



**INVERTIS**  
SECURITIES

# Panorama 2018

Medio Año



# Y PENSAR QUE ANTES INVERTÍAS DE OTRA MANERA

Disfruta la vida mientras inviertes con los mejores bancos del mundo, con la seguridad que te brinda la casa de valores más prestigiosa de Panamá.

**INVERTIS**  
SECURITIES

[www.invertissecurities.com](http://www.invertissecurities.com)

## Querido lector

Estamos ya iniciando la segunda mitad del año y seguimos enfrentando grandes retos económicos y geopolíticos.

Las dos mayores economías del mundo, Estados Unidos y China se adentran en una guerra comercial a gran escala, mediante la imposición de fuertes aranceles a diversos bienes y productos. Sin embargo, a pesar de esto y a la volatilidad de los mercados, siempre hay oportunidad para encontrar buenas opciones de inversión.

Esperamos que este informe le sirva de referencia para conocer sobre eventos importantes ocurridos durante el primer semestre del 2018 y las expectativas para el resto del año.

Gracias por su confianza,



---

José Ramón Mena  
Presidente



# Contenido

Panorama Global.....	5
Renta Fija.....	7
Renta Variable.....	9
Moneda Extranjera.....	11
Materias Primas.....	13
Estados Unidos.....	15
Europa.....	16
Asia.....	17
Centroamérica.....	18
Latinoamérica.....	19
Panamá.....	21
Reserva Federal de los Estados Unidos.....	23
Calendario de citas Macroeconómicas y Políticas.....	27
Feridos.....	28
Bibliografía.....	29



## Panorama Global

El presidente Donald Trump cumplió su promesa de imponer fuertes aranceles a la importación de acero y aluminio a los aliados de Estados Unidos, decisión que está generando barreras comerciales en represalia en una serie de productos de Estados Unidos.

El secretario de Comercio, Wilbur Ross, dijo que Canadá, México y la Unión Europea estarían sujetos a un arancel del 25% sobre el acero y un 10% sobre el aluminio a partir de junio del presente año. Otros países, incluidos Argentina y Brasil, acordaron limitar las exportaciones de metales.

Según Ross, el objetivo del Presidente Trump es reducir el déficit comercial de Estados Unidos y considera que este paquete combinado de aranceles logrará los objetivos originales de restringir la importación de acero y aluminio. Por su parte, la Unión Europea impondrá medidas como represalia a la decisión estadounidense. Consideran que esta decisión afecta considerablemente el comercio mundial, por lo que presentarán una disputa ante la OMC (Organización Mundial del Comercio) y anunciarán contramedidas de equilibrio próximamente, toda vez que consideran como inaceptable que un país esté imponiendo medidas unilaterales cuando se trata de comercio mundial.

Las autoridades comerciales europeas han amenazado con imponer aranceles sobre motocicletas, jugo de naranja y bourbon fabricados en Estados Unidos, entre otras cosas, como respuesta a las medidas impuestas por el Presidente Trump.

De igual manera, México impondrá medidas equivalentes a diversos productos provenientes de Estados Unidos, las cuales estarán vigentes hasta que el gobierno estadounidense elimine los nuevos aranceles impuestos. La Secretaría de Economía de México mencionó en un comunicado que impondrá medidas equivalentes a productos como aceros planos, lámparas, piernas y paletas de cerdo, embutidos y preparaciones alimenticias, manzanas, uvas, arándanos, quesos, entre otros, hasta por un monto equiparable al nivel del impacto.

En cuanto a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, éstas empeoraron cuando se impusieron aranceles de USD. 50,000 millones sobre las importaciones chinas, pero el MSCI ofreció un apoyo cuando incluyó por primera vez en sus índices a las acciones nacionales de China.

Este ha sido un paso importante hacia la integración de los mercados de capitales mundiales y tendrá consecuencias diversas, ya que podría generar entradas de capital cercanas a los USD. 350,000 millones en un período de tres a cinco años, así como alentar a China a seguir internacionalizando su moneda, abriendo sus mercados de capitales para respaldar las entradas de inversiones extranjeras. La iniciativa debería ayudar a recortar la volatilidad en el mercado chino al reducir la influencia de los inversionistas minoristas nacionales cuyas decisiones pueden acentuar las fluctuaciones de los precios. Siendo así, los inversionistas pueden beneficiarse de las entradas por la inclusión del MSCI invirtiendo en los sectores de consumo y salud de China, que también sacan provecho del estable crecimiento de los beneficios, los altos rendimientos y los abundantes flujos de efectivo y dividendos.

La inflación en Estados Unidos se aceleró en mayo al ritmo más rápido en más de seis años, reforzando las perspectivas de que la Reserva Federal suba los tipos de interés de forma gradual.

De momento los economistas no ven motivos para alarmarse, pero consideran importante seguir de cerca la amenaza de los precios, que si llegase a materializarse podría acelerar el alza de las tasas en la primera economía del mundo, lo que inevitablemente apreciaría el dólar y pondría en más apuros a los países emergentes, muchos de los cuales ya lo están pasando mal, incluso en Latinoamérica.

Unas tasas de interés más altas, que encarecen los créditos para las empresas y los individuos, así como un dólar más fuerte, provocan que las exportaciones estadounidenses sean menos competitivas, suponiendo un reto para la economía estadounidense.

En general, se mantiene una visión optimista de las acciones en el horizonte de inversión táctica de seis a doce meses. Se prevé un crecimiento

económico global de 4.1% tanto en el 2018 como en el 2019 y un fuerte incremento de los beneficios empresariales.

Los inversionistas deberían considerar medidas que les preparen para los riesgos de una aceleración de las subidas de los tipos de interés de la Fed y el creciente proteccionismo en Estados Unidos. Si la Fed acelera los aumentos del precio del dinero, por ejemplo, los tipos a cinco años probablemente se moverían más que los tipos a treinta años, ya que estos últimos están más influenciados por el crecimiento real a largo plazo y las expectativas de inflación.

En el caso de una guerra comercial, las bolsas de las economías orientadas a la exportación estarían particularmente expuestas y se esperaría que las divisas de los mercados emergentes se depreciaran frente al USD.



# Renta Fija

Los expertos y analistas financieros tienen sus ojos puestos en el rendimiento del bono a diez años de Estados Unidos, que se encuentra muy cerca del 3%, barrera considerada para muchos como crítica e importante por diversas razones.

Esto es así porque el rendimiento a diez años de los bonos del Tesoro de Estados Unidos es una referencia global para calcular cuánto cuesta tomar dinero prestado. Si las tasas de interés suben, las empresas tendrán que pagar más por sus préstamos, lo que tendrá un impacto importante en sus planes futuros e inversiones, especialmente después de que durante los últimos años los costos de financiación han estado tan bajos. Este impacto llegará también a los ciudadanos, ya que los dueños de casas que tienen hipotecas tendrán que pagar cuotas mensuales más altas y quienes piensen en comprar una casa en los próximos meses verán que las condiciones de préstamos serán mucho más duras. Lo mismo ocurrirá para aquellos que quieran adquirir un auto o necesiten cualquier otro tipo de préstamo.

Desde el año 2011 solo se había alcanzado un nivel de 3% en dos ocasiones, en el 2013 y a principios del 2014, antes de que los rendimientos de los bonos iniciaran un ciclo descendente, llegando a marcar mínimos históricos. Este año, luego de que el nivel del bono del Tesoro de Estados Unidos ha alcanzado o superado el 3% en más de una ocasión, hay más analistas considerando que superar este nivel es una señal de que los rendimientos iniciarán una etapa ascendente y que se verán niveles que sacudirán los mercados, tal y como ha sucedido en el pasado. Se ha visto que siempre que los rendimientos cruzan este nivel psicológico aparece la señal de que algo importante va a suceder.



Durante los últimos meses el retorno del bono del Tesoro a diez años ha superado en varias ocasiones el nivel de 3%, particularmente luego de la publicación de datos económicos que sugieren un crecimiento económico resistente, tal y como las solicitudes iniciales que a principios de junio aumentaron más de lo esperado a 222 mil, pero muy por debajo de los 300 mil, nivel asociado con un mercado laboral saludable. Como dato histórico tenemos que el bono del Tesoro a 10 años alcanzó su nivel de retorno más alto en septiembre de 1981 de 15.82% y el más bajo registrado fue de 1.36% en julio de 2016.

Los analistas tienen muy claro que las subidas en los rendimientos de los bonos impactarán en la bolsa y lo harán de forma negativa. Esto ya ha ocurrido varias veces este año y como ejemplo tenemos las importantes caídas que se produjeron en el precio de las acciones a principios de febrero, viéndose incluso el mayor desplome de la historia en una sesión del índice Dow Jones de la bolsa de Nueva York.

Esto se debe a que, en teoría, un encarecimiento de los costos de financiación impactará negativamente la rentabilidad de las empresas. Además hay otro factor importante que considerar y es que ahora que las tasas de los bonos están subiendo y superando el rendimiento por dividendo que ofrecen las acciones de las compañías más generosas, hay inversionistas que prefieren vender esas acciones y comprar bonos, ya que le ofrecen un rendimiento fijo con menores riesgos financieros.

El aumento en los retornos de la deuda del Tesoro se está viendo impulsado porque la Reserva Federal está elevando las tasas de interés a corto plazo y se espera que continúe haciéndolo a medida que la economía de Estados Unidos siga mostrando señales de fortaleza y que aumente la preocupación por el alza de la inflación.



# Renta Variable

En el 2017 se vio un fuerte impulso al cierre del 29 de diciembre de 2017 cuando el índice S&P 500 subió 19%. Gran parte de este resultado se debió a varios factores tales como una mejora en fundamentos, un crecimiento económico continuo y un nivel inflacionario que se mantuvo estable. Por más que vimos incrementos de tasa por parte de la Reserva Federal Americana y el Banco de Inglaterra, hubo otros grandes bancos centrales que mantuvieron fijas sus tasas y política monetaria. Uno de los factores más importantes vistos en el 2017 fue la recuperación y sincronización de crecimiento global, lo cual resultó en mayores beneficios para las empresas y sus ganancias.

Actualmente, la incertidumbre sobre factores tales como una mayor inflación, las subidas de tasas de interés o incluso conflictos comerciales a nivel mundial, mantienen a los inversores temerosos. Respecto a estos temores, nuestros analistas argumentan que ven una inflación levemente más alta, que la Reserva Federal incrementará gradualmente las tasas y veremos en base a negociaciones una disminución de las tensiones comerciales, por lo que mantienen una postura sobre ponderada en acciones globales sobre renta fija.

Todo tipo de noticia que tiende a preocupar a los inversores generalmente brinda una resistencia saludable y necesaria para que los mercados alcistas persistan. Este año han surgido varios acontecimientos que han causado incertidumbre, tales como el aumento de las

tasas de interés en los Estados Unidos y tensiones geopolíticas con diversos países como Siria y Corea del Norte. Otros factores importantes vistos como las sanciones de Estados Unidos contra Rusia y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China también han sido causa de preocupación para los inversionistas. Los aranceles de importación que los Estados Unidos busca implementar hacia China podría desencadenar un conflicto comercial global, pero nuestros analistas comentan que sería poco probable que ponga fin al impulso accionario (Rally) global.

La volatilidad ha regresado a los mercados financieros debido a los factores ya mencionados. En sólo nueve días hábiles entre el 26 de enero y el 8 de febrero de 2018, el S&P 500 cayó un 10%, con 28 fluctuaciones diarias del 1% o más en ambas direcciones, frente a sólo ocho de estas movidas del 1% o más en todo el año 2017, donde vimos rendimientos en acciones globales del 20% y un 38% en acciones de mercados emergentes. Aun con todas estas preocupaciones nuestros analistas mencionan los siguientes factores importantes por lo cual hay que mantener una postura positiva sobre renta variable.



Las tasas de interés reales (es decir, después de la inflación), todavía están por debajo del 0% en los Estados Unidos y Europa, lo que sugiere que las condiciones financieras aún permanecen excesivamente flexibles. Consideran que la curva de rendimiento de Estados Unidos simplemente se ha aplanado y no se ha invertido. Por último, son de la opinión de que Estados Unidos y Europa apuntan a otro año de sólido crecimiento accionario.

Los inversores deben estar preparados para más fluctuaciones en el mercado accionario, pero a medida que sigamos viendo un fuerte crecimiento económico global, esto debería disminuir la volatilidad y aumentar la confianza del inversor, impulsando aún más los mercados mundiales de renta variable. Otro factor importante es que debido a las bajas tasas de interés, las empresas probablemente vuelvan a apalancarse, lo cual también favorecerá a la renta variable por encima del crédito.

Las acciones en Estados Unidos mantienen una mayor composición defensiva que su punto de referencia (Benchmark) que son las acciones globales, ya que están menos apalancadas al comercio mundial que las acciones no cotizadas en Estados Unidos. Empresas americanas dentro de los sectores de tecnología, semiconductores y de consumo sí dependen del comercio mundial por lo cual serían vulnerables. Las empresas dentro de los sectores de telecomunicaciones y de servicios públicos probablemente resistan mejor.



# Moneda Extranjera

El dólar estadounidense cayó más de un 20% frente al euro desde su nivel tope en enero del 2017, hasta mediados de febrero de este año donde tocó su nivel más bajo en los últimos tres años. Desde entonces el dólar se ha ido apreciando en valor, pero es la opinión de nuestros analistas que hay razones fundamentales por la cual el dólar americano continuará su tendencia a la baja a mediano plazo. Los recortes de impuestos fiscales y un plan de gasto alto por parte de los Estados Unidos sugieren que su déficit bajo la administración actual del presidente Trump, perjudicará al dólar estadounidense en el mediano plazo y debería brindar un apoyo a las monedas extranjeras. Al haber un sólido crecimiento global, el dólar normalmente tiende a debilitarse mientras que el euro tiende a beneficiarse. Por ende, pronostican que el euro alcanzará los niveles de 1.29 en seis meses y 1.30 en doce meses versus el dólar americano. En cuanto a la libra esterlina británica, sus proyecciones versus el dólar son de 1.46 en seis meses y 1.48 en doce meses.

## Dólar Americano

Algunos analistas consideran que el dólar sigue fundamentalmente sobrevaluado, lo cual limita su potencial de crecimiento a largo plazo y prevén una disminución moderada de la compraventa de dólares a mediano plazo. Los recortes tributarios han ofrecido a las empresas estadounidenses y a sus activos un apoyo potencial a corto plazo haciéndolas más atractivas. Desde enero del 2017 a febrero del 2018, el dólar tuvo una caída del 20% versus el euro, pero desde entonces se ha ido recuperando y a mediados de mayo se encontró un 6% arriba sobre el euro desde su nivel más bajo en febrero de este año. Mientras continuemos viendo una falta de claridad por parte del Banco Central Europeo respecto a su

política de expansión cuantitativa, el dólar americano seguirá siendo la divisa de preferencia.

## Euro

La baja inflación significa que el poder adquisitivo del euro sigue siendo muy sólido. El crecimiento visto en la zona euro ha generado confianza en la capacidad del Banco Central Europeo. Una moderada subida de los tipos de interés de Estados Unidos que se estima será entre 2 y 3 subidas adicionales este año, debería apoyar al euro en el transcurso del año. La caída del euro se debe en gran parte a la fortaleza que hemos visto en los últimos meses del dólar americano, lo que se considera como algo temporal debido a un sólido crecimiento global y una política monetaria acomodada por parte del Banco Central Europeo, que tiende a debilitar el valor del dólar. No obstante, ciertos desarrollos en Italia se deberían monitorear especialmente si un potencial gobierno como el 5SM-Lega propone políticas fiscales que pudieran crear conflictos con instituciones europeas. Las proyecciones de nuestros analistas respecto al euro en seis y doce meses son de 1.29 y 1.30 versus el dólar americano.



## Libra Esterlina

El Banco de Inglaterra mantuvo las tasas de interés sin cambios a comienzos de mayo, tal como se esperaba, pero en contraste con las expectativas ampliamente extendidas de un aumento de las tasas a mediados de abril. Ciertos economistas ahora esperan que el Banco de Inglaterra permanezca sin cambios hasta noviembre y al parecer, los funcionarios del Banco Central Europeo parecen tener una postura similar. La libra se encuentra estancada dentro de un rango estrecho versus al euro. Se espera que la libra esterlina permanezca estable y con una tendencia alcista a mediano plazo frente al dólar americano. El acuerdo aún en borrador que fue revisado en marzo sobre la transición del Brexit brinda apoyo a la moneda versus el dólar americano. Las proyecciones sobre la libra a seis meses son de 1.46 y 1.48 a doce meses versus el dólar americano.

## Yen Japonés

Es la opinión de nuestros analistas que el Banco de Japón pudiera aumentar en los siguientes seis meses su objetivo de rendimiento (yield) a diez años, de cero a 0.2%. Bajo este escenario, el Banco de Japón probablemente enfatizaría que las condiciones monetarias se mantendrán acomodadizas, pero los mercados financieros posiblemente interpreten este movimiento como el primero de una serie de aumentos sobre el rendimiento, lo cual aumentaría el valor del yen. Mantienen sus proyecciones sobre el yen en 100 a seis meses y 98 a doce meses versus el dólar americano.



# Materias Primas



Un fuerte crecimiento económico global debería seguir respaldando la demanda y los precios de las materias primas. El repunte que se vio en los metales industriales en el 2017 levantó un optimismo significativo por parte de los inversores. En el caso del petróleo la demanda crece con fuerza y los inventarios se acercan a mínimos de cinco años. Las perspectivas han mejorado notablemente. Uno de los puntos más importantes a su favor es que ciertos riesgos puntuales sobre el precio del crudo parecen sesgados en gran medida al alza.

Nuestros analistas comentan que el consumo mundial del petróleo y su demanda se ha mantenido sumamente fuerte. Como resultado consideran que los inventarios del petróleo deberían disminuir a medida que avance el 2018 lo cual podría mantener una presión a la alza sobre los precios del crudo. La OPEP y sus aliados acordaron en su última reunión a finales de junio en mantener una postura más relajada respecto al acuerdo de recorte de producción establecida en noviembre del 2016 y a la vez acordaron en aumentar su suministro a partir

del 1 de julio. Los analistas consideran que de haber una reversa en el precio del petróleo sería algo temporal debido a la reducción de inventarios y su alta demanda. Sus proyecciones sobre el petróleo (WTI) a tres meses son de \$65 - \$80 por barril, \$75 a seis meses y \$70 por barril en doce meses.

De haber incertidumbre en el mercado accionario global, el oro pudiera beneficiarse significativamente. En momentos de creciente volatilidad en los mercados por motivos geopolíticos y financieros, el oro y la plata son considerados como activos tangibles líquidos y como una moneda de último recurso. A pesar de haber obtenido retornos aceptables en el 2016 y 2017, ambos metales permanecen sin mucha atención por parte de los inversores. Aunque el oro rompió ciertos niveles técnicos recientemente, nuestros analistas siguen con la opinión de que los precios deberían elevarse aún más a largo plazo debido a lo que consideran una tendencia bajista sobre el dólar americano, los riesgos geopolíticos que persisten y signos de aumento sobre la inflación. Sus proyecciones sobre el precio del oro a doce meses es de \$1,375oz.



# Estados Unidos

Las ganancias reportadas en el primer trimestre de este año de las empresas dentro del S&P 500 subieron un 24% en promedio y algunos analistas proyectan un crecimiento fuerte sobre dichas ganancias para el resto del año entre un 15%-20%. A pesar de un sólido crecimiento de las ganancias, hemos presenciado un aumento en volatilidad en el mercado accionario, el cual se ha mantenido dentro de un rango específico los últimos meses.

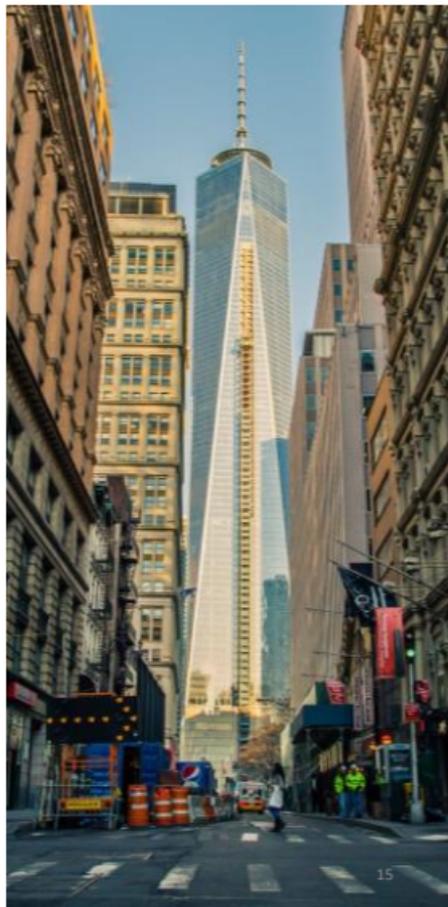
La economía americana se encuentra en una posición sólida debido a la expansión del empleo, un crecimiento del consumo privado, el repunte de la inversión corporativa y recuperación del mercado inmobiliario. A pesar de la subida de tasas de interés por parte de la FED y del programa de reducción del balance, la política monetaria ha sido acomodaticia.

El PIB en Estados Unidos creció en el primer trimestre de este año al 2.3% anual, lo cual estuvo por debajo del 3% visto en trimestres anteriores. En este primer trimestre también se presenció un menor gasto por parte del consumidor aun cuando su ingreso disponible se vio impulsado por los recortes de impuestos fiscales, pero el sentimiento del consumidor y corporativo siguen siendo fuertes. El mercado laboral continúa comprimiéndose, con una tasa de desempleo del 3.9% en abril, siendo uno de los niveles más bajos vistos desde los años 60.

Nuestros analistas esperan que la economía americana se expanda a un ritmo robusto en los siguientes trimestres. La inflación ha aumentado y está acercándose al nivel objetivo por parte de la Reserva Federal del 2%. También comentan que es importante tener en cuenta que el objetivo del 2% por la FED representa un nivel promedio que se espera tocar con el tiempo y no un techo.

Mientras que la inflación se mantenga por debajo del 2.5%, son de la opinión que la FED debería limitarse a una alza de tasas de interés por trimestre este año.

Las valoraciones sobre las acciones americanas actualmente se encuentran por encima del promedio, pero sostenible dado el crecimiento económico interno. Nuestros analistas siguen viendo potencial de mayor retorno en ciertas compañías dentro de los sectores de energía, finanzas y tecnología. Para mayor información al respecto, favor consultar con su asesor financiero de Invertis Securities.



# Europa

La economía global y de la Eurozona sigue fuerte, por lo que algunos analistas piensan que el impulso económico de la zona euro se desvanecerá a finales de este año, estando en línea con los principales indicadores económicos.

Debido al buen entorno económico en la zona euro y un fuerte crecimiento sobre las ganancias empresariales, consideran que el euro continuará apreciándose contra el dólar americano. Este año ciertas monedas se han acercado a los niveles estimados que mantienen los analistas, tales como el euro que se ha mantenido entre 1.18 a 1.25 (con proyecciones en 1.28) y la libra esterlina subió de 1.35 a 1.42 (con proyecciones en 1.60).

El crecimiento de las ganancias corporativas debería seguir siendo el principal impulsor del mercado. Los analistas esperan ver que las ganancias por acción del índice MSCI EMU (índice compuesto por compañías de países

desarrollados de Europa), suban este año entre un 9% y 11%.

Respecto a los sectores que favorecen en la zona euro, mantienen una sobre ponderación en energía, el sector industrial y de consumo discrecional. A nivel de país, se encuentran positivos sobre Alemania y mantienen una posición neutral sobre Francia, Italia y España.



# Asia

El 19 de mayo pasado, el viceprimer ministro chino Liu He y el secretario del Tesoro Americano Steve Mnuchin anunciaron a los medios de comunicación que ambos gobiernos habían acordado en no imponer aranceles adicionales por el momento, disminuyendo tensiones comerciales entre China y Estados Unidos. A pesar de fundamentos sólidos de las acciones chinas en el extranjero, los inversores mantienen una postura más conservadora debido a incertidumbres externas, sin embargo nuestros analistas ven potencial y mantienen una opinión sobre ponderada sobre acciones chinas ya que a corto plazo, las acciones A chinas serán incluidas en el índice MSCI, lo cual consideran una movida clave para su integración en el mercado global y que consideran que será un impulso para el mercado accionario chino.

Se espera ver este año que el índice MSCI Hong Kong brinde retornos positivos debido al robusto crecimiento de las ganancias empresariales que respaldan las acciones de Hong Kong.

Nuestros analistas mantienen una postura neutral sobre Japón debido a que enfrenta riesgos políticos externos e internos. El crecimiento del PIB en la India apunta a una mejora económica, pero debido a que tendrán elecciones próximamente y no se espera que los datos externos y de inflación mejoren mucho, consideran que poco probable que los inversores vean retornos significativos en sus acciones durante los siguientes seis meses.



# Centroamérica

Desde nuestro último informe publicado en enero de 2018, los mercados internacionales han venido en declive y la volatilidad ha sido la característica principal esta primera mitad del año. Un factor que definitivamente ha influido en esta volatilidad es la anticipación de los inversionistas a las cuatro alzas de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos, de las cuales ya se han cumplido dos. Esto ha generado salidas de los mercados y Centroamérica no ha quedado fuera de esta tendencia.

Costa Rica continúa sus planes de reformas fiscales bajo la administración del nuevo presidente Carlos Alvarado y además, el gobierno está considerando financiamiento externo, ya sea a través de la emisión de un bono global o de la gestión de un préstamo del Banco Interamericano de Desarrollo.

Guatemala experimentó la más violenta erupción volcánica en cien años el 3 de junio pasado. A pesar de la tragedia, Moody's opina que el impacto económico y fiscal será limitado ya que sus principales infraestructuras se mantienen, por lo que la agencia reafirmó su Ba1 con perspectiva estable. El Banco Central mantiene su pronóstico de crecimiento del PIB en un rango de entre el 3% y 3.8%.

El Salvador se encuentra en estos momentos ante una situación de incertidumbre y volatilidad tras las gestiones de refinanciamiento de sus bonos soberanos del 2019, 2023 y 2025 pendientes de aprobación por parte del Congreso. Se espera que se apruebe la refinanciación de al menos los bonos del 2019, lo cual sería positivo para el crédito. Los niveles de deuda aumentaron al 70% del PBI, lo que demuestra la necesidad de reducir los costos de financiamiento para el país.

Honduras empieza a mantener una aparente estabilidad política. En el 2017 el crecimiento alcanzó 4.8%, su máximo en diez años, mientras que la actividad económica del 1Q18 se desaceleró a 3.1% en comparación con 5.7% en el 2017. Esta caída se debió principalmente a la desaceleración en el crecimiento del sector agrícola, cayendo de 10.3% en 1Q17 a 0.6% en 1Q18. Esto se atribuye principalmente a pérdidas en la producción bananera como resultado de la huelga de Chiquita, que duró 77 días en el 1Q18.

Trinidad & Tobago se ha visto algo beneficiada por el aumento de los precios de la energía, sin embargo, la producción de petróleo crudo continúa cayendo con una producción promedio de 65.8 mil barriles por día en marzo, una disminución de 8.2% anual. Por su parte, la Junta Directiva de la empresa Petróleos de Trinidad & Tobago ha aprobado la refinanciación de sus bonos globales con vencimiento en el 2019 sin la garantía del gobierno este año. Esto implica que la empresa probablemente tendrá que endeudarse a tasas más altas que la curva existente mientras espera una reestructuración corporativa para reducir costos operativos.



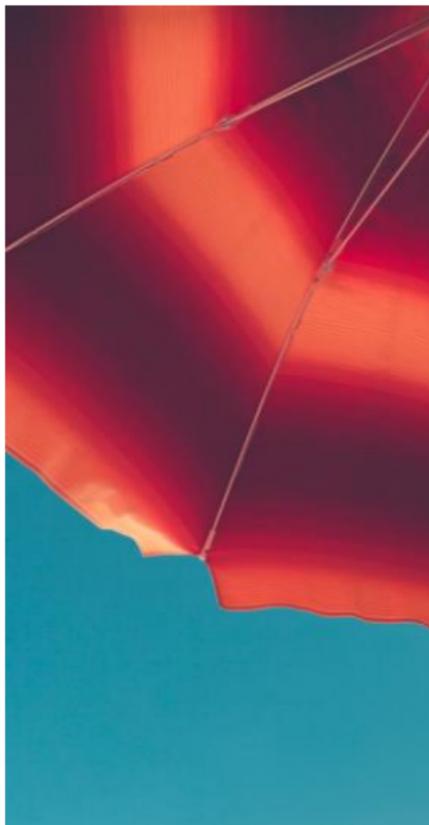
# Latinoamérica

En el 2017 las acciones en mercados emergentes obtuvieron muy buenos resultados con retornos alrededor del 37%. Este año ha sido más complicado para dichas acciones, pero los fundamentos principales que apoyan un impulso siguen intactos. Esto se debe en gran parte a un fuerte crecimiento global, una reactivación de las ganancias empresariales y una política monetaria de aumento gradual. Por estos motivos se recomienda tener una participación en acciones de mercados emergentes.

En Brasil, los sólidos fundamentos deberían impulsar la recuperación del consumidor en el 2018 aún con la incertidumbre política en la que se encuentra el país. Su recuperación a futuro dependerá de las decisiones que tome la administración entrante que tomará posesión en el 2019. A pesar de esta incertidumbre, la inflación y las tasas deberían permanecer en niveles bajos. El entorno doméstico macro, junto a las elecciones presidenciales en octubre probablemente sean los principales impulsores de las acciones brasileñas este año. Hay que tomar en cuenta la posible amenaza de una mayor inflación en Estados Unidos, lo cual podría presionar sus acciones. Dicho esto, nuestros analistas son de la opinión que su fuerte economía, crecimiento y una política monetaria acomodaticia será de gran asistencia para compensar efectos negativos de la volatilidad global y que debe ser considerado como una oportunidad de compra.

Mantienen una postura cautelosa sobre México ya que las negociaciones sobre el TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte) podrían aumentar la volatilidad. Esto, más la gestión de Manuel Andres Manuel Lopez Obrador luego de ganar las elecciones presidenciales este año, pueden convertirse en factores que irían en contra para los activos financieros mexicanos.

El peso Argentino cayó más del 8% a comienzos de mayo al igual que otras monedas dentro de los mercados emergentes, ya que están bajo presión debido a la reciente fortaleza del dólar americano. Consideran que los problemas que está enfrentando Argentina nuevamente no deberían ser de preocupación por el momento para al resto de los activos dentro de los mercados emergentes.



La recuperación y estabilidad de América Latina para este año dependerá de su capacidad de sobrevivir a los resultados de las múltiples elecciones y al avance de ciertos temas clave, como la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

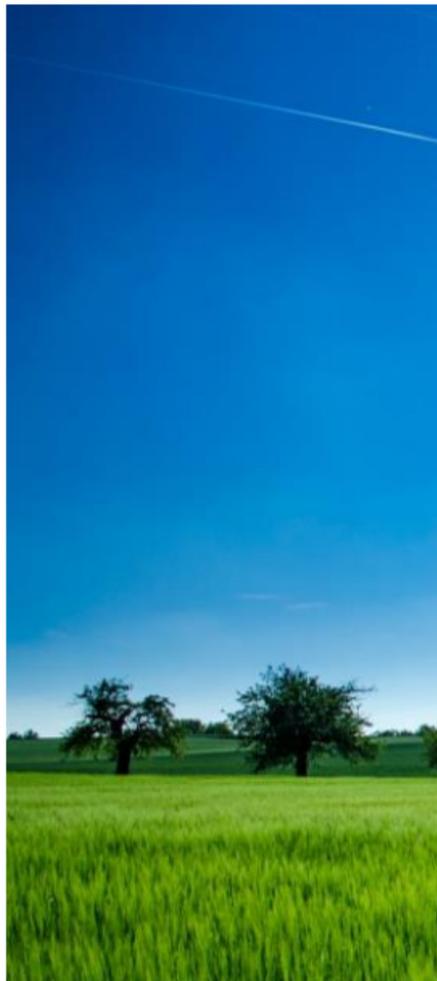
Durante el 2018 más de 350 millones de votantes en América Latina decidirán a sus nuevos líderes políticos. Brasil, México, Colombia, Costa Rica, Paraguay y Venezuela estarán eligiendo a sus presidentes y legisladores. El nuevo presidente de Chile asumió el mando en marzo mientras que nuevos legisladores comenzarán su gestión en Ecuador, El Salvador y Honduras, cambios políticos que pudieran aumentar la volatilidad en los mercados latinoamericanos.

Ciertos economistas perciben un panorama positivo para América Latina durante este año, estimando que habrá un crecimiento del 2.7% en las seis economías más grandes de la región, porcentaje superior al estimado del año pasado, que fue de 1.6%.

La recuperación económica del 2017 se originó por factores cíclicos más que internos y hay quienes pronostican que la región se verá favorecida por tres factores del entorno externo: (i) Una demanda externa más alta y un crecimiento positivo de Estados Unidos, Europa y China; (ii) altos precios de las materias primas; y (iii) las condiciones de los mercados financieros globales, con ajustes moderados que siguen siendo adecuados para promover el crecimiento positivo en la región.

En lo que respecta a los tipos de cambio, algunos economistas esperan una alta volatilidad en el corto plazo, aunque las monedas permanecerán en los mismos rangos del año pasado. Este será el resultado de dos fuerzas opuestas que dominarán el mercado cambiario. Estos son los precios de las materias primas, que seguirán siendo favorables, y un cambio hacia condiciones monetarias menos propicias en los mercados en desarrollo, que originarán cierta presión debilitante.

Hay quienes prevén que después de un marcado declive, la inflación tocará fondo y permanecerá dentro de los límites establecidos por los bancos centrales. De acuerdo con ellos, los riesgos geopolíticos todavía no llegan al punto de preocupar a los inversionistas.



# Panamá



En su último informe de febrero de 2018, Fitch Ratings ratificó el grado de inversión de la República de Panamá en BBB con perspectiva estable.

La evaluación estuvo centrada en el fuerte y estable desempeño macroeconómico del país, que ha conducido a un aumento sostenido del ingreso per cápita debido a las políticas económicas y fiscales, así como a la posición estratégica de activos de la República, como el Canal de Panamá, mismos que respaldan un alto grado de inversión.

Un impulso sostenido de la inversión en infraestructura, aumento en el tráfico y tonelaje a través del Canal ampliado elevaron el Producto Interno Bruto alrededor del 5.5% en el 2017, en comparación al 5% registrado en el año 2016.

Fitch Ratings señala también que los proyectos de infraestructura en ejecución y por ejecutar, permitirán impulsar el crecimiento económico entre 5% y 6%, por encima de las proyecciones realizadas.

La calificadora asume que el Gobierno de Panamá cumplirá nuevamente con su objetivo del déficit

del sector público no financiero en el 2018 proyectado en 0.5%, a la vez que señala la importancia de mantener la disciplina fiscal. También destaca las medidas adoptadas por el Gobierno para fortalecer el marco fiscal, como por ejemplo, la presentación de los proyectos de ley dirigidos a penalizar la evasión fiscal y crear un Consejo Fiscal.

A finales de mayo de este año, un equipo del Fondo Monetario Internacional (FMI) visitó nuestro país para hacer un análisis de nuestra economía. Al concluir la visita el FMI declaró que debido a la huelga en el sector construcción la entidad redujo de 5.6% a 4.6% la proyección de crecimiento económico para este año. Pese a ello la recuperación del impacto de la huelga y la entrada en operación de una gran mina de cobre en Panamá conducirán a una revisión al alza cercana a un punto porcentual en la proyección de crecimiento de 5.8% para el 2019. Se espera que a mediano plazo la economía converja gradualmente a su crecimiento potencial de 5.5%. La inflación se mantendrá baja y se espera que repunte cercana al 2% para este año, debido principalmente al aumento en los precios del combustible.

Con la finalización del proyecto minero de importación intensiva, el inicio de las exportaciones de cobre y los recibos de servicios externos relacionados con un mayor tráfico por el Canal, se espera que para el otro año la posición externa mejore significativamente. Las perspectivas están sujetas a riesgos negativos principalmente por causa de factores externos, incluido un menor tráfico marítimo internacional debido a disputas comerciales y a un ajuste más rápido de lo esperado de la política monetaria de Estados Unidos, mientras que un mayor crecimiento mundial sería un riesgo alcista y un impulso para actividad.

Como parte de sus declaraciones el FMI proyecta que la política fiscal continuará siendo guiada por el límite del déficit bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal que estiman alrededor del 1.5% del PBI, debido a las contribuciones esperadas de la Autoridad del Canal de Panamá, de aproximadamente 2.5% del PBI. Se requerirá de esfuerzos para frenar el crecimiento de los gastos actuales y proporcionar espacio adicional para la inversión pública estratégica necesaria. La iniciativa de las autoridades de establecer un consejo fiscal fortalecerá aún más el marco fiscal existente en la nación.

El sistema bancario en Panamá sigue siendo sólido, bien capitalizado, líquido y rentable, con bajos préstamos morosos y las autoridades siguen avanzando en su intención de mejorar las regulaciones y la supervisión bancaria, incluida la implementación de Basilea III.

Es importante fortalecer el sistema financiero mediante la adopción de medidas adicionales relacionadas con la integridad financiera y la transparencia tributaria. En particular, se espera la aprobación de normas que regulen y penalicen la evasión fiscal, lo que acercaría a Panamá a las normas internacionales contra el lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo y la transparencia fiscal, contribuyendo al fortalecimiento de la posición de Panamá como centro financiero regional.

Empezando el mes de julio la agencia calificadora S&P Global Ratings revisó la perspectiva de Panamá cambiándola de estable a positiva. La decisión se basó en gran medida en la alta tasa de crecimiento del país (4.5% en el 2018) y a la expectativa de que el crecimiento elevado se mantenga hasta al menos el año 2021, con una tasa de crecimiento promedio de 5.5%. Confirmaron la calificación soberana a largo plazo de BBB y según S&P existe la posibilidad de una mejora si en los próximos dos años el crecimiento continúa como se espera y las finanzas públicas y el perfil de liquidez se mantienen estables. El principal riesgo para el crecimiento de Panamá sería una interrupción inesperada y grave en el comercio mundial que afectara el tránsito por el Canal de Panamá.

S&P espera que el déficit fiscal para el 2018 se ubique en 2.4% del PIB, ligeramente más amplio que el 1.8% registrado el año pasado. Esto se debe a la necesidad de completar proyectos de construcción pública, incluyendo la segunda línea del metro y la expansión del Aeropuerto de Tocumen, así como el próximo año electoral que agrega presión al gasto. La deuda del PBI está actualmente en 24% y se prevé que permanezca por debajo del 30% durante los próximos dos años.



# Reserva Federal de los Estados Unidos



En junio de este año la Reserva Federal subió los tipos de interés por séptima vez consecutiva desde que en el 2015 empezara a retirar los estímulos un cuarto de punto, en un complicado ejercicio de equilibrio con el que busca evitar que la economía se recaliente o se frene en exceso.

El precio del dinero queda en una banda entre 1.75% y 2%. El banco central indicó que realizará dos subidas más este año, una adicional a lo que había anticipado inicialmente, debido al ritmo inflacionario, levemente más rápido de lo esperado.

Fecha	Tasa
18-mar-08	2.25%
30-Apr-08	2.00%
08-oct-08	1.50%
29-oct-08	1.00%
16-Dec-08	0.25%
16-Dec-15	0.50%
14-Dec-16	0.75%
16-mar-17	1.00%
14-jun-17	1.25%
13-Dec-17	1.50%
21-mar-18	1.75%
13-jun-18	2.00%

Este representa el segundo incremento realizado este año y el segundo también anunciado por Jerome Powell en el tiempo que lleva como presidente de la Fed. Se espera que las próximas subidas sean para los meses de septiembre y diciembre. El análisis que hace la Fed sobre la economía es más optimista y asegura que los riesgos están equilibrados, por lo que proyecta un crecimiento de 2.8% para este año y de 2.4% para el 2019.

La información recibida desde mayo indica que el mercado laboral ha seguido fortaleciéndose y que la actividad económica ha estado aumentado a un ritmo sólido, señaló la Fed en un comunicado al término de la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, según sus siglas en inglés), en junio pasado. La decisión de aumentar las tasas se tomó de manera unánime con ocho votos a favor y ninguno en contra.

Entre las consecuencias de este aumento está la repercusión directa en el costo del crédito para automotores, inmobiliario y demás préstamos otorgados por los bancos los cuales podrían aumentar próximamente. Otra consecuencia, aunque menos predecible, es el efecto que tendrá en la cotización del dólar, que potenciará la línea ascendente que ha mantenido la divisa en los últimos meses, especialmente contra las monedas de países emergentes.

Ante los datos económicos, la Fed se muestra más optimista sobre la calidad del crecimiento y prevé una expansión continua, a pesar de que se han incrementado los temores debido a las tensiones comerciales. Se estima un crecimiento de 2.8% para el 2018 ó 0.1 punto porcentual más que lo estimado en marzo pasado, pero se sigue anticipando un crecimiento de 2.4% para el próximo año.

En la reunión de junio pasado se analizaron en detalle los últimos datos de inflación. La tasa anual se establece en 2.8% (la más alta en seis años), misma que se atribuye al alza del precio de la gasolina. Por el encarecimiento de la energía subieron también los precios a la producción, ocho décimas en el mes y la tasa de inflación subyacente está en el 2.2%.

El acta de la última reunión de la Fed mostró la existencia de opiniones encontradas sobre la marcha de los precios. Los participantes se mostraron dispuestos a permitir que se rebasara el objetivo de estabilidad de precios, pero sólo con carácter temporal. Hay discrepancia sobre cuál sería en este momento el tipo neutral, en donde unos opinan que es en 2.5%, y otros en 3.5%.

A pesar del aumento adicional que se espera para este año, la Fed mantiene en tres las subidas para el 2019 e insiste en que seguirá subiendo las tasas de forma gradual.

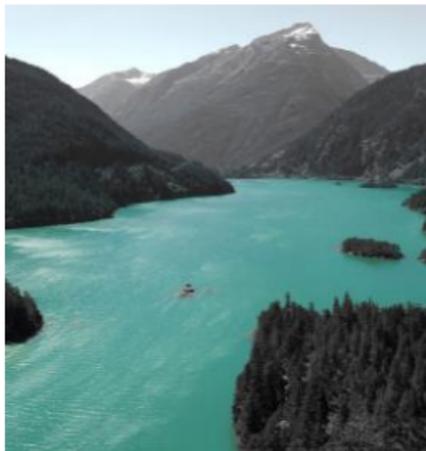
Sin embargo, el expresidente Ben Bernanke anticipó a principios de junio pasado, que podría producirse una recesión cuando se vea el efecto de los estímulos fiscales en el 2020 y mencionó que el momento de la reducción de impuestos y del alza del gasto no era el correcto.

El mercado de bonos refleja un sentimiento similar entre los inversionistas. La tasa de las letras a dos años superó a mediados de junio el 2.5% y se acerca al 2.9% del bono a diez años. La diferencia de cuatro décimas es la más corta en más de una década. Si las curvas se invierten es

una señal de que la recesión se acerca, hecho que ocurrió en el 2007 y en el año 2000, no obstante algunos analistas opinan que esta vez podría ser diferente.

La Fed opina que esta convergencia es consecuencia del esfuerzo que ha estado haciendo para evitar que la economía se recaliente y que no puede dejar de subir los tipos de interés por el simple hecho de que las curvas se inviertan. La subida de tasas del mes de junio se produce además en un momento mucho más tranquilo que en marzo, a pesar de las tensiones comerciales por los aranceles impuestos por el presidente Donald Trump. El encarecimiento del precio del dinero provocó a su vez que el dólar esté en positivo este año.

Las autoridades de la Reserva Federal han hecho notar varios riesgos para la economía estadounidense, desde las crecientes presiones salariales hasta daños potenciales derivados de las políticas comerciales del gobierno. Creen que el rápido crecimiento económico, azudado por los recortes fiscales de 1.500 billones de dólares aprobados por el Congreso en diciembre del año pasado y la constante disminución del desempleo generará presiones inflacionarias.





Según lo indicado en las Minutas de la reunión de mayo pasado, la Fed hizo notar que la inflación, según su estándar de medición preferido, finalmente llegó en marzo a su meta de aumentos anuales de 2%. El banco central se refirió a esto como un blanco simétrico, frase que las autoridades han estado utilizando para

indicar que les parece bien permitir que la inflación se mantenga por encima del nivel de 2% durante un tiempo, dada la cantidad de años en que la Fed no ha podido alcanzar sus metas.

Uno de los principales miedos para los mercados es que la curva de tipos de interés pudiera llegar a invertirse, ya que desde la década de los sesenta siempre que ha ocurrido la economía estadounidense ha entrado en recesión. A lo largo de los últimos meses, la pendiente de la curva de tipos de interés ha aumentado su aplanamiento y ha alcanzado los niveles más bajos desde la pasada crisis. Abordando el segundo ciclo económico más largo de todos los tiempos y tras nueve años de crecimiento, esta situación está generando cierta preocupación.

El razonamiento es que si los tipos de interés de corto plazo suben a mayor velocidad que los de largo plazo, existe un punto en que las empresas dejan de pedir dinero prestado y cuando el costo del capital es superior a la rentabilidad esperada, prefieren repagar la deuda y demorar sus inversiones, lo que se traduce en un período de recesión.

La pendiente de la curva es uno de los indicadores más importantes a vigilar, ya que refleja cómo va impactando en la economía y en las expectativas de crecimiento a largo plazo, el proceso de encarecimiento del dinero iniciado por la Reserva Federal. Pese a esto, es importante mencionar que la inversión de la curva como detector de recesiones no es infalible. Por ejemplo, en 1966 y en la crisis del “Long-Term Capital Management L.P.” (LTCM) de 1998, la pendiente de diez años - tres meses se invirtió y no desencadenó en una recesión inmediata. Además, donde usualmente ha funcionado es en Estados Unidos, ya que en el resto de los países desarrollados no ha sido un detector de crisis muy fiable.

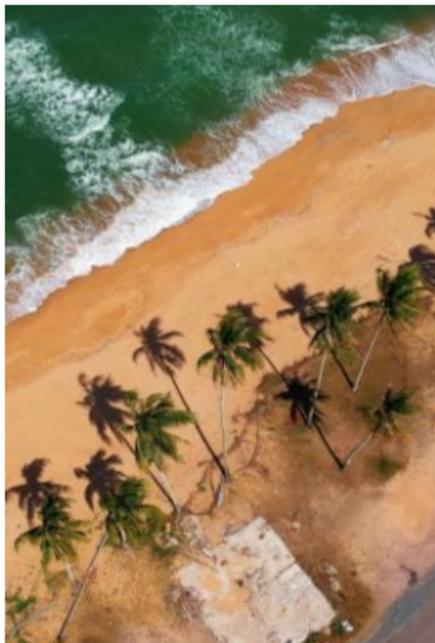
Es interesante añadir también que una vez se produce la señal de inversión de la curva, la economía estadounidense ha tardado dieciocho meses en promedio hasta que comience la recesión. Esta situación no necesariamente es negativa para la renta variable, ya que si de estos últimos dieciocho meses de ciclo se pudieran evitar los seis últimos precedentes a la recesión, que es cuando la bolsa suele comportarse negativamente, la historia ha demostrado que los retornos son bastante buenos.

En el entorno actual y mientras la curva no se invierta, un peligro de recesión todavía es incierto. La recesión llegará en algún momento, por lo que algunos analistas estiman que se debe ser cuidadoso y no tomar acciones apresuradamente.

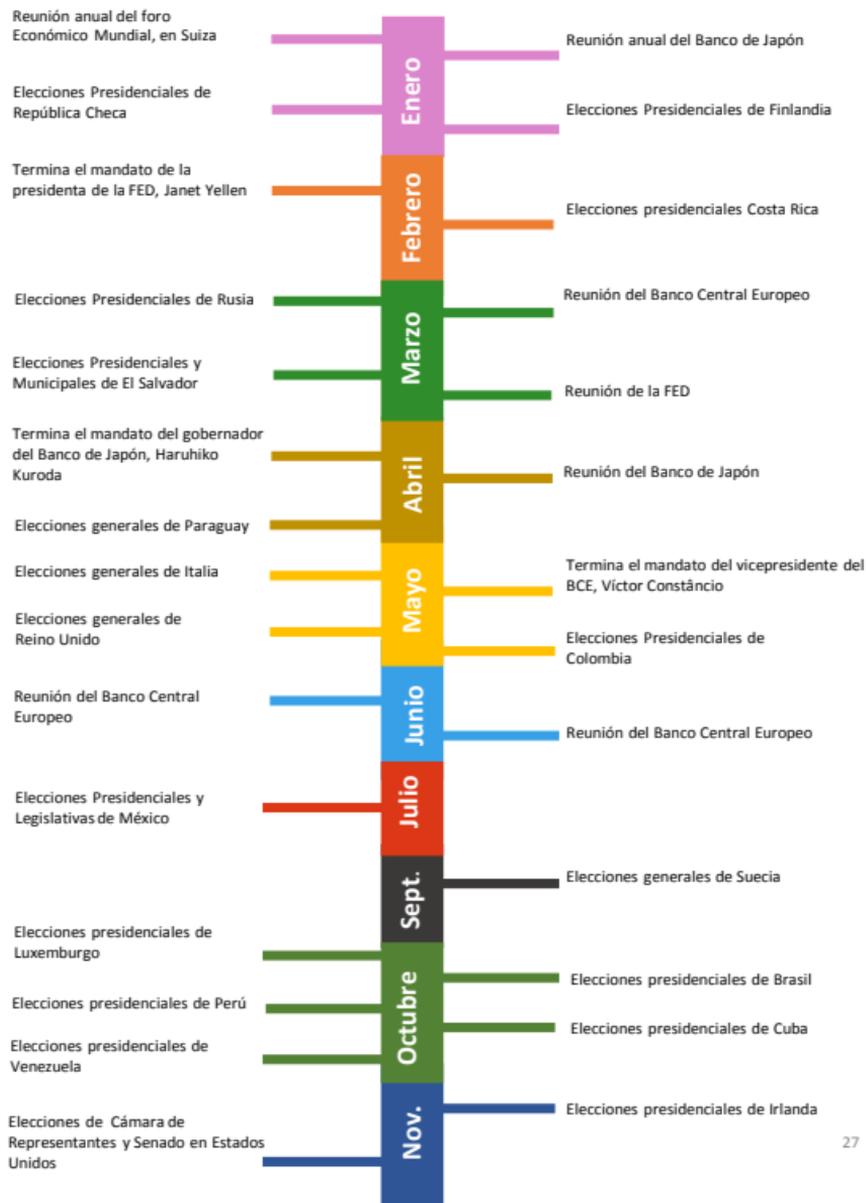
Existen tres razones fundamentales que explican por qué las recesiones son tan difíciles de predecir. En primer lugar tenemos que no hay dos recesiones iguales y los factores que las causan suelen fluctuar a lo largo del tiempo, sobre todo cuando la economía experimenta cambios estructurales que pueden ocultar los puntos conflictivos o desequilibrios. En segundo lugar, a pesar de que se pueden identificar desequilibrios económicos, sus consecuencias pueden ir mucho más allá de la fecha en la que finalicen, lo que a menudo da lugar a cambios abruptos en el sentimiento del mercado y a fuertes correcciones. En tercer lugar, las recesiones presentan poca correlación con la duración de la expansión. Dicho de otro modo, es igual de probable que una recesión se produzca tras una expansión breve que después de una prolongada. Lo que sí es cierto es que antes del comienzo de una recesión suele producirse una serie de circunstancias comunes. Por ejemplo, la tasa de desempleo toca fondo entre dos y cuatro trimestres antes de la caída de la actividad económica. Los costos laborales y no laborales aumentan notablemente, ejerciendo presión sobre los beneficios y los tipos de interés, lo que a su vez debilita la inversión y los volúmenes de préstamos.

Adicionalmente la economía suele experimentar un período de fuerte apalancamiento antes de iniciarse la recesión.

A medida que se acumulan estas y otras presiones negativas, los mercados financieros reaccionan y con frecuencia provocan importantes correcciones en los precios de los activos, al igual que se dan aumentos de los tipos de interés a corto plazo. Como resultado, la diferencia entre los tipos de interés a corto y largo plazo tiende a estrecharse y se vuelve negativa. Es por esto que los analistas suelen utilizar el diferencial de la curva de rendimientos para calibrar el riesgo de recesión. Lo que bien es cierto es que ninguna recesión de la historia moderna se ha producido sin que los tipos de interés reales a corto plazo se sitúen en torno al 2.5% en algún momento poco antes del comienzo de la recesión.



# Calendario de citas Macroeconómicas y Políticas



# Feridos 2018

## 2018 Feriados Nacionales - Estados Unidos

3 Jul.	Víspera de la Independencia (Mercado cierra a las 1:00 P.M.)
4 Jul.	Día de Independencia (Independence Day)
3 Sep.	Día del Trabajo (Labor Day)
22 Nov.	Día de Acción de Gracias (Thanksgiving Day)
23 Nov.	Acción de Gracias (Mercado cierra a las 1:00 P.M.)
24 Dic.	Víspera de Navidad (Mercado cierra a las 1:00 P.M.)
25 Dic.	Navidad (Christmas)

## 2018 Feriados Nacionales – Panamá

3 Nov.	Separación de Panamá de Colombia
4 Nov.	Día de los Símbolos Patrios
5 Nov.	Día de Colón
10 Nov.	Grito de Independencia
28 Nov.	Independencia de Panamá de España
8 Dic.	Día de la Madre
25 Dic.	Navidad

## 2018 Feriados Nacionales – Suiza

1 Ago.	Fiesta Nacional de Suiza
6 Sep.	Jeûne Genevois
12 Oct.	Fiesta Nacional de España
6 Dic.	Día de la Constitución
25 Dic.	Navidad
26 Dic.	San Esteban

# Bibliografía

Esta edición abarca información amplia y confiable de nuestra red de custodios y contrapartes, quienes cuentan con reconocida reputación y trayectoria en los mercados de valores. La misma incorpora información publicada por diferentes analistas a los que tenemos acceso, así como de los miembros del comité de inversiones de Invertis Securities, quienes analizaron y clasificaron información de relevancia para su mayor interés y beneficio.

- ❖ UBS AG
- ❖ Credit Suisse
- ❖ Julius Bär
- ❖ Goldman Sachs
- ❖ Deutsche Bank
- ❖ Schroders
- ❖ Reuters
- ❖ Cullen
- ❖ Oppenheimer & Co. Inc.
- ❖ Morgan Stanley
- ❖ Barclays PLC
- ❖ Invesco
- ❖ Calamos
- ❖ EFG International
- ❖ Bloomberg
- ❖ Jefferies LLC
- ❖ JPMorgan Chase
- ❖ Fitch Ratings

## Información Legal Importante:

Este informe contiene información recopilada de varias fuentes, incluyendo fuentes comerciales, estadísticas, mercadeo, pronósticos económicos y otras fuentes de dominio público que creemos confiables, aunque no garantizamos que la misma sea completa o exacta. La información contenida en este reporte puede también haber sido recopilada por terceros, pero dicha información puede no haber sido corroborada por Invertis Securities. La exactitud o integridad de esta información no está garantizada y está sujeta a cambios en cualquier momento y sin previa notificación. Las opiniones expresadas en este informe pueden diferir, o pueden ser contradictorias con las opiniones expresadas en otros medios. La información relativa a desempeños pasados no es garantía de desempeños futuros. Esta información no constituye una recomendación, ni representa una oferta de compra o de venta de ningún valor, instrumento financiero o tendencia del mercado. Los valores, instrumentos financieros o perspectivas económicas y de mercados nacionales o internacionales aquí mencionados pueden no ser apropiados para todos los inversionistas. Los objetivos de inversión, situación financiera y necesidades particulares del receptor de esta información no fueron tomados en consideración en la preparación de este reporte, por lo que el riesgo inherente a los propios valores o perspectivas aquí plasmadas, no puede ni podrá ser transferido a Invertis Securities, sus empleados o las personas relacionadas con ella. Cada inversionista deberá tomar su propia decisión respecto a los valores, instrumentos financieros y tendencias económicas y de mercado aquí mencionados.



**"Entidad Regulada y Supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá".**

Licencia para operar como Casa de Valores. Resolución SMV N° 182-2013

*"Miembro de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A."*