendo.

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 (1T2016)

Monetario	▲
Renta fija gubernamental	▼
Renta fija <i>corporate</i>	▼
Renta variable	▲

Renta fija

GOBIERNO:	
EE.UU.	▼
Eurozona	▼
CORPORATE:	
EE.UU.	▼
Eurozona (“Central”)	▼
Periferia	▼

Renta variable

EE.UU.	➡
Eurozona	▲
Japón	▲
Emergentes	➡

Materias primas

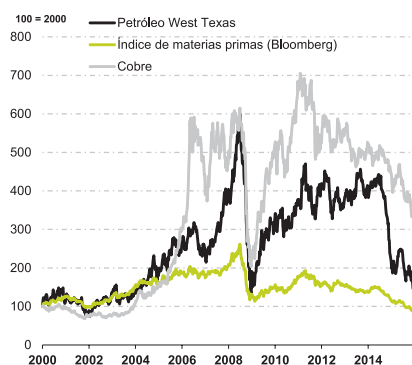
Petróleo	➡
Oro	➡

Divisas

EUR/USD	➡
---------	---

Situación macroeconómica

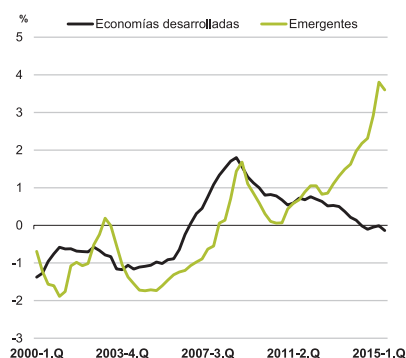
Principales índices de materias primas



Fuente: Bloomberg

Los precios de las materias primas han caído con mucha fuerza durante los últimos trimestres.

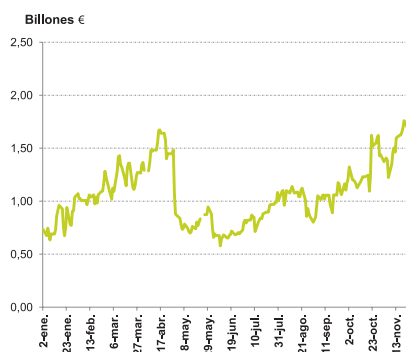
Ratio de servicio de la deuda (respecto a la media histórica)



Fuente: BIS

Según el ratio de servicio de la deuda, los países emergentes están en una peor situación relativa que los países desarrollados en el inicio de la crisis financiera de 2008.

Bonos soberanos europeos con yield negativa



Fuente: BIS

Antes de la última reunión del BCE, en diciembre, cerca de 2 billones de euros de deuda soberana europea cotizaba con tipos de interés negativos.

Matices grises para el 2016

De cara al próximo año creemos que las economías desarrolladas serán el principal motor global, pero se verán frenadas por los países emergentes, que se enfrentan a problemas derivados de la desaceleración en China, el exceso de endeudamiento y la generación de desequilibrios financieros mundiales.

En general, nada es blanco o negro, todo tiene matices; la economía mundial que esperamos para el 2016, también.

Matices positivos, como la recuperación de la **economía europea** que, a pesar de los riesgos políticos, continúa mejorando y encadena ya 10 trimestres consecutivos de crecimiento económico y una tasa de desempleo que cae desde marzo de 2013. También vemos en positivo la economía de **EE.UU.**, que sigue expandiéndose, y recientemente ha alcanzado una tasa de paro que la propia Fed, el banco central de EE.UU., considera de equilibrio, en el 5%. A pesar de que algunos sectores, especialmente los relacionados con la exportación y el petróleo, afectados por la apreciación del dólar y por la caída del crudo, no estén pasando por su mejor momento, el sector servicios, que representa un 80% del PIB americano, da señales de fortaleza. Un razonamiento parecido siguió la Fed, cuando hace unas semanas decidió subir por primera vez los tipos de interés.

Pero también esperamos **matices negativos** para este 2016; de hecho, destacamos tres. En primer lugar, la **desaceleración de China**. Los efectos ya son evidentes, el principal comprador de materias primas del mundo está tirando los precios por los suelos. Su economía está cambiando de modelo productivo (en otras palabras, de cada yuan adicional que gasta China, la mayor parte se dirige a comprar iPhones y no a invertir en la construcción de presas), y si bien esto no debe ser per se algo negativo, conlleva riesgos para la economía mundial. Así, un cambio de modelo productivo demasiado rápido (como parece ser el caso, si observamos la fuerte caída de los precios de las materias primas en los últimos dos años), puede herir de muerte a alguno de los países que han suministrado al gigante asiático los materiales necesarios para realizar inversiones en infraestructuras, principalmente en países emergentes.

Otro elemento negativo es el **endeudamiento**. Tras la crisis financiera de 2008, derivada del excesivo endeudamiento de las economías desarrolladas, los países han continuado aumentando sus ratios

de deuda. Así, desde el 2008, los países desarrollados han aumentado la ratio de deuda en 36 puntos porcentuales del PIB, la mayor parte del aumento es deuda gubernamental, mientras que los países emergentes lo han hecho en 50 puntos porcentuales, siendo las empresas las que han acumulado la mayor parte de esta deuda. Además, un elemento diferenciador de ambos casos es el hecho de que gran parte de la deuda emergente se ha emitido en moneda extranjera, en dólares, lo que hace el problema aún mayor tras las fuertes depreciaciones de sus monedas. Es más, si atendemos al coste de servicio de la deuda, los países emergentes se encuentran en peor posición que los desarrollados en el 2008.

Por último, nos preocupa el hecho de estar viendo cada vez más casos en los que las teorías financieras y económicas dejan de funcionar debido a las medidas extraordinarias de los **bancos centrales**, lo que podría facilitar la acumulación de nuevos desequilibrios financieros que, en caso de detonar, afectarían en mayor medida a los más débiles, es decir, a los emergentes. Así, estamos viendo casos en los que la teoría de la paridad cubierta de los tipos de interés deja de cumplirse, momentos en que la curva *swap* se sitúa por debajo de la curva soberana (algo extraño, puesto que los gobiernos tienen menos riesgo que los bancos), y situaciones en que los tipos de interés negativos dejan de ser algo extraordinario (a principios de diciembre el 33% de la deuda soberana europea).

Por tanto, un panorama de matices para 2016, pero en el que, en nuestra opinión, se impone el gris, derivado de los riesgos que hemos mencionado y que en mayor parte afectan a emergentes.

Pablo Manzano
Gestor de Renta Fija

Renta fija

El final del ZIRP (Zero Interest Rate Policy)

La Reserva Federal de EE.UU. finalmente ha empezado a elevar su tipo de interés de referencia por primera vez en 9 años. El precio de los bonos va a depender mucho de lo rápidas y profundas que sean las alzas, lo que estimulará riesgos y oportunidades para los inversores activos en renta fija.

La mayor divergencia entre las políticas monetarias que se espera que aplique la Fed y la actitud más acomodaticia del BCE o del BoJ, sumadas a la incertidumbre sobre el crecimiento económico, provocan un comprensible incremento de las dudas en los inversores.

En un mundo que ha sido inundado de liquidez durante la última década y que ha ayudado a impulsar los precios de los activos, **la cuestión central que aparece ahora es cómo los mercados financieros reaccionarán ante la retirada de los estímulos y, en el caso concreto de los bonos, cómo digiere el activo el alza de tipos.** De momento el mercado ya recoge un precio entre 2-3 alzas más en el 2016.

“La divergencia monetaria aumenta la volatilidad y los riesgos, por tanto toca ser prudentes”

Viene a la memoria la frase atribuida a John Maynard Keynes: **“El mercado puede permanecer irracional más tiempo de lo que usted puede permanecer solvente”.** En este entorno deberemos aumentar la prudencia y disponer de activos líquidos para aprovechar las oportunidades que sin duda irán apareciendo.

Los inversores de renta fija se enfrentan al desafío de generar retornos desde diferentes estrategias que permitan superar la escasez de rendimiento del mercado. Estas acciones, si bien pueden ser más sofisticadas, deben complementar la cartera de bonos basada en una estrategia *buy-and-hold* (comprar el activo y mantenerlo hasta su vencimiento). Seguramente la gestión de la renta fija se ha vuelto más complicada, a la vez que la demanda se mantiene elevada en buena parte gracias a varios factores.

La demografía, con más personas que precisan de esta tipología de activos, o por requerimientos regulatorios que tratan de reducir los riesgos sistémicos y

que aumentan la preferencia por la renta fija frente a otros activos, serían buenos ejemplos.

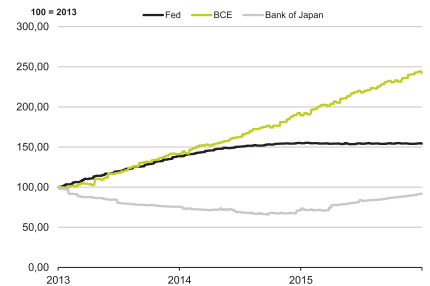
Creemos que **la combinación de estrategias activas y pasivas en la cartera, junto con la flexibilización del universo de inversión, la diversificación de los activos y la gestión de la duración serán las claves de la gestión de la renta fija** para los próximos años. Se hace a la vez más importante un riguroso control de riesgo de las diferentes posiciones para el seguimiento y control de las mismas.

¿Cómo hacer frente al año 2016, en que la subida de tipos y su efecto en los precios irá de la mano principalmente de cómo evolucionen los datos sobre crecimiento e inflación? **En la selección de bonos deberemos aplicar la “micro inversión”,** un estilo de valor que busca oportunidades de inversión en bonos que cotizan por debajo de su valor intrínseco. En el año que se acaba hemos asistido a turbulencias tanto en bonos *Investment Grade* como *High Yield* y este aumento de los *spreads* hace más atractivos algunos emisores bajo el binomio rentabilidad/riesgo.

También nos agradan los **bonos indexados a la inflación**, que ya descuentan un escenario de inflación muy bajo. Otra alternativa que nos planteamos son los **bonos subordinados financieros europeos**, dado que son los mejor posicionados ante la búsqueda de *yield*, afectados por el entorno regulatorio y con una rentabilidad superior a la del dividendo del mismo emisor. Por último, aconsejamos ir incorporando **bonos con cupón flotante en EE.UU.** que protegen del riesgo de que el ciclo de subida de tipos continúe, terminando definitivamente con el ZIRP.

Josep Ma Pon, CIIA
Responsable de Renta Fija

Balance de Bancos Centrales



Fuente: Bloomberg

La divergencia monetaria aumenta la volatilidad y los riesgos, por tanto toca ser prudente.

Tipos oficiales:

previsiones de consenso de mercado (%)

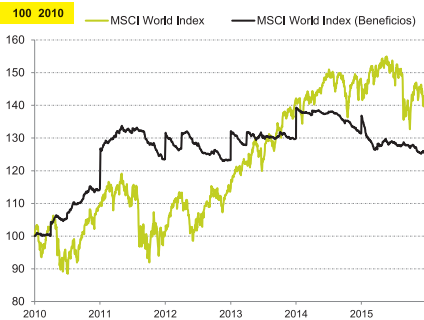
	31/12/15	1trim'16	2trim'16	3trim'16
Zona Euro	0,05	0,05	0,05	0,05
EE.UU.	0,50	0,65	0,85	1,05
Reino Unido	0,50	0,55	0,70	0,80

Tipos de interés: variaciones (%)

	31/12/15	Últimos 3 meses	Último año
Zona Euro			
Euribor 3 meses	0,13	-0,09	-0,21
Bund 10 años	0,63	0,12	0,09
EE.UU.			
US Libor 3 meses	0,61	0,29	0,36
US 10 años	2,27	0,28	0,10
Reino Unido			
GBPLibor 3 meses	0,59	0,01	0,03
Gilt 10 años	1,96	0,26	0,20

Renta variable

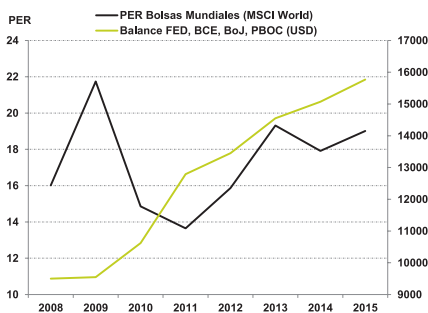
Bolsas mundiales



Fuente: Bloomberg

Desde 2012 hasta 2014, los beneficios de las bolsas mundiales se han estancado, mientras los mercados mantenían su tendencia alcista.

Bancos Centrales y Bolsas



Fuente: Bloomberg

La correlación entre la expansión de los balances de las bolsas mundiales tras la crisis de 2008 y la valoración de los mercados es patente.

			Q4 %	2015 %
EE.UU.	S&P 500	2.044	6,45%	-0,73%
	DJ Indus. Avg	17.425	7,00%	-2,23%
	NASDAQ 100	4.593	9,86%	8,43%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 €	3.268	5,38%	3,85%
	Francia (CAC 40)	4.637	4,08%	8,53%
	España (Ibex 35)	9.544	-0,16%	-7,15%
	RU (FTSE 100)	6.242	2,98%	-4,93%
	Alemania (DAX)	10.743	11,21%	9,56%
	Suiza (SWISS)	8.818	3,58%	-1,84%
	Italia (FTSE MIB 30)	21.418	0,58%	12,66%
Paises Bajos (AEX)	442	4,91%	4,09%	
JAPÓN	TOPIX	1.547	9,65%	9,93%
	NIKKEI 225	19.034	9,46%	9,07%
EMERGENTES	México	42.978	0,81%	-0,39%
	Brasil	43.350	-3,79%	-13,31%
	Argentina	11.675	18,96%	36,09%
	China	3.539	15,93%	9,41%
	India	26.118	-0,14%	-5,03%
	Corea	1.961	-0,08%	2,39%
	Rusia	1.761	7,21%	26,12%

Los beneficios deben tomar el relevo de los Bancos Centrales

Las valoraciones de los mercados bursátiles, apoyadas en las políticas expansivas de los bancos centrales, han alcanzado niveles por encima de su media histórica. Los beneficios empresariales deben tomar el relevo para que las bolsas mundiales puedan mantener la tendencia positiva.

Los mercados financieros han dedicado el año 2015 a seguir la dirección de las políticas monetarias de los diferentes Bancos Centrales. La tarea no parecía, a priori, compleja, puesto que todos remaban en la misma dirección, tratando de acelerar el motor de una economía global lastrada por el excesivo peso de una deuda que, lejos de reducirse, no ha dejado de crecer desde la crisis de 2008. La incógnita a despejar era tan sólo la cantidad de masa monetaria que se inyectaría en la economía. Sin embargo, la realidad ha sido diferente.

Las políticas monetarias expansivas empujaban a los inversores a pagar más por unos crecimientos de beneficios históricamente bajos, en busca de una rentabilidad cada vez más escasa. Esto es lo que se conoce como expansión de múltiplos (precio sobre beneficios): los inversores, vía beneficios, recuperan su inversión en un plazo mayor, obteniendo a cambio un rendimiento esperado superior al de otros activos.

Los inversores deberán centrar su atención en la evolución de los beneficios empresariales

La decisión de la Reserva Federal, tras 84 meses de política monetaria expansiva, de subir los tipos de interés en su reunión del 16 de diciembre, puede marcar un punto de inflexión que lleve a los inversores a centrar su atención en la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas, y a ser más selectivos en lo que están dispuestos a pagar.

El crecimiento del PIB (ventas) y la inflación (precios), determinan la tendencia de los beneficios. Según estimaciones de organismos internacionales, el PIB mundial crecerá un 3,4% en 2016, mientras la inflación lo hará por debajo del 2%.

El PIB mundial crecerá lastrado por la debilidad de los países emergentes, que representan ya cerca del 57% del PIB mundial, víctimas de excesos recientes y con China como mayor exponente, compensado parcialmente por una economía estadounidense que crece cerca de un 2%. Mientras tanto, la inflación parece contenida por factores coyunturales, pero también estructurales.

Los bancos centrales seguirán apoyando a los mercados financieros, pero, tras más de 700 bajadas de tipos de interés y miles de millones en estímulos monetarios, empiezan a ver limitado su margen de maniobra. No debemos descartar que, a medio plazo, nos enfrentemos a un escenario en el que su credibilidad se pueda poner en tela de juicio, si la economía mundial no recupera la senda del crecimiento.

En este entorno de crecimientos bajos, menores estímulos monetarios y valoraciones ajustadas (sólo en un 20% de la historia, desde 1800, las bolsas mundiales han estado más caras), cobrará importancia de manera capital la correcta selección de nuestras inversiones. La compra de activos, sólo si están por debajo de su valor teórico, filosofía conocida como Value Investing, creemos que aporta la disciplina y los fundamentos más sólidos para poder invertir mejor en este complicado entorno. Los movimientos tácticos también permitirán aprovechar la volatilidad que, a buen seguro, estará presente en los mercados en 2016, puesto que seguir la estela de los banqueros centrales no parece que vaya a ser suficiente.

Winston Churchill dijo: "Evito siempre predecir de antemano, porque es mucho más fácil hacerlo a posteriori". Desconocer el futuro no debe impedirnos evaluar los riesgos más importantes para nuestras inversiones.

Alfredo Álvarez-Pickman
Director de Estrategia & Advisory, Banco Alcalá

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Sobreoferta crónica

Sobreoferta, efectivamente, es la clave para el próximo año en materias primas. “La sobreoferta del petróleo lleva los inventarios a niveles récord y sus precios a mínimos”, “La persistente sobreoferta de los metales preciosos mantendrá las ganancias de las mineras por los suelos durante un tiempo”. Estos podrían ser ejemplos de titulares de periódicos financieros. Consideramos que es el punto crucial que determinará el precio de las materias primas en 2016. Pero, ¿qué hay detrás de esta situación? ¿Es reversible? ¿Hay alguna materia prima que se salve de la quema?

En lo que a petróleo se refiere, el incremento de la oferta se explica, en gran medida, por el empuje del método **fracking**, que ha aupado a EE.UU. a la primera posición mundial de países productores (ha aumentado un 70% su producción en tan sólo 5 años). La decisión del Congreso de EE.UU. de levantar la prohibición de exportar petróleo (en vigor desde hace 40 años), y la reiterada negativa de la OPEP de bajar los niveles de producción no parece que vayan a desembocar en los ajustes de producción que tanto anhela la industria.

Esos ajustes son sencillamente necesarios también en los productores del resto de materias primas, ¿y en su caso, ha habido también avances tecnológicos que abaraten el coste de producción? Sí, los ha habido, pero la sobreoferta será una constante porque la demanda también está en declive, **China ha “matado” el superciclo de las materias primas.**

Varios factores limitan el aumento de los precios de las materias primas. Por un lado, China, el país que más materias primas demanda, desacelera su crecimiento; por otro lado, la apreciación del dólar frente a las divisas de países productores se intensifica con las subidas de tipos de la Fed. Un panorama nada halagüeño para las materias primas.

Y aunque el sentir del mercado haya perdido interés en el oro, nunca olviden hacer un guiño al metal dorado como refugio para afrontar futuras turbulencias en los mercados.

Miguel Ángel Rico
Analista de inversiones

DIVISAS

2016: volatilidad & yuan

Durante el 2016 creemos que la **volatilidad** continuará en el mercado de divisas igual que en el 2015, año en que algunas monedas han perdido cerca de un 35% de su valor frente al USD. La mayor parte de los ingredientes siguen presentes: i) debilidad del precio de las **materias primas**, fundamentales para la estabilidad económica de algunos países emergentes, ii) elevada actividad por parte de los **bancos centrales**, con el BCE que continúa aplicando medidas de estímulo, y la Fed subiendo tipos de interés, e iii) incertidumbre sobre el rumbo que seguirá **China**, que ha sido el principal motor económico del mundo en los últimos años.

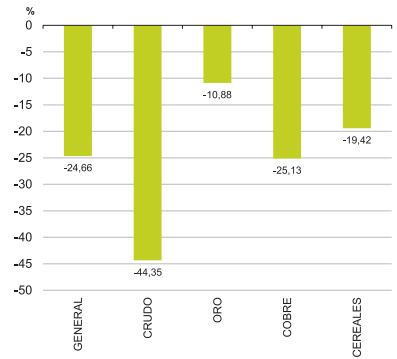
Otro de los hechos que destacamos del 2016 es que la **cesta de monedas del FMI**, también conocida como “derechos especiales de giro”, incluirá el yuan chino, que se unirá al euro, al dólar estadounidense, a la libra esterlina y al yen japonés. Las consecuencias iniciales han sorprendido a gran parte de los analistas, que esperaban que esta decisión conllevara una apreciación de la moneda derivada de una mayor demanda del yuan. Sin embargo, desde la decisión del FMI a finales de noviembre, el yuan se ha depreciado más de un 1% frente al USD.

Esto puede obedecer a que uno de los **requisitos** para formar parte del selecto club de monedas del FMI es que el **valor de la moneda se determine por las fuerzas del mercado** (en lugar de ser fijada “a dedo” por parte de las autoridades). Por tanto, a medida que China se adapte a un régimen más flexible, y persistan **fuerzas que deprecien el yuan** (actualmente destacan la política monetaria expansiva, la desaceleración económica y un tipo de cambio efectivo real en máximos históricos) este podría debilitarse aún más. De hecho, desde agosto, las reservas en USD del banco central chino han caído de 4 billones de USD a 3,5, y se presume que la diferencia se ha utilizado para defender la moneda.

Por tanto, de cara al 2016 estos son los dos principales sucesos que destacamos: continúen esperando una fuerte **volatilidad** en el mercado de las divisas y estén muy atentos a cómo **China** gestiona la flexibilización de su sistema para la fijación del tipo de cambio.

Pablo Manzano
Gestor de Renta Fija

Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



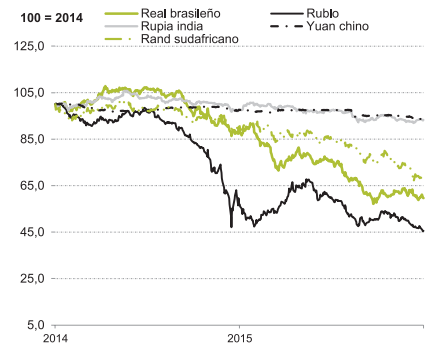
Fuente: Bloomberg

Cobre



Fuente: Bloomberg

Yuan & BRICS



Fuente: Bloomberg

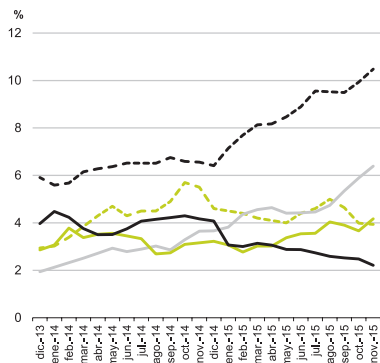
Por ahora, la depreciación del yuan chino es muy moderada comparada con los otros miembros del BRICS.

Tipo de cambio \$/€

% Variación:	1 mes	3 meses	1 año
	2,65%	-3,34%	-10,20%
Previsiones	1T 2016	2016	2017
Consenso	1,05	1,06	1,10

Latinoamérica

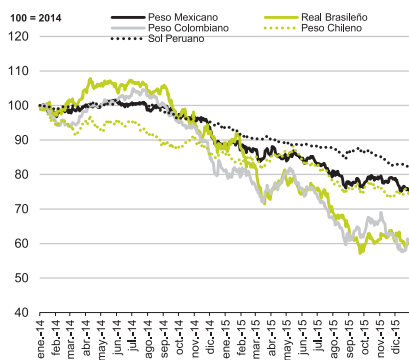
Inflación



Fuente: Bloomberg

Los países deberán contrarrestar los efectos del *pass through* de la devaluación.

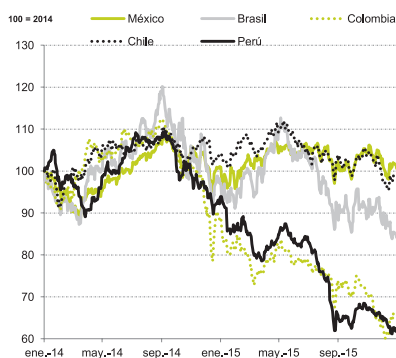
Divisas



Fuente: Bloomberg

Las divisas en América Latina se devaluaron al peor nivel en 12 años.

Bolsas



Fuente: Bloomberg

La renta variable se encuentra expuesta a un contagio real y financiero.

Demasiado pronto para que suponga un punto de inflexión

Latinoamérica sigue siendo víctima de la deflación de la burbuja de materias primas que comenzó hace 5 años. Hay algunos signos esperanzadores y su valor está aumentando, pero todavía es (demasiado) pronto para hablar de recuperación.

2015 ha sido un año nefasto para Latinoamérica. La caída del superciclo de materias primas se ha intensificado, impulsada por más indicios de la desaceleración china y por un mercado petrolero masivamente excedentario. Por si fuera poco, la incertidumbre política y los escándalos de corrupción se han sumado a la presión. En consecuencia, las divisas latinoamericanas han bajado en total más del 20% y la bolsa de valores de la región ha caído más de un 30% en términos de dólares estadounidenses.

Sin embargo, hay motivos para la esperanza. La fuerte devaluación de activos ha creado valor. Y, lo que es más importante, el enfoque ha empezado a pasar de economías desastrosas a políticas. Las buenas noticias llegan desde **Argentina**, donde la proclamación de Mauricio Macri como presidente ha abierto la puerta a reformas desesperadamente necesarias. Los mercados aclamaron el cambio de gobierno, si bien la implementación de las reformas necesarias va a ser extremadamente complicada. La liberalización de flujos de capital y tipos de interés requerirá una fuerte devaluación de la moneda en más de un 40%. La inflación resultante (35%+) y los ajustes fiscales necesarios bien podrían conducir al país a otra recesión.

En **Brasil**, los resultados y plazos de los procedimientos de destitución son sumamente inciertos. Por ahora parece que el presidente cuenta con suficientes votos en el congreso para seguir en el cargo. Entretanto, las batallas políticas y el continuo escándalo de corrupción paralizarán aún más el país y empeorarán la situación fiscal, lo que seguramente provocará más rebajas de la calificación soberana.

En **Venezuela**, el triunfo de la oposición en las elecciones legislativas resulta alentador, si bien es poco probable que se produzca un cambio de régimen político de inmediato. Y lo que es más importante, el persistente entorno de bajos precios del petróleo continuará deprimiendo el panorama económico del país.

En general, la mayor debilidad de los precios de las materias primas y la subida de tipos en EE.UU. podrían conducir a un mayor deterioro económico de la región. **Perú** y **Chile** continuarán sufriendo los bajos precios del cobre. Otra de las víctimas de los bajos precios del petróleo es **Colombia**. Su débil cuenta corriente podría generar más depreciación de la moneda e intensificar la presión inflacionaria. Los ajustes fiscales y monetarios necesarios provocarán un crecimiento económico mucho más lento.

“La continua debilidad del precio de las materias primas podría conducir a un mayor deterioro económico”

El único punto positivo es **México**. Sus mercados y su moneda han sufrido la caída de los precios del petróleo y el sentimiento negativo hacia la región en general, pero México continúa siendo el principal beneficiario del sólido crecimiento económico de EE.UU. y ha recuperado su competitividad manufacturera, a diferencia de muchos de sus colegas asiáticos.

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 ciudadano 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, por lo tanto, 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 a 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 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 condicionar, 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 considerada 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 constituyen 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 riesgo considerable y requiere un seguimiento constante de las posiciones actuales. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas, empleados o directores asumen 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 USA:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Beta Capital Management, LLC, entidad autorizada, regulada y supervisada por el Estado de Florida y por la U.S. Securities and Exchange Commission;
- **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 sujeta a ninguna prohibición en referencia a su difusión. Por tanto, las restricciones regulatorias sobre Crèdit Andorrà Financial Group 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 Paraguay:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Valores Casa de Bolsa, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Comisión Nacional de Valores de Paraguay;
- **Inversores de México:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà Asesores Patrimoniales, SA de CV;
- **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).



Crèdit Andorrà Financial Group



Crédit Andorrà
Financial Group
