

NOVIEMBRE DE 2018

# INFORME DEL MERCADO LATINOAMERICANO

 **Santander**  
Asset Management

Exclusivamente para inversores institucionales.

# INFORME ECONÓMICO

**Agustín Carles**  
Director Global  
de Análisis Macroeconómico



## BRASIL

Algo más de un mes después de la elección de Jair Bolsonaro como presidente, el círculo cercano a su próximo Gobierno comienza a sugerir que desplegará una agenda económica de espíritu liberal y rigor presupuestario, con atención específica a la muy necesaria reforma de las pensiones. El principal reto que afrontará el nuevo Ejecutivo a la hora de ejecutar su agenda es si podrá recabar los apoyos suficientes en el Congreso para aprobar las reformas. De una parte, los nuevos miembros del Congreso que asumirán sus escaños el próximo año parecen ser más favorables a las reformas presupuestarias; con todo, ni Bolsonaro ni sus principales aliados cuentan con experiencia previa relevante al frente del poder ejecutivo. Por ello, el nuevo Gobierno deberá hacer gala de capacidad negociadora, lo que probablemente constituirá una fuente de volatilidad en los próximos meses.

Consideramos que la continuidad prevista del programa de reformas presupuestarias debería aumentar la confianza sobre el panorama económico de aquí en adelante, algo que ya ha comenzado a apreciarse en los datos de corte subjetivo de noviembre. Un entorno de confianza elevada, unido a las actuales condiciones monetarias laxas, podría impulsar un repunte del crecimiento del PIB el próximo año. Por ello, continuamos anticipando que el crecimiento del PIB se acelerará del 1,5% en 2018 al 3,0% en 2019.

Una mayor confianza económica también beneficiará a la divisa del país, habida cuenta de la perspectiva externa cada vez menos favorable a causa de la paulatina ralentización en el PIB mundial y del endurecimiento de las condiciones monetarias registrado en las economías avanzadas. Asimismo, las balanzas externas del país siguen estando en muy buen estado, con un déficit por cuenta corriente próximo a cero y unos flujos de entrada de inversión directa exterior elevados y estables. Así las cosas, esperamos únicamente una depreciación marginal del BRL a medio plazo hacia un cruce USD/BRL de 3,90 al cierre de 2019.

Respecto a los datos de inflación en Brasil, hemos asistido a algunas grandes sorpresas a la baja a corto plazo, debido principalmente al abaratamiento de los carburantes, que reflejaba el acusado descenso de los precios del petróleo registrados en los dos últimos meses. En consecuencia, hemos revisado nuestra previsión definitiva sobre el IPC de 2018 del 4,3% al 3,9%. También consideramos que el elevado nivel de inactividad existente en la economía brasileña mantendrá probablemente bajo control la inflación a medio plazo, incluso en un escenario de crecimiento económico acelerado. Anticipamos un IPC brasileño del 4,4% en 2019, apenas superior al del año anterior.

Atendiendo a nuestra perspectiva sobre la actividad y la inflación, esperamos que el Banco Central Brasileño (BCB) consiga mantener los tipos de interés en su nivel actual del 6,5% durante un periodo prolongado de tiempo. Nuestra estimación actual apunta a un tipo Selic estable hasta al menos el 3TR19. No obstante, a partir del cuarto trimestre esperamos que la recuperación en la actividad económica cobre mayor presencia, lo que llevará al BCB a iniciar un ciclo de subidas graduales con vistas a impedir que la inflación rebase su objetivo en 2020. En consecuencia, esperamos que el tipo Selic cierre 2019 en el 8,0%.

## MÉXICO

Gran parte de la atención reciente en México se ha centrado en la arena política: durante el primer semestre de 2018 hemos asistido a unas duras negociaciones sobre el NAFTA, así como a mucho ruido político debido a las elecciones presidenciales. En agosto, se alcanzó un nuevo acuerdo sobre el NAFTA y el candidato de izquierda López Obrador ("AMLO") salió elegido presidente, generando un *rally* de alivio en los activos locales. Con todo, antes del nombramiento de AMLO a comienzos de diciembre, se produjo un acusado deterioro en los mercados debido sobre todo a cuestiones de política nacional.

Una de los asuntos más polémicos en clave interna fue la decisión del presidente de cancelar el enorme proyecto para construir un aeropuerto en Ciudad de México por razones de corrupción y rentabilidad de la inversión. AMLO puso en marcha una consulta pública para decidir el destino de este proyecto de varios miles de millones de dólares. La encuesta, en la que se registró una ínfima tasa de participación del 1% entre los votantes locales, dio lugar a la cancelación final del proyecto. AMLO ya había realizado otra consulta pública para validar sus planes de gasto y se teme que cada vez recurra más a esta clase de consultas para justificar nuevas decisiones.

Además, su discurso inaugural no mostró un tono demasiado conciliador, ya que culpó de forma incesante a las políticas neoliberales de los problemas recientes de México. También existen recelos ante la percibida falta de control total de AMLO sobre los miembros de su partido (incluso ha declarado que los congresistas tendrán ahora libertad para votar en contra o presentar los proyectos de ley que estimen oportunos). Algunos miembros de su partido ya han presentado iniciativas contrarias a los intereses del mercado, incluidas las siguientes:

- i. cambio del mandato del Banco Central para incluir el crecimiento económico y utilizar las reservas de divisas para financiar proyectos de infraestructuras.
- ii. Reducir las comisiones de los bancos por decreto.
- iii. Nacionalizar los fondos de pensiones privados.
- iv. Modificar las concesiones a las empresas mineras.

En cada caso, AMLO ha cortado el avance de estas propuestas o solicitado que su Secretaría de Finanzas elabore un informe para estudiar las consecuencias de cualquiera de estos cambios legislativos. Aunque cabe que estos proyectos de ley no salgan adelante, cada anuncio vino seguido de notables caídas en los mercados de renta variable y renta fija locales, así como en su divisa.

Los mercados también continúan temiendo que AMLO pueda revertir las reformas del sector energético aprobadas por su predecesor, que siga lanzando consultas públicas para justificar decisiones carentes de lógica económica o, aún peor, que modifique la Constitución para poder salir reelegido (algo que los presidentes mexicanos tienen prohibido desde 1917).

Algunos analistas mantienen que AMLO acabará tomando una senda más pragmática, y que sus recientes acciones son una demostración de su músculo político (es el primer presidente que gana con más de un 50% de los votos desde 1982) a fin de mostrar que puede resistir los embates de los grupos de presión corporativos. Además, debemos recordar que algunos miembros de su Ejecutivo son vistos como moderados pro mercado dentro del gobierno de AMLO, y son muy conscientes de que deben ganarse la confianza del mercado para financiar su ambicioso programa de infraestructuras.

A pesar de los últimos acontecimientos políticos y de la subida de los tipos de interés en México, su economía ha conseguido seguir creciendo gracias al tirón del turismo y las exportaciones, así como al sólido consumo interno. La inversión continuó flojeando durante 2018 debido a la incertidumbre sobre el NAFTA, por lo que el nuevo acuerdo es una buena noticia no solo para el sector externo, sino también para la inversión interna. El gasto público debería recibir un impulso por el enfoque del Gobierno entrante en las ayudas sociales y los proyectos de infraestructura.

La inflación se encuentra actualmente en el 4,6%, y cabe que no alcance el 3% (objetivo de Banxico) en 2019 debido a la volatilidad del MXN. Vemos escaso margen para bajar los tipos en 2019. Banxico, haciendo uso de su autonomía, ha elevado los tipos de referencia. Así, el tipo principal está ahora en el 8,0%, y podría cerrar el año en el 8,25%. Esperamos que los tipos se estabilicen durante 2019.

Por último, aunque parece haber margen para recortar algunos gastos en el presupuesto de 2019, hay pocos indicios de que exista una estrategia de ingresos recurrentes, lo que probablemente impactará en las finanzas públicas a medio plazo. Los precios de los mercados están descontando la rebaja de un escalón en la calificación de la deuda soberana, que probablemente se producirá en algún momento de 2019. No obstante, debemos recordar que el rating de México está muy por encima del bono basura y que, hasta el momento, tan solo una agencia ha cambiado formalmente la perspectiva sobre su deuda a negativa (Moody's A3 estable; S&P BBB+ estable; Fitch BBB+ negativa).

## CHILE

La economía chilena ofreció señales de ralentización en el tercer trimestre, en el que tan solo creció un 2,8%, por debajo de la tasa media del 4,9% registrada en el primer semestre del año. A pesar de ello, conviene destacar la actual recuperación del sector de inversiones, que se ha expandido un 7,1% en su cuarto trimestre consecutivo de crecimiento tras cuatro años de caídas. Por su parte, el consumo sigue contenido, ya que tan solo avanzó un 3,5%. Por el lado de la oferta, destaca la fortaleza de los sectores vinculados con los servicios, con una expansión media próxima al 3,9%, lo que compensa la desaceleración vista en comercio, industria y minería. Estimamos que la economía crecerá un 4,0% en 2018 y un 3,7% en 2019.

La inflación se ha ralentizado ligeramente en los dos últimos meses, afectada temporalmente por el abaratamiento de los combustibles. El consenso del mercado sugiere que la inflación se mantendrá en torno al 3,0% durante 2019.

En noviembre no hubo reunión sobre política monetaria, pero el mercado continúa anticipando un movimiento al alza en el MPR del 2,75% al 3,00% en enero de 2019. Las expectativas sobre los tipos apuntan al 3,5% de cara a 2019. El Banco Central ha basado su decisión de iniciar un ciclo monetario restrictivo en la recuperación mostrada por la economía, en el cierre de las brechas en materia de capacidad y en su eventual efecto sobre las presiones inflacionarias en el próximo año.

# 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

En noviembre, el Fondo Latin American Corporate Bond registró una evolución negativa en términos absolutos, si bien evolucionó en consonancia con su índice de referencia.

Los avances en la rentabilidad relativa se lograron en Brasil, Perú y Jamaica, mientras que México fue el principal lastre del fondo. Los acontecimientos macroeconómicos locales volvieron a imponerse a la perspectiva local, ya que muchos bonos corporativos latinoamericanos sufrieron un nuevo mes de caídas a pesar del repunte en los bonos del Tesoro estadounidenses.

En Brasil hubo algunas evoluciones positivas, sobre todo en los sectores expuestos a los segmentos de crecimiento locales, como transporte y aerolíneas, ya que el mercado continuó reaccionando positivamente a los resultados electorales de octubre. Azul y Latam Airlines fueron dos de los cinco bonos del fondo más destacados en el mes, mientras que la empresa de logística JSL también mostró un buen comportamiento. Las empresas de acero y minería brasileñas lograron ganancias, incluidas Gerdau y Vale.

El mejor comportamiento relativo en Perú y Jamaica se debió a las posiciones infraponderadas en Southern Copper y Digicel, dos de las empresas que más sufrieron en el mes. Los bonos de Digicel siguieron presionados por la resistencia de sus tenedores ante la oferta de intercambio de deuda con la que la empresa intercambiaría su deuda en circulación por nuevos valores con vencimientos posteriores. La fecha límite de aceptación ha vuelto a ampliarse a fin de que la empresa disponga de más tiempo para convencer de su valor a los inversores. Southern Copper se vio afectada por la perspectiva de un cambio regulatorio que podría afectar a sus operaciones de minería en México, región en la que genera aproximadamente un 50% de su EBITDA.

Las posiciones del fondo en México (sobre todo en bancos) sufrieron por los temores que suscitan algunas de las recientes medidas adoptadas por el nuevo Gobierno. BBVA Bancomer y Unifin Financiera fueron los dos mayores lastres del fondo, ya que la confianza de los inversores en el país ha dado un giro a peor.

	Nov 2018	hasta la fecha	1 año	3 años	5 años
Fondo	-0,65%	-5,58%	-5,24%	5,78%	4,14%
Índice de referencia <sup>2</sup>	-0,67%	-3,36%	-2,98%	6,75%	4,88%
<b>Rentabilidad relativa (+/-)</b>	<b>+0,02%</b>	<b>-2,22%</b>	<b>-2,26%</b>	<b>-0,97%</b>	<b>-0,74%</b>
% Invertido			97,76%		
Número de posiciones			100		
Rendimiento al vencimiento			7,40%		
Duración			4,88		
ISIN		LU0363170191			
Clase de acciones			I		
Comisión de Gestión			0,60%		
TER (2017)			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 30 de noviembre de 2018.

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



### FONDO SANTANDER AM LATIN AMERICAN FIXED INCOME

Tanto el fondo como el mercado general registraron rentabilidades negativas en noviembre. En términos relativos, el fondo quedó rezagado respecto a su índice de referencia.

En cuanto a las divisas, todos los países sufrieron depreciaciones, a excepción de Chile. Brasil registró un mes muy deslucido, merced a la depreciación del 4,6% del BRL frente al USD. La divisa con mejor comportamiento fue el peso chileno, que registró una apreciación del 3,5%.

En Brasil, asistimos a un típico caso de «compra con el rumor, vende con la noticia», después de que Jair Bolsonaro resultara elegido presidente el 28 de octubre. La divisa y los tipos locales sufrieron presión, mientras que el nuevo presidente designó a su gabinete y comenzó a desvelar nuevas propuestas políticas durante sus primeros días en el cargo.

Chile fue el mejor país este mes, ya que las sólidas perspectivas en materia de PIB y el precio estable del cobre insuflaron un renovado optimismo en los mercados.

Los activos mexicanos cerraron noviembre sin variación tras la venta generalizada del mes pasado, desatada por el resultado del referéndum sobre la construcción del nuevo aeropuerto en Ciudad de México. La incertidumbre acerca del futuro emplazamiento del proyecto se mantiene, así como sobre una posible resolución para sus tenedores de bonos.

El Fondo cerró el mes con una rentabilidad al vencimiento del 8,21%, una calificación media de BBB y una duración de 4,30 años.

	Nov 2018	hasta la fecha	1 año	3 años	5 años
Fondo	-1,14%	-7,50%	-9,32%	5,74%	-3,33%
Índice de referencia <sup>2</sup>	-0,72%	-5,56%	-6,85%	7,00%	-1,12%
<b>Rentabilidad relativa (+/-)</b>	<b>-0,42%</b>	<b>-1,94%</b>	<b>-2,47%</b>	<b>-1,26%</b>	<b>-2,21%</b>
% Invertido			88,86%		
Número de posiciones			29		
Rendimiento al vencimiento			8,05%		
Duración			4,53		
ISIN		LU0375439188			
Clase de acciones			I		
Comisión de Gestión			0,60%		
TER (2017)			1,79%		

<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 30 de noviembre de 2018.

**Luciano Buyo<sup>1</sup>**  
Gestor de cartera  
renta variable latinoamericana



### FONDO SANTANDER LATIN AMERICAN EQUITY OPPORTUNITY

En noviembre, el Fondo Latin American Equities Opportunities registró una evolución negativa en términos absolutos, si bien batió con holgura a su índice de referencia.

La estrategia de nuestro Fondo, centrada en la generación de alfa a partir de las competencias sobre el terreno en los mercados locales e integrada en un riguroso proceso de inversión, deparó buenos resultados este mes. Aunque la renta variable latinoamericana quedó rezagada frente a los mercados emergentes (4,1%) y desarrollados (1%), la región continúa atrayendo flujos por el creciente interés que despiertan los fondos activos MEG. Brasil en concreto ha sido un mercado destacado para los inversores MEG activos durante el último semestre, ya que optaron por asignar más recursos al mercado bursátil de este país.

La selección de valores tuvo una contribución positiva sobre la rentabilidad relativa general en todos los países (a excepción de Chile), y mantenemos la confianza en nuestras posiciones actuales de cara al largo plazo.

Una posición sobreponderada (+200 p.b.) en el segmento brasileño de la cartera contribuyó positivamente a la rentabilidad relativa, gracias a las sólidas rentabilidades del banco privado Bradesco.

Nuestro posicionamiento en empresas mexicanas de alta calidad y centradas en el mercado local resultó beneficiosa, ya que los temores políticos perjudicaron la evolución del mercado mexicano en el mes, empeorando así la corrección que el país viene sufriendo en lo que va de año.

	Nov 2018	hasta la fecha	1 año	3 años	5 años
Fondo	-1,31%	-5,03%	-1,90%	12,18%	-1,61%
Índice de referencia <sup>2</sup>	-2,21%	-5,40%	-1,52%	13,52%	-1,61%
Rentabilidad relativa (+/-)	<b>+0,90%</b>	<b>+0,37%</b>	<b>-0,38%</b>	<b>-1,34%</b>	<b>+0,00%</b>
% Invertido	93,48%				
Número de posiciones	70				
ISIN	LU0363169938				
Clase de acciones	I				
Comisión de Gestión	0,70%				
TER (2017)	0,96%				

<sup>1</sup>Luciano se incorporó a Santander AM en febrero de 2012 y asumió la gestión del fondo en mayo de 2018. <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 30 de noviembre de 2018.



## 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.