

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

Riesgo político

Con la macro en modo “pausa”, los inversores tienen por delante un calendario político muy intenso con el que distraerse. Evaluados uno a uno, ninguno de los riesgos encima de la mesa nos parece que pueda terminar en escenarios realmente adversos para los mercados. Todos juntos, aconsejan cautela.

No nos faltarán eventos próximamente en el que el factor político será común denominador. Elecciones americanas donde asoma la cabeza Trump, un referéndum en Italia que podría acabar con la dimisión de Renzi, España dirimiendo si tendrá que celebrar unas terceras elecciones, y un 2017 donde se celebrarán comicios en Holanda, Francia y Alemania. No son poca cosa. Añádanle el ruido que se irá generando a medida que se vaya concretando la ruta de salida de la U.E. del Reino Unido. Podríamos seguir ampliando la lista (Grecia, Portugal, Austria, Hungría, Siria, Putin, Irán, Corea del Norte,...), pero ya solo lo anterior debería de ser suficiente para desmoralizar al más optimista.

Sin embargo, **analizados uno a uno, los riesgos a los que nos enfrentamos no lo son tanto.** Por empezar con el más vistoso, una victoria de Trump sin duda desataría mucha volatilidad, por lo inconsistente de sus propuestas y lo impredecible de su histrionismo. Superada la sorpresa inicial, creemos sin embargo que los inversores se replantearían las ventas. Con mayoría republicana en la cámara de representantes casi asegurada, Trump podría rebajar impuestos y reducir regulación, lo que debería provocar un impulso en el crecimiento económico a corto plazo, si bien a costa de un salto en la deuda pública. Sus políticas migratorias o anti-globalización son difícilmente implementables y huelen a representación de cara a la galería (no faltarán palabras y actos simbólicos, pero seguro que no se pueden deportar a millones de personas ni México va a pagar la construcción de ningún muro). Eso si gana Trump, que no lo parece. No olviden que quien gana en un estado se queda con todos los escaños. Con los porcentajes de intención de voto parejos, Clinton tiene una probabilidad de ser presidenta del 70%, mientras escribimos estas líneas.

Tal vez sea Trump el riesgo estrella, pero en la lista antes enunciada predominan

los europeos. Tampoco ahí debiéramos espantarnos, en nuestra opinión. Un eventual no al referéndum en Italia (ahora las encuestas están al 50%) podría llevar a la renuncia de Renzi, pero no necesariamente a nuevas elecciones. Es más probable un gobierno de transición que intente cambiar el sistema electoral. Sin la reforma del Senado, y con la ley que otorga mayoría al partido ganador en la otra cámara recurrida, Italia tiene un sistema bicameral totalmente proporcional, lo que en la práctica significa que es casi imposible gobernar. Aunque se celebrasen elecciones, nadie conseguiría mayorías suficientes. Mucho menos convocar referendums sobre la pertenencia al euro (como promueve Beppe Grillo, y que es lo que de verdad inquietaría a los inversores), que encima son inconstitucionales para los acuerdos internacionales. Y aunque se convocasen, las encuestas siguen indicando apoyo mayoritario al euro. Por otra parte, desgraciadamente los mercados se han acostumbrado al desgobierno italiano. Preocupa también que las elecciones en 2017 en Francia lleven a Le Pen a la presidencia, pero si bien es muy probable que gane la primera vuelta, es igualmente improbable que consiga ganar en la segunda. En Alemania preocupa el ascenso del antieuropeista AfD, pero se exageran sus opciones: no superan el 14% en intención de voto. El “Brexit” lo comentamos suficientemente en el anterior número, y baste repetir que no creemos que se termine con una salida no amistosa, y que en cualquier caso, el perjudicado sería más bien el Reino Unido y no el viejo continente.

En definitiva, pues, creemos que deberemos **preparar las carteras para la volatilidad que está por venir, teniendo a mano también la lista de la compra:** a priori creemos que no debería ser el riesgo político el que desate tendencias bajistas en los activos de riesgo.

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 (4T2016)

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

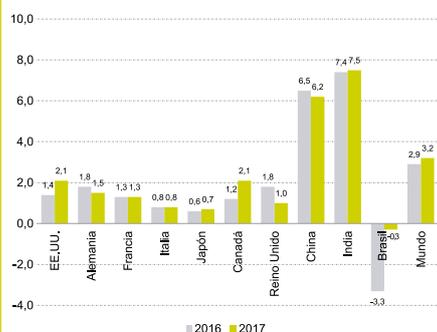
Petróleo	▶
Oro	▲

Divisas

EUR/USD	▶
---------	---

Situación macroeconómica

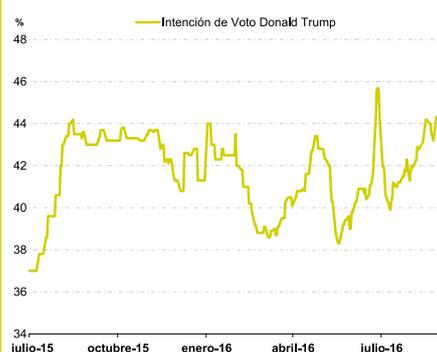
OCDE: Estimaciones PIB Real 2016 - 2017



Fuente: OCDE

La economía global sigue creciendo por debajo de su potencial, lastrada por los altos niveles de endeudamiento, lo que la hace más vulnerable a cualquier evento inesperado.

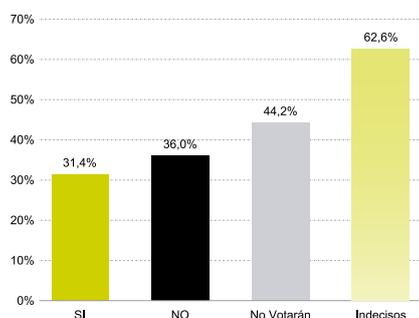
Intención de voto Donald Trump



Fuente: Bloomberg

El porcentaje de voto de Donald Trump ha ido en aumento a medida que se aproximan los comicios del 8 de noviembre en Estados Unidos.

Intención de voto Referéndum Italia



Fuente: EMG Acqua, Bloomberg

Las últimas encuestas sobre el Referéndum en Italia muestran una cierta ventaja del no, si bien debemos destacar el elevado porcentaje de votantes indecisos que muestran los últimos datos publicados, lo que dificulta poder anticipar un resultado.

Efectos de la inestabilidad política

La incertidumbre política afecta a los agentes económicos, que retrasan sus inversiones hasta tener un horizonte más despejado, o ven en riesgo las ya realizadas por cambios regulatorios o fiscales.

Uno de los mantras tradicionales de los mercados financieros es que estos detestan la incertidumbre. Suele estar asociado a un sentimiento de mayor aversión al riesgo ante un panorama desconocido, pero los factores fundamentales son la clave. El riesgo político, tras el referéndum británico, se ha elevado y se ha convertido en la **principal preocupación de los inversores** de cara a los próximos doce meses.

Dos son los riesgos fundamentales para la economía de los riesgos políticos. El primero, las **dudas que provoca en los agentes económicos** un escenario político incierto a la hora de invertir en el país. El segundo, las potenciales consecuencias (regulatorias, impositivas, financieras) que puedan surgir dependiendo del resultado que se produzca. No podemos olvidar que la OCDE estima que la economía mundial crecerá un 2,9% en 2016 y que se revisaron a la baja las estimaciones para 2017, la tasa de crecimiento más baja desde la crisis financiera de 2008. **La economía global tiene argumentos limitados para hacer frente a los potenciales efectos negativos** de un periodo de incertidumbre política.

El crecimiento económico mundial podría verse afectado negativamente por un periodo prolongado de incertidumbre política.

En lo referente al primer riesgo, podemos cuantificar los efectos con un ejemplo conocido. La incertidumbre política en España ya ha empezado a pasar factura: en el primer semestre de 2016, **la inversión extranjera en España ha caído cerca de un 29%**, pasando de 9.415 millones de euros a 6.716 millones de euros. Es cierto que los indicadores más recientes no muestran estos efectos, y que la economía sigue creciendo a buen ritmo, pero no es aventurado pensar que esta **ralentización de la inversión terminará por afectar al crecimiento económico futuro.**

Sobre el segundo aspecto, las consecuencias derivadas de estos eventos políticos cubren un espectro muy amplio (cambios regulatorios, nuevos tipos impositivos, efectos en la financiación de países y empresas, etc.) que deben ser contextualizadas en función de cada evento político.

Los eventos políticos más cercanos en el tiempo son las elecciones norteamericanas y el referéndum italiano. Pensamos que una derrota del Primer Ministro Renzi a buen seguro generará una elevada volatilidad como ocurrió en el Reino Unido. Sin embargo, **vemos difícil que nos enfrentemos a una ruptura con el euro**, ya que son muchas las trabas políticas y administrativas para llevarlo a cabo y la situación actual de la banca italiana tampoco lo aconseja.

En el caso estadounidense, el abanico de potenciales consecuencias es mayor, pero nos centraremos en dos. El primero es el programa de **incremento del gasto** que ambos candidatos tienen en sus programas para impulsar el crecimiento económico. Mientras Hillary Clinton subirá impuestos para compensar este gasto, Donald Trump los reducirá. En mayor o menor medida, lo evidente es que en ambos casos la deuda estadounidense, ya por encima del 100% de su PIB, crecerá, poniendo presión en los tipos de interés y la financiación de sus empresas. Pero sin duda el riesgo mayor es la hipotética **política proteccionista** del candidato republicano. Según la OCDE, la principal causa de la caída del crecimiento global es el proteccionismo, que se ha situado en máximos desde 2009. Una política proteccionista en los EE.UU. sería un **freno para una economía mundial** que sigue debilitada presa de los desequilibrios heredados de la crisis de 2008, y abriría un nuevo horizonte en los mercados. Hillary Clinton sigue liderando la carrera hacia la Casa Blanca, pero, tras el "Brexit", no se puede descartar ningún resultado.

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

Renta fija

“Es la política, estúpido”

Después de la ronda de reuniones de los principales bancos centrales en las que se tomaron un respiro en la aplicación de decisiones de políticas monetarias hasta el mes de diciembre, los riesgos políticos se convierten en la principal preocupación de los inversores en los próximos meses.

El título emula el eslogan no oficial de la campaña de Bill Clinton de 1992 (“Es la economía, estúpido.”) que hizo fortuna y que fue determinante en su victoria frente a George Bush (padre). Y es que en este período, **los riesgos políticos pasan al primer plano**, sustituyendo (temporalmente) al principal catalizador de mercado de los últimos años como es la aplicación de políticas monetarias expansivas no convencionales por parte de los principales bancos centrales. Los inversores de bonos, más habituados a estudiar los fundamentales, deberán incorporar en sus decisiones, de manera preferente, esta variable.

En Europa se acerca la hora de la verdad para los partidos políticos en España ante el reto de formar gobierno. En Italia está previsto el Referéndum Constitucional para el próximo 4 de diciembre. La Primera Ministra del Reino Unido, Theresa May, ha confirmado la fecha de activación del artículo 50, antes de que finalice el mes de marzo de 2017, para iniciar las negociaciones de su salida de la Unión Europea. La elección Presidencial en Estados Unidos será en el mes de noviembre. Estas son algunas de las citas a nivel político.

Asistiremos a un cambio de paradigma si los estímulos fiscales toman finalmente el relevo de la política monetaria.

Los riesgos políticos, cuando cuentan con el respaldo de los bancos centrales, rara vez tienen un impacto prolongado negativo en el precio de los activos. Pero con **una combinación de un cierto agotamiento en la política monetaria, unido a las vulnerabilidades subyacentes del sector financiero y el débil crecimiento económico, muy probablemente provocaría que el mercado se contrajera en el caso de que se materializasen estos riesgos.** A continuación relacionamos algunos de ellos que deberemos seguir de cerca en los próximos meses:

- DBRS, la agencia de calificación crediticia, debe revisar la calificación de Portugal y una rebaja podría congelar las compras de su deuda en el marco del programa del BCE.
- Evolución de los bancos alemanes, especialmente Deutsche Bank, que puede afectar a la reelección de Merkel y, por ende, a la U.E.
- Parece que cobra mayor fuerza una negociación dura del “Brexit”.
- **En EE.UU. la elección presidencial podría estimular un cambio hacia la distensión fiscal y/o un mayor proteccionismo.**

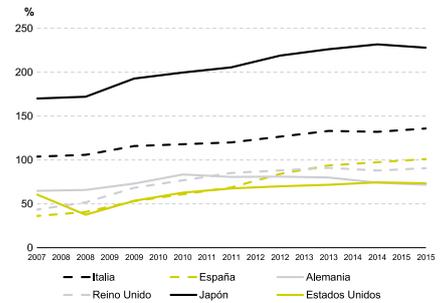
Hasta ahora, la protección de los bancos centrales ha impulsado a los precios de los activos al alza, y las correcciones a las que hemos asistido este año han venido provocadas por la decepción que mostraban los inversores ante las expectativas de que se aplicaran políticas cuantitativas no convencionales adicionales. El presidente del BCE, Mario Draghi, ha insistido reiteradamente a los gobiernos para que apliquen reformas estructurales y políticas fiscales expansivas (en el caso de los países con margen) para complementar la política monetaria y apuntalar el crecimiento. El nexo entre el crecimiento económico, la política y los bancos se manifiesta intrínsecamente relacionado, y son mutuamente dependientes.

Se espera que la política fiscal tome el relevo de la monetaria para revertir los desequilibrios globales e intentar elevar las expectativas de inflación y crecimiento. En caso contrario, el peligro sería que el endeudamiento de los países aumentara, provocando ampliaciones en las primas de riesgo.

El mercado es optimista en superar los riesgos políticos a los que nos enfrentaremos en los próximos meses, pero no olvidemos que ya hemos asistido a episodios como el “Brexit”. No debemos, por lo tanto, obviar estas fuentes de incertidumbre por el impacto negativo que pueden tener.

Josep M Pon, CIIA
Responsable de Renta Fija y AAMM

Deuda sobre PIB



Fuente: Bloomberg

La política fiscal se espera tome el relevo de la monetaria para revertir desequilibrios globales, elevandolas expectativas de crecimiento e inflación, y reduciendo así el endeudamiento global.

Tipos oficiales:

previsiones de consenso de mercado (%)

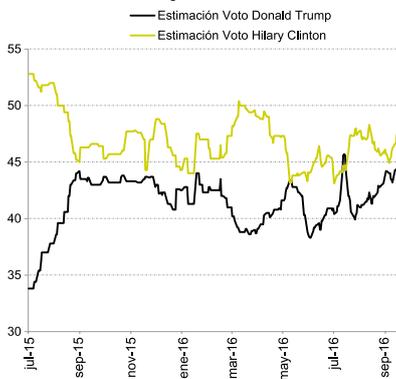
	30/09/16	4trim'16	1trim'17	2trim'17
Zona Euro	0,00	0,00	0,00	0,00
EE.UU.	0,50	0,70	0,75	0,90
Reino Unido	0,25	0,15	0,15	0,15

Tipos de interés: variaciones (%)

	30/09/16	Últimos 3 meses	Último año
Zona Euro			
Euribor 3 meses	-0,30	-0,01	-0,26
Bund 10 años	-0,12	0,01	-0,71
EE.UU.			
US Libor 3 meses	0,85	0,20	0,53
US 10 años	1,59	0,15	-0,44
Reino Unido			
GBP Libor 3 meses	0,38	-0,14	-0,20
Gilt 10 años	0,75	-0,12	-1,02

Renta variable

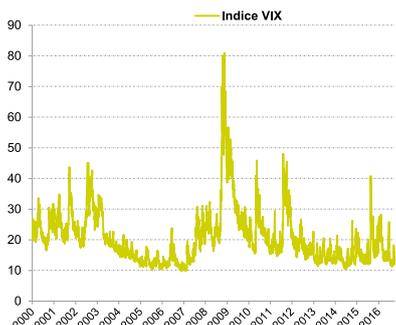
Estimación voto Hilary Clinton vs Donald Trump



Fuente: Bloomberg, Real Clear Politics

La intención de voto de cara a las elecciones presidenciales en Estados Unidos se ha ido igualando a medida que nos acercamos a la cita electoral. La carrera hacia la Casa Blanca será intensa hasta el final.

Índice de Volatilidad EE.UU.



Fuente: Bloomberg

El Índice de volatilidad estadounidense VIX, se sitúa en niveles cercanos a mínimos históricos, mostrando una elevada complacencia por parte de los inversores norteamericanos ante los riesgos políticos en Estados Unidos.

		Q3 %	2016 %
EE.UU.	S&P 500	2.168	3,31%
	DJ Indus. Avg	18.308	2,11%
	NASDAQ 100	4.876	10,37%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 € Pr	3.002	4,80%
	Francia (CAC 40)	4.448	4,97%
	España (Ibex 35)	8.779	7,55%
	RU (FTSE 100)	6.899	6,07%
	Alemania (DAX)	10.511	8,58%
	Suiza (SWISS)	8.139	1,48%
	Italia (FTSE MIB 30)	16.401	1,25%
PAISES BAJOS	Países Bajos (AEX)	452	3,77%
			2,38%
JAPÓN	TOPIX	1.323	6,18%
	NIKKEI 225	16.450	5,61%
EMERGENTES	México	47.246	2,78%
	Brasil	58.367	13,27%
	Argentina	16.676	13,57%
	China	3.005	2,56%
	India	27.866	3,21%
	Corea	2.044	3,72%
	Rusia	1.978	4,60%

“Hacer grande América de nuevo”

La frase de arriba es el eslogan principal de la campaña presidencial de Donald Trump. Aunque el sentimiento es positivo, nos preocupa más el impacto que las elecciones tendrán en nuestras carteras. El mercado, que se alimenta de la certeza, no parece que vaya a hacerse “grande” si se ve sorprendido por la elección de Trump.

A medida que se acercan las elecciones presidenciales de los EE.UU. el 8 de noviembre, los participantes en el mercado se centran en las repercusiones potenciales de los resultados y se posicionan en consecuencia. Creemos que el mercado actualmente considera una victoria de la candidata demócrata Hillary Clinton, que representa la opción menos arriesgada. Se espera que Clinton siga mayoritariamente con las políticas de Barack Obama, ofreciendo un cierto nivel de estabilidad favorecido por los mercados. Además, esperamos que la Cámara de Representantes siga bajo el control del Partido Republicano (el resultado en el Senado se echa actualmente a cara o cruz). **Históricamente, un gobierno dividido ha sido favorable para los mercados** con la mejor combinación siendo un presidente Demócrata con un Congreso Republicano. Como ya dijimos anteriormente, el mercado adora a la estabilidad, y un gobierno dividido tiende a caer en situaciones de estancamiento en las que ninguna de las partes puede avanzar en su agenda, llevando a una situación de “status quo”.

¿Podríamos estar ante una sorpresa al estilo “Brexit” cuando legiones de votantes de Trump entren en los confines privados de una cabina electoral?

Contrastando con el escenario mencionado, una victoria de Donald Trump combinaría una presidencia y un Congreso Republicanos. Eso permitiría a Trump aplicar su agenda agresivamente y podría causar importantes disrupciones en múltiples sectores.

Las encuestas nacionales muestran una carrera igualada, pero un análisis por estados del Colegio Electoral nos muestra una imagen muy distinta. Las elecciones presidenciales norteamericanas no son verdaderamente populares; sino que tienen un formato donde el ganador se queda con todo en base estatal. Cuando se

cuentan los votos de esta manera, **Clinton tiene una posición más fuerte que la que se refleja en las encuestas nacionales.** ¿Podríamos estar ante una sorpresa al estilo “Brexit” cuando legiones de votantes de Trump entren en los confines privados de una cabina electoral?

La respuesta es un posible sí. Ha habido un par de resultados sorprendentes en el Reino Unido y en Colombia que dan crédito a esta tesis. El voto a favor del “Brexit” sorprendió a muchos, pues no era la opción políticamente correcta (anti-inmigración, anti-Europa), y muchos partidarios seguramente ocultaron esta visión política. Más recientemente, en Colombia, la gente sorprendentemente votó en contra de un acuerdo de paz con las FARC. Una vez los votantes estaban solos en las cabinas electorales en compañía de su consciencia, su ira contra las FARC y el deseo de castigo tomaron el control.

Creemos que hay una oportunidad (aunque pequeña) de que nos encontremos con una situación similar en los EE.UU. En muchos círculos sociales es impopular simpatizar con Trump por sus extremadamente duras políticas anti-inmigración (con la promesa de deportar 11 millones de inmigrantes ilegales y construir un muro en la frontera de los EE.UU. con México). Es posible que muchos norteamericanos afirmen apoyar a Clinton en las encuestas, pero que en la intimidad de la cabina electoral voten a favor de Trump. Asumiendo que gane Trump, podríamos ver grandes dislocaciones en los mercados de renta variable. El sector salud sería volátil, pues el mercado cuenta los ganadores y perdedores de una cancelación del ObamaCare. Las compañías de servicios energéticos podrían renacer si Trump abre más explotaciones en territorio Federal. Las compañías minoristas que se abastecen en China o México podrían ver problemas en los envíos de mercancías. Las compañías de tecnología industrial que dependen de sus ventas a fábricas chinas podrían enfrentarse a tarifas vengativas. La lista de impactos potenciales continúa, así que es fácil ver cómo el mercado se asusta cada vez que Trump gana terreno en las encuestas.

Charlie Castillo
Gestor Sénior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

¿Desglobalización? ...y sus efectos

No se ha llegado al fin de la globalización, pero sí que se observa un claro retroceso. En los próximos 18 meses tenemos numerosas elecciones/referéndums en los que hay riesgo de que se produzca un gran ascenso de los “anti-partidos” (partidos políticos que están en contra de grupos específicos de la sociedad), y esto puede tener implicaciones económicas negativas en el largo plazo, materias primas incluidas.

Pero, ¿qué esperar en un plazo más cercano? Dejando atrás el “Brexit”, el evento más importante que tendrá un claro impacto en los activos financieros son las elecciones del 8 de noviembre en Estados Unidos.

Según un estudio de Moody's, si Donald Trump fuese elegido presidente, sus propuestas de recortes masivos de impuestos e incremento de gasto público podrían situar la inflación en el +5,4% en 2018. Esto llevaría a la Fed a subir los tipos de interés de manera agresiva, y a su vez fortalecería al dólar y perjudicaría a los precios de las materias primas. Moody's también contempla que esta sucesión de factores llevaría a una recesión en Estados Unidos en 2018-2019.

DIVISAS

Divisas e incertidumbre política

La incertidumbre política ha pasado a ser, según encuestas recientes realizadas por grandes casas de análisis norteamericanas, la principal preocupación de los inversores de cara a los próximos doce meses. El referéndum italiano, y las elecciones norteamericanas, alemanas y francesas, entre otras, son los eventos más destacados en la agenda de los mercados para este 2016 y el año 2017.

Pero, ¿cómo posicionarse en el mercado de divisas ante estos eventos? El reciente referéndum británico sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea nos mostró los riesgos de confiar en las encuestas y de hacer apuestas en eventos con resultados tan extremos. El actual desencanto con los políticos “tradicionales” incrementa aún más si cabe el potencial de sorpresas inesperadas.

Las divisas, si bien en el medio y largo plazo se ajustan a los fundamentales de sus economías, en el corto plazo sirven de termómetro de la confianza en el país. Por lo tanto, resultados que puedan poner en duda el actual “status quo” pueden provocar movimientos drásticos en sus cotizaciones. Los mercados suelen, además, sobre reaccionar en el corto plazo ante eventos inesperados, complicando aún más nuestro horizonte de inversión.

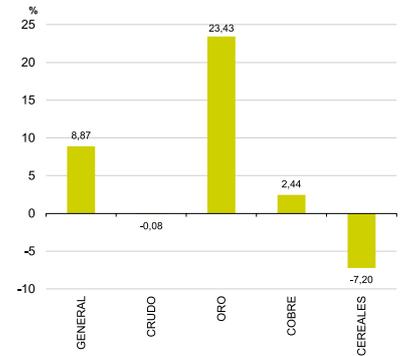
Incluso si no hay cambios inmediatos a nivel político, la tendencia es que sí hay un aumento de posibilidades de un cambio.

De producirse una victoria de algún “anti-partido”, salvo la apreciación del oro en el corto plazo, al beneficiarse del nerviosismo que pueda aparecer en el mercado (ya lleva +20% en el año descontando un escenario de mayor inestabilidad), no esperen grandes cambios en el corto plazo para el resto de materias primas. Al fin y al cabo, la globalización que se produjo con la caída del telón de acero y la apertura de China e India ha sido un proceso de más de 30 años, por lo que el proteccionismo comercial que apliquen de forma natural los “anti-partidos” no sería cosa de un solo día.

Habrà que esperar, pues, a que se confirme el movimiento de “desglobalización” durante un periodo de tiempo más prolongado para poder predecir si habrá un menor comercio en el mundo que afecte a la demanda, y por lo tanto, a los precios de las materias primas en el largo plazo.

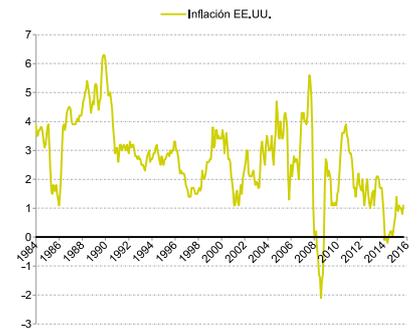
Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de Inversores

Rendimiento índice DJ UBS TR materias primas desde inicio de año



Fuente: Bloomberg

Inflación EE.UU.



Fuente: Bloomberg

ORO



Fuente: Bloomberg

Las dudas del éxito de las políticas expansivas de los bancos centrales han impulsado el precio del oro desde principios de año. Los inversores parecen buscar refugio ante las incertidumbres que se ciernen en el panorama económico y político.

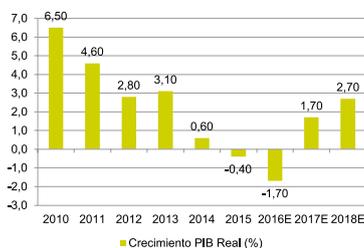
Tipo de cambio \$/€

% Variación:	1 mes	3 meses	1 año
	0,34%	0,89%	0,36%
Previsiones	4T 2016	2016	2017
Consenso	1,10	1,10	1,10

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

Latinoamérica

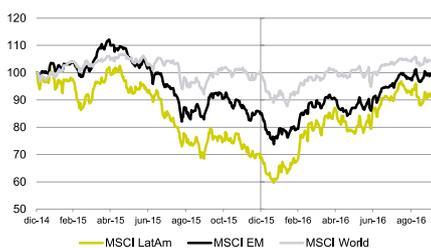
Crecimiento PIB Real Latinoamérica (%)



Fuente: Bloomberg

Latinoamérica debería finalmente salir de la recesión en 2017.

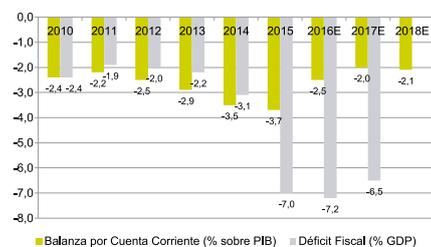
Rentabilidad Índices



Fuente: Bloomberg

Los mercados de renta variable emergentes rebotaron fuertemente en 2016.

Balanza por Cuenta Corriente y Déficit Fiscal



Fuente: Bloomberg

Los déficits por cuenta corriente han empezado a mejorar.

Latinoamérica: ¿A todo gas?

Los activos latinoamericanos han tenido retornos extraordinarios este año. El fuerte *momentum* puede que dure, pero las esperanzas de reformas benévolas con los mercados no son fáciles de cumplir.

Hay **signos esperanzadores en los mercados emergentes**. En contraste con los mercados desarrollados, el crecimiento económico está acelerando y el comportamiento de las diferentes clases de activos ha sido notablemente fuerte en general: el MSCI Emerging Market Equity Index y el JP Morgan Emerging Bond Index han subido más de un 15% este año, batiendo a la mayoría de los demás activos. Mirando a las diferentes regiones, el comportamiento de Latinoamérica ha sido especialmente bueno en renta variable con subidas de más del 30% este año.

Los lectores puede que encuentren difícil compartir la euforia de los inversores de mercados emergentes, dados los recientes titulares políticos: Brasil sigue sufriendo una de las peores recesiones económicas de su historia paralizada por escándalos de corrupción, Venezuela está al borde del impago, los colombianos expresaron su descontento con el gobierno actual rechazando el tratado de paz con las FARC, y la popularidad del presidente de México se ha visto nuevamente golpeada tras la humillante visita de Trump.

Así pues, ¿cuáles son las razones de este reciente optimismo? En primer lugar, la Reserva Federal se ha movido más lentamente de lo esperado a la hora de subir los tipos de interés. Los mercados emergentes ofrecen rentabilidades atractivas a los inversores hambrientos de rentabilidad que carecen de alternativas a causa de la burbuja de los bonos en las economías desarrolladas. En segundo lugar, China ha conseguido posponer una recesión económica introduciendo nuevos estímulos fiscales a principios de año, apoyando al sentimiento hacia los mercados emergentes. En tercer lugar, los déficits comerciales en muchos países han mejorado significativamente, eliminando las presiones en sus monedas.

Finalmente, la subida en algunos mercados se ha visto alimentada por las esperanzas de cambios políticos a mejor. El mejor ejemplo es Brasil, donde la destitución de Dilma Rousseff elevó las esperanzas

de que el nuevo gobierno implementara las reformas necesarias para reavivar la economía y traer las presiones inflacionarias estructurales bajo control (lo cual está lejos de ser una tarea fácil).

Latinoamérica desea unirse de nuevo al mundo.

Las buenas noticias son que, a pesar de algunos titulares negativos, algunos gobiernos latinoamericanos están abriendo sus economías e intentan implementar reformas favorables a los mercados. Esto se ilustra muy bien con los recientes cambios políticos en Argentina, Brasil y Perú. De todas formas, sólo el tiempo dirá si tienen éxito en empujar el crecimiento económico en los próximos años. **Bien podría ser que demasiadas buenas noticias estén ya descontadas después de las recientes subidas.**

Es interesante como, mientras Latinoamérica desea unirse de nuevo al mundo, parece que el mundo se mueva en dirección opuesta. Hay una nueva ola de tendencias proteccionistas en el "primer mundo", muy bien ilustradas por los británicos que votaron a favor del "Brexit" o la sorprendente nominación de Donald Trump como candidato a la presidencia. Hay preocupación por si una victoria de Trump podría llevar a un sentimiento anti-americano y empujar de nuevo a Latinoamérica a la izquierda.

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

Crédit Andorrà Financial Group
Research
