

JULIO DE 2017

# INFORME DEL MERCADO LATINOAMERICANO



Exclusivamente para inversores institucionales.

 **Santander**  
ASSET MANAGEMENT

# INFORME ECONÓMICO

**Agustín Carles**  
Director Global  
de Análisis Macroeconómico



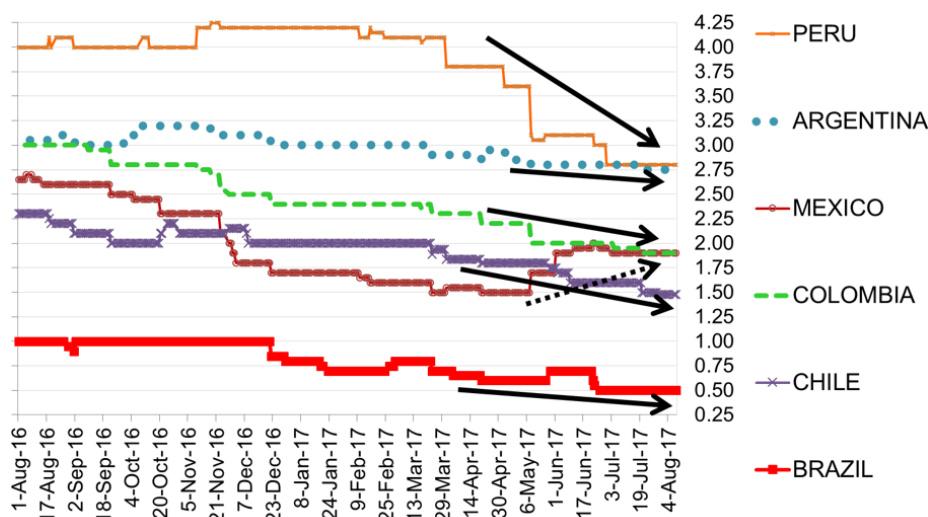
## BRASIL

A pesar de sus graves interrogantes en el ámbito político y presupuestario, la evolución de la perspectiva económica nacional del país está siendo muy benigna. Aunque hemos asistido a ciertos retrocesos en los indicadores de confianza en los dos últimos meses, varios datos objetivos nos han sorprendido positivamente, apuntando así a un crecimiento del PIB más sólido de lo previsto en 2017. Entre tales indicadores, cabe destacar los siguientes: (i) la marcada expansión del crédito registrada en mayo y junio, tanto en hogares como empresas; (ii) la rentabilidad mayor de lo previsto del sector manufacturero durante el trimestre; y (iii) el mayor crecimiento de los costes salariales reales, que entraron en terreno positivo por primera vez desde febrero de 2015. En conjunto, actualmente esperamos que el PIB brasileño crezca un 0,2% intertrimestral en el 2TR17 y un 0,8% en el conjunto de 2017 (nuestra previsión anterior era de +0,5%). También hemos revisado nuestra estimación de crecimiento de 2018 del +2,0% al +2,5%.

La perspectiva de inflación también permanece favorable. Las últimas lecturas de IPC continúan mostrando una dinámica de desinflación consistente y generalizada. Sin embargo, los precios al consumo se van a ver muy afectados a corto plazo por la subida del impuesto sobre los carburantes instrumentada por el Gobierno a mediados de julio. Consideramos que esta medida probablemente añadirá unos 60 puntos básicos al IPC del país entre julio y agosto, si bien no tendrá un impacto considerable sobre la inflación a medio plazo. En conjunto, hemos revisado al alza nuestra previsión de IPC para 2017 del 3,1% al 3,5%, y continuamos anticipando una inflación del 4,0% en 2018.

El Banco Central de Brasil reconoció esta perspectiva de inflación más halagüeña y, en su última reunión de política monetaria, acordó llevar a cabo otra reducción de 100 p.b. en el tipo Selic, que pasa así del 10,25% al 9,25%. Asimismo, en su comunicado tras la reunión, el banco central indicó que si las condiciones económicas no variarían de aquí a su próxima reunión, lo más probable es que decida aplicar un nuevo recorte de 100 p.b. La combinación de nuestra perspectiva optimista sobre la inflación y la intención explícita del banco central de proseguir con su ciclo de relajación monetaria nos llevó a revisar nuestra previsión sobre el nivel del tipo Selic al cierre de 2017 del 8,0% al 7,25%.

Previsiones sobre PIB en 2017 en las economías latinoamericanas de Bloomberg



## MÉXICO

El "Efecto Trump" parece continuar diluyéndose, ya que el MXN recuperó sus niveles de comienzos de 2016 (frente al USD) y su índice bursátil ha alcanzado máximos históricos.

Además, el PIB de México ha deparado sorpresas positivas, siendo el sector de servicios el principal motor del crecimiento en el trimestre. Sin embargo, por el momento la mejoría parece circunscribirse al corto plazo, ya que, aunque las perspectivas sobre el PIB (en % interanual) se han revisado al alza, se mantienen en general invariadas para 2018 (según el consenso de Bloomberg).

Otro acontecimiento positivo es que, a nuestro juicio, la inflación está a punto de tocar techo. La variación anual del IPC se está estabilizando, y el componente energético del PIB se ha moderado algo recientemente. En este contexto, Banxico ha concluido su ciclo de endurecimiento.

Esperamos que el PIB crezca un 1,8% en 2017, así como una inflación del 5,9% interanual, si bien ambas estimaciones presentan riesgos de infraestimación en 2017.

La mejoría observada no ha pasado desapercibida para las agencias de rating. De hecho, S&P ha mejorado su perspectiva sobre la deuda soberana de México de negativa a estable. Se trata de la primera de las tres grandes agencias en eliminar su perspectiva negativa, ya que los objetivos presupuestarios de México por fin parecen ser factibles.

Las negociaciones sobre el NAFTA comenzarán a mediados de agosto, y parece que la confianza al respecto ha mejorado en gran medida. El presidente de EE.UU. y algunos miembros de su gabinete han modificado su discurso hacia puntos de vista más constructivos. En principio, el documento remitido al Congreso por el representante de Comercio de Estados Unidos no contiene propuesta alguna sobre cuotas o aranceles y, según algunos congresistas, la propuesta acerca del impuesto ajustable fronterizo (BAT, por sus siglas en inglés) "ya está muerta".

Al mismo tiempo, persisten algunos retos de cara a las negociaciones, ya que EE.UU. está buscando explícitamente reducir su déficit comercial y propondrá una reforma de los mecanismos de resolución. Estos cambios no favorecerán a México, y podrían dar lugar a la imposición de cuotas y aranceles. Asimismo, EE.UU. pretende contar con el derecho a demandar a empresas por supuestos subsidios o actividades de *dumping* sin contar con la decisión previa de un grupo de expertos en el país correspondiente. Y, por último, las normativas en materia fitosanitaria y sanitaria podrían convertirse en barreras no arancelarias.

## CHILE

En mayo y junio, el PIB chileno creció a unas tasas del 1,3% y 1,4%, respectivamente, superando la media del 0,1% correspondiente a los cuatro primeros meses de 2017. Seguimos considerando que la dinámica de crecimiento local mejorará en el segundo semestre del año y ya en 2018, con un crecimiento medio de en torno al 2,7% en el segundo semestre de 2017.

El resultado de las elecciones presidenciales y parlamentarias en noviembre será fundamental. Actualmente, los candidatos con mayores probabilidades de éxito parecen estar muy alejados del centro del espectro político, lo que constituye una incertidumbre adicional para la economía de cara a 2018.

EL IPC retrocedió inesperadamente en junio (1,7% interanual). La inflación seguramente continuará evolucionando en la parte baja del rango objetivo del banco central, y no es probable que se aproxime al 2,2%-2,3% interanual hasta el cierre del año. El mercado comienza a anticipar un nuevo sesgo expansivo en la política del banco central, y el riesgo es que los tipos de interés se sitúen por debajo de su nivel actual del 2,5%.

## COLOMBIA

La economía colombiana creció tan sólo un 1,1% (interanual) en el primer trimestre, y nuestra perspectiva para el 2TR17 es de una tasa muy similar. Aunque el consumo privado continúa estando afectado por el aumento del 3% en el IVA, la confianza de los consumidores comienza a evidenciar una cierta mejoría. De cara al segundo semestre de 2017, esperamos que se produzca una cierta recuperación económica, gracias a la reducción en los tipos de interés de referencia y la desaparición de algunos riesgos que afectaron a la economía en los dos primeros trimestres. Por tanto, de cara al conjunto del año estimamos que el PIB crecerá un 1,8%.

La inflación continúa reduciéndose con celeridad, pasando de su nivel máximo del 9,0% interanual registrado en julio de 2016 al 3,4% en julio de 2017. Este acusado retroceso y la debilidad constatada en la economía ha dado margen al Banco de la República para retomar una política monetaria expansiva relativamente agresiva. El Banco ya ha recortado en 225 puntos básicos su tipo de interés de intervención, desde el 7,75% al 5,5%. No podemos descartar que el escenario de inflación y la relativa debilidad en la actividad no vayan a dejar la puerta abierta a nuestras medidas de política monetaria de signo expansivo.

## PERÚ

En Perú, la inflación muestra algunas señales de estabilización hasta niveles ligeramente inferiores al 3,0% (interanual). El banco central dispone de margen para reducir los tipos de interés de referencia en caso necesario: en julio acordó recortar los tipos del 4,0% al 3,75% y dejó abierta la posibilidad de volver a bajarlos en los próximos meses si la economía continúa ofreciendo datos débiles.

# POSICIONAMIENTO DEL FONDO Y COMENTARIO SOBRE SU EVOLUCIÓN

**Alfredo Mordezki<sup>1</sup>**  
 Director Global  
 de Renta Fija Latinoamericana



## FONDO SANTANDER LATIN AMERICAN CORPORATE BOND

Julio fue otro mes sólido para la clase de activo en el que tanto el índice de referencia como el fondo registraron resultados positivos por octavo mes consecutivo. El Fondo logró batir a su índice de referencia en términos relativos.

Dado que los bonos del Tesoro apenas subieron, las rentabilidades se debió principalmente a la compresión de diferenciales, sobre todo en Brasil. La recuperación en los precios de las materias primas también ayudó gracias al repunte de petróleo y metales.

El sólido comportamiento de Brasil se debió principalmente a los sectores de petróleo y gas y alimentación, que en ambos casos contribuyeron a que el Fondo batiera a su referencia. El sector de alimentación se recuperó de sus pérdidas del mes anterior, mientras que el posicionamiento del Fondo fuera de Brasil (en el tramo largo de Pemex) fue la principal causa del mejor comportamiento relativo en los sectores del petróleo y el gas. El Fondo quedó por debajo del índice de referencia en telecomunicaciones, donde permanece infraponderado.

La posición sobreponderada del Fondo en Argentina deparó menos frutos que en meses anteriores, ya que los inversores son cada vez más prudentes acerca de las próximas elecciones legislativas. Los bonos de la provincia de Buenos Aires e YPF fueron algunos de los que peor evolucionaron este mes en el Fondo. El bono con mejor comportamiento fue Southern Copper 35s por segundo mes consecutivo, ya que los precios de los metales continuaron subiendo. Vale 26s ofreció rentabilidades similares por el mismo motivo.

|                                    | Julio de 2017 | YTD           | 1 año         | 3 años        | 5 años        |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Fondo                              | 1,20%         | 8,12%         | 9,24%         | 4,62%         | 5,39%         |
| Índice de referencia <sup>2</sup>  | 1,07%         | 8,28%         | 9,62%         | 5,30%         | 5,24%         |
| <b>Rentabilidad relativa (+/-)</b> | <b>+0,13%</b> | <b>-0,16%</b> | <b>-0,38%</b> | <b>-0,68%</b> | <b>+0,15%</b> |
| % Invertido                        |               |               | 96,64%        |               |               |
| Número de posiciones               |               |               | 107           |               |               |
| Rendimiento al vencimiento         |               |               | 5,74%         |               |               |
| Duración                           |               |               | 5,38          |               |               |
| ISIN                               |               |               | LU0363170191  |               |               |
| Clase de acciones                  |               |               | I             |               |               |
| Comisión de Gestión                |               |               | 0,60%         |               |               |
| TER (2016)                         |               |               | 0,70%         |               |               |

<sup>1</sup>Alfredo se incorporó a Santander AM a mediados de 2010. <sup>2</sup>JPM CEMBI Broad Diversified Latin America. Fecha de lanzamiento del fondo: 25 de julio de 2008. Rentabilidad neta de comisiones, en USD; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. Fuente: Santander AM Performance Department. Datos a 31 de julio de 2017.

**Tiago Ventura Rego<sup>1</sup>**  
Gestor de cartera  
de renta fija latinoamericana



## FONDO SANTANDER AM LATIN AMERICAN FIXED INCOME

El Fondo volvió a registrar una sólida evolución mensual, logrando batir a su índice de referencia en términos relativos.

Las rentabilidades fueron especialmente destacadas a lo largo de los países, sobre todo en Brasil, donde el BRL se apreció un 5,78% frente al USD. Argentina constituyó la excepción, ya que el peso argentino se depreció un 5,76%. El mal comportamiento tuvo su origen en la arena política, ya que las próximas elecciones de octubre acentúan la volatilidad en los mercados locales. El bono más destacado fue el NTN27 de Brasil (4,3%), mientras que el peor fue el COLTES28 de Colombia (-2,5%).

Fue un mes de gran actividad para los bancos centrales de la región, con recortes de tipos de interés en Brasil, Colombia y Perú. En Brasil, el COPOM (Comité de Política Monetaria) recortó el tipo Selic en 100 p.b. hasta el 9,25%, manteniendo así el ritmo de su ciclo de flexibilización respecto a su reunión previa de mayo. La decisión fue unánime y estuvo en línea con las previsiones del mercado. No hubo grandes sorpresas respecto a las previsiones de inflación o crecimiento económico por parte del COPOM. Se espera que el ciclo continúe hasta que los tipos alcancen un nivel de entre el 8,0% y el 7,50%.

El Banco Central de Colombia recortó sus tipos en 50 p.b. hasta el 5,50%, tras rebajarlos en 25 p.b. en junio y en 50 p.b. en mayo. La decisión se tomó con división de votos, concretamente, de 6 a 1. El consenso de cara a la reunión de agosto es de un recorte final de 25 p.b., dejando así los tipos en el 5,25%, tras llevarse a cabo una reducción total de 250 p.b.

En Perú, el banco central rebajó sus tipos de interés en 25 p.b. hasta el 3,75%, confirmando así el consenso general del mercado: de los 15 analistas encuestados por Bloomberg, 14 esperaban el recorte de tipos. Atendiendo a las expectativas de que el crecimiento continuará por debajo de su potencial y de que la inflación seguirá bajando a corto plazo, se espera un recorte de tipos adicional de 25 p.b. en los próximos meses, con lo que quedarían finalmente en el 3,50%.

El Fondo cerró el mes con una rentabilidad al vencimiento del 7,54%, una calificación media de BBB y una duración de 4,85 años.

|                                    | Julio de 2017 | YTD           | 1 año         | 3 años        | 5 años        |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Fondo                              | 3,54%         | 15,37%        | 14,47%        | -4,24%        | -2,55%        |
| Índice de referencia <sup>2</sup>  | 3,40%         | 15,33%        | 14,05%        | -2,57%        | -0,38%        |
| <b>Rentabilidad relativa (+/-)</b> | <b>+0,14%</b> | <b>+0,04%</b> | <b>+0,42%</b> | <b>-1,67%</b> | <b>-2,17%</b> |
| % Invertido                        |               |               | 88,48%        |               |               |
| Número de posiciones               |               |               | 32            |               |               |
| Rendimiento al vencimiento         |               |               | 7,54%         |               |               |
| Duración                           |               |               | 4,85          |               |               |
| ISIN                               |               | LU0375439188  |               |               |               |
| Clase de acciones                  |               |               | I             |               |               |
| Comisión de Gestión                |               |               | 0,60%         |               |               |
| TER (2016)                         |               |               | 1,33%         |               |               |

<sup>1</sup> Tiago comenzó a gestionar el fondo a partir del mes de diciembre de 2011. Fecha de lanzamiento del fondo: 24 de julio de 2008 <sup>2</sup> JPM GBI-EM - Dólar estadounidense sin cobertura y diversificado. Rentabilidad neta de comisiones, en USD; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. Fuente: Santander AM Performance Department. Datos a 31 de julio de 2017.

**José Cuervo<sup>1</sup>**  
Director Global  
de Renta Variable Latinoamericana



## FONDO SANTANDER LATIN AMERICAN EQUITY OPPORTUNITY

La renta variable latinoamericana volvió a registrar una sólida evolución mensual en julio. El fondo cerró el mes ligeramente por debajo de su índice de referencia en términos relativos.

Las divisas de los mercados latinoamericanos mostraron una notable solidez durante el mes, especialmente en Brasil. El real brasileño se revalorizó un 5,5% frente al USD, gracias a la debilidad del billete verde, a unas noticias políticas relativamente favorables y al encarecimiento de las materias primas. Brasil fue además el mercado bursátil más destacado (+10,9% en términos de USD), lo que se debió en un 50% al cruce cambiario, y el resto a las noticias sobre el veredicto de culpabilidad en el caso de corrupción del expresidente Lula y sobre la aprobación de la reforma laboral en el país. El banco central ha mostrado su intención de continuar recortando los tipos de interés a un ritmo más elevado en el marco de unas expectativas de inflación ancladas y de una actividad económica persistentemente débil.

El mercado chileno también sorprendió positivamente, al registrar una rentabilidad del 8,9% en USD, merced asimismo a la apreciación de su divisa y al encarecimiento del cobre. Aunque los datos económicos continúan siendo dispares, la victoria del expresidente Piñera en las elecciones primarias de cara a los comicios presidenciales de noviembre impulsaron las rentabilidades.

En Perú, el mercado bursátil quedó rezagado respecto a otras plazas latinoamericanas, aunque ofreció una buena evolución en términos absolutos con un avance del 5,4%. El banco central recortó los tipos de interés en una coyuntura de caída de la actividad económica y menor inflación. Algo parecido ocurrió en México, cuyo mercado se anotó unas sólidas ganancias pero quedó por detrás del índice latinoamericano. Conviene señalar que México viene siendo el país latinoamericano con mejor comportamiento en lo que llevamos de año, en parte por la notable apreciación del peso mexicano frente al USD.

Colombia fue a la zaga del índice regional con una rentabilidad del 2,9% en USD, mientras que el peso colombiano se revalorizó considerablemente frente al USD (+2%). La subida del precio del petróleo cercana al 9% durante el mes no bastó para que el país despuntara. En lugar de eso, su complicada situación presupuestaria, unida a la debilidad de su actividad económica, lastraron la confianza del mercado.

En cuanto a la evolución del Fondo, la ausencia de posicionamiento en Colombia contribuyó a la rentabilidad relativa. Las posiciones ligeramente sobreponderada en Brasil y marcadamente sobreponderada en Perú depararon rentabilidades relativas ligeramente negativas respecto al índice. Las posiciones infraponderadas en Chile y México perjudicaron a la rentabilidad relativa, al igual que la recogida de beneficios en Argentina.

|                                   | Julio de 2017 | YTD           | 1 año         | 3 años        | 5 años        |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Fondo                             | 7,29%         | 21,08%        | 18,05%        | -4,45%        | -0,88%        |
| Índice de referencia <sup>2</sup> | 8,28%         | 19,24%        | 18,02%        | -4,44%        | -3,60%        |
| Rentabilidad relativa (+/-)       | <b>-0,99%</b> | <b>+1,84%</b> | <b>+0,03%</b> | <b>-0,01%</b> | <b>+2,72%</b> |
| % Invertido                       | 98,87%        |               |               |               |               |
| Número de posiciones              | 64            |               |               |               |               |
| ISIN                              | LU0363169938  |               |               |               |               |
| Clase de acciones                 | I             |               |               |               |               |
| Comisión de Gestión               | 0,70%         |               |               |               |               |
| TER (2016)                        | 0,91%         |               |               |               |               |

<sup>1</sup>José se incorporó a Santander AM a mediados de 2011. <sup>2</sup>El índice de referencia al cierre de diciembre de 2013 era el MSCI Latam Small Cap Index, pero pasó a ser el índice MSCI Latin America 10/40 el 1 de enero de 2014. Fecha de lanzamiento del fondo: 31 de julio de 2008. Rentabilidad neta de comisiones, en USD; las rentabilidades a lo largo de un año son anualizadas. Fuente: Santander AM Performance Department. Datos a 31 de mayo de 2017.



## AVISO LEGAL

ESTE MATERIAL ES SOLO PARA CLIENTES INSTITUCIONALES Y NO DEBE SER UTILIZADO POR OTRA PERSONA.

El presente informe ha sido realizado por Santander Asset Management Luxemburg SA. La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se han tomado todas las precauciones razonables para garantizar que la información de este documento no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta ni completa y no debe confiarse en ella como tal. Todas las opiniones expresadas aquí representan las opiniones del autor en el momento de la presentación y no son necesariamente los puntos de vista de Santander Asset Management a menos que se indique lo contrario y están sujetos a cambios. Santander Asset Management puede cambiar la recomendación que tiene sobre un stock en cualquier momento. Ocasionalmente, Santander Asset Management, y/o cualquiera de sus consejeros o directores pueden tener una posición, o tener intereses, en operaciones con valores que sean directa o indirectamente objeto de este informe. Santander Asset Management cuenta con normas internas de conducta que contienen, entre otras cosas, los procedimientos para evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas las murallas chinas y la posibilidad de establecer restricciones específicas sobre las actividades de investigación, si fuera necesario. Santander Asset Management puede ocasionalmente realizar servicios o promocionar negocio de cualquier compañía mencionada en este informe. Santander Asset Management no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o consecuente que surja de cualquier uso de este informe o su contenido. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor para cualquier propósito.

Santander Asset Management informa que esta presentación puede contener declaraciones sobre previsiones y estimaciones. Dichas previsiones y estimaciones pueden incluir, entre otras, comentarios sobre el desarrollo de negocios futuros y rentabilidades futuras. A pesar de que estas previsiones y estimaciones representan nuestras opiniones sobre las expectativas futuras de negocios, es posible que ciertos riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes puedan provocar que los resultados sean materialmente diferentes de lo que se espera. Entre estos factores se hallan: (1) la situación del mercado, factores macroeconómicos, directrices regulatorias y gubernamentales, (2) variaciones en los intercambios nacionales e internacionales de valores, tipos de cambio y tasas de interés, (3) presiones competitivas, (4) desarrollos tecnológicos, (5) alteraciones en la situación financiera y de solvencia de nuestros clientes, deudores u homólogos. Los factores de riesgo y otros factores fundamentales que hemos indicado podrían tener un efecto adverso en nuestro negocio y en el rendimiento y los beneficios contenidos y descritos en nuestros informes pasados o en los que presentaremos en el futuro, incluidos los presentados con la normativa y entidades de supervisión.