

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

¡Canta!

Las caídas del año pasado han sumido en el pesimismo a los inversores, que no han participado en los ascensos de este año. Creemos que las perspectivas actuales para el crecimiento económico y de beneficios empresariales se superarán y que las valoraciones tienen margen de mejora, tanto más cuanto que los bancos centrales han entrado en pausa.

En una de las películas favoritas de dibujos animados de mi hijo hay una escena en la que uno de los personajes le dice a otro “Creo que has tocado fondo”, a lo que este último replica que “lo bueno de tocar fondo es que desde aquí solo puede haber una dirección: hacia arriba”. Sin pretenderlo (supongo, vaya, porque la película, *¡Canta!*, va de un concurso de canto entre animalitos. Muy recomendable, por cierto), se estaba dando uno de los mejores consejos que se pueden dar a un inversor. Cuanto más oscuro sea el panorama, cuando más le pidan sus instintos vender, más cerca está el final de la tormenta y más debe usarlos para comprar.

El año pasado marcó el récord en número de activos que terminaron un curso en negativo. En diciembre, muchos indicadores de sentimiento inversor estaban en zonas de pesimismo extremo. Aconsejamos entonces la compra agresiva, pues parecía que si uno analizaba la situación intentando desproveerla de emociones, las cosas no eran ni de lejos tan dramáticas. Empezó el 2019 con muy buen pie. Termina el trimestre y la tentación es recoger ganancias. La economía parece que sigue sin retomar el pulso previo, cuando no está en una acusada desaceleración, como en el caso del viejo continente. Y lo que preocupaba a los inversores —como el brexit o las guerras comerciales de Trump— sigue sin resolverse.

Creemos, sin embargo, que hay que mantenerse invertido y tener un poco más de paciencia. Para empezar, porque aunque no tiene nada de malo recoger ganancias —nosotros lo hemos hecho, aunque solo parcialmente—, para eso hay que haberlas tenido. La mayoría de los inversores no ha participado del rebote y, de hecho, ha habido salidas netas de la renta variable durante todo el inicio de año. Es un indicador que miramos muy de cerca: todo ese inversor que vendió en caídas tendrá la tentación de volver al

mercado si la subida tiene continuidad. Y debería ser el caso. Creemos que durante este segundo trimestre el brexit *duro* quedará definitivamente descartado y que Trump y Xi Jinping se sentarán a firmar un acuerdo comercial. Los bancos centrales, con la Fed a la cabeza, han apartado cualquier intención de ser más restrictivos en política monetaria, lo que suele ser muy favorable para los activos de riesgo, tanto más cuanto que aún gozan de valoraciones relativamente deprimidas, que no responden al escenario más probable en los próximos meses. Los Estados Unidos —la principal economía mundial— sigue gozando de una salud excepcional. Sin más subidas de tipos, con el desempleo por debajo del 4%, con los salarios de los más desfavorecidos creciendo por fin y con las rebajas fiscales sirviendo aún de viento de cola, una recesión parece altamente improbable en los próximos meses (recuerden, además, que en 2020 hay elecciones y Trump no querrá, seguro, presentarse a la reelección con un mal entorno macro). Las desaceleraciones del resto del planeta parecen más que puestas en precio, especialmente en Europa, con una contracción tan acusada que se hace difícil pensar que algo pueda salir aún peor. Los analistas han rebajado tanto sus perspectivas de crecimiento de beneficios empresariales que no debería ser difícil una sorpresa al alza. Así pues, creemos que, a diferencia de la renta fija, en la que los diferenciales de crédito se han comprimido ya mucho y no parece que tengan mucho más recorrido, la renta variable y los activos emergentes siguen teniendo buen pronóstico. En nuestra opinión, los inversores lo ven todavía demasiado negro. Y ya saben, cuando algo parece que está tocando fondo... ¡canten!

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 (2019 1T)

Monetario	▲
Renta fija	▼
Renta variable	▲

Renta fija

GOBIERNO:

Estados Unidos	➡
Eurozona	▼

GRADO DE INVERSIÓN:

Estados Unidos	▼
Eurozona	▼

HIGH YIELD:

Estados Unidos	▼
Eurozona	▼

EMERGENTES



Renta variable

Estados Unidos	➡
Eurozona	▲
Japón	▲
Emergentes	▲

Materias primas

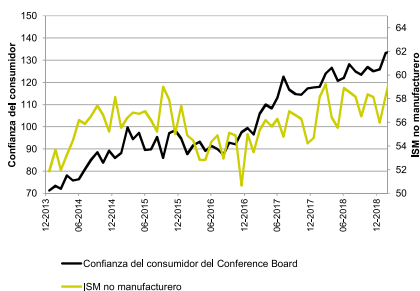
Petróleo	➡
Oro	▲

Divisas

EUR/USD	▲
JPY/USD	▲

Situación macroeconómica

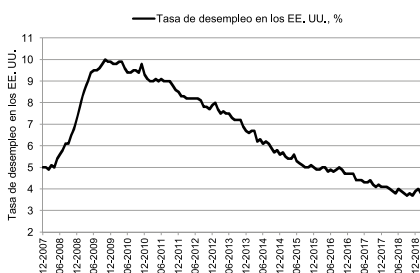
Confianza del consumidor del Conference Board, ISM no manufacturero



Fuente: Bloomberg

Según los principales indicadores, los datos de los EE. UU. se están estabilizando.

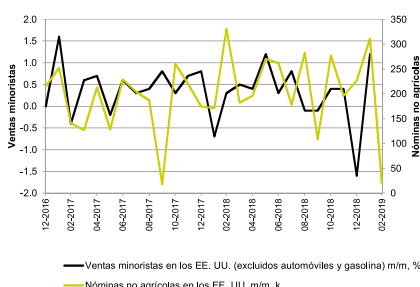
Desempleo en los EE. UU.



Fuente: Bloomberg

Ha habido una mejora constante en los datos económicos de los EE. UU. a lo largo del ciclo actual.

Ventas minoristas en los EE. UU. (excluidos automóviles y gasolina) y nóminas no agrícolas



Fuente: Bloomberg

Aunque las lecturas recientes de las ventas minoristas y las nóminas no agrícolas han sido bastante volátiles.

Entonces, ¿los mercados saben más?

Así como la desaceleración económica del año pasado fue precedida por una caída bursátil comparable solamente a la que tuvo lugar en 2011 (S&P 500 -18,3 %), el repunte del primer trimestre fue uno de los más fuertes que se haya registrado y, de hecho, parece que los datos económicos al menos se han estabilizado.

Un grupo de indicadores clave de Estados Unidos apuntan a esta estabilización: el índice de confianza del consumidor de The Conference Board, el índice no manufacturero del ISM, y el índice de sentimiento del consumidor de la Universidad de Michigan, por nombrar algunos. También hay algunos signos de mejora en Europa y los mercados emergentes, como la recuperación del índice de confianza del consumidor europeo y el hecho de que el PMI Caixin chino se esté moviendo de nuevo hacia 50. Es demasiado pronto para decir que el resto del mundo está siguiendo su ejemplo, pero esto es lo que los mercados nos parecen estar diciendo. Si tienen razón, pronto deberíamos ver el repunte del índice manufacturero del ISM y el PMI europeo por encima de 50.

El futuro de la expansión económica continuada podría depender del apretón de manos entre Donald Trump y Xi Jinping

Aun así, estamos lejos de los máximos de 2018 en términos de indicadores macro y estimaciones de analistas, ya que todos los principales índices de sorpresas económicas están en rojo a pesar de que las previsiones de consenso se han revisado fuertemente a la baja. Los temores de una guerra comercial claramente han hecho mella en la economía global, y el colapso de la producción industrial alemana es quizás la mejor prueba de ello. Puede que no sea exagerado decir que el futuro de la expansión económica continuada depende del apretón de manos entre Donald Trump y Xi Jinping. Suponiendo que habrá un alto el fuego, creemos que la economía mundial tiene espacio para crecer, dadas las brechas de producción bajas/negativas y la persistente falta de presión inflacionaria. Si bien el ciclo económico actual ha sido uno de los más largos registrados, también ha sido uno de los más lentos.

También estamos siendo testigos de un patrón emergente de mayor volatilidad de los datos. Aquellos de ustedes que siguen los comentarios del mercado seguramente hayan notado que el término «volatilidad» ahora se usa con mucha frecuencia; una frase típica es: «nuestra postura es positiva, pero debemos esperar más volatilidad en el futuro». Lo que esto significa esencialmente es que a medida que los inversores se ponen más nerviosos hacia el final del ciclo y, por lo tanto, están más sensibles ante cualquier mala noticia, los mercados tienden a corregirse con mayor frecuencia.

Sin embargo, también es cierto que la volatilidad, es decir, la magnitud de los movimientos del mercado, ha sido particularmente baja en los últimos años, en parte gracias a la poca variabilidad en los datos económicos. A modo de ejemplo, veamos el desempleo en Estados Unidos: ¡básicamente lleva disminuyendo en línea recta desde 2010! Esto podría estar a punto de cambiar, ya que las últimas ventas minoristas rompieron el consenso después de haberse quedado muy atrás en la lectura anterior. Ocurrió lo contrario con las nóminas no agrícolas, uno de los indicadores clave de Estados Unidos, que se revirtieron en febrero (hasta solo 20.000) después de aumentar hasta 311.000 en enero. Las exportaciones chinas también han sido particularmente inestables. Después de un enero muy fuerte hubo una caída inesperada del 21% en febrero, supuestamente debido a las distorsiones de las fiestas del Año Nuevo Lunar. Sin embargo, es difícil creer que los analistas no tuvieran esto en cuenta. De cualquier manera, con menos visibilidad en los datos económicos, la volatilidad puede explicarse por algo más que la mera psicología de la obtención de ganancias. Pero, una vez más, al haberse vuelto tan volátiles en 2018, los mercados ya parecían saberlo.

*Aleksandra Tomala, CFA, CAD
Gestor Multiactivo y Clientes
Institucionales Sénior*

Renta fija

¿Hay vida más allá de los bancos centrales?

En el inicio del año 2019 hemos asistido a un rebote de los activos de riesgo gracias a que los inversores han puesto el foco en las señales más *dovish* de los bancos centrales en lugar de la tendencia del debilitamiento en el crecimiento.

Mario Draghi, en la última reunión del BCE, señaló un entorno de debilidad y lleno de incertidumbres: el aumento del proteccionismo que ha supuesto una desaceleración del comercio y de la producción global, el riesgo político, destacando el brexit, y la vulnerabilidad de los mercados emergentes, con especial atención a China. Y anunció nuevas medidas: mantener los tipos en el mismo nivel al menos hasta finales de 2019 (de seguir así, Draghi será el primer presidente del BCE que nunca ha subido tipos, teniendo en cuenta que acaba su mandato en octubre) y una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III) que se iniciará en septiembre de 2019 con el objetivo de que el crédito siga fluyendo en la economía.

Las medidas extraordinarias que han implementado los principales bancos centrales para superar la crisis financiera llevan camino de arraigar. La Fed, que había iniciado la normalización monetaria, paró en seco las esperadas subidas de tipos y piensa acabar la reducción de su balance en un tiempo inferior. El Banco de Japón sigue con las medidas cuantitativas y los tipos alrededor del 0% durante los últimos 10 años y el BCE aplica nuevas medidas esperando hacer que la economía de la zona euro sea más resistente.

El margen disponible actual de los bancos centrales es menor que cuando iniciaron las medidas de expansión cuantitativa

Aunque los bancos centrales se mantienen prudentes en seguir con una normalización monetaria, todo apunta a que el margen disponible es menor que cuando se iniciaron. Observen la evolución de las palabras de Draghi, que ha pasado de decir en su famosa frase del 2012: "Haré todo lo necesario para salvar el euro, y créanme, será suficiente", a la que pronunció en la última reunión del BCE de marzo de 2019 haciendo referencia al contexto económico: "En una habitación oscura te mueves con pasos pequeños; no corres, pero sí te mueves". ¿Notan la diferencia? Al inicio se podía correr pero, ahora, se pueden dar pequeños pasos.

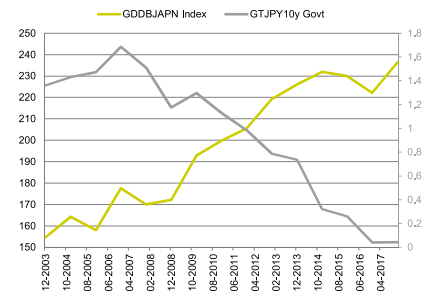
Una mejor coordinación entre el lado fiscal y el lado de la política monetaria ayudaría a la economía en una desaceleración. En Estados Unidos, Donald Trump ya ha implementado una política fiscal expansiva después de años de expansión económica, y en Europa, dependiendo del resultado que se obtenga en las elecciones europeas del mes de mayo, puede haber una mayor presión para adoptar esas ayudas fiscales a pesar de los mecanismos de contención del déficit y de control de la deuda que los países europeos han acordado.

Actualmente, en Estados Unidos debaten sobre la llamada teoría monetaria moderna, cuyos mayores defensores están en el Partido Demócrata (Bernie Sanders, que lidera las encuestas para optar a la presidencia de Estados Unidos o Alexandria Ocasio-Cortez, activista y flamante nueva congresista). Básicamente, proponen imprimir dinero (o darle a una tecla en la versión actual), pero, en lugar de comprar bonos como en el QE, utilizarlo para financiar proyectos sociales, medioambientales, de infraestructuras, etc. Los partidarios de esta teoría argumentan que mientras tomen prestado en su propia moneda y puedan imprimir dinero para cubrir sus obligaciones no pueden quebrar, y el límite estaría en que aumentara la inflación.

Esta situación en que los gastos fiscales se inyectarían directamente en la economía real en lugar de utilizar un camino más indirecto de la flexibilización cuantitativa debería hacer que la inflación aumentara pero, claro, todo lo aprendido sobre macroeconomía se está poniendo en duda porque hasta ahora los déficits no han provocado una inflación galopante o una huida de los mercados de bonos. Aún con esta consideración, parece razonable que aplicar estas medidas significaría una mayor deuda que afectaría la solvencia de los países y, con un mayor déficit, los tipos tenderían a subir y afectarían los bonos y los activos que previsiblemente mejor lo harían serían los bienes inmuebles, inversiones en infraestructuras o en recursos básicos como el oro.

Josep Maria Pon, CIIA
Director de Renta Fija y AMM

% deuda gobierno japonés sobre PIB (GDDBJAPN) vs rentabilidad bono gobierno japonés a 10 años (GTJJPY10Y)

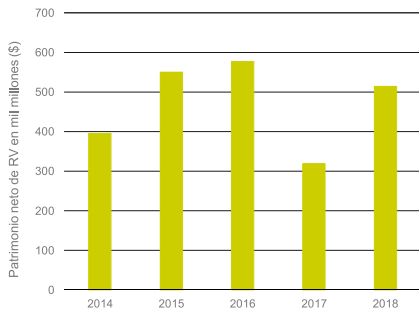


Fuente: Bloomberg

Comparación entre la evolución de la deuda japonesa y los tipos de interés del bono del gobierno a 10 años

Renta variable

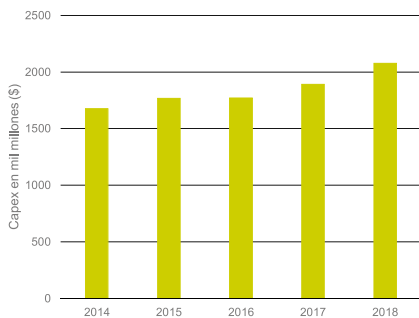
Disminución del patrimonio neto de RV



Fuente: Reserva Federal

Las disminuciones netas en patrimonio de renta variable son equivalentes a las recompras netas. El nivel de 2018 estuvo, en realidad, por debajo del nivel alcanzado en 2016.

Gastos de capital (Capex)



Fuente: Reserva Federal

Los gastos de capital (Capex) han continuado aumentando.

Culpar a las recompras

Durante 2018, las corporaciones estadounidenses anunciaron más de 1 billón de dólares en recompras. Varios políticos liberales apuntan a las recompras como un mecanismo para que el equipo directivo y los accionistas se enriquezcan a costa de reinvertir en el negocio.

Una de las principales promesas de campaña de Donald Trump fue reformar y reducir la estructura impositiva corporativa. Trump cumplió su promesa con la aprobación de la Ley de recortes fiscales y empleos de 2017. Se vendió al pueblo estadounidense como una forma de hacer que las corporaciones estadounidenses fueran más competitivas en el mercado global. Esto, a su vez, llevaría a las empresas a realizar mayores inversiones en sus negocios (aumentando la inversión de capital) y, en última instancia, crearía más puestos de trabajo.

Ahora que estamos a 16 meses de las elecciones presidenciales de 2020, varios demócratas destacados han empezado a hacer campaña formalmente. Un principio clave en su retórica es que los recortes de impuestos corporativos aprobados por Trump y el Congreso republicano son perjudiciales porque crean una mayor desigualdad en la riqueza debido a que las empresas emplean las ganancias inesperadas en las recompras de acciones. El equipo directivo podría optar por realizar una recompra si cree que la empresa está infravalorada en relación con sus oportunidades de inversión. Implica usar el capital excedente de la compañía en recomprar acciones en circulación en el mercado abierto o mediante una oferta especial. La recompra reduce el número de acciones de la compañía, disminuyendo la base sobre la cual se distribuyen las ganancias, lo que aumenta el beneficio por acción (BPA).

¿Por qué las recompras de acciones se han convertido en un objetivo político?

En Estados Unidos, las recompras de acciones han superado los dividendos como el método preferido de las compañías para devolver efectivo a los accionistas, un marcado contraste con Europa, donde los dividendos siguen siendo la opción predominante. Las recompras tienen algunas ventajas claras sobre los pagos de dividendos, ya que pueden aumentar los BPA, generalmente tienen un impacto más directo en el precio de las acciones, y cuando la economía se deteriora, es mucho menos doloroso para una empresa reducir sus recompras que reducir su dividendo. Finalmente, según un estudio

realizado por Goldman Sachs, las compañías que hacen recompras tienden a tener mejores rendimientos que el mercado de valores general.

El candidato a la presidencia, el senador Bernie Sanders, y el líder de la minoría del Senado Chuck Schumer han propuesto una ley que obligaría a las compañías a proporcionar prestaciones de jubilación, cobertura médica, un salario mínimo de 15 \$/h y 7 días de baja por enfermedad retribuida como condición previa para la recompra. Los dos senadores escribieron que “el objetivo es reducir la excesiva dependencia de las recompras al tiempo que se incentiva la inversión productiva del capital corporativo”. Parece que creen que las empresas se enfrentan a una propuesta con dos alternativas: las recompras frente a las inversiones de capital.

Pero ¿es eso cierto? Un estudio del MSCI de 2018 afirmó que no se encontraron “pruebas de que las compañías pudieran estar desviando recursos a recompras en vez de reinvertir en sus compañías”. Además, las recompras netas en 2018 estuvieron por debajo del nivel alcanzado en 2016, mientras que los gastos de capital continuaron subiendo (gráficos 1 y 2).

Otra candidata presidencial, la senadora Elizabeth Warren, cree que Estados Unidos debería seguir el ejemplo alemán, según el cual los trabajadores eligen al 40% de los miembros de la junta. En su opinión, esto produciría menos recompras en beneficio propio, y aumentaría la inversión de capital y el salario de los trabajadores. Desafortunadamente para Warren, en las últimas dos décadas las compañías alemanas invirtieron menos que sus homólogos estadounidenses, mientras que los trabajadores en Estados Unidos han recibido aumentos salariales más altos.

Finalmente, el efectivo que se gasta en recompras no desaparece sin más. En general, se gasta en bienes o servicios que vuelven a las corporaciones, lo que alimenta la economía, o se reinvierte en los mercados financieros.

Charlie Castillo
Senior Portfolio Manager

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

¿2016 como referencia?

¿Qué pasó a principios de 2016? ¿Se pueden encontrar similitudes con la actualidad? A principios de 2016 había miedo por un *hard landing* en China. Se temía que el país asiático (que representa casi la mitad del crecimiento económico mundial) tuviese una desaceleración importante y su crecimiento bajase del 7% al 6,5%. En consecuencia, las materias primas tuvieron caídas fuertes ante el miedo a una menor demanda.

¿Y, hoy, qué estamos viendo? Las disputas comerciales entre Estados Unidos y China han provocado un parón del comercio. Sus efectos se observan ahora en indicadores de demanda: el PMI manufacturero de China en febrero volvió a ser decepcionante, y los nuevos pedidos apuntan al nivel más bajo visto en estas fechas del año. Algunos defienden que el PIB de China caerá en breve por debajo del 6% (desde el 6,5% actual). Así, en el último trimestre de 2018, los índices de materias primas cayeron más de un 30%.

¿Qué pasó entonces? ¿Qué pasará ahora? Aquel año, el Banco Central de China (que parece el más flexible de todos los bancos centrales) aplicó políticas monetarias

expansivas que hicieron reflotar la economía china y, gracias a ello, vimos un fuerte rebote de las materias primas. Actualmente, los organismos chinos ya han empezado a aplicar un paquete de estímulos que recuerdan a los de hace 3 años. Este comienzo de año ya se ha visto cómo los datos de crédito han repuntado después de muchos meses con descensos. Considerando la sensibilidad de las materias primas a lo descrito arriba, cabría esperar que continuase el rally que llevan este año y pudiesen recuperar los máximos del año pasado en relativamente poco tiempo (especialmente algunos metales industriales).

Miguel Ángel Rico, CAIA
Portfolio Manager

DIVISAS

Aún a la espera de un dólar más débil

Pensábamos que la perspectiva de una convergencia en el crecimiento global y en los tipos de interés, junto con la reducción de los riesgos políticos, significarían el final de la fortaleza del dólar. Aunque en cierta medida todos estos hechos han tenido lugar, el dólar se ha mantenido en un rango. ¿Qué es lo que no supimos ver?

En enero, la Fed dio un giro radical y adoptó una postura mucho más *dovish*, con lo que los mercados descuentan ahora una única subida en 2019, y no cuatro. No obstante, ante unos datos macro mediocres, otros bancos centrales han seguido la senda de la Fed y algunos operadores del mercado incluso piensan que el BCE no llegará nunca a subir intereses dentro de este ciclo. Así pues, aunque el diferencial entre los rendimientos a dos años de los Estados Unidos y Alemania se ha comprimido en 40 puntos básicos en estos tres últimos meses, esto no ha afectado de ninguna manera al tipo de cambio. Basta señalar que el movimiento ha provenido por completo de unos tipos más bajos en Estados Unidos y deberemos ver los tipos de intereses europeos moviéndose al alza para sustentar una reversión del posicionamiento largo en dólares.

De la misma manera, aunque los datos macro de Estados Unidos se han debilitado, los datos

mediocres en la zona euro han frenado el fortalecimiento del euro. Pero las previsiones para la región se han rebajado tanto que, de cara al futuro, será muy fácil tener alguna sorpresa positiva que apoye al euro.

Respecto a los riesgos políticos, parece que China y Estados Unidos están cerca de llegar a un acuerdo, Italia se ha alineado más con los deseos de la Comisión Europea y la posibilidad de un *brexít* sin acuerdo se ha reducido. No obstante, es probable que las incertidumbres persistentes hayan refrenado el apoyo al euro.

Es evidente que nuestra recomendación se produjo demasiado pronto, pero creemos estar en lo cierto y esperamos que el tiempo nos dé la razón. Sin embargo, será clave una mejora en los datos macro en la zona euro y, con ello, unos tipos de interés más altos.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Responsable Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales

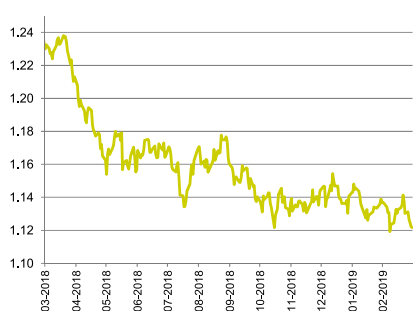
Evolución del precio del petróleo



Fuente: Bloomberg

Los estímulos de las autoridades chinas ya impulsaron el precio de las materias primas en el pasado. Podría volverse a ver.

Tipo de cambio EUR/USD

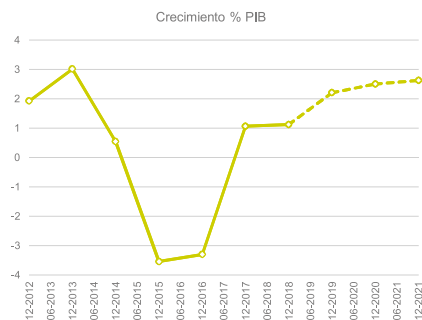


Fuente: Bloomberg

A pesar de una postura más *dovish* de la Fed, el dólar se ha mantenido en el mismo rango.

Latinoamérica

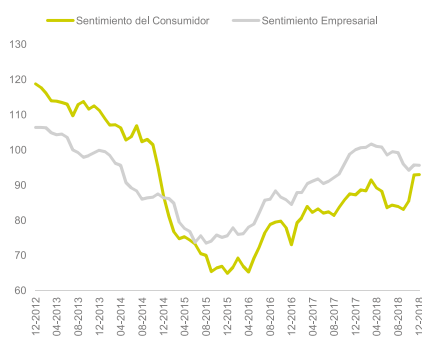
Previsión de crecimiento económico en Brasil



Fuente: Bloomberg

Se estima que Brasil será el motor económico de la región, con un crecimiento del 2,3% y 2,5% para los próximos años

Sentimiento económico en Brasil



Fuente: Bloomberg

El sentimiento económico en Brasil se ha recuperado fuertemente, impulsado por una mayor apertura comercial.

Evolución de las condiciones financieras en Brasil



Fuente: Bloomberg

Desde los mínimos alcanzados en el 2016, las condiciones financieras han mejorado notablemente en Brasil. De lograrse un avance en la reforma de pensiones esta mejora podría continuar.

Incertidumbre por la reforma de las pensiones

Existe la teoría de que si se aprueba la reforma de pensiones en Brasil, traería mayor crecimiento, una reducción en el riesgo país y grandes entradas de capital extranjero. Todo esto, combinado con una política monetaria más expansiva colocaría al país de nuevo en el camino a grado de inversión.

Durante décadas, América Latina ha estado presente en los titulares mundiales, aunque a menudo por razones negativas, como las campañas electorales polarizadas en Brasil y México, problemas con la deuda argentina y la cobertura que se dio a la crisis migratoria en Centroamérica. Para muchos, ha sido la región menos atractiva del mundo en la que realizar negocios. Mientras que Europa occidental, Estados Unidos, Canadá, Japón y otros países desarrollados continúan beneficiándose del mutuo comercio, los países de habla hispana y portuguesa del hemisferio occidental se han quedado rezagados, a menudo debido a la hiperinflación y la inestabilidad política que caracteriza a la región. No obstante, si bien los climas de inversión varían ampliamente según el país, muchos países latinoamericanos se están poniendo al día y actualmente presentan oportunidades atractivas de inversión.

El hecho de que una resolución de la guerra comercial entre Estados Unidos y China es casi inminente y el reciente cambio de postura de la Reserva Federal a un tono más moderado ha causado que el escenario macroeconómico externo pase a segundo plano, dejando las narrativas domésticas en el centro de atención de los inversores. Se espera que la recuperación en el crecimiento de la región sea liderada por Brasil, la mayor economía de la región por PIB.

Es imposible hablar de América Latina sin centrar la conversación en Brasil, el gigante de la región. Con su nuevo presidente de extrema derecha en el poder (Jair Bolsonaro), en el poder, el sentimiento económico se ha tornado muy positivo, principalmente debido a las iniciativas políticas que busca implementar. Iniciativas las cuales consolidan 1) reformas de seguridad social (reforma de pensiones), 2) desinversiones de activos (privatizaciones / concesiones), 3) reforma tributaria y 4) apertura comercial. Todo ello, en un esfuerzo por equilibrar el déficit presente en la seguridad social y, por lo tanto, dar estabilidad a las cuentas públicas de la nación.

Para muchos, el pilar más importante de la política de Bolsonaro es su atrevida propuesta de reforma de la seguridad social, que se presentó al congreso a mediados de febrero. Según funcionarios del gobierno, esta nueva propuesta prevé

un ahorro de 1.167 billones de reales en 10 años. Esta cantidad es significativamente más alta que la que propuso originalmente el presidente anterior (Michel Temer), que era de 780,8 billones. En la nueva propuesta, la mayor parte de los ahorros provendrán de cambios en las reglas para la jubilación de los trabajadores públicos y privados, ya que la edad mínima se incrementa hasta los 62 años en el caso de las mujeres y hasta los 65 en el de los hombres. La propuesta también incluye un plan para hacer que las contribuciones a las pensiones sean más progresivas: aumenta la tasa de contribución para los hogares con ingresos más altos, mientras que disminuye la tasa de contribución para los trabajadores con ingresos más bajos.

Muchos gestores no están del todo invertidos, esperando que se aclare la reforma de las pensiones

Aprobar esta reforma en el congreso será difícil y los mercados ya han empezado a tener ciertas dudas sobre los tiempos y la capacidad del gobierno para implementar dichas reformas, dada la fragmentación del congreso y la polarización política del mismo. Además, la reciente detención del expresidente Michel Temer ha añadido aún más incertidumbre al panorama.

Si bien el presidente Bolsonaro parece estar tomando las decisiones económicas correctas, cualquier tropiezo en la implementación de la reforma de pensiones podría cambiar el sentimiento económico en la región.

A pesar de la agitación actual, Brasil sigue siendo la economía con mayor potencial en la región. Se espera que la economía crezca a una tasa del 2,3% este año y el 2,5% el próximo año, respaldada por condiciones financieras más relajadas, la intensificación en la privatización de empresas estatales y la retórica de una política monetaria expansiva.

Eduardo A. González Ciccarelli
Analista de inversiones

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group.

Este documento sirve únicamente para su distribución en forma permitida en derecho. No está dirigido a distribución ni uso de ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier jurisdicción donde la distribución, publicación, disponibilidad o uso fuere contrario a las leyes o regulaciones, o hiciera que Crèdit Andorrà Financial Group quede sujeto a algún requerimiento de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción. La información contenida en este documento representa la opinión de los analistas de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercados y podrá ser modificada y/o actualizada sin previo aviso. Este documento contiene únicamente información general, y si bien se ha obtenido esta información de fuentes consideradas fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni sus analistas garantizan ni se responsabilizan de que la información contenida en el mismo sea completa o exacta. Los analistas financieros y las otras personas competentes que pudieran estar implicadas en la elaboración y difusión de este documento son independientes de aquellas que tengan un interés relevante en el objeto del informe en cuestión. En ningún caso media compromiso o vinculación alguna con los emisores para elaborar informes favorables. Las declaraciones incluidas en el presente documento en ningún caso deben considerarse como hechos fácticos y contrastados, quedando aquellas proyecciones y estimaciones sobre condiciones económicas y previsiones sobre el desarrollo de la industria sujetas a cambios sin notificación previa. Cierta información incluida en el presente documento hace referencia a "proyecciones de futuro" que pueden identificarse por el uso de formas verbales tales como "podrá", "debería", "se espera", "se estima" o mediante terminología similar, tanto en positivo como en negativo. Debido a varios riesgos e incertidumbres, ciertos eventos, resultados o el desempeño real de los mismos podrán variar sustancialmente de aquellos reflejados o contemplados en las citadas proyecciones a futuro incluidas en este informe. Los resultados obtenidos en el pasado, ya fueren estos positivos o negativos, no está garantizado que se cumplan en el futuro y, por lo tanto, no pueden servir como indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o de los servicios de inversión que el presente documento pueda contener, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos, una disminución en los mismos, que podrá ser mayor o menor dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate.

Este documento no constituye una oferta por parte de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoco de sus analistas y no podrá ser en ningún caso considerado como una recomendación personal de compra o venta de activos. Tampoco se podrá considerar que cualquiera de las estrategias de inversión o recomendaciones realizadas en el presente documento es idónea o apropiada para las circunstancias individuales de un inversor. Ni este documento ni su contenido constituirán la base de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los lectores del presente documento deberán tomar sus decisiones de inversión basándose en su propio análisis así como en la recomendación de asesores independientes que consideren apropiados. En ningún caso podrá entenderse que mediante la distribución de este documento Crèdit Andorrà Financial Group o sus analistas, están realizando recomendaciones personalizadas de inversión. La negociación en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere un seguimiento constante de las posiciones actuales. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas, empleados o directores asumen ninguna responsabilidad por ninguna inversión o desinversión realizada con base en este documento, ni por ninguna pérdida que pudiera resultar por una inversión o desinversión basada en este documento. Cualquier declaración contenida en este documento que haga referencia a información, opiniones o datos emitidos por una tercera entidad representará en todo caso la interpretación de los mismos realizada por Crèdit Andorrà Financial Group, a los cuales ha tenido acceso por ser de carácter público o bien a través de un servicio de suscripción. Este uso e interpretación no ha sido revisado por la mencionada tercera entidad, por lo tanto, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas ofrece ninguna garantía, ni expresa ni implícita, de que sean exactos, íntegros o correctos.

La información contenida en esta publicación es estrictamente confidencial. Ni la totalidad ni parte de esta publicación puede ser reproducida, transformada, distribuida, publicada, reenviada o usada de ninguna manera sin el previo permiso por escrito del autor. Ninguna publicación, modificación o actualización de este material está sujeta a periodicidad y no implica ninguna obligación por parte de Crèdit Andorrà Financial Group.

Aviso para:

- **Inversores del Principado de Andorra:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà, SA y/o Credi-invest, SA., ambas entidades autorizadas, reguladas y supervisadas por la Autoritat Financera Andorrana (AFA).
- **Inversores de España:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Alcalá, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversores de EE.UU.:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Beta Capital Management, LLC (IARD No. 154894), un asesor de inversiones registrado aprobado para operar en octubre de 2012, y autorizado, regulado y supervisado por la U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.).
- **Inversores de Luxemburgo:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banque de Patrimoines Privés, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **Inversores de 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
