

PERSPECTIVAS

"Los pilotos habilidosos ganan su reputación de tormentas y tempestades."

- Epicuro

ENE-FEB 2019 | VOL. 14

SAMPLE



PERSPECTIVAS PARA 2019

PRODUCTOS DE INVERSIONES Y SEGUROS: NO ESTÁN ASEGURADOS POR LA FDIC
• NO SON UN DEPÓSITO BANCARIO • NO ESTÁN ASEGURADOS POR NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL
• NO SON UNA GARANTÍA BANCARIA • PODRÍAN PERDER VALOR

NOTA DEL EDITOR

Ciertamente, los mercados del 2018 absorbieron la ansiedad de los trastornos del comercio mundial, junto con los temores de ajustes de la Fed y otros dilemas políticos idiosincráticos en todo el mundo. En EE. UU., la retórica provocada por el temor de la guerra comercial y sus posibles repercusiones para el crecimiento global eclipsaron las ganancias corporativas que alcanzaron el máximo histórico. El cese del "dinero fácil" y las tasas de interés más altas también contribuyeron a la volatilidad del mercado. En América Latina, las elecciones presidenciales en Colombia, México y Brasil recalcaron desafíos políticos importantes. En Europa, la crisis de los refugiados y el estancamiento económico dieron pie a las fuerzas populistas en Italia. Francia también tuvo un año sacudido que culminó con protestas callejeras por las reformas del Presidente Macron. Y en el Reino Unido, el Brexit continuó acaparando los titulares que, hasta el día de hoy, no logran reducir la lista de posibles resultados. En Asia, los temores por el ralentamiento de China dominaron el comportamiento del mercado, con datos en la última parte del año que mostraron que algunos de esos temores se materializaron.

En su artículo "Outlook 2019" (en el que basamos la mayor parte de esta edición), Citi Private Bank nos ofrece algunos "indicadores" con los que podemos navegar los mercados en 2019 dado el ya complejo contexto de 2018. Los acontecimientos del comercio mundial saltan a la palestra como un factor fundamental al que hay que estar atentos este año. El comercio se considera un determinante crucial para las ganancias corporativas y es algo que probablemente impacte el crecimiento de China y de Asia, un segundo elemento al que se debe estar atentos en 2019.

A pesar de esto, esperamos que siga la expansión económica global, "con el potencial de que continúe el rendimiento modesto en renta fija y acciones globales para finales de 2019". A lo largo de esta publicación, analizamos en detalle cada región y, a veces, cada país, para presentar una perspectiva para el año junto con oportunidades que podrían existir como resultado de las expectativas de los mercados.

Aunque el riesgo de recesión no se hace claramente patente hasta 2020, es importante tomar medidas ahora para conservar algunas de las ganancias de este histórico mercado alcista. Se espera que continúen los episodios de volatilidad ocasionados por la inversión del final del ciclo y no se recomienda intentar anticiparse al mercado. En cambio, recomendamos que los inversionistas continúen con sus inversiones globales y tomen medidas prudentes para una estrategia más conservadora que opte por activos de mayor calidad. Este enfoque podría crear valor participando en un mercado aún en alza y, a la vez, limitar el riesgo de los declives. El informe "Outlook 2019" concluye con cuatro temas de inversión a largo plazo que analizaremos a fondo en este volumen de Perspectivas. Dicho esto, los exhortamos a asesorarse con frecuencia. Estamos aquí para ayudarles a navegar la turbulencia de los mercados y ser sus guías para salvaguardar sus activos.

• Grethel Alfonso

Recomendamos un enfoque claro en la calidad de la cartera y una distribución de activos más conservadora en esta etapa del ciclo del mercado.

- Citi Private Bank "Outlook 2019"

EN ESTA EDICIÓN

PERSPECTIVAS PARA 2019

Una recopilación de las perspectivas de Citi para este año, sobre los temas que usted debe conocer.

01 **¿POR QUÉ DISTRIBUIR ACTIVOS?**

03 **COMERCIO**

05 **BANCOS CENTRALES**

07 **RECESIONES**

08 **ORO**

09 **PERSPECTIVAS REGIONALES**

09 ESTADOS UNIDOS, EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE,
Y COMO INVERTIR EN LOS EE. UU.

11 CHINA Y COMO INVERTIR EN ASIA

13 EL REINO UNIDO Y EL BREXIT

15 ITALIA, ALEMANIA, FRANCIA, EL EURO, Y COMO INVERTIR
EN EUROPA

17 RUSIA Y PETRÓLEO

19 BRASIL

20 MÉXICO

21 ARGENTINA Y COMO INVERTIR EN AMÉRICA LATINA

23 **TEMAS DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO**

¿POR QUÉ DISTRIBUIR ACTIVOS?

La cantidad aparentemente infinita de opciones de inversión disponibles en la actualidad, podría hacer que algunas personas se sintieran intimidadas al escoger los títulos adecuados para alcanzar sus objetivos financieros. La clave está en centrarse menos en la selección de títulos específicos y más en la distribución real en distintas clases de activos, dando paso al concepto de distribución de activos.

La distribución de activos se basa en el principio de reducir el riesgo mediante el equilibrio, que se logra al diversificar el capital en distintas categorías de inversiones. Numerosos estudios académicos empíricos han concluido que una distribución predeterminada de activos del portafolio de inversión, explica más del 90 % de la variabilidad¹ de rendimientos de una cartera bien diversificada. La selección específica de inversiones debería, por lo tanto, convertirse en una tarea secundaria de todo inversionista que esté estructurando una cartera, porque la distribución de activos tiende a ser el principal determinante de los resultados.

Encontrar la distribución correcta requiere entender el perfil de riesgo, las necesidades y las expectativas específicas de la persona. Puesto que estas características son propias de cada inversionista, no existe una fórmula estándar para encontrar una distribución adecuada para cada persona.

Una estrategia de inversión, entonces, debería comenzar por fijar un objetivo, que incorpore expectativas razonables de riesgo y de

rendimiento. Con eso, la distribución de activos juega un papel importante en el control de los riesgos asociados con cada clase de activos individuales. En última instancia, los resultados podrían no depender de cuánto podría usted ganar, sino de cuánto podría evitar perder. A la larga, esta estrategia ha demostrado ser más fructífera ya que evita tener que compensar grandes pérdidas con la esperanza de obtener cada vez mayores ganancias.

Como marco general, es importante tener en cuenta unos cuantos principios básicos de inversión: Los bonos se usan para conservar el capital, las acciones a menudo se introducen para generar crecimiento, y lo más importante es que no puede ganarle al mercado sistemáticamente a la larga.

Como inversionista, debe evitar "anticiparse" al mercado ya que la idea es tener una exposición amplia en todos los espectros. Tener una cartera de mercado en lugar de intentar ganarle con "apuestas" individuales o específicas proporcionará rendimientos consistentes con la condición del mercado y, a la larga, es probable que genere la riqueza que el mercado de acciones ha ofrecido en muchas décadas.

Tomar decisiones de inversión acertadas, en otras palabras, suele depender menos de la exactitud de las predicciones que de una distribución adecuada de activos, controlando los riesgos y manteniendo los costos bajos. • Felipe Restrepo

Los estudios de investigación sugieren que la distribución de activos es una de las decisiones más importantes, si no la más importante, que toma un inversionista².

SU LLAMADO A LA ACCIÓN

Hable con su profesional financiero y pídanos asesoramiento con más frecuencia. Podemos ayudarle a:

EVALUAR SU CARTERA

Conocer perspectivas, explorar oportunidades y buscar herramientas de gestión de riesgo a su disposición. Equilibrar su cartera con regularidad puede ser fundamental.

AFINAR SU PERFIL DE RIESGO

Es importante no tratar de anticiparse al mercado. En cambio, considere la oportunidad de actualizar su perfil de riesgo. En los tiempos turbulentos, los inversionistas a menudo suelen ser más reacios al riesgo de lo que originalmente creían.

PRESERVAR EL VALOR DE SU CARTERA

Agregar activos de mayor calidad a su cartera y diversificar la cartera a nivel mundial puede servir para que usted maneje las turbulencias del mercado³.

¹ Brinson, 1986; Ibbotson and Kaplan, 2000 ² ver Davis et al., 2007 ³ Hood, 2005. ² Citi Private Bank "Outlook 2019". Fuentes: Citi Research, Citi Private Bank. ³ Los rendimientos obtenidos en el pasado no garantizan resultados en el futuro. La distribución de activos no garantiza ganancias ni protege contra pérdidas. La diversificación no garantiza ganancias ni protege la cartera contra pérdidas. Para obtener información adicional, consulte el Glosario y la sección de Avisos de divulgación al final de esta publicación.

LA DISTRIBUCIÓN ESTRATÉGICA ILUSTRADA ABAJO REPRESENTA LA DISTRIBUCIÓN DE UNA CARTERA MODERADA DE NIVEL 3.



	Más conservador	Conservador-Moderado	Moderado	Moderado-Agresivo	Más agresivo
	Para inversionistas que desean conservar capital con seguridad relativa, por encima del potencial de rendimiento de la inversión.	Para inversionistas que desean generar ingresos y conservar capital.	Para inversionistas con objetivo combinado que desean mantener el equilibrio entre inversiones que ofrecen renta y un rendimiento potencialmente mayor.	Para inversionistas que desean un crecimiento de capital a largo plazo, con riesgos y fluctuaciones de valor de mercado moderados.	Para inversionistas que desean un máximo crecimiento de capital a largo plazo, con mayores riesgos y fluctuaciones de valor de mercado.
	NIVEL 1	NIVEL 2	NIVEL 3	NIVEL 4	NIVEL 5
Efectivo	6%	4%	2%	0%	0%
Renta fija	94%	63%	33%	16%	0%
Acciones	0%	26%	53%	70%	86%
Alternativas*	0%	8%	12%	14%	14%

Este modelo de distribución de cartera sigue la metodología de la Estrategia de Valoraciones Adaptables (AVS) de la Banca Privada de Citi. Fuente: Global Strategy Quadrant (Sept. 2018).

*Las inversiones alternativas incluyen fondos de alto riesgo, renta variable no cotizada y bienes raíces, entre otros. La distribución de activos no garantiza ganancias ni protege contra pérdidas. Los cuadros e imágenes solo son para fines ilustrativos. Para obtener información adicional, consulte el Glosario y la sección de Avisos de divulgación al final de esta publicación.

COMERCIO

2018 fue apodado el "año de los recortes fiscales" en homenaje al mayor recorte fiscal de la historia de EE. UU. De modo análogo, 2019 ha sido bautizado como el "año de la guerra comercial". Las guerras comerciales eclipsan las perspectivas para 2019 más que cualquier otro tema debido a la carga que impondrían sobre la inflación y el crecimiento mundial, todo en contexto de las fuerzas de esta última etapa del ciclo económico.

EE. UU.-CHINA

EE. UU. está focalizado en una estrategia de "contención de China" Esto incluye reducir el déficit comercial con China (para que China compre más productos de EE. UU.) y asegurar la protección de la propiedad intelectual de las compañías de EE. UU. Puesto que la incertidumbre con respecto a los aranceles prosigue en 2019, es probable que los mercados sigan mostrando una volatilidad alta. "En nuestra opinión [la incertidumbre] ya ha tenido impacto en el comercio (al incluir importaciones) y planes de inversión", **Figura 1.** Aunque nuestro caso base es que EE.UU. impondrá aranceles de 25% a \$200 mil millones en productos chinos para marzo, el impacto no será el mismo en todos los sectores. El sector de tecnología podría ser el más vulnerable seguido del comercio minorista y consumo si las tensiones comerciales se intensifican. De modo similar, no todas las economías poseen las mismas vulnerabilidades a los aranceles, **Figura 2.**

FIGURA 1.

VOLUMEN DE COMERCIO MUNDIAL DE MERCANCÍA (% ANUAL) Y VOLUMEN PROYECTADO DE EXPORTACIONES MUNDIALES HASTA MEDIADOS DE 2019

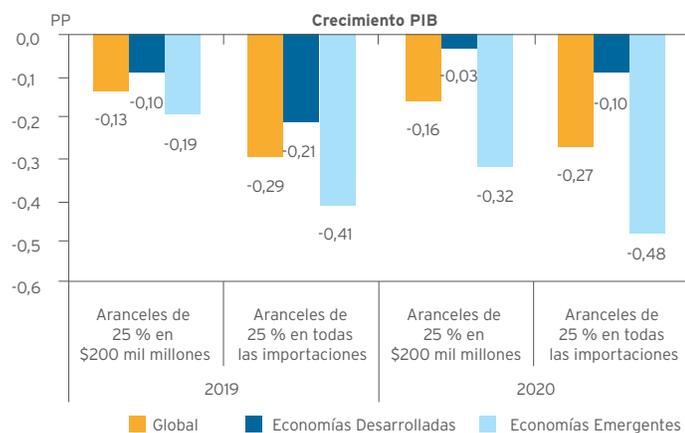


Fuente: Citi Private Bank, Ifo Survey y Citi Research

¹ South China Morning Post "US-China trade war". ² Global Economic Outlook & Strategy "Prospects for 2019". Fuentes: Citi Private Bank "Outlook 2019", Global Economics View de Citi Research "Trade Policy 2019 Outlook", Politico, Reuters, Business Insider. La distribución de activos no garantiza ganancias ni protege contra pérdidas. La diversificación no garantiza ganancias ni protege la cartera contra pérdidas. Para obtener información adicional, consulte el Glosario y la sección de Avisos de divulgación al final de esta publicación.

FIGURA 2.

ESTIMACIONES DEL IMPACTO DE LAS TENSIONES COMERCIALES ENTRE EE.UU. Y CHINA



Nota: Estimaciones ascendentes de escenarios de tensiones comerciales.
Fuente: Citi Research

El Fondo Monetario Internacional pronostica que el tamaño del PIB de China será 1.6% menor en 2019 de lo que sería si EE. UU. impone aranceles a todas las importaciones chinas¹.

De modo similar, nuestras estimaciones del impacto de la guerra comercial entre EE. UU. y China indican un descenso de -0.2 puntos porcentuales (pp) del crecimiento del PIB mundial en 2019 y de -0.4 pp en 2020 llegando a un máximo de -0.5 pp en 2021² previendo que los mercados emergentes reciban el mayor impacto económico.

OTRAS DISPUTAS COMERCIALES

Con quizás más ecuanimidad, es probable que veamos cooperación conjunta entre "economías afines" (como EE. UU., UE y Japón) además del impulso de los nuevos tratados organizados alrededor del mundo. Pero los riesgos podrían aumentar si, por ejemplo, EE. UU. impusiera una tarifa del 25 % en todos los automóviles y partes de automóviles que ingresan a EE. UU. de la UE y de otros socios comerciales. Aunque las negociaciones entre EE. UU. y la UE parecen haberse calmado, las autoridades de la UE han expresado estar dispuestos a "devolver el golpe a los EE. UU." si no se materializa un acuerdo de mayor comercio de ambos lados.

• Grethel Alfonso

Por un lado, una mayor libertad de comercio podría calmar las tensiones y extender el período actual de crecimiento global. Por otro lado, podríamos ver un mayor impacto negativo si el comercio mundial se enlentece. Dados estos escenarios, nuestra opinión es que los inversionistas deberían preparar sus carteras para ambos desenlaces.

- Citi Private Bank "Outlook 2019"

SECTOR AL QUE HAY QUE ESTAR ATENTO

CHIPS Y SEMICONDUCTORES

Dado que un buen porcentaje de los ingresos obtenidos de los semiconductores es de fabricantes asiáticos, la industria se ha asociado especialmente con aranceles y restricciones de comercio. En tanto el gobierno de EE. UU. continúa investigando las prácticas comerciales desleales en China, las empresas de chips y semiconductores podrían tener que recortar compradores nuevos y viejos como resultado de las restricciones de comercio. Además, los aranceles han perjudicado a la demanda. Esto ha sido considerado en las revisiones de las previsiones de ganancias de las compañías durante la mayor parte de 2018. Dicho esto, Citi "cree que (se ha formado) una base en las reservas de semiconductores... y recomendaría a los inversionistas reposicionarse en compañías de alta calidad que ya han bajado (sus) previsiones de ganancias". • Hector Rojas

BANCOS CENTRALES

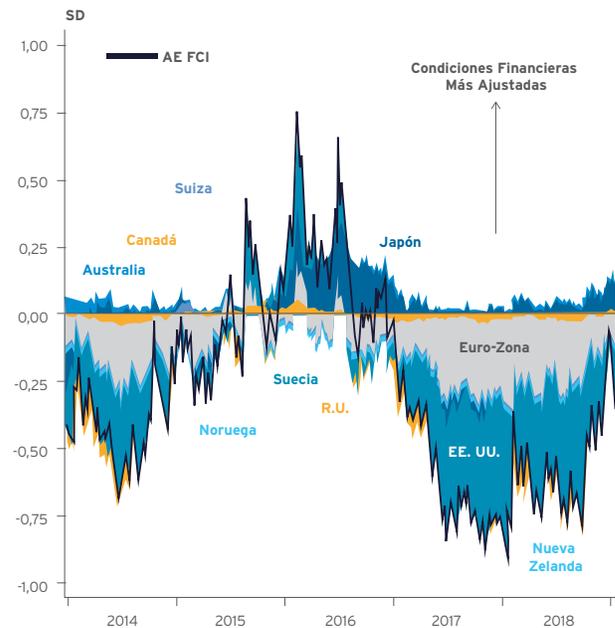
“La mitad de los bancos centrales del G10 han comenzado sus ciclos de alza. El hecho de que más bancos centrales se unan al ciclo de alza es de relevancia para la dinámica de los mercados.”

- Citi Research's Global Economics View, Central Bank QE

Las políticas monetarias de los bancos centrales todavía se consideran acomodaticias. Por ende, no esperamos condiciones "algo más ajustadas" (como se muestra en la **Figura 3**) que obstaculicen el crecimiento en 2019. Esto es, sin duda, algo a lo que hay que estar atento durante el año a medida que más bancos avancen en su curso a la normalización.

FIGURA 3.

AJUSTE DE CONDICIONES FINANCIERAS EN LOS PAÍSES DEL G10



Nota: Las fluctuaciones más bajas (valores más bajos) sugieren una relajación de las condiciones financieras. Los picos más altos (valores positivos) sugieren condiciones más ajustadas con respecto al promedio 2004-17. Fuente: National Statistical Offices, Macrobond, Bloomberg y Citi Research.

LA RESERVA FEDERAL (FED) DE EE. UU.

Se espera que la Fed continúe con su postura conciliatoria con respecto a la política monetaria durante todo 2019. Nuestros analistas anticipan dos subas de las tasas de interés este año, posiblemente en marzo y junio, alcanzando a la larga la marca del 3 %. Pero no existe mucha precisión respecto a cuándo, ya que las publicaciones de datos sobre inflación y condiciones laborales han proporcionado evidencia que podría contrarrestar esto (con una inflación sorpresivamente a la baja y condiciones laborales aún sólidas). Anticipamos que las reducciones sigan en el balance hasta el primer trimestre de 2020. Después de esto, la Fed agregará activos netos con bonos del Tesoro mientras sigue permitiendo que las hipotecas lleguen a su vencimiento.

BANCO CENTRAL EUROPEO (ECB)

El programa de compra de activos (APP) del ECB finalizó en diciembre de 2018. Se espera que el banco central deje de agregar a sus compras de activos netos acumulativos, pero siga reinvertiendo los pagos del capital principal para sus bonos actuales, a medida que lleguen a su vencimiento. Tomado en su conjunto, se espera que el extenso balance del ECB persista en el futuro próximo. Con respecto a la política de tasas de interés, se espera que el ECB comience su ciclo de normalización hacia finales de 2019. Esta opinión, por supuesto, depende en gran medida de que los datos de inflación básica estén próximos a la meta del 2% del ECB.

BANCO DE JAPÓN (BOJ)

Con el objetivo de "sustentar una expansión económica moderada", mientras logran un objetivo de estabilidad de precios con una inflación del 2 %, el BoJ mantiene su compromiso de continuar su programa de relajación monetaria. De hecho, el BoJ es el único banco central de una economía avanzada que se espera que continúe con sus compras de activos netos en 2019. Pero se espera que en algún momento de 2020 el BoJ haga ajustes a la política, aunque esto dependerá de la evolución de las condiciones económicas mundiales. Si las condiciones mundiales se deterioran, el banco central podría verse forzado a demorar el comienzo de su ciclo de normalización. • Grethel Alfonso

¿QUÉ IMPLICA UNA POLÍTICA MONETARIA MÁS AJUSTADA PARA SU CARTERA?

Citi escribe que "el impacto del ajuste de los bancos centrales para el crecimiento y la inflación depende en gran medida de la reacción del mercado". Menos estímulo de la Fed y del ECB y tasas de interés más altas ciertamente ponen en tela de juicio la probabilidad de una crisis en el futuro cercano. Antes de que esta temida crisis se haga realidad, es importante que los inversionistas se centren en aumentar la calidad de sus carteras y considerar un enfoque más conservador de distribución de activos.

RECESIONES

A medida que la expansión actual pasa a ser la más larga de la historia, se pone mucha atención en cuándo ocurrirá la próxima **recesión**. Aunque las recesiones se consideran parte del ciclo económico más amplio, no hay un consenso universal sobre sus causas. En términos generales, una de las señales más elocuentes es la forma de la curva de rendimiento.

La curva de rendimiento ilustra los rendimientos de la deuda pública de distintos vencimientos en distintos momentos. La mayor parte del tiempo, la curva asciende, mostrando tasas a largo plazo más altas que las tasas a corto plazo, a fin de compensar a los inversionistas por los riesgos asociados con períodos de tiempo más prolongados.

El extremo frontal de la curva está fuertemente influenciado por la política monetaria. Cuando la Reserva Federal aumenta la tasa objetivo de los Fondos de la Fed, los rendimientos de los bonos del Tesoro a corto plazo ascienden en respuesta. Por otro lado, dependiendo de las expectativas de inflación, los inversionistas podrían verse obligados a invertir o retirar dinero a largo plazo. El efecto conjunto del posicionamiento de los inversionistas y de la política monetaria repercute en la forma y el comportamiento de la curva de rendimiento.

La economía de EE. UU. ha sufrido cinco recesiones desde 1976, cada una distinta en naturaleza y duración. Independientemente de la razón, cada recesión fue precedida por una curva de rendimiento invertida, como se ve en la **Figura 4**. Es por eso que los inversionistas se muestran especialmente precavidos con este indicador.

Aunque las perspectivas de crecimiento en EE. UU. muestran pocas indicaciones de disminuir, la mayor apuesta en Wall Street es cuándo cambiará el rumbo. Citi no espera una recesión ni una crisis mundial en 2019 puesto que una cantidad de los principales indicadores macroeconómicos todavía indican niveles saludables. No obstante, nuestros analistas creen que los riesgos a la baja aumentan las probabilidades de una recesión en 2020 y advierten que conmociones sorpresivas podrían desatar una recesión antes de lo anticipado.

No esperamos que la próxima recesión de EE. UU. y crisis mundial comience en 2019... Sin embargo, aumenta la probabilidad de una recesión en 2020.

- Citi Private Bank "Outlook 2019"

PAUSA EDUCATIVA

Una **recesión** se define como dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del PIB. Esto luego se refleja como una desaceleración de la economía total, desde las ganancias de empresas e inversionistas, hasta el ingreso de los hogares.

Para dar algo de tregua, después de que la curva de rendimiento se invierte, normalmente toma de seis meses a dos años para que los efectos atraviesen toda la economía y se presente como una recesión. Aunque algunos investigadores argumentan que esta vez es diferente y que el inusual programa de la Fed de compra de bonos podría haber alterado los poderes predictivos de la curva, otros creen que la teoría sigue intacta como cuando surgió hace 60 años.

• Juan Luis Arana

FIGURA 4.

DIFERENCIALES DE BONOS DEL TESORO A LARGO PLAZO VERSUS A CORTO PLAZO (1976-2018)



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis

La imagen anterior ilustra el rendimiento obtenido por un bono del Tesoro a 10 años menos el rendimiento recibido por un bono del Tesoro a 2 años. Cuando el diferencial es negativo, indica que los inversionistas recibirían un rendimiento más alto si invierten en un bono a 2 años que en un bono a 10 años y esto es normalmente un indicador bajista de las condiciones económicas futuras.

ORO

En tiempos turbulentos, las personas que participan en el mercado consideran el oro **un refugio**, aunque muchos no entienden los diversos factores que influyen en su precio y la utilidad del metal como cobertura eficaz.

Más que el sentimiento general del mercado, lo que define los precios del oro son las tendencias del dólar estadounidense. Citi cree que, a corto plazo, la fortaleza del USD probablemente limite la apreciación del metal. Sin embargo, los analistas del Citi creen que el oro podría beneficiarse de un debilitamiento del USD a partir de finales de 2019, con un escenario base con un (60 % de probabilidad) de alcanzar \$1375 por onza para finales de 2020.

En nuestro escenario más optimista (con un 30 % de probabilidad) el precio del oro subiría a \$1400 por onza. Este escenario podría

desencadenarse debido a: acciones que entran en un mercado bajista, un estímulo importante en el sentimiento de los mercados emergentes, y una debilidad del USD como resultado de un tratado de comercio "sorpresa" entre China y EE. UU.

En general, Citi cree que una mayor volatilidad del mercado y expectativas de menor rendimiento de acciones para 2019/2020 en comparación con 2017/2018 debería apoyar la compra de oro a la baja. Aunque el activo podría apreciarse durante las crisis, el oro solo no es una cobertura absoluta. La cobertura contra caídas del mercado puede mejorar mucho al agregar bonos del Tesoro y efectivo a la combinación de distribución de activos en su cartera.

• Nadiya Kadirova

PAUSA EDUCATIVA

Los **refugios** son inversiones que se esperan que retengan su valor durante las crisis del mercado. Debido a su correlación negativa con los activos tradicionales, normalmente son buenas formas de diversificar las carteras en tiempos de crisis de mercados.

Una **correlación negativa** ocurre cuando una variable aumenta como resultado del descenso de otra, y viceversa. En esencia, las dos variables se mueven en direcciones opuestas.

¿SABÍA QUE...?

Cuando se usa el oro como instrumento de cobertura, es importante tener en cuenta que invertir en un índice que replique al oro es más estable que invertir indirectamente a través de compañías mineras de oro. Para las compañías mineras, los resultados a menudo dependen de cuán capaces sean las mismas de generar flujos de efectivo. Debido a esto, generalmente tienen una relación más fuerte con los mercados de renta variable, limitando así su efecto como cobertura.



PERSPECTIVAS REGIONALES

ESTADOS UNIDOS

El desvanecimiento de los efectos del estímulo fiscal de 2018 incitó a que nuestros analistas redujeran la proyección de crecimiento de EE. UU. desde los niveles por encima del promedio observado en 2018. Las expectativas requieren reducciones en los beneficios, para la mayor parte de las industrias, hacia finales de 2019, **Figura 5**. Además, 2019 comenzó con la paralización del gobierno federal más larga de la historia. Antes de la paralización, "los principales indicadores de la actividad económica señalaban la continuación de la expansión de EE. UU. durante 2019" y Citi proyectaba un crecimiento del PIB de 2.8 %. El Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca informó que la paralización (del gobierno) reduce el crecimiento económico trimestral en 0.13 puntos porcentuales por semana". Hacia mediados de enero, esto se tradujo en una reducción de medio punto porcentual de crecimiento estimado para el primer trimestre. Para reflejar las expectativas de un primer trimestre más débil, Citi bajó su propia proyección para todo el año en 20 puntos básicos a 2.6%.

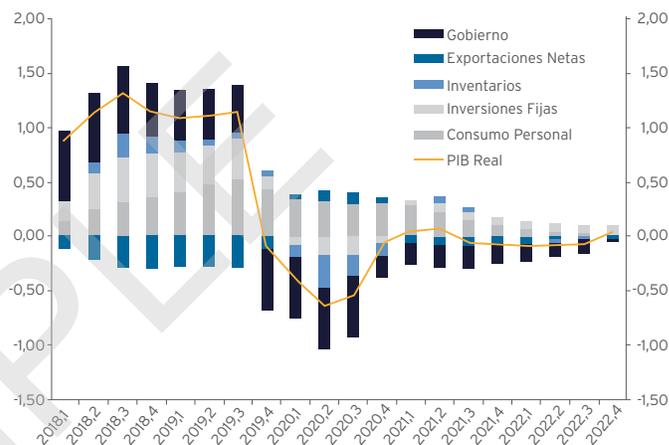
La puesta en punto muerto de la financiación del gobierno se exacerbó, en parte, por el gobierno dividido que surgió como resultado de las elecciones legislativas de 2018. Aunque los resultados fueron los generalmente esperados (los demócratas obtuvieron el control de la Cámara de Representantes y los republicanos mantuvieron el control de la Cámara de Senadores), el impacto continuará manifestándose en los próximos dos años. Los demócratas han prometido una vigilancia agresiva e investigación al poder ejecutivo ahora que tienen el poder de hacer citaciones. Debido a esto, y al hecho de que los políticos ya se posicionan para las elecciones presidenciales de 2020, no sería sorprendente ver que se detuviera la aprobación de leyes importantes.

Con respecto a la inflación, se espera un impacto mínimo este año. "Aunque es probable que la tasa de desempleo ejerza una presión alcista en los salarios, podría suceder que los consumidores no sufrieran la suba de precios después de todo, debido a un mayor crecimiento de la productividad laboral" y la capacidad de las empresas de aceptar menores márgenes de ganancias.

A futuro, los riesgos económicos no alcanzan a ser abundantes. Las amenazas proteccionistas al comercio internacional, el enlentecimiento de la inversión empresarial, la baja excesiva de la inflación, errores en la política monetaria y/o fiscal y la volatilidad de los mercados, son todos factores que contribuyen a la incertidumbre. Dicho esto, Citi cree que el "mercado ha sido muy agresivo al evaluar la probabilidad de una recesión a corto plazo" y espera que en 2019 el impulso todavía esté por encima del promedio, **Figura 6**. • Christian Riera

FIGURA 5.

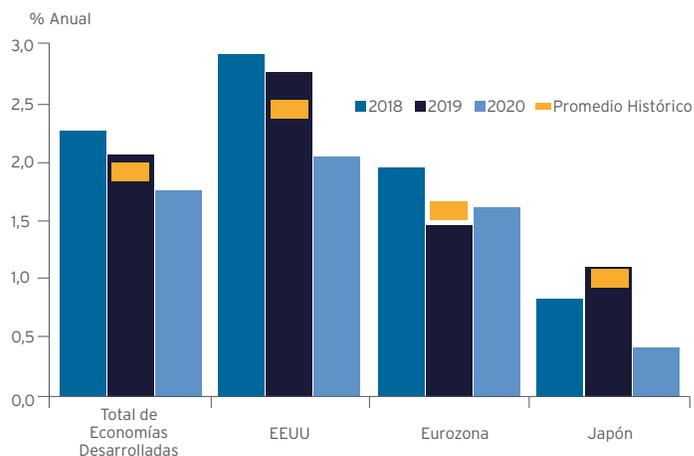
EL ESTÍMULO FISCAL DE EE. UU. SE DESVANECE HACIA FINALES DE 2019



Fuente: Citi Research, Global Asset Allocation, "Citi House Views for 2019"

FIGURA 6.

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL VERSUS PROMEDIOS HISTÓRICOS



Fuente: Citi Research y FMI, * Promedios históricos usando datos del FMI: 1990 a 2017

DÓLAR ESTADOUNIDENSE

Impulsado por los mejores resultados del crecimiento de EE. UU., la suba de las tasas de interés y una relajación de las políticas fiscales, el dólar estadounidense (USD) obtuvo mejores resultados que cualquiera de las principales divisas en 2018. Aunque Citi espera que algunos de estos factores continúen este año, se espera que el USD comience a debilitarse en algún momento de 2019, y que luego continúe ese curso en los próximos años. La reversión de esta tendencia a más largo plazo se explica por las expectativas de un enlentecimiento del crecimiento de EE. UU., la aproximación al final del ciclo de ajuste de la Fed, y el peso del aumento del déficit fiscal de EE. UU.. Citi advierte que esto "reduciría los valores de activos de EE. UU. para aquellos que no invierten en dólares y elevaría los rendimientos para los activos no denominados en dólares".

• Grethel Alfonso

COMO INVERTIR EN LOS ESTADOS UNIDOS

ACCIONES

- Esperamos un crecimiento de las ganancias corporativas de ~9 %
- Las valoraciones se posicionan por encima de sus promedios a largo plazo: con una relación cotización-ganancias a futuro de 15,6 y 30,1 cuando se ajusta en función del ciclo.
- Nuestros analistas prefieren compañías con un récord de crecimiento de dividendos.
- Evitar compañías de pequeña capitalización que, en general, tienen mejores resultados en las primeras etapas de un ciclo de expansión.
- Con respecto a sectores, es preferible elegir compañías de EE. UU. con potencial sólido de crecimiento de ganancias y valoraciones atractivas dentro de los sectores de Tecnología de la Información, Salud, Servicios de Comunicación y Energía.

RENTA FIJA

- Las expectativas de crecimiento económicos y una política monetaria más prudente deberían continuar impulsando el alza de los rendimientos en el mercado de renta fija de EE. UU.
- La mayor volatilidad del mercado suele ser favorable para los bonos gubernamentales. Anticipamos rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años inferiores al 3,75 % hacia finales de 2019.
- El rendimiento promedio de 3,8 % en grado de inversión y de ~6 % en alto rendimiento, podría dejar poco potencial alcista para los inversionistas, con el riesgo de más episodios de volatilidad.
- Optar por una gestión activa para la renta fija.
- Preferimos activos de renta fija con vencimientos cortos y flotantes (debido al alza de las tasas de interés). Esto incluye préstamos bancarios de alto rendimiento con tasa variable, grado de inversión con tasa flotante y títulos respaldados por activos.

• Diego Higuera



CHINA

La mayor parte del crecimiento de China en el último año se debió a las grandes inversiones en infraestructura. En 2017, esto contribuyó al 44 % al PIB de China, en comparación con tan solo el 20 % para EE. UU., Citi cree que las medidas de estímulo fiscal podrían continuar fomentando ese crecimiento. El crecimiento de las ventas minoristas también podría recuperarse durante el año gracias a las políticas. La reforma de los impuestos sobre los ingresos personales y otras deducciones especiales que entraron en vigor en octubre de 2018 y en enero de 2019 respectivamente, también podrían estimular el consumo. Aunque es probable que continúe el estímulo fiscal y monetario, no es probable que haya un repunte importante debido a las restricciones del creciente déficit del presupuesto fiscal. De hecho, los niveles de China de deuda no financiera a PIB han subido de ligeramente por debajo del 100 % en 2008 a más de 160 % en 2018, a pesar de importantes intentos de reducción del apalancamiento en 2017. **Figura 7**

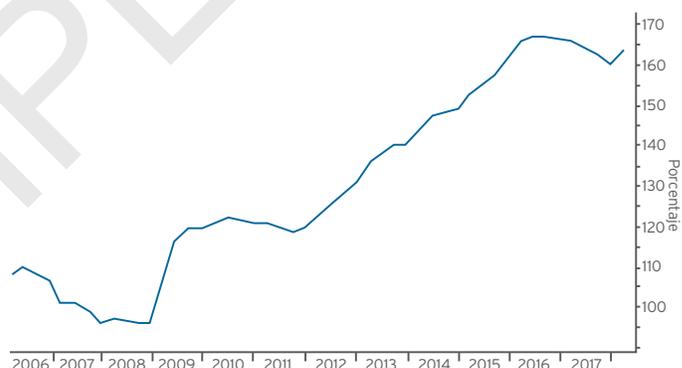
Además del alto nivel de deuda, China podría enfrentar condiciones muy desfavorables por la imposición de aranceles adicionales por parte de EE. UU. Los costos de envío de China han subido considerablemente, impactando las ganancias de las industrias. Esto está sucediendo al mismo tiempo que se desaceleran las exportaciones a EE. UU., las cuales corresponden a casi el 20% del total de exportaciones de China. Como resultado, el crecimiento de las exportaciones de China podría continuar debilitándose, y el crecimiento de las inversiones domésticas podría verse presionado. Los datos de fabricantes chinos ya muestran mediciones de índice de gestores de compra en territorio de contracción, algunas de las cuales se han diseminado, en realidad, hacia otros países de Asia.

El enlentecimiento de la economía china también enfrenta dificultades demográficas, en gran medida, como resultado de la política de un solo hijo, establecida hace más de tres décadas, y del envejecimiento de la población de trabajadores. A pesar de estos factores, el gobierno ha fijado una meta del 6,5 % de crecimiento económico para 2019 y Citi espera que el país se acerque a esa meta. Después, el país podría tener que enfrentar el desafío de condiciones peores de las esperadas y se estima una creciente desaceleración. **Figura 8**

Aunque las autoridades chinas encargadas de formular políticas se reunieron en la Conferencia de Trabajo de Economía Centralizada para discutir las distintas medidas para ayudar a la economía en aprietos, es difícil decir cómo se desarrollarán las fuerzas en juego. Para cumplir sus objetivos de crecimiento, el país probablemente necesitará depender fuertemente de innovaciones técnicas y el desarrollo de la titularidad de compañías privadas. Entre los cambios estructurales más anticipados, están las políticas económicas orientadas al mercado que garantizan los derechos de propiedad intelectual e invocan un ambiente más propicio para los inversionistas extranjeros. • Nadiya Kadirova

FIGURA 7.

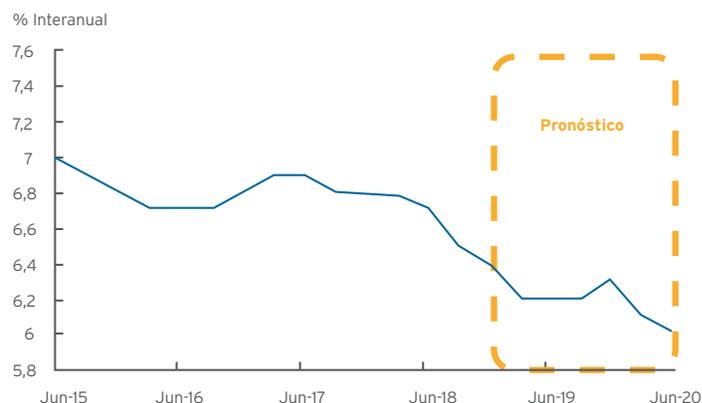
DEUDA CORPORATIVA NO FINANCIERA A PIB DE CHINA



Fuente: Bank for International Settlements

FIGURA 8.

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO TRIMESTRAL DE PIB DE CHINA



Fuente: CEIC, Citi Research

“ El estímulo fiscal jugará un papel fundamental en la estabilización del crecimiento de China, mientras que, en nuestra opinión, la relajación monetaria ya se ha vuelto bastante agresiva. ”

- Global Economic Outlook & Strategy
“Levels, Deltas, and Sentiment, Oh My! Avoiding a Self-fulfilling Recession Prophecy”

COMO INVERTIR EN ASIA

ACCIONES

- Aunque nuestro escenario base no es un dólar más fuerte, las acciones asiáticas (junto con las de la mayoría de los mercados emergentes) podrían seguir experimentando condiciones desfavorables si el dólar estadounidense continúa fortaleciéndose.
- Creemos que las economías asiáticas están bien posicionadas para continuar creciendo a ritmos históricos que, junto con las políticas monetarias expansivas, podrían recuperar el atractivo para los inversionistas en los distintos mercados de renta variable de Asia.
- Encontramos valoraciones atractivas en Singapur, Taiwán, Corea del Sur y especialmente dentro del mercado chino, donde las cotizaciones actuales están a niveles no vistos desde 2014.

RENTA FIJA

- El aumento de la ansiedad por la probabilidad del final del ciclo económico de EE. UU. ha ejercido presión en los bonos corporativos y soberanos de Asia. A medida que el discurso de la Fed se vuelve más conciliatorio, los mercados asiáticos de renta fija podrían adquirir más interés para los inversionistas, en particular para los bonos denominados en dólares.
- Los mercados chinos de bonos denominados en la moneda local podrían presentar una oportunidad interesante ya que se espera que el mercado onshore resulte beneficiado por la entrada de flujos importantes, en particular porque ~\$3 billones de bonos locales elegibles serán incluidos en el Índice Bloomberg Barclays Global Aggregate a partir de abril.
- A diferencia de China, creemos que India e Indonesia podrían enfrentar una creciente volatilidad como resultado de la notable incertidumbre política y de las inquietudes fiscales.
- Japón sigue siendo nuestro mercado menos atractivo en base a la posible reducción del programa de compra de bonos del Banco de Japón.

• Diego Higuera



REINO UNIDO

¿Con acuerdo o sin acuerdo? Este es el dilema con el que Theresa May, la Primera Ministra (PM) del Reino Unido (RU), está luchando mientras intenta obtener la aprobación de su Ley de Acuerdo para el Retiro por parte del Parlamento. Al momento de redactar esto, pasaron menos de dos semanas desde que la Primera Ministra fuera derrotada al no aprobarse su proyecto de ley (por un margen de 202 votos contra 432) y la siguiente ajustada victoria en un voto de no confianza. La PM está actualmente realizando campaña para lograr la aprobación de su Plan B para el Brexit (que es, en esencia, lo mismo que el Plan A) y se espera que el Parlamento vote este asunto a finales de enero.

Entre los puntos de discordia para los críticos del acuerdo de May se encuentra la cuestión del **backstop** de Irlanda del Norte y cómo podría afectar a la autonomía británica si no se llegara a un acuerdo. En la actualidad, hay poca evidencia de que la Unión Europea (UE) haga concesiones con respecto al backstop, pero la PM continuará presionando a la UE para obtener mejores términos. Si hubiera mejores garantías de la frontera, su plan tendría más probabilidad de apoyo y, eventualmente, de ser aprobado por el Parlamento. Con el inminente vencimiento del plazo del 29 de marzo del **Artículo 50** (esencialmente, el plazo para el "**Brexit duro**"), a Theresa May se le está agotando el tiempo.

No descartamos la posibilidad de que el plazo del 29 de marzo se extienda (si los 28 estados miembros de la UE lo aprueban) o que haya otro referéndum, aunque esto último requeriría superar varios obstáculos logísticos: acciones del Parlamento, cooperación interpartidaria, plazo de seis meses entre el anuncio del referéndum y la votación. Dado el alto grado de incertidumbre, es extremadamente difícil predecir un resultado. Sin embargo, seguimos albergando la esperanza de que en los próximos meses se logre arrojar algo de luz a este proceso que ha estado plagado de incertidumbre desde hace más de dos años.

La precariedad del Brexit hace que sea muy difícil pronosticar estimaciones económicas para el RU. Si May puede evitar el escenario "sin acuerdo", esperamos que el PIB del RU crezca de una tasa del 1,2 % en 2018 a 1,4 % en 2019. De lo contrario, quedar fuera de la UE probablemente provocará una dura contracción de la economía del RU que acarreará una recesión. Algunas estimaciones predicen una contracción económica igual a la de la Crisis Financiera de 2008. Las repercusiones de un "Brexit duro" también podrían llevar a un cambio de liderazgo si el Parlamento vota el retiro de confianza. Esto podría llevar a un nuevo gobierno liderado por el Partido Laborista, cuya agenda incluye volver a nacionalizar diversas industrias y el aumento de impuestos. Nuestro escenario base (y de esperanza) es que finalmente se logre un acuerdo. Por el momento, los inversionistas pueden esperar una considerable volatilidad en los activos de riesgo del RU. • Cesar Alonso

TÉRMINOS FRECUENTES USADOS EN REFERENCIA AL BREXIT

BACKSTOP

El **backstop** fue creado para prevenir una frontera rígida entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda en el caso de un Brexit "sin acuerdo". Los críticos se oponen al hecho de que el backstop impondría diferentes normativas para Irlanda del Norte y para el resto del RU. Y lo más importante, el RU no puede abandonar los términos del backstop sin la aceptación de la UE. Esto, según la oposición, socavaría la autonomía del RU, lo cual es contrario al espíritu del Brexit.

ARTÍCULO 50

El **Artículo 50** es parte del tratado de la UE que establece la forma en que los países miembros se pueden retirar, con un plazo de dos años para el retiro.¹

BREXIT DURO

"**Brexit duro**" es otra manera de decir una salida brusca de Europa. Eso significa que Gran Bretaña abandona la membresía del mercado único de la UE, un acuerdo que permite que el país comercie libremente con sus socios europeos sin restricciones arancelarias. Los defensores de un Brexit duro desean tener la libertad para establecer sus propios tratados y reglas para el comercio. El problema es que firmar sus propios tratados de comercio independientes tomará mucho tiempo, y mientras tanto, el país se verá obligado a usar las reglas menos favorables de la Organización Mundial de Comercio.²

BREXIT SIN ACUERDO

A diferencia de un Brexit duro que en teoría podría incluir algún tipo de acuerdo con la UE y posiblemente establecer un período de transición para negociar tratados de libre comercio, un Brexit "sin acuerdo" significa que el RU abandona la Unión Europea y se desvincula por completo y de inmediato, sin haber establecido ningún acuerdo.

Si el Parlamento no aprueba el acuerdo de Theresa May, y no hay un acuerdo alternativo ni moción para postergar o detener el Brexit, el RU abandonará la UE sin acuerdo el 29 de marzo. El RU entonces acataría las reglas de la Organización Mundial de Comercio para comerciar con la UE y con otros países, mientras intenta negociar tratados de libre comercio por su cuenta.^{2,1}

VOTO DE NO CONFIANZA

En el Reino Unido, una moción de confianza puede ser un voto de confianza, en general propuesto por el gobierno, o un voto de no confianza, generalmente, propuesto por la oposición. Cuando se pone a votación una moción de ese tipo en la asamblea legislativa, si se pierde una votación de confianza o si se aprueba una votación de no confianza, entonces el gobierno de turno debe renunciar, o declarar una elección general.³

Fuentes: CNBC, CEIC, Forbes, Bloomberg, Quora. ¹ BBC: Brexit: Jargon-busting guide to the key terms. ² Investopedia: Hard, Soft, On Hold or No Deal: Brexit Outcomes Explained. ³ Wikipedia: Motions of no confidence in the United Kingdom. Los cuadros e imágenes solo son para fines ilustrativos. Todos los pronósticos son expresiones de opinión, están sujetos a cambios sin previo aviso y no pretenden garantizar eventos futuros. Para obtener información adicional, consulte el Glosario y la sección de Avisos de divulgación al final de esta publicación.

ITALIA

La coalición gobernante de Italia, liderada por el movimiento Cinco Estrellas, fue un punto de tensión para los activos de riesgo en 2018 debido al retroceso contra las restricciones presupuestarias de la Unión Europea (UE). Sin embargo, en diciembre de 2018 se llegó a un acuerdo presupuestario a último momento entre Roma y Bruselas evitó la reacción de la UE contra el país. Aun así, la incertidumbre política continuará pesando en el sentimiento y en las perspectivas de crecimiento. Esperamos que la economía crezca en un 0.2 % en 2019 después de subir un 0.9 % en 2018. Sin embargo, no esperamos que la tendencia de desaceleración continúe mucho más allá del primer trimestre de 2019 salvo que veamos una crisis sostenida en el resto de Europa. El menguante crecimiento económico y la creciente oposición al gobierno aumentan la probabilidad de más luchas internas en la coalición y elecciones anticipadas en 2019. Si Cinco Estrellas no puede retener la mayoría, es probable que el otro partido populista de derecha (Lega) asuma el control. Esto indudablemente aumentará la incertidumbre política en Italia (y en Europa) ya que las posturas anti-UE, proteccionista y pro-Rusia de Lega dejarán a Italia en una posición de negociación difícil una vez que se lleven a cabo las negociaciones presupuestarias de la UE en 2020. La poca probabilidad de un cambio político positivo, el alto nivel de deuda a PIB y los problemas del sector bancario probablemente signifiquen que Italia seguirá siendo un punto de tensión para Europa en 2019. • Cesar Alonso

FRANCIA

Las protestas y la violencia del movimiento de los "chalecos amarillos" han acaparado las noticias provenientes de Francia. El movimiento se desencadenó a raíz de un aumento en el impuesto sobre los combustibles y se diseminó rápidamente por todo el país. Como resultados, los índices de popularidad del Presidente Macron llegaron a su punto más bajo en diciembre de 2018. Con las inminentes elecciones parlamentarias de la UE en los próximos seis meses, Macron ha mostrado urgencia en finalizar las protestas rápidamente. Aunque las protestas tienen más que ver con la frustración por la desigualdad en el país, las reformas estructurales tan necesarias de Macron caminan por la cuerda floja. Esperamos que el crecimiento del PIB real de Francia suba un 1.6 % en 2019 (conforme a las estimaciones de 2018), pero el daño a los índices de popularidad de Macron podría obstaculizar su agenda de reformas y los esfuerzos, de consolidación del presupuesto. • Cesar Alonso

ALEMANIA

Cuando la Canciller alemana Angela Merkel dimita como líder de la Unión Demócrata Cristiana (CDU) (probablemente en algún momento de 2021), su sucesor será la recién electa Annegret Kramp-Karrenbauer (AKK). AKK es considerada en gran medida la protegida de Merkel y se presume que será una candidata continuista. Sin embargo, la fortaleza de la coalición gobernante se ha debilitado en gran parte debido a las implicaciones sociales de la política migratoria de puertas abiertas de Merkel que acogió refugiados que escapaban de áreas devastadas por guerras en Oriente Medio y Norte de África. La enorme oleada de refugiados ha creado discordia dentro de la coalición y avivó las llamas patrióticas que dan poder a los grupos políticos nacionalistas de derecha. Nuestro escenario base es que AKK mantendrá la coalición liderada por el CDU en su lugar incluso si hay elecciones antes de 2021. Aun así, no puede ignorarse el riesgo de cola de un cambio en los vientos políticos que dan una voz más potente al populismo del país en el Bundestag. Después de todo, Alemania ha sido el más firme partidario de la Unión Económica y Monetaria de Europa. El creciente sentimiento populista dentro de los estados miembros de la UE ha hecho cuestionar la sostenibilidad del proyecto del Euro y cualquier vacilación por parte de Alemania solamente serviría para aumentar la incertidumbre. • Cesar Alonso

EL EURO

Los analistas de Citi ven el fortalecimiento del euro a \$1.18 versus el dólar estadounidense en 2019 y hacia \$1.30 en 2020. Este pronóstico se basa en el supuesto de que la política monetaria del Banco Central Europeo (ECB) discrepará de la de la Reserva Federal en 2019. Es decir, se espera que el ECB ajuste la política monetaria mientras que es probable que la FED enlentezca, o detenga, su ciclo de alza de tasas. Las expectativas de nuestros analistas también se basan en la valoración de la divisa, el mejor excedente de la cuenta corriente de la región, y lo que parece ser un panorama político relativamente benigno para la región en 2019. • Grethel Alfonso

Las altas expectativas para Europa en 2018 fueron atenuadas rápidamente al comenzar el año con la crisis económica de Turquía, los nuevos gobiernos de coalición en España, Italia y Alemania, los temores de un conflicto comercial con EE. UU. y el debilitamiento del desempeño económico de la Eurozona. Como resultado, los inversionistas huyeron de las acciones europeas en favor de perspectivas económicas más sólidas en EE. UU. Sin embargo, gran parte de lo que contribuyó para una perspectiva favorable para Europa el año pasado todavía sigue siendo cierto para 2019.

COMO INVERTIR EN EUROPA

ACCIONES

- Se pronostica que las ganancias corporativas crezcan a una tasa de 10 % hacia final del año, lo cual creemos que merece ser tenido en cuenta.
- Las valoraciones parecen ser atractivas en relación con EE. UU.
- Sobre la base de una relación cotización-ganancias ajustada en función del ciclo, las acciones europeas excluyendo RU cotizan a un descuento del 25 % en relación con las acciones de EE. UU.
- Los rendimientos de las acciones europeas están a ~3.3 %, lo cual podría atraer flujos entrantes de inversionistas que busquen ingresos en un entorno ávido de rendimiento (vea los rendimientos de renta fija más abajo).

RENTA FIJA

- Los rendimientos de bonos oficiales europeos están en niveles considerablemente bajos, con más del 30 % del mercado de bonos oficiales ofreciendo rendimientos negativos. Por esto, son nuestra clase de activos menos preferida.
- Los bonos corporativos de grado de inversión de la Eurozona, que también se han beneficiado con la política monetaria acomodaticia, están teniendo un rendimiento promedio de 1.2 % y anticipamos un pronóstico menos optimista cuando el ECB finalice su programa de compra de bonos.
- Los bonos de alto rendimiento europeos, donde esperamos que aumenten los rendimientos, tienen menos demanda ya que en esta etapa del ciclo del mercado no se prefieren bonos de calidad inferior.

• César Alonso y Diego Higuera



RUSIA

Rusia es el mayor productor de petróleo fuera de la OPEP. El petróleo representa casi la mitad de sus exportaciones. Debido a esto, el crecimiento económico en 2019 podría enfrentar condiciones desfavorables debido a la mayor volatilidad de los precios del petróleo. Citi proyecta un crecimiento económico del 1.5 % en 2019, por debajo del 1.8 % en 2018. Aunque se espera moderación en gran medida debido a la desaceleración del gasto de inversión y consumo, las medidas tecnológicas y fiscales instituidas por el gobierno podrían ayudar a contrarrestar la debilidad.

Con una regla fiscal que pretende asignar el exceso de ingresos por impuestos sobre petróleo y gas al presupuesto federal, el gobierno quiere asignar más fondos al fondo de bienestar requerido por una población en proceso de envejecimiento. El objetivo de esta regla también es limitar la dependencia de Rusia con respecto al petróleo ya que los fondos de superávit se usan para comprar divisas extranjeras para contrarrestar la volatilidad de las tasas.

Los indicadores de riesgo de Rusia han caído considerablemente en comparación con tan solo unos años atrás. El bajo nivel de deuda externa y las elevadas reservas internacionales ayudan a contrarrestar algunos de los impactos macroeconómicos, uno de los cuales sigue siendo posiblemente la imposición de un nuevo conjunto de sanciones. Las sanciones de 2014 significaron la caída brusca del rublo y una crisis a corto plazo para la economía rusa. El aumento de la tensión política también provocó la salida de inversiones y un descenso del sentimiento del inversionista.

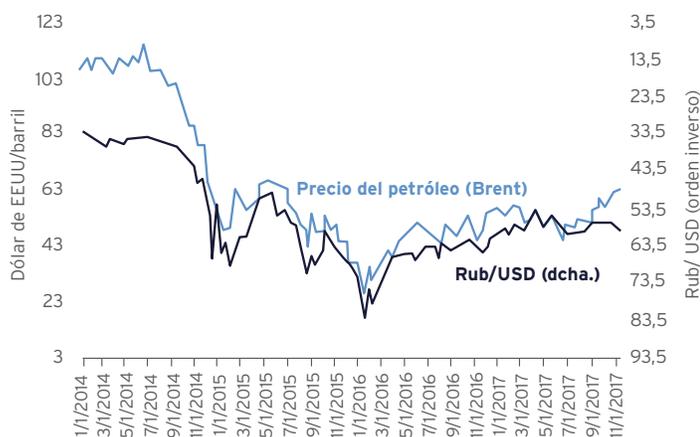


¿SABÍA QUE...?

Tradicionalmente, el rublo ruso ha seguido de cerca a los precios del petróleo debido a la fuerte dependencia económica. Sin embargo, esta relación comenzó a debilitarse con la introducción de la nueva regla fiscal. **Figura 9**

FIGURA 9.

LA DIVERGENCIA DEL RUBLO RUSO Y LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

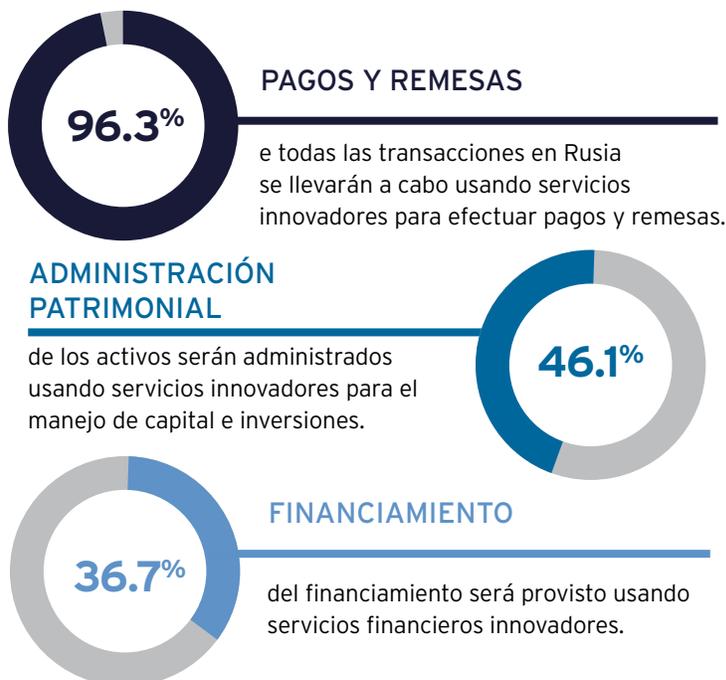


Fuente: Banco Central de Rusia, Banco Mundial

Por otro lado, Rusia usó el enfrentamiento como una oportunidad de centrarse en forjar una economía más fuerte, mejorando el entorno macroeconómico e implementando cambios estructurales. Rusia ha establecido un plan hasta 2035, con el objetivo de desarrollar iniciativas claves en tecnología e innovación. Hoy en día, el mercado de pagos electrónicos de Rusia está creciendo a un ritmo más veloz que el resto del mundo y se espera que represente un 96.3 % de las operaciones de pagos y remesas en Rusia hacia 2035, **Figura 10**. Con respecto al sector tecnofinanciero, apoyado por el gobierno y el sector bancario, se espera que ascienda de \$1.8 mil millones en 2020 a \$178.6 mil millones en 2035. El volumen de comercio electrónico en Rusia está aumentando un 30 % cada año y se pronostica que alcance \$81 mil millones para 2025. Por último, pero no menos importante, el programa de Economía Digital, iniciado a mediados de 2017, sirvió para aumentar los niveles de penetración de Internet en Rusia, que se espera que alcance un 97% para 2024. • Nadiya Kadirova

FIGURA 10.

PRONÓSTICO DE CRECIMIENTO DE LOS SEGMENTOS TECNOFINANCIEROS EN RUSIA PARA 2035



Fuente: Focus on FinTech de EY: Russian market growth prospects

Fuentes: Gold Market Outlook de Citi Research (26 Nov 2018). Los cuadros e imágenes solo son para fines ilustrativos. Todos los pronósticos son expresiones de opinión, están sujetos a cambios sin previo aviso y no pretenden garantizar eventos futuros. Para obtener información adicional, consulte el Glosario y la sección de Avisos de divulgación al final de esta publicación.

PETRÓLEO

Las condiciones del mercado del petróleo fueron beneficiosas durante la mayor parte de 2018. No obstante, durante el último trimestre la materia prima debió enfrentar una dinámica similar a la de 2014. El floreciente mercado del esquisto de EE. UU. produjo cantidades récord de combustible desequilibrando realmente el debilitado control del mercado del petróleo de la OPEP.

2019 tiene visos de ser otra prueba de fuerza entre la OPEP y los productores ajenos a la OPEP. En vista a todo esto, Citi espera tres posibles escenarios, como se ilustra en la **Figura 11**. • Juan Luis Arana

PAUSA EDUCATIVA

La OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) está compuesta de 14 países: Argelia, Angola, Arabia Saudita, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, República del Congo y Venezuela. OPEP+ incluye a los 14 miembros de la OPEP y a otros "aliados" como Rusia, México y Kazajistán. Los 14 miembros de la OPEP controlan el 35 % del abastecimiento mundial de petróleo y el 82 % de las reservas conocidas. Con la adición de 10 naciones ajenas a la OPEP, la participación aumenta a 55 % y 90 % respectivamente. Esto le otorga a la OPEP+ un nivel de influencia sobre la economía mundial nunca visto antes^{1,2}.

Las siglas WTI corresponden a West Texas Intermediate que también es conocido como petróleo dulce ligero de Texas, mayormente producido en los yacimientos de la Cuenca Permian. Es un tipo de petróleo crudo usado como referencia en el precio del petróleo y la materia prima subyacente de los contratos de futuro de petróleo de la Bolsa Mercantil de Nueva York.

FIGURA 11.

PERSPECTIVA DE CITI PARA LOS PRECIOS DE WTI EN 2019



¹ OPEC. ² Forbes. Fuentes: Citi Research's Global Commodity Focus - Annual Commodities Market Outlook 2019. Los cuadros e imágenes solo son para fines ilustrativos. Todos los pronósticos son expresiones de opinión, están sujetos a cambios sin previo aviso y no pretenden garantizar eventos futuros. Para obtener información adicional, consulte el Glosario y la sección de Avisos de divulgación al final de esta publicación.

BRASIL

Como dice el dicho: "Escoba nueva, barre bien". Brasil ciertamente no ha sido la excepción al dicho. El país más grande de América Latina comenzó 2019 con la asunción de Jair Bolsonaro a la presidencia, líder del Partido Social Liberal, el día 1 de enero.

Los resultados de las elecciones fueron bien recibidos por los inversionistas, con un repunte de los activos de riesgo que compensa los retornos negativos de comienzos de 2018. De aquí en adelante, las decisiones de política económica del nuevo gobierno estarán siendo observadas de cerca, ya que las mismas tienen la habilidad de guiar el desempeño.

De momento, los nombramientos de Bolsonaro para su gabinete son propicios para el mercado y son buenas señales de sus promesas. En particular, las personas que eligió para los cargos de Ministro de Economía, Ministro de Justicia y Seguridad Pública y, en especial, Presidente del Banco Central, ya han fortalecido los niveles de confianza de las empresas y de los consumidores.

El talón de Aquiles de Brasil sigue siendo su política fiscal. El elevado déficit fiscal del país deberá ser la nueva primera prioridad del gobierno. Sin reformas jubilatorias profundas, la deuda de Brasil continuará subiendo y es probable que el mercado, nuevamente, ejerza presión en Brasil.

Se espera que la capacidad del Presidente de llevar adelante las reformas se enfrente a algo de oposición en el Congreso. Puesto que el Partido Social Liberal no tiene la mayoría en el Congreso, las negociaciones adquirirán mayor importancia. Bolsonaro ha de esperar una oposición feroz del Partido Socialista Democrático o del Partido de los Trabajadores, que tiene la mayor cantidad de representantes en la cámara y la mayor cantidad de gobernadores estatales.

Citi cree que Bolsonaro probablemente apruebe una versión más diluida del plan de reforma jubilatoria en 2019. Una futura recuperación económica gradual sustentaría las estimaciones de crecimiento económico de 2.2% para el año, después de un crecimiento de 1.4 % en 2018. Las privatizaciones, concesiones y una postura más "a favor de las empresas" por parte del nuevo gobierno, deberían servir para estimular la recuperación económica de Brasil. La apreciación de la moneda, la baja de los precios del petróleo y más precipitaciones pluviales, han sido factores favorables para la perspectiva de la inflación. Nuestros analistas ahora creen que la inflación estará en 4.2% en 2019. La caída de los precios al consumidor abre la puerta para que el banco central de Brasil postergue la normalización de la política monetaria hasta 2020 (desde la estimación inicial de que lo haría a mediados de 2019) y mantenga la tasa Selic en su mínimo histórico de 6.5%. Todos estos son indicios de un futuro mejor. • Mariana Arbiza

REAL BRASILEIRO

Desde 1999, Brasil tiene un régimen cambiario de "flotación sucia" para el real. Los analistas han acuñado este término porque, aunque se permite que la moneda fluctúe libremente, el Banco Central de Brasil (BCB) usa a menudo una variedad de herramientas de mercado abierto para intervenir y controlar la fortaleza y volatilidad de la moneda.

El BCB también usa metas de inflación para anclar el real. Aunque se estableció una meta de tasa de inflación de 4.5 % durante más de una década, por primera vez se estableció una meta más baja (4.25 % para 2019). Además, la tasa de interés Selic, que establece el Banco Central aproximadamente cada 45 días, es un instrumento clave para alcanzar esta meta de inflación.

En Citi creemos que las políticas mantendrán la inflación dentro de las bandas objetivo del BCB. Por lo tanto, la tasa de cambio real entre Brasil y EE. UU. debería permanecer estable. En particular, nuestra opinión es una tasa de cambio nominal más próxima a 3.75 en los próximos 6 a 12 meses. • Mariana Arbiza



¿SABÍA QUE...?

Para 2050, se estima que en Brasil:

- La esperanza de vida proyectada sobrepasará los 80 años
- Se duplicará la proporción de ancianos a población en edad de trabajar
- La población anciana se triplicará

Esto significa que habrá menos trabajadores manteniendo a más jubilados. Este hecho, sumado al crecimiento limitado o negativo en los últimos años y las pensiones generosas que reciben los empleados públicos, hace que Brasil se acerque rápidamente a un punto, en el que ya no podrá cumplir con sus obligaciones jubilatorias.

Fuentes: Citi Global Economic Outlook & Strategy "Prospects for 2019", Citi Private Bank "Outlook 2019", BNP Paribas "Global Outlook", BTG Pactual "2019{MQ Brazil Equity Strategy Outlook.", BofA ML" Brazil Primer. Brasilopedia: the return of Brazil", "Market Insights" del BRL del Grupo FXCM, Banco Central do Brasil.

MÉXICO

Andrés Manuel López Obrador (AMLO) asumió el mando y se espera un año turbulento para el país antes de encontrar la estabilidad. El presupuesto de 2019 presentado por el nuevo gobierno fue una sorpresa positiva para el mercado. Pero esto no logró calmar las dudas de los inversionistas sobre la viabilidad del plan. Con promesas de gastos ahora en alrededor de 1 % del PIB (en comparación con 2 % del PIB en 2018) y un nuevo presupuesto (aprobado en el congreso con más votos de los necesarios), la reacción del mercado en general ha sido positiva, haciendo que el índice de renta variable de México esté en verde desde la asunción de AMLO.

Se espera que los ingresos de impuestos aumenten en 3.8 % en 2019 con relación a 2018, en términos reales. La mayor parte de este aumento se vincula a que se espera cobrar el impuesto sobre la gasolina. A pesar de esto, se estima que el crecimiento del PIB real siga siendo moderado, en alrededor de 1.7% en 2019.

El nuevo gobierno estableció (mediante un decreto presidencial) una reducción de 16 % a 8 % en el impuesto al valor agregado (IVA) en los estados del norte de México lindantes con EE. UU., con la esperanza de promover el consumo local (y para apartar el consumo en EE. UU.) El decreto también redujo la tasa de impuestos corporativos de 30 % a 20 % para fomentar la inversión doméstica.

Un riesgo grave que los inversionistas deberían tener en cuenta son las tasas de interés históricamente elevadas establecidas por el banco central. Al estar actualmente fijadas en 8.25 % podrían dificultar los préstamos y disuadir a las compañías de empezar nuevos proyectos. Las ideas de AMLO, hasta ahora, han complacido a los inversionistas con su agenda socialista. No obstante, esto debería tomarse con cautela y ser vigilado de cerca.

Las agencias de calificaciones vigilarán detenidamente el desarrollo de las nuevas propuestas económicas. Las principales agencias de crédito otorgan a la deuda pública de México una calificación de BBB+. Aunque se necesitaría un descenso de dos escalafones para que el país estuviera debajo del grado de inversión, el nuevo gobierno podría enfrentar desafíos si el apoyo de la inversión no llega tan fácilmente como de costumbre para México.

• Andrés Uriarte y Matteo Sada

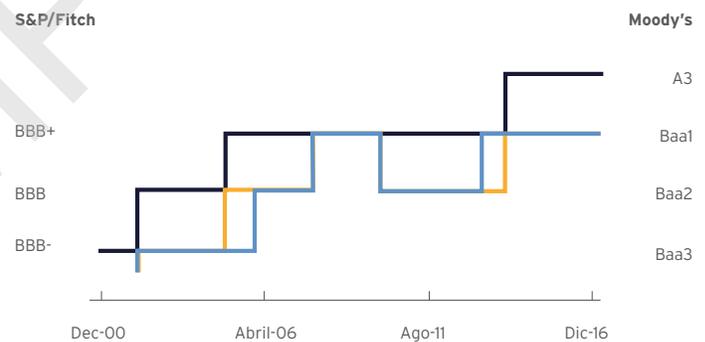


¿SABÍA QUE...?

La calificación de crédito de México fue difícil de lograr a principios de la década del 2000 y se ha mantenido por más de 15 años, **Figura 12**. Las políticas fiscales del país han servido de modelo para otras economías emergentes ya que su cociente deuda sobre PIB ha rondado en alrededor de 50 % en la última década, ganando la credibilidad de los inversionistas.

FIGURA 12.

CALIFICACIÓN DE CRÉDITO DE MÉXICO



Fuente: Bloomberg

PESO MEXICANO

La expectativa consensuada es que el peso se deprecie a 20.85 contra el dólar estadounidense para finales de 2019 y a 21.00 para finales de 2020.

• Andrés Uriarte y Matteo Sada

ARGENTINA

2018 fue un año devastador para Argentina. La sequía más agobiante en cincuenta años se agravó con una serie de acontecimientos funestos; causando estragos en las cosechas y en el crecimiento económico, la devaluación del peso y el disparo vertiginoso de la inflación. La caída en una segunda recesión, en solamente tres años, llevó a que el país buscara la ayuda del Fondo Monetario Internacional (FMI) en lo que se considera la mayor ayuda monetaria en la historia del FMI.

Argentina sigue siendo la decisión más difícil de América Latina para 2019. Aunque parece estar encaminada para cumplir con las metas monetarias y de finanzas públicas para el año, la perspectiva para 2019 continúa siendo muy incierta. Una encuesta llevada a cabo por el Banco Central de Argentina en septiembre, para analizar las perspectivas del mercado, mostró que las expectativas de inflación promedio a 12 meses han caído a 29 % de 32.1 % registrado el mes anterior. Esta caída en las expectativas de inflación es lo suficientemente importante para que el banco central eliminara el piso de 60 % en la **tasa Leliq** introducida en agosto.

Los últimos datos económicos muestran que el déficit externo está disminuyendo, aunque la recesión continúe. En adelante, será importante centrarse en los desequilibrios macroeconómicos que requerirán un período de ajuste que entretanto podría inducir a disturbios sociales.

Aunque bajo mucha tensión, los esfuerzos afines al mercado del Presidente Macri deberían lograr una normalización del crecimiento en 2019. Esto de ninguna forma garantiza la continuidad de Macri en la presidencia ya que finalizó 2018 con el índice de popularidad históricamente más bajo. Sin duda, las elecciones presidenciales de octubre de 2019 seguramente intensificarán el nerviosismo del mercado cuando las distintas ideologías y filosofías políticas compitan por el poder.

Macri es el probable candidato de la coalición "Cambiemos." Se espera que la expresidenta Cristina Kirchner se postule en oposición a Macri, aunque no se descarta la aparición de un candidato peronista fuerte que pudiera ser un mayor desafío para la elección de Macri. Citi cree, sin embargo, que es menos probable que un peronista moderado inquiete más al mercado que la expresidenta Kirchner. Aparte del alboroto de las elecciones, creemos que el gobierno actual podrá cumplir satisfactoriamente las metas monetarias y de finanzas públicas para mantener el financiamiento del FMI durante todo 2019. Se espera que la inflación continúe su descenso y el peso debería estabilizarse con el nuevo marco cambiario. Citi pronostica que no haya cambios en el crecimiento de Argentina en 2019, una mejora de la caída de 2 % en 2018. Estas nociones se basan fundamentalmente en la creencia de que las metas monetarias y de finanzas públicas actuales están bien al alcance y que el Presidente Macri logrará continuar con su mandato durante un segundo período. • Francisco Pastor y David Yépez

PAUSA EDUCATIVA

La tasa Leliq es la tasa de referencia de la política monetaria argentina en letras de liquidez a siete días.

Peronista se refiere a un partido político que deriva su nombre del expresidente argentino Juan Domingo Perón. La filosofía del peronismo se basa en tres pilares ideológicos: soberanía política, independencia económica y justicia social.

¿SABÍA QUE...?

La presidenta Cristina Kirchner (2007 a 2015) implementó una serie de nuevos impuestos y programas sociales con el objetivo de mejorar la economía en declive. Los programas se enfrentaron a un desafío cuando Argentina incurrió en incumplimiento técnico en 2014 después de no poder pagar \$15 mil millones de su deuda soberana.

COMO INVERTIR EN AMÉRICA LATINA

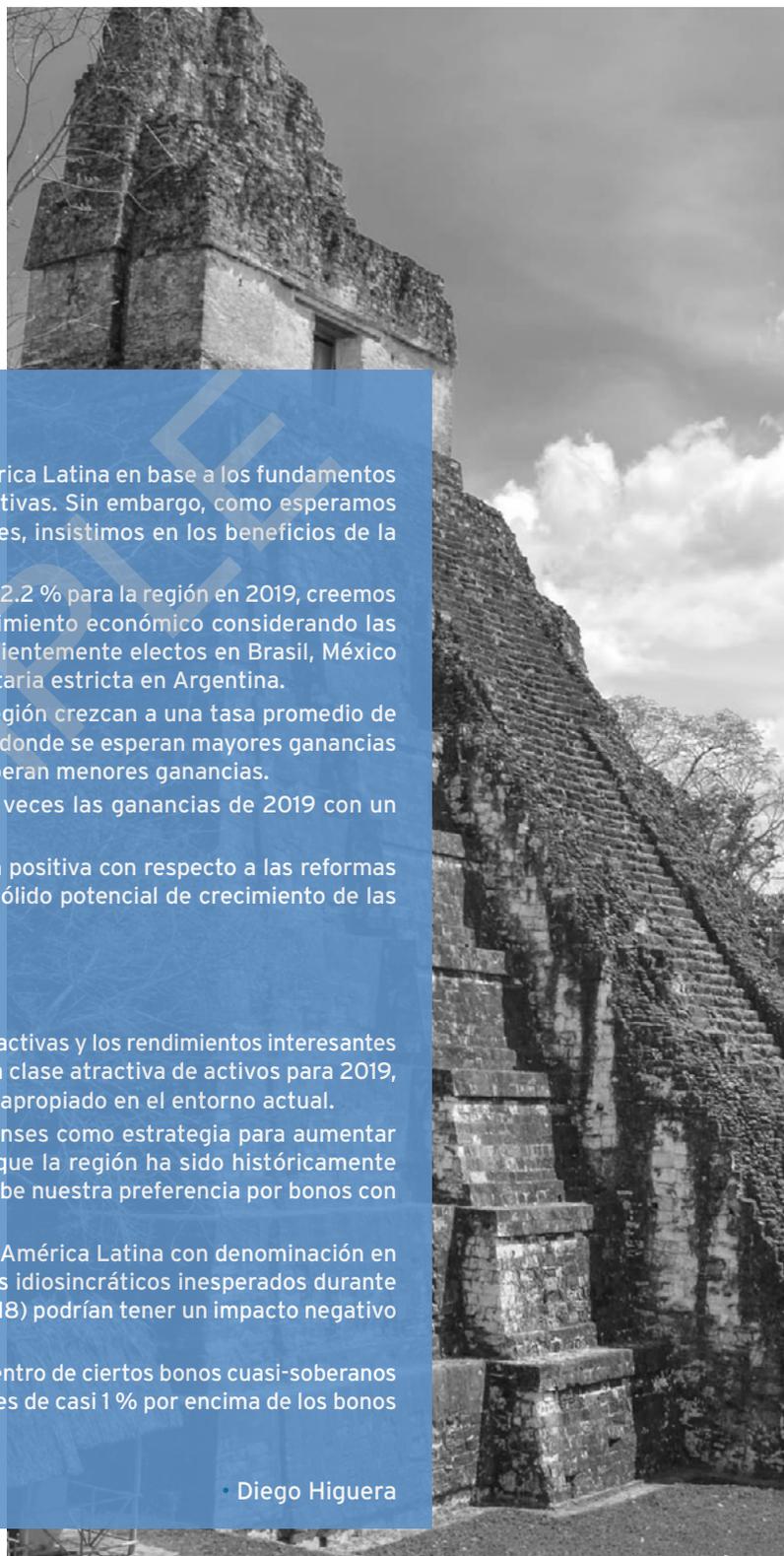
ACCIONES

- Tenemos una opinión constructiva sobre las acciones de América Latina en base a los fundamentos económicos positivos de la región y a las valoraciones atractivas. Sin embargo, como esperamos un período de mayor incertidumbre en los mercados globales, insistimos en los beneficios de la selectividad y de una gestión activa.
- Aunque estamos pronosticando un crecimiento del PIB real de 2.2 % para la región en 2019, creemos que los inversionistas verán distintos resultados en el crecimiento económico considerando las nuevas políticas fiscales y monetarias de los presidentes recientemente electos en Brasil, México y Colombia; además de la continuación de una política monetaria estricta en Argentina.
- Las expectativas son que las ganancias corporativas de la región crezcan a una tasa promedio de 20 %, con Argentina (147 %) y Brasil (22 %) entre los países donde se esperan mayores ganancias y Colombia (13 %) y Chile (14 %) entre aquellos donde se esperan menores ganancias.
- Con respecto a las valoraciones, la región comercializa a 11 veces las ganancias de 2019 con un rendimiento de dividendos de 3.4%.
- Preferimos las acciones de Brasil conforme a nuestra opinión positiva con respecto a las reformas económicas que implementará el Presidente Bolsonaro, un sólido potencial de crecimiento de las ganancias y las valoraciones atractivas.

RENTA FIJA

- La mejora de los fundamentos económicos, las valoraciones atractivas y los rendimientos interesantes hacen que el mercado de renta fija de América Latina sea una clase atractiva de activos para 2019, si bien creemos que la selectividad y la gestión activa son lo apropiado en el entorno actual.
- Preferimos deuda con denominación en dólares estadounidenses como estrategia para aumentar la calidad en la cartera. Los inversionistas deben recordar que la región ha sido históricamente susceptible a la volatilidad del mercado mundial y a ello se debe nuestra preferencia por bonos con denominación en dólares estadounidenses.
- Aunque un promedio de rendimiento de 7.9 % para deuda de América Latina con denominación en moneda local es atractivo, la probabilidad de acontecimientos idiosincráticos inesperados durante el año (como los sucedidos en Turquía y Argentina durante 2018) podrían tener un impacto negativo en el rendimiento total.
- Nuestro mercado preferido para 2019 es Brasil, en particular dentro de ciertos bonos cuasi-soberanos que creemos que son una opción atractiva al tener diferenciales de casi 1 % por encima de los bonos soberanos.

• Diego Higuera



TEMAS DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO



25

MERCADOS
EMERGENTES
DE **ASIA**



27

LA **LONGEVIDAD**
Y LA NECESIDAD
DE ASISTENCIA
DE LA SALUD



29 **IRRUPCIÓN**
DIGITAL



31 INVERTIR CON
UN **PROPÓSITO**

MERCADOS EMERGENTES DE ASIA

Citi sostiene que en los próximos años habrá oportunidades interesantes en los mercados emergentes (EM) de Asia. Con valoraciones más bajas que las de los países desarrollados y con un aumento del crecimiento de la producción, los beneficios potenciales de la guerra comercial y las ventajas demográficas ofrecen una perspectiva optimista para la región. Debido al gran potencial de la región, Citi ha denominado el "Auge de Asia" como una de las tendencias más atractivas que posee "profundas implicaciones a largo plazo para su cartera".

PRODUCCIÓN EN ALZA

El Fondo Monetario Internacional estima que, para los próximos cuatro años, el PIB regional de Asia alcance un crecimiento de 5.9 % en promedio, mientras proyecta solamente un crecimiento de 1.9 % para el resto del mundo, **Figura 13**. Hace tres décadas, la producción en los mercados emergentes de Asia representaba menos del 10% de la producción mundial. Su contribución hoy en día es de casi 30 % y para 2023 Citi cree que podría llegar hasta el 40%.

FIGURA 13.

CRECIMIENTO DEL PIB PARA ASIA EN COMPARACIÓN CON EL RESTO DEL MUNDO



Nota: Asia excluyendo Japón

Fuente: IMF Forecasts, Credit Suisse research

DESARROLLO DEMOGRÁFICO

Mientras que la población de la mayor parte del mundo desarrollado está envejeciendo, los mercados emergentes de Asia se benefician por una creciente población en edad de trabajar (y una población que se espera que tenga más educación superior). A medida que las personas tengan más trabajo, la clase media seguramente se extenderá, con lo que se pondrá en marcha el desplazamiento de la población desde zonas rurales a las ciudades. Con más del 40 % de la población mundial y con una clase media en rápido crecimiento, la urbanización de los mercados emergentes de Asia podría incitar un crecimiento aún más rápido. Citi observa que "las mejoras necesarias en infraestructura (vivienda, servicios públicos y almacenamiento) para satisfacer la pujante población urbana podría ser en sí mismo un impulsor importante de crecimiento, además de ofrecer oportunidades de inversiones". La urbanización también podría acarrear el beneficio de una mayor productividad que, a su vez, podría derivar en la suba de salarios que, en última instancia, aumentaría el consumo.

BENEFICIOS DEL COMERCIO

Los mercados emergentes de Asia podrían beneficiarse considerablemente como resultado de las tensiones entre EE. UU. y China debido a varios factores. Primero, las compañías que pretendan evitar la incertidumbre con respecto al aumento de los costos de fabricación en China buscarán diversificar sus cadenas de suministro en países más pequeños de Asia. Segundo, una economía china con mayor tendencia hacia los servicios y niveles crecientes de consumo doméstico podría hacer que fuera menos vulnerable a los cambios provocados por la disputa comercial. Tercero, las exportaciones dentro de los mercados emergentes de Asia han subido en las últimas dos décadas (**Figura 14**), permitiendo que la región goce de mayor independencia económica y dependiendo menos de las exportaciones de la región a EE. UU. • Nadiya Kadirova

FIGURA 14.

COMERCIO INTRA-ASIÁTICO (COMO % DE PARTICIPACIÓN DE EXPORTACIONES ASIÁTICAS Y MUNDIALES)



Fuente: Credit Suisse



¿SABÍA QUE...?

"Aunque las inversiones en los mercados emergentes de Asia tienen un perfil de mayor riesgo, agregarlas a una cartera diversificada podría servir para mejorar los rendimientos ajustados en función del riesgo. Por tanto, consideramos que los mercados emergentes de Asia ofrecen una manera de implementar nuestra recomendación de globalizar la cartera"

- Citi Private Bank "Outlook 2019"

PAUSA EDUCATIVA

Los mercados emergentes de Asia incluyen a China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Taiwán, Tailandia.¹

LA LONGEVIDAD Y LA NECESIDAD DE ASISTENCIA DE LA SALUD

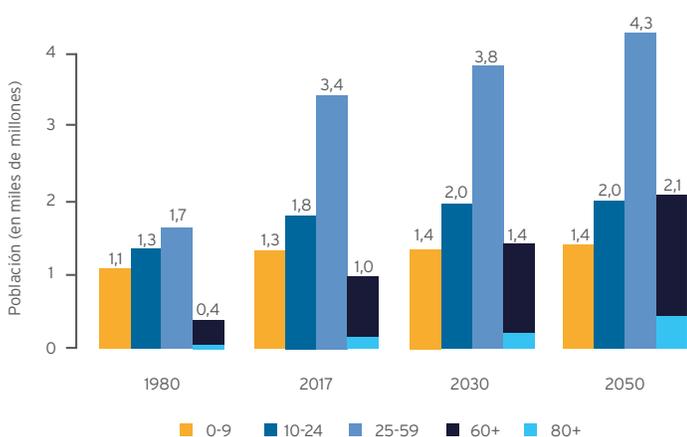
A menudo oímos decir que los 30 son los nuevos 20, que los 40 son los nuevos 30 y así sucesivamente. Lo que parece ser solamente una frase recurrente en publicidad, en realidad implica la afirmación de un cambio demográfico sin precedentes a nivel mundial: "las personas viven más".



Las expectativas de vida han aumentado drásticamente, de un promedio mundial de 49 años en 1955 a 72 años hoy en día. Es más, según la División de Población de las Naciones Unidas, la población mundial mayor de 60 años se duplicará (a 2 mil millones) hacia 2050, **Figura 15**. Y quizás más impresionante es que se espera que el grupo etario de más de 80 años se triplique, pasando de 1.7% de la población mundial hoy en día a 4.5% para 2050.

FIGURA 15.

POBLACIÓN MUNDIAL POR GRUPO ETARIO



Fuente: División de Población de las Naciones Unidas

Hay otros factores que contribuyen a esta vertiente demográfica: la importante caída de las tasas de fertilidad, los cambios sociales incluyendo el aumento de la fuerza laboral femenina, y la urbanización, solo por nombrar algunos. En 2030, se espera, por primera vez en la historia, que las personas mayores sean más que los niños menores de diez años.

Las consecuencias potenciales del envejecimiento de la población mundial, y su impacto en el desarrollo sustentable, están en las agendas de los gobiernos de todo el mundo. Menor cantidad de trabajadores significa menores ingresos por impuestos y costos sociales más elevados, lo que pone tensión sobre las finanzas de los gobiernos debido a los costos de asistencia de salud y jubilación. El gasto per cápita en atención de la salud en países desarrollados para una persona de más de 85 años puede ser hasta seis veces más que para una persona de 59 años. Se espera que el gasto público en salud, que ya ha subido drásticamente en los últimos años, aumente irremediabilmente en las próximas décadas.

Los sistemas de salud de todo el mundo están trabajando para promover el envejecimiento saludable, prevenir y tratar enfermedades no contagiosas y crónicas, y para ampliar el acceso a la atención de calidad a largo plazo. La Oficina de Estadísticas Laborales predice que los profesionales de la salud, el personal administrativo y los trabajadores técnicos representarán uno de cada cuatro trabajos en la próxima década.

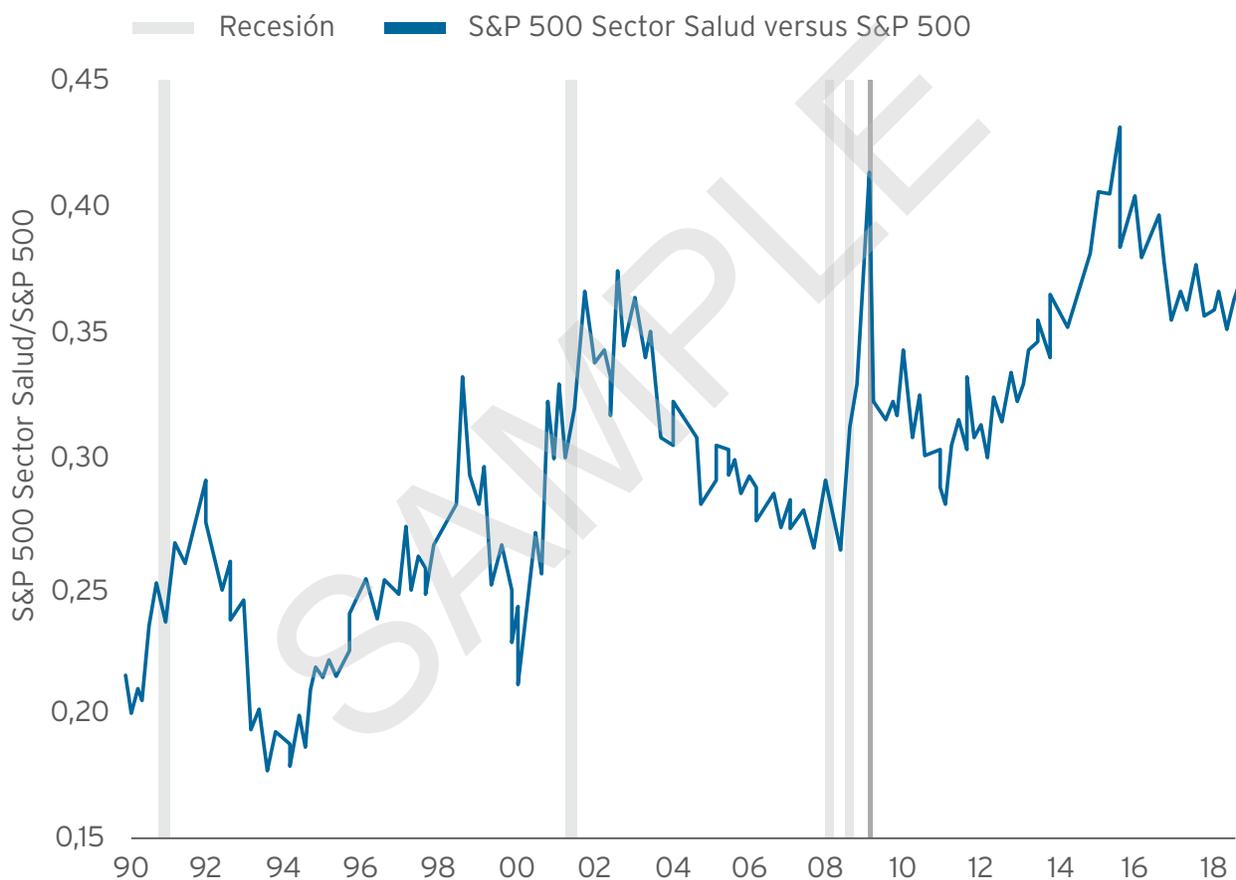
La megatendencia de la longevidad también abre importantes oportunidades para los inversionistas de todo el mundo, especialmente en áreas que se centran en compañías farmacéuticas y de biotecnología, especialistas en robótica y dispositivos médicos, tecnologías usables, desarrollos de inmunoterapias y análisis de genoma como pasos preventivos. • Mariana Arbiza

“El envejecimiento de la población mundial presenta un importante desafío para la sociedad y oportunidades para estimular la inmunidad de su cartera.”

- Citi Private Bank “Outlook 2019”

FIGURA 16.

RESULTADOS DEL SECTOR SALUD EN RELACIÓN CON EL ÍNDICE S&P 500

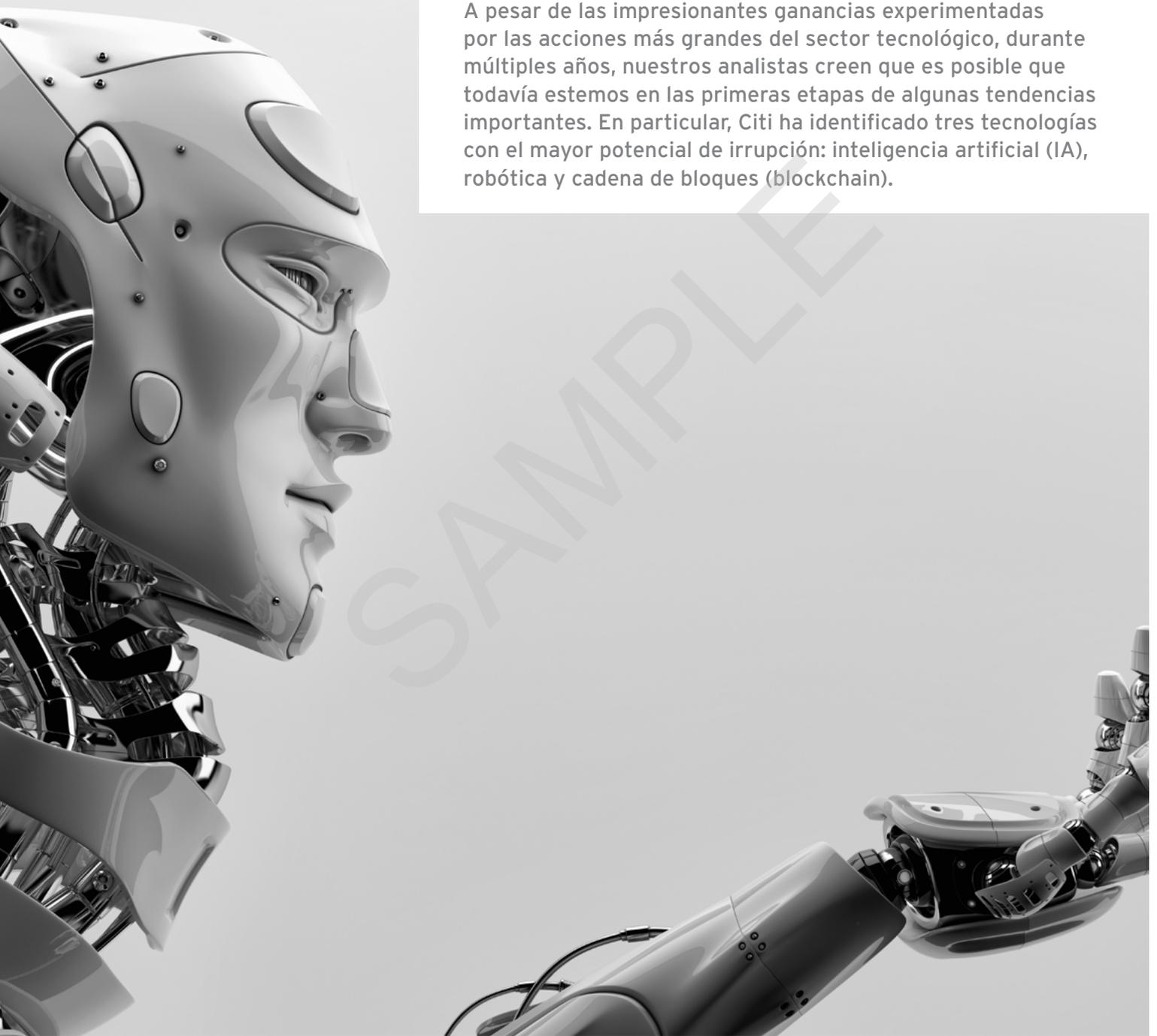


La **Figura 16** muestra que el sector de la salud ha obtenido históricamente mejores resultados durante los períodos de mayor incertidumbre y aversión al riesgo. Esto se debe a la perspectiva de ganancias relativamente estables del sector a pesar de la debilidad económica. Las oportunidades en el sector de la salud están presentes porque la incertidumbre política y regulatoria hace enfocarse en la reducción de costos de los sistemas y en lograr mejoras importantes.

Fuentes: Citi Private Bank “Outlook 2019”, PGMI Investment “Implications of an Aging World”, Naciones Unidas - Envejecimiento de la Población Mundial. Los índices no son administrados, no generan gastos y no se puede invertir en ellos directamente. Los cuadros e imágenes solo son para fines ilustrativos. Los análisis históricos y los resultados obtenidos en el pasado no son indicativos de resultados futuros. Todos los pronósticos son expresiones de opinión, están sujetos a cambios sin previo aviso y no pretenden garantizar eventos futuros. Para obtener información adicional, consulte el Glosario y la sección de Avisos de divulgación al final de esta publicación.

IRRUPCIÓN DIGITAL

A pesar de las impresionantes ganancias experimentadas por las acciones más grandes del sector tecnológico, durante múltiples años, nuestros analistas creen que es posible que todavía estemos en las primeras etapas de algunas tendencias importantes. En particular, Citi ha identificado tres tecnologías con el mayor potencial de irrupción: inteligencia artificial (IA), robótica y cadena de bloques (blockchain).



El reciente auge de la IA se debe a la confluencia de los sensores y procesadores en constante mejora, la explosión de la creación de datos ("macrodatos" o "big data") y los avances para procesarlos. Hay dos sectores que parecen ser los primeros candidatos para la irrupción impulsada por la IA: el transporte y la salud. Gracias a la IA, los vehículos sin conductores pueden reducir los accidentes y las emisiones, aliviar las congestiones de tránsito y, por tanto, mejorar la productividad. La posesión de vehículos podría, como resultado, sufrir su propia transformación. Citi escribe: "el mercado de autos sin conductor del futuro, podría implicar que las personas contrataran RoboTaxis para viajes individuales, en forma similar a los servicios tipo Uber de hoy, además de suscribirse a servicios de automóviles sin conductor". Waymo de Alphabet anunció el lanzamiento de un servicio de ese estilo en diciembre de 2018. Solo en EE. UU., Citi estima que servicios similares formarán parte de un mercado de \$900 mil millones y se espera que la comercialización cobre impulso en 2019 y crezca rápidamente en la década de 2020.

Es posible que las personas ya no tengan autos, ni los conduzcan, ni se detengan en gasolineras.

- Citi Private Bank "Outlook 2019"

Dentro de la industria de la salud, la IA posee la capacidad de detectar enfermedades, evaluar estudios y procesar reclamaciones de seguros. Los beneficios son enormes: salvar vidas y reducir el costo de la salud. Para contextualizar, los gastos de salud en 2017 fueron de \$3.5 billones en EE. UU. solamente (alrededor de 18 % del PIB). Citi cree que, gracias al advenimiento de los macrodatos, la IA podrá pronto analizar más información que cualquier ser humano podría hacer en su vida para producir diagnósticos exactos, y quizás también predicciones.

Aunque ya existen robots en muchas industrias, nuestros analistas consideran que "el potencial de crecimiento de la robótica sigue siendo importante". Un buen ejemplo de esto es que en 2017 la venta de robots industriales subió 31 % con respecto al año anterior, alcanzando un nuevo récord. A medida que los robots desarrollan la capacidad de llevar a cabo tareas cada vez más complejas, es probable que ayuden a incentivar el crecimiento de la productividad, mejorar la calidad de vida y solucionar la escasez creada por el envejecimiento de la población. Al igual que la IA, la robótica puede ayudar a mejorar la atención de la salud y eventualmente a solucionar la falta de profesionales médicos como, por ejemplo, la escasez de enfermeros. Citi espera que el uso de la robótica en la próxima década crezca en un 400 % en el sector de atención de la salud solamente.

Finalmente, las cadenas de bloques podrían haber sufrido por su asociación con las criptomonedas como Bitcoin, pero eso es tan solo una aplicación de la tecnología. En esencia, una cadena de bloques es una base de datos distribuida. Las cadenas de bloques resuelven el problema de la confianza entre los usuarios, ya que no hay un administrador central. Además, prometen hacer que la "grabación, almacenamiento y procesamiento de datos sea más simple, más ágil, más barata, más exacta y más confiable". Ya se ha probado en situaciones en donde la "verificación es fundamental, pero en las que los datos no tienden a cambiar demasiado" - piensen en registro de terrenos y liquidación de operaciones comerciales. Los pagos, por supuesto, son otra área en los que se utilizarán cadenas de bloques, pero Citi advierte que los beneficios "probablemente lleven tiempo para concretarse". • Christian Riera

INVERTIR CON UN PROPÓSITO



Los inversionistas buscan sistemáticamente nuevas formas de medir el valor de sus activos. En tanto temas sociales (como el calentamiento global, por ejemplo) acaparan los primeros planos, muchos consumidores escudriñan a las compañías que apoyan y en las que invierten, asegurándose de que no solamente sean rentables, sino que también sean empresas éticas. El nuevo estándar de "inversión con responsabilidad social" ha dado lugar a tres pilares para calificar las compañías: "Medio ambiente, Sociedad y Gobierno Corporativo, o Gobernanza Corporativa" o ESG, por las siglas en inglés. Como se muestra en la **Figura 17**, estos pilares ofrecen un amplio marco para que las compañías calificadoras puedan evaluar la responsabilidad social de las empresas.

Aunque las agencias de calificación tradicionales como S&P y Moody's, califican a las compañías en base a los datos financieros, las agencias de calificación ESG tienen la compleja tarea de evaluar a las compañías usando datos menos claros. Aunque todavía sigue siendo una disciplina en evolución, a medida que las compañías son más conscientes de este cambio de calibración y ESG gana terreno, también lo harán las agencias que realizan estas evaluaciones. Sustainalytics, por ejemplo, se ha establecido como uno de los líderes globales de análisis de ESG y hoy cubre a casi 11.000 compañías de todo el mundo. La agencia usa tres principales indicadores para hacer su evaluación, siendo ellos:

1. La preparación de las compañías: en qué medida la gerencia y las políticas incorporan asuntos de ESG.
2. Divulgación: qué tan transparente es la compañía para abordar cuestiones de ESG y cumplir las normas internacionales.
3. Desempeño: Involucra datos cuantitativos para, por ejemplo, medir las emisiones de carbón de una compañía, y evaluaciones cualitativas sobre la forma en que la compañía maneja las cuestiones de ESG.

La idea de ESG está difundiéndose rápidamente a los mercados de capitales. El "Outlook 2019" de Citi Private Bank introduce una estrategia de inversión llamada "Invertir con un Propósito" (o IWP, por las siglas en inglés). IWP combina los principios de ESG con la filosofía de inversión de Citi para alinear los valores con inversiones de calidad. Esta noción de invertir con un propósito superior se circunscribe a ideas que buscan generar un paquete de beneficios totales de éxito financiero con atributos sostenibles.

FIGURA 17.
PILARES DE ESG

MEDIO AMBIENTE	SOCIEDAD	GOBERNANZA
Se sitúa en el primer plano reducir la huella de carbono de la compañía y de minimizar los desechos.	Este pilar, que es la expansión de los programas tradicionales de Responsabilidad Social Corporativa (CSR, por las siglas en inglés), busca salvaguardar cuestiones sociales.	Analiza la gerencia de la compañía, sus valores y responsabilidades hacia las partes interesadas.
<ul style="list-style-type: none"> • Cambio climático • Destrucción de la selva tropical para la agricultura • Agotamiento de recursos naturales • Energía sostenible • Polución 	<ul style="list-style-type: none"> • Seguridad, diversidad, inclusión • Derechos humanos • Bienestar animal • Protección al consumidor 	<ul style="list-style-type: none"> • Cultura corporativa • Relación entre la gerencia, los empleados y las partes interesadas • Administración de la cadena de suministro • Valores de la compañía

Fuente: Citi Private Bank, Wikipedia.

Fuentes: Citi Research, Citi Private Bank, Personal Capital, Bloomberg,

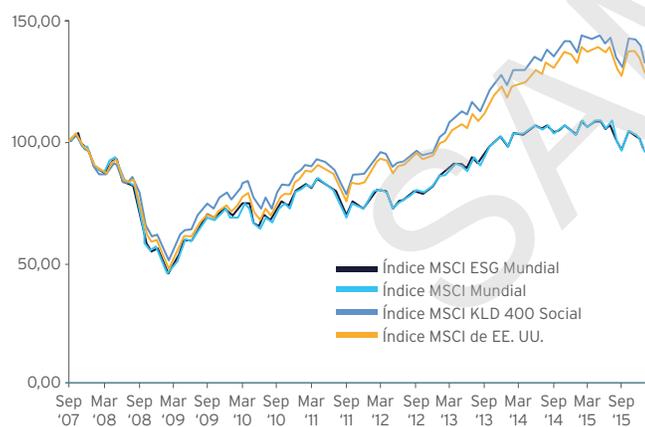
“Alinear sus actividades de inversión con sus intereses y valores personales puede ayudarle a buscar más ganancias financieras y a la vez servir al bien común.”

- Citi Private Bank "Outlook 2019"

Tradicionalmente, los indicadores de ESG han asumido un rendimiento no imperioso de la inversión sino más bien un sentimiento de "sentirse bien" para las compañías que lo adoptan. Sin embargo, los índices de inversiones responsables han monitoreado este desempeño desde antes de la crisis financiera y comparado con el Índice MSCI Mundial tienen un argumento sólido, **Figura 18**.

FIGURA 18.

ÍNDICES ESG VERSUS ÍNDICES MUNDIALES



Fuente: New York Life Investments

Citi implementa los principios de ESG invirtiendo en compañías que enfatizan estos valores éticos. Citi, por ejemplo, califica a las compañías de semiconductores tomando en cuenta todo el espectro de su cadena de suministro: desde asegurarse de que la extracción de la materia prima es ética hasta el control de la polución de la compañía, la seguridad y la diversidad de los empleados y el código de ética seguido por la alta gerencia.

PAUSA EDUCATIVA

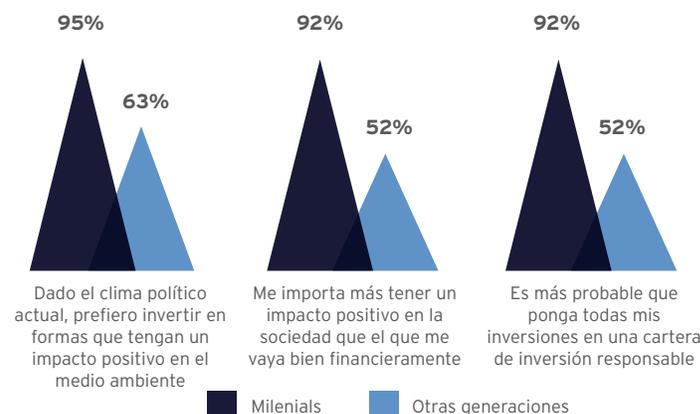
Los **milenials**, también conocida como la generación Y, es el grupo demográfico nacido entre principios de la década de 1980 hasta mediados de 1990. En general son hijos de la generación conocida como baby boomers y se suelen caracterizar por su conciencia social, por tener un fuerte espíritu comunitario tanto a nivel local como global. Aunque las características de los milenials varían de una región a otra, este grupo es, por lo general, más abierto a los cambios y más favorables a una agenda social progresista que las generaciones anteriores.

Los **milenials** tienen un papel importante en el futuro de las inversiones de ESG. A diferencia de las generaciones anteriores, los principios de ESG influyen en el consumo de los milenials, para quienes trabajan y el lugar donde viven. Según un informe de Nielsen, los milenials están dispuestos a pagar más por productos sostenibles y, como resultado, hemos visto prosperar compañías como Whole Foods.

Según el Censo de EE. UU., los milenials pasarán a ser la población adulta más grande del país en 2019. Aunque algunos argumentan que los milenials no representan un nivel de ingresos altos (limitando su impacto en la economía), Bloomberg estima que, en las próximas cuatro décadas, los milenials podrían heredar tanto como \$40 billones del patrimonio de sus padres, convirtiéndolos en los principales gestores de las inversiones. **Figura 19** Una cosa es segura, independientemente de los principios generacionales, un creciente número de inversionistas están comenzando a reconocer ESG como un factor de valor. • Michael Larrea

FIGURA 19.

PREFERENCIA DE LOS MILENIALS PARA LA INVERSIÓN RESPONSABLE



Fuente: Third Annual Responsible Investing Survey de Nuveen, 2017

CONOZCA A LOS AUTORES



Grethel Alfonso

Analista Cualitativa

Johan Nacitas

Analista Cuantitativo

Christian Riera, CFA

Gestor de Herramientas
de Administración Patrimonial



Hector Rojas

Juan Luis Arana

Especialistas de Renta Fija



Diego Higuera

Cesar Alonso

Lideres de Equipo de
Consultores de Inversiones



Felipe Restrepo

Nadiya Kadirova

Mariana Arbiza

Andres Uriarte

Consultores de Inversiones



Matteo Sada, CFA

Francisco Pastor

David Yopez

Michael Larrea

Consultores de Inversiones

GLOSARIO

MATERIAS PRIMAS

Petróleo crudo WTI: West Texas Intermediate (WTI), también conocido como petróleo dulce ligero de Texas, mayormente producido en los yacimientos de la Cuenca Permian. Es un tipo de petróleo crudo usado como referencia en el precio del petróleo y la materia prima subyacente de los contratos de futuro de petróleo de la Bolsa Mercantil de Nueva York.

Crudo Brent: Se usa para cotizar dos tercios del petróleo crudo del mundo comercializado a nivel internacional. El petróleo Brent es una combinación de petróleo crudo proveniente de 15 yacimientos distintos en el Mar del Norte. Es menos "ligero" y "dulce" que el WTI, pero es igual de excelente para hacer gasolina. Se refina principalmente en el noroeste de Europa y es la principal referencia para otros petróleos crudos en Europa o África.

LME: Bolsa de Metales de Londres

DIVISAS

Abreviaciones de divisas: AUD: Dólar de Australia; GBP: Libra esterlina; EUR: Euro; CHF: Franco suizo; JPY: Yen japonés; BRL: Real brasileño; MXN: Peso mexicano; CNY: Renminbi chino; INR: Rupia de India; USD: Dólar de EE. UU.

ÍNDICES

Índice MSCI de todos los países del mundo: el índice MSCI de todos los países del mundo es un índice ponderado de capitalización de los mercados diseñado para ofrecer una medida más amplia del desempeño del mercado de acciones en todo el mundo.

S&P 500: índice de las 500 acciones comunes más importantes y populares que mide el desempeño general del mercado.

Euro Stoxx 600: el Índice Dow Jones STOXX 600 representa compañías de capitalización pequeña, mediana y grande en 18 países de la región de Europa. Capitalización de mercado de libre flotación sujeta a un tope de ponderación del 20%.

FTSE 100: es un índice de acciones de las 100 compañías del RU de mayor capitalización que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres.

Topix: el Índice de Precios de Acciones de Tokio es un importante índice del mercado de acciones de la Bolsa de Tokio (TSE) en Japón, que hace el seguimiento de todas las compañías nacionales de la Primera Sección de la Bolsa. Es calculado y publicado por la TSE.

MSCI EM: el Índice MSCI de Mercados Emergentes es un índice de capitalización de mercado ajustado a la libre flotación que está diseñado para medir el desempeño del mercado accionario en los mercados emergentes del mundo. El Índice MSCI de Mercados Emergentes consiste en los índices de los siguientes 25 países de mercados emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Jordania, Malasia, México, Marruecos, Pakistán, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía.

MXCN: el Índice MSCI de China captura la representación de acciones de alta y mediana capitalización en todas las acciones H, B, Red chips, P chips y listados extranjeros (p. ej., ADR) de China. Con 150 componentes, el índice cubre alrededor del 85 % del universo de acciones de China.

Sensex: es un índice compensado por valores compuesto por las 30 acciones más grandes y más comercializadas en India, representativas de diversos sectores, en la Bolsa de Valores de Bombay.

Bovespa: el Bovespa es un índice de unas 50 acciones que se comercializan en la Bolsa Mercantil, de Acciones y de Futuros de Sao Paulo, en Brasil.

Bolsa: el índice IPC es una selección de ponderación equilibrada de acciones de México que representan todas las acciones cotizadas en la bolsa de diversos sectores de toda la economía. La capitalización de mercado determina la ponderación.

RENTA FIJA

Bonos de grado de inversión: se considera que un bono tiene grado de inversión, o GI, si su calificación de crédito es BBB, o superior, según Standard & Poor o si tiene una calificación Baa3 o superior según Moody's. Según Fitch, la calificación debe ser BBB, o superior, para considerar que el bono tiene GI. En general, son bonos que las agencias de calificación consideran que tienen suficientes probabilidades de cumplir con sus obligaciones de pago.

Bonos de alto rendimiento: un bono de alto rendimiento es un bono que paga alta rentabilidad con una calificación de crédito inferior a los bonos de grado de inversión. Debido al mayor riesgo de bancarrota, estos bonos pagan mayor rendimiento que los bonos de grado de inversión. Según las dos principales agencias de calificación de crédito, los bonos de alto rendimiento tienen una calificación inferior a "BBB" para S&P, e inferior a "Baa" para Moody. Las calificaciones de crédito pueden ser tan bajas como "D" (actualmente en bancarrota), y la mayoría de los bonos con calificación "C" o inferior tienen un alto riesgo de bancarrota; para compensar este riesgo, los rendimientos son generalmente muy altos.

GLOSARIO

Rendimiento: el rendimiento es el retorno de ingresos sobre una inversión, tales como el interés o los dividendos recibidos por la tenencia de un título en particular. El rendimiento generalmente se expresa como una tasa de porcentaje anual basada en el costo de la inversión, el valor actual en el mercado o el valor nominal.

Curva de rendimiento: una gráfica que ilustra la estructura de plazo de las tasas de interés, al trazar los rendimientos de todos los bonos de la misma calidad, con plazos de vencimiento que van desde los más cortos hasta los más largos disponibles.

Bonos de mercados emergentes: los bonos de mercados emergentes son emisiones de deuda por países con economías en desarrollo y también por las corporaciones dentro de esos países. Los bonos son emitidos por países en desarrollo y corporaciones con sede en esos países, como países de Asia, América Latina, Europa del Este, África y el Medio Oriente. En general, las emisiones por parte de mercados emergentes ofrecen rendimientos más altos y tienden a implicar mayores riesgos que los asociados a los bonos del Tesoro o de corporaciones nacionales. Los riesgos de inversión en bonos de mercados emergentes incluyen los riesgos normales que acompañan todas las emisiones de deuda como, por ejemplo, las variables del desempeño económico o financiero del emisor y la capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones de pago. Estos riesgos son intensificados debido a la posible volatilidad política y económica de las naciones en desarrollo. Aunque los países emergentes, en general, han progresado mucho con respecto a la limitación del riesgo, es innegable que la posibilidad de inestabilidad socioeconómica es más considerable en estas naciones que en países desarrollados, en particular que en EE. UU. Al evaluar los riesgos asociados con cada nación emergente, los analistas de inversión a menudo se refieren al riesgo soberano del país. Los mercados emergentes también implican riesgos internacionales, incluyendo fluctuaciones de los tipos de cambio y devaluaciones de monedas. Si un bono es emitido en la moneda local, el tipo de cambio del dólar con respecto a esa moneda puede afectar el rendimiento de forma positiva o negativa. Si usted no desea participar en bonos con riesgo de monedas, puede invertir en bonos con denominación en dólares, o emitidos solo en dólares estadounidenses.

Primas de riesgo: es lo que se le paga por encima del rendimiento de una inversión libre de riesgo. En otras palabras, es el diferencial de rendimiento que recibe un inversor por asumir un nivel de riesgo más alto.

Diferencial: un diferencial mide la diferencia entre el rendimiento de un bono del Tesoro y el rendimiento de un bono corporativo de vencimiento similar, pero de menor calidad crediticia.

Vencimiento: a fecha en la que un título puede presentarse al emisor para el pago del valor nominal.

untos básicos (bps): un punto básico es igual a la centésima parte del 1 %, es decir, 130 puntos básicos es igual al 1.30%. Se usa generalmente para denotar un cambio en el porcentaje.

DEFINICIONES DE CALIDAD Y CALIFICACIONES DE CRÉDITO

Standard & Poor's:

Grado de inversión: el emisor de obligaciones AAA tiene una capacidad extremadamente sólida de cumplir con sus compromisos financieros; un emisor de obligaciones AA tiene una capacidad muy sólida de cumplir con sus compromisos financieros. Difiere de los emisores de obligaciones con la máxima calificación solamente en un pequeño grado; un emisor de obligaciones A tiene una capacidad sólida de cumplir con sus compromisos financieros, pero es un tanto más susceptible a los efectos adversos provocados por cambios de circunstancias y condiciones económicas que los deudores en categorías superiores; el emisor de obligaciones BBB tiene capacidad adecuada de cumplir con sus obligaciones financieras, pero las condiciones económicas adversas o las circunstancias cambiantes pueden quizás disminuir su capacidad de cumplir con sus compromisos financieros.

Sin grado de inversión: el emisor de obligaciones BB es menos vulnerable en el futuro cercano que los emisores de obligaciones de calificaciones inferiores. Sin embargo, enfrenta importantes incertidumbres actuales y la exposición a condiciones adversas empresariales, financieras o económicas podría llevar a que el emisor de estas obligaciones no tuviera suficiente capacidad para cumplir con sus compromisos financieros; el emisor de obligaciones B es más vulnerable que el emisor de obligaciones con calificación BB pero es capaz en la actualidad de cumplir con sus compromisos financieros. Las condiciones adversas empresariales, financieras o económicas probablemente perjudicarán su capacidad o su disposición a cumplir con los compromisos financieros; el emisor de obligaciones CCC es vulnerable en la actualidad, y depende de condiciones empresariales, financieras o económicas favorables para cumplir con sus compromisos financieros; el emisor de obligaciones CC es actualmente sumamente vulnerable; el emisor de obligaciones R está bajo supervisión de entes reguladores debido a su condición financiera. Mientras la supervisión por parte de los reguladores esté pendiente, éstos tienen la facultad de favorecer una clase de obligaciones por encima de otras o de pagar algunas obligaciones y no otras; los emisores de obligaciones SD y D no han pagado una o más de sus obligaciones financieras al llegar a su vencimiento. La calificación D se asigna cuando S&P cree que la bancarrota será general y que el emisor de obligación no cumplirá con el pago de todas o de casi todas sus obligaciones al llegar a su vencimiento. La calificación SD se asigna cuando S&D cree que el emisor de obligaciones ha elegido no pagar una emisión específica o una clase de obligaciones

pero continuará cumpliendo con sus obligaciones de pago de otras emisiones o clases de obligaciones en tiempo y forma. Más (+) o menos (-): las calificaciones de AA a CCC pueden ser modificadas agregándole un signo de más o de menos para mostrar la posición relativa dentro de las principales categorías de calificación.

Moody's:

Grado de inversión: Las obligaciones Aaa se consideran como las de mayor calidad, con riesgo mínimo; las obligaciones Aa se consideran de alta calidad y están sujetas a un muy bajo riesgo de bancarrota; las obligaciones A se consideran de grado medio superior y están sujetas a bajo riesgo de crédito; las obligaciones Baa están sujetas a riesgo de crédito moderado, y se consideran de grado medio ya que podrían tener ciertas características especulativas.

Sin grado de inversión: Las obligaciones Ba se consideran que tienen elementos especulativos y están sujetas a un considerable riesgo de crédito; las obligaciones B se consideran especulativas y están sujetas a alto riesgo de crédito; las obligaciones Caa se consideran de poca calidad y están sujetas a un muy alto riesgo de crédito; las obligaciones Ca son altamente especulativas y es probable que en el futuro, o en el futuro cercano, caigan en bancarrota, con alguna perspectiva de recuperación del capital y de los intereses; las obligaciones C son la clase de bonos con la calificación más baja y son generalmente bonos que han caído en bancarrota, con poca perspectiva de recuperación del capital y de los intereses; WR, calificación retirada. Moody's agrega los modificadores numéricos 1, 2 y 3 a cada clase genérica de calificación de Aa a Caa. El modificador 1 indica que la calificación de la obligación se encuentra en el rango superior de su categoría genérica de calificación; el modificador 2 indica que se encuentra en el rango medio; y el modificador 3 indica que la calificación se encuentra en el rango inferior de la categoría genérica de calificación. Cuando Moody's pone a una calificación bajo vigilancia, Bloomberg usa *+ para indicar posibles ascensos, *- para descensos, y * para calificaciones en desarrollo.

Fitch:

Grado de inversión: las calificaciones AAA denotan la más baja expectativa de riesgo de crédito. Solamente se asignan en casos de capacidad sumamente sólida para el pago en tiempo y forma de los compromisos financieros. "AA" denota una calidad de crédito muy alta, además de una muy baja expectativa de riesgo de crédito. Indica una capacidad muy sólida para el pago en tiempo y forma de los compromisos financieros. Esta capacidad no es sumamente vulnerable a eventos imprevistos. "A" denota una calidad de crédito alta con baja expectativa de riesgo de crédito. La capacidad para el pago en tiempo y forma de los compromisos financieros se considera sólida. Sin embargo, esta capacidad puede ser más vulnerable a los cambios de circunstancias o las condiciones económicas que en el caso de calificaciones superiores. "BBB" denota una calidad de crédito buena. Las calificaciones BBB indican que en la actualidad la expectativa de riesgo de crédito es baja. La capacidad para el pago en tiempo y forma de los compromisos financieros se considera adecuada, pero los cambios adversos de circunstancias o de condiciones económicas tienen más probabilidad de socavar esta capacidad.

Sin grado de inversión: "BB" denota calidad especulativa. Las calificaciones BB indican que existe la posibilidad de desarrollar riesgo de crédito, en particular como resultado de cambios económicos adversos con el paso del tiempo. Sin embargo, podría haber alternativas financieras o empresariales para permitir que se cumplan los compromisos financieros. "B" denota una calidad altamente especulativa. Las calificaciones B indican que se está en presencia de un considerable riesgo de crédito, aunque perdura un margen limitado de seguridad. En la actualidad, se cumplen con los compromisos financieros, pero la capacidad para el pago continuo depende de un entorno económico y empresarial favorable y sostenido. "CCC", "CC" y "C" denotan alto riesgo de bancarrota. La capacidad de cumplir con los compromisos financieros depende por completo de desarrollos económicos o empresariales favorables y sostenidos. La calificación CC indica que algún tipo de bancarrota parece probable. Las calificaciones C indican la bancarrota inminente. Las calificaciones D indican que en opinión de las Calificaciones de Fitch un emisor se ha presentado oficialmente a quiebra, administración, concurso de acreedores, liquidación u otro procedimiento formal de cierre, o que ha cesado actividades.

AVISOS DE DIVULGACIÓN

Esta comunicación está dirigida a clientes de International Personal Bank U.S. (IPB U.S.), una división de Citigroup Inc. ("Citigroup") compuesta por los negocios de Citigold® Private Client ("CPC"), Citigold® International ("CI") e International Personal Banking ("IPB") en los Estados Unidos de América. IPB U.S. brinda a sus clientes acceso a una amplia gama de productos y servicios disponibles a través de Citigroup y sus filiales bancarias y no bancarias a nivel mundial (colectivamente, "Citi"). En Estados Unidos, los productos y servicios bancarios son proporcionados por Citibank, N.A. y los productos y servicios de corretaje están disponibles a través de:

- Citi International Financial Services, LLC ("CIFS"), miembro de FINRA y SIPC, un corredor/intermediario registrado ante la Comisión de Valores y Cambio (SEC) que ofrece productos y servicios de corretaje solo a individuos que no son residentes ni ciudadanos de EE. UU. o a entidades no constituidas en EE. UU., o
- Citi Personal Investments International, un negocio de Citigroup Inc., que ofrece valores a través de Citigroup Global Markets Inc. ("CGMI"), miembro de FINRA y SIPC, un corredor/intermediario registrado ante la Comisión de Valores y Cambio (SEC).

Las cuentas de corretaje son administradas por Pershing LLC, miembro de FINRA, NYSE y SIPC. CIFS, CGMI y Citibank, N.A. son filiales bajo el control común de Citigroup Inc. No todos los productos y servicios son proporcionados por todas las filiales o están disponibles en todas las ubicaciones.

Citi Private Bank ("CPB") es un negocio de Citigroup, Inc. ("Citigroup") que brinda a sus clientes acceso a una amplia gama de productos y servicios disponibles a través de Citigroup y sus filiales bancarias y no bancarias a nivel mundial (colectivamente, "Citi"). No todos los productos y servicios son proporcionados por todas las filiales o están disponibles en todas las ubicaciones.

Los productos y servicios mencionados en este documento no se ofrecen a individuos residentes de la Unión Europea, el Espacio Económico Europeo, Suiza, Guernsey y Jersey. Su elegibilidad para productos y servicios en particular está sujeta a una decisión definitiva de nuestra parte. Este documento no es ni debe interpretarse como si fuera una oferta, invitación o solicitud para comprar o vender ninguno de los productos y servicios mencionados aquí a tales individuos.

Las transacciones pueden efectuarse fuera de su país y sin ninguna participación de subsidiaria, sucursal o filial alguna de Citigroup o Citibank en su país. Algunos productos pudieran no estar registrados ante el ente regulador financiero de su país, por lo que no se registrarán ni estarían protegidos por las leyes y regulaciones de su país. Los productos y servicios ofrecidos por Citigroup y sus filiales están sujetos a las leyes y regulaciones aplicables locales de la jurisdicción en la que se ofrezcan y contraten. No todas las cuentas, productos, servicios o los precios están disponibles en todas las jurisdicciones ni para todos los clientes. Su país de ciudadanía, domicilio o residencia podría tener leyes, reglas y regulaciones que rijan o afecten su solicitud y el uso de nuestras cuentas, productos y servicios, incluidas leyes y regulaciones sobre controles de impuestos, divisas y/o capital. Esta comunicación no está dirigida a usted si alguna ley o normativa en su jurisdicción prohíbe o restringe a Citi de ponerla a su disposición. Antes de leerla usted debe constatar que Citi tiene permitido proporcionarle esta comunicación conforme a la legislación y normativa aplicable.

Los datos y la información presentados en esta comunicación pueden ser complejos. Los datos y la información que aparecen en el presente documento no tienen la intención de ser una discusión exhaustiva de las estrategias, conceptos, industrias, compañías, mercados o índices mencionados. Por tanto, los destinatarios de esta comunicación deben obtener asesoría basada en sus propias circunstancias individuales de manos de sus propios consejeros tributarios, financieros, legales u otros acerca de los riesgos y los méritos de cualquier transacción antes de tomar la decisión de proceder con una inversión, y solo tomar dichas decisiones sobre la base de sus propios objetivos, experiencia, perfil de riesgo, recursos y considerar otros factores relevantes más allá de la información y los datos presentados aquí. Citi no actúa como asesor de inversión u otro tipo de asesor, fiduciario o agente y esta comunicación no constituye un asesoramiento legal o impositivo.

Aunque los datos y la información contenida aquí provienen de fuentes que Citi estima como fiables, no se puede asegurar que sean íntegros o exactos y podrían contener información incompleta o resumida. Todo supuesto o información contenida en la presente comunicación constituye una opinión únicamente a la fecha de este documento o en cualquier fecha especificada y está sujeto a cambio sin aviso previo (Citi no tiene obligación alguna de actualizar, modificar o enmendar este informe ni la información contenida en el mismo). Aunque esta comunicación puede contener información histórica y a futuro, el desempeño pasado no es ni una garantía ni un indicio de los resultados futuros, y los resultados futuros pudieran no satisfacer las expectativas debido a una variedad de factores económicos, de mercado u otros. Además, cualquier proyección de riesgo o rendimiento potencial es de carácter ilustrativo y no debe ser tomado como limitaciones del posible máximo de ganancias o pérdidas. Cualquier precio, valor o estimación proporcionado en esta comunicación (aparte de aquellos que se identifican como históricos) es únicamente de carácter indicativo, puede cambiar sin previo aviso y no representa un presupuesto firme referente al precio o el tamaño, ni refleja el valor que Citi podría asignar a un título de su inventario. La información a futuro no indica un nivel en el que Citi esté preparado para hacer una compraventa y podría no representar todos los supuestos y condiciones futuros relevantes. Las condiciones actuales pueden variar de manera sustancial a partir de las estimaciones, lo que pudiera tener un impacto negativo sobre el valor de un instrumento.

Esta comunicación se emite solo con fines informativos y para su discusión, a solicitud del destinatario.

Any forecasts contained herein reflect research published by Citigroup entities. Forecasts are provided for discussion purposes only, are not a guarantee of future performance, and a variety of economic, market and other factors may lead to results that differ materially from any forecast. Actual results may vary from the forecast rates provided herein. Recipients should obtain advice based on their own individual circumstances from their own tax, financial, legal and other advisors about the risks and merits of any transaction before making an investment decision. A menos que se indique lo contrario, (i) no constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún título, instrumento financiero u otro producto o servicio, o para atraer ningún financiamiento o depósito, y (ii) no constituye una solicitud, y (iii) no tiene la intención de ser una confirmación oficial de transacción alguna. Salvo que se indique expresamente lo contrario, la presente comunicación no toma en consideración el perfil de inversión (es decir, los objetivos de inversión, la tolerancia al riesgo, la situación

AVISOS DE DIVULGACIÓN

financiera, entre otras consideraciones) de una persona en particular, y por tanto, las inversiones mencionadas en este documento podrían no ser adecuadas para todos los inversionistas. Citi no actúa como asesor de inversión u otro tipo de asesor, fiduciario o agente. La información contenida en el presente documento no pretende ser una discusión exhaustiva de las estrategias o los conceptos mencionados aquí ni asesoría tributaria o legal. Los destinatarios de esta comunicación deben obtener asesoría basada en sus propias circunstancias individuales de manos de sus propios consejeros tributarios, financieros, legales u otros acerca de los riesgos y los méritos de cualquier transacción antes de tomar la decisión de proceder con una inversión, y solo tomar dichas decisiones sobre la base de sus propios objetivos, su experiencia, su perfil de riesgo y sus recursos. Cualquier pronóstico aquí contenido refleja las investigaciones publicadas por entidades de Citigroup. Las pronósticos se ofrecen para fines de discusión solamente y no son garantía de los resultados futuros; además, son diversos los factores económicos, de mercado y de otra índole que pueden llevar a resultados sustancialmente distintos de cualquier pronóstico. Los resultados reales podrían variar de las tasas pronosticadas indicadas en el presente. Los destinatarios deben obtener asesoría basada en sus propias circunstancias individuales de manos de sus propios asesores impositivos, financieros, legales u otros acerca de los riesgos y los méritos de cualquier transacción antes de tomar la decisión de proceder con una inversión.

El personal de Citi que participó en la preparación de esta comunicación no está conformado por analistas de investigación y la información incluida en esta comunicación no tiene la intención de constituir una "investigación" o un "informe de investigación", según la definición de dicho término en las normativas vigentes. El personal de Citi que participó en la preparación de esta comunicación no está conformado por analistas de investigación licenciados o certificados por FINRA o ningún otro ente regulador estadounidense y, por tanto, podrían no estar sujetos (entre otras cosas) a las restricciones establecidas por FINRA con respecto a las comunicaciones por parte de analistas de investigación con la compañía referida, apariciones públicas por parte de analistas de investigación y compraventa de títulos de una cuenta del analista de investigación. Salvo que se indique lo contrario, toda referencia a un informe de investigación o a una recomendación de investigación no pretende representar el informe completo y no se considera en sí misma una recomendación o el informe de la investigación.

Aunque esta comunicación puede contener información histórica y a futuro, el desempeño pasado no es ni una garantía ni un indicio de los resultados futuros, y los resultados futuros pudieran no satisfacer las expectativas debido a una variedad de factores económicos, de mercado u otros. Además, cualquier proyección de riesgo o rendimiento potencial es de carácter ilustrativo y no debe ser tomado como limitaciones del posible máximo de ganancias o pérdidas. Todos los precios, valores, pronósticos o estimaciones proporcionados en esta comunicación (aparte de aquellos que se identifican como históricos) son únicamente de carácter indicativo, pueden cambiar sin previo aviso y no representan un presupuesto firme referente al precio o el tamaño, ni reflejan el valor que Citi podría asignar a un título de su inventario. La información a futuro no indica un nivel en el que Citi esté preparado para hacer una compraventa y podría no representar todos los supuestos y condiciones futuros relevantes. Las condiciones actuales pueden variar de manera sustancial a partir de las estimaciones, lo que pudiera tener un impacto negativo sobre el valor de un instrumento.

Los puntos de vista, opiniones y estimaciones expresadas en este documento pueden diferir de las opiniones expresadas por otros negocios y filiales de Citi; además, no tienen la intención de ser un pronóstico de eventos futuros, una garantía de resultados futuros ni consejo de inversión y están sujetos a cambios sin previo aviso con base en el mercado u otras condiciones. Citi no tiene la obligación de actualizar este documento y no acepta ninguna responsabilidad por pérdida alguna (bien sea directa, indirecta o consecuente) que surja como resultado del uso de la información contenida en esta comunicación o que se derive de la misma.

Las inversiones en instrumentos financieros u otros productos conllevan un riesgo significativo, incluso la posible pérdida del monto del capital invertido. Los instrumentos financieros y demás productos denominados en moneda extranjera están sujetos a fluctuaciones del tipo de cambio, lo cual pudiera tener un efecto adverso sobre el precio o el valor de una inversión en dichos productos. Esta comunicación no pretende identificar todos los riesgos o las condiciones materiales que podrían estar asociados con la participación en alguna transacción. Citi no asume ninguna responsabilidad por pérdida alguna (bien sea directa, indirecta o consecuente) que surja como resultado del uso de la información contenida en esta comunicación o que se derive de la misma. Todos los precios, valores o estimaciones proporcionados en esta comunicación (aparte de aquellos que se identifican como históricos) son únicamente de carácter indicativo, pueden cambiar sin previo aviso y no representan un presupuesto firme referente al precio o el tamaño, ni reflejan el valor que Citi podría asignar a un título de su inventario. Usted debe comunicarse directamente con su Ejecutivo Financiero si está interesado en comprar o vender instrumentos financieros o cualquier otro producto, o aplicar cualquier estrategia de compraventa que fuera mencionada en esta comunicación.

Los Productos de Inversión de la Banca Minorista (i) no están asegurados por ninguna agencia del gobierno; (ii) no son un depósito ni ningún otro tipo de obligación ni están garantizados por la institución depositaria; y (iii) están sujetos a riesgos de inversión, incluyendo la posible pérdida del capital principal invertido. Antes de participar en estas transacciones, usted debe: (i) asegurarse de haber obtenido y analizado información relevante de parte de fuentes independientes y confiables referente a las condiciones financieras, económicas y políticas de los mercados pertinentes; (ii) determinar si tiene el conocimiento, la sofisticación y la experiencia necesarios en asuntos financieros, de negocios y de inversiones para ser capaz de evaluar los riesgos involucrados, y que usted es financieramente capaz de hacer frente a dichos riesgos; y (iii) determinar, luego de considerar los puntos anteriores, que las transacciones en los mercados de capital son idóneas y apropiadas para sus objetivos financieros, tributarios, de negocios y de inversión.

Una inversión alternativa (es decir, fondos de cobertura, acciones privadas) puede ser altamente ilíquida, especulativa y no adecuada para todos los inversionistas. Las inversiones alternativas son para inversionistas con experiencia y más sofisticados que están dispuestos a correr los altos riesgos económicos asociados con dichas inversiones. Los inversionistas deben analizar y considerar detenidamente los posibles riesgos antes de invertir. Algunos de estos riesgos podrían incluir la pérdida de todo o de una parte sustancial de la inversión debido al apalancamiento, venta al descubierto, o de otras prácticas especulativas; pérdida de liquidez al no haber mercado secundario para el fondo y no se espera que se desarrollen mercados; volatilidad del retorno; restricciones sobre transferencias de intereses en el fondo; posible falta de diversificación que resulta en un mayor riesgo debido a la concentración de la autoridad de comercialización cuando se utiliza un

AVISOS DE DIVULGACIÓN

único asesor; ausencia de información con respecto a las valoraciones y a los precios; estructuras impositivas complejas y demoras en la información de impuestos; menor regulación y tarifas más altas que los fondos mutuos; y riesgo del gestor.

Los factores que influyen en las materias primas en general, componentes de índices compuestos de contratos de futuros para níquel y cobre, que son metales industriales, podrían estar sujetos a una cantidad adicional de factores específicos de los metales industriales que podrían ocasionar la volatilidad de los precios. Estos incluyen cambios en el nivel de actividad industrial que utiliza los metales industriales (incluyendo la disponibilidad de sustitutos como materiales artificiales o sintéticos); interrupciones en la cadena de suministro, desde minería a depósito y fundición o refinería; ajuste de existencias; variaciones en los costos de producción, incluyendo depósito, mano de obra, y costos de energía; costos asociados con el cumplimiento regulatorio, incluyendo normativas medioambientales; y cambios en la demanda de la industria, gobierno, y del consumidor tanto en naciones de consumo individual como a nivel internacional. Los componentes de los índices concentrados en la contratación de futuros en productos agrícolas, incluyendo granos, podrían estar sujetos a una cantidad de factores adicionales específicos de los productos agrícolas que podrían causar la volatilidad de los precios. Estos incluyen condiciones climáticas como, por ejemplo, inundaciones, sequía y heladas; cambios en las políticas del gobierno; decisiones de plantación; y cambios en la demanda para productos agrícolas tanto de usuarios finales como materia prima para diversas industrias.

A menudo, Citi actúa como emisor de instrumentos financieros y otros productos, como creador de mercado y negocia como capital en muchos instrumentos financieros diferentes y otros productos y se puede esperar que realice o busque realizar actividad bancaria inversionista y otros servicios para el emisor de dichos instrumentos financieros u otros productos. El autor de esta comunicación puede haber discutido la información contenida en la misma con otros dentro y fuera de Citi, además, el autor y/o cualquier otro integrante del personal de Citi pudiera ya haber actuado con base en esta información (incluso por la compra-venta para las cuentas exclusivas de Citi o por la comunicación de la información contenida en la misma a otros clientes de Citi). Citi, el personal de Citi (incluso aquellos a los que el autor pudiera haber consultado durante la preparación de esta comunicación) y otros clientes de Citi pueden tener posiciones largas o cortas en cuanto a los instrumentos financieros u otros productos a los que se hace referencia en esta comunicación, pueden haber adquirido dichas posiciones a precios y en condiciones de mercado que ya no están disponibles, y pueden tener intereses diferentes o adversos a sus intereses como cliente.

Ni Citi ni ninguna de sus filiales pueden aceptar responsabilidad por el tratamiento tributario de producto de inversión alguno, sin importar si la inversión fue comprada o no por un fideicomiso o una empresa administrada por una filial de Citi. Citi presupone que, antes de realizar compromiso de inversión alguno, el inversionista y, cuando corresponda, sus beneficiarios efectivos, han tomado cualquier asesoría tributaria, legal u otra que el inversionista/los beneficiarios efectivos consideren necesaria y han tomado medidas para dar cuenta de cualquier impuesto legalmente debido sobre la renta o las ganancias que surjan de cualquier producto de inversión proporcionado por Citi. Esta comunicación es para el uso exclusivo de los destinatarios a los que va dirigida y puede contener información confidencial de Citi que no puede ser reproducida o divulgada, en su totalidad o en parte, sin el permiso previo de Citi. La forma de divulgación y distribución puede ser restringida por las leyes o las regulaciones en ciertos países. Las personas que tomen posesión de este documento deben informarse en cuanto a dichas restricciones y respetarlas. Citi no acepta ninguna responsabilidad en lo absoluto por los actos de terceros en este respecto. Cualquier uso, duplicado o divulgación no autorizada de este documento está prohibido por la ley y puede resultar en una acción legal.

Citi y sus filiales pueden estar actuando en un número de capacidades en conexión con los instrumentos en el presente. Citi, y cada filial que actúe en cualquier capacidad, solo tendrá los deberes y las responsabilidades que dicha entidad haya acordado asumir en la capacidad que corresponda, y no se considerará, a razón de que Citi o cualquier filial actúe en dicha capacidad, que tengan otros derechos o responsabilidades ni se considerará que se deba guiar por un estándar de cuidado diferente al proporcionado expresamente con respecto a cada una de dichas capacidades.

La diversificación de la cartera es un elemento importante que el inversionista debe considerar al tomar decisiones de inversión. Las posiciones concentradas pueden implicar mayores riesgos que una cartera diversificada. Hay muchos factores que influyen para determinar si una cartera de inversión está lo suficientemente diversificada. Algunos de los factores podrían no resultar evidentes en una revisión de los activos dentro de su(s) cuenta(s) de Citi. Por consiguiente, es importante que usted revise detenidamente toda su cartera de inversiones para asegurar que cumple con sus metas de inversión y está dentro de sus parámetros de tolerancia al riesgo, incluyendo sus objetivos de diversificación de inversiones. Para discutir la distribución de activos y las estrategias posibles para reducir el riesgo y/o la volatilidad de una posición concentrada, comuníquese con su Ejecutivo Financiero de Citi.

Citigroup Global Markets Inc. Citi Research es una división de Citigroup Global Markets Inc. Citi Research se dedica a brindar a la compañía percepciones geográficas, económicas, del sector y de la compañía a los clientes de todo el mundo. La unidad incluye investigación de acciones y renta fija, análisis económico y del mercado y análisis de productos específicos.

PRODUCTOS DE INVERSIONES Y SEGUROS: NO ESTÁN ASEGURADOS POR LA FDIC

- NO SON UN DEPÓSITO BANCARIO • NO ESTÁN ASEGURADOS POR NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL
- NO SON UNA GARANTÍA BANCARIA • PODRÍAN PERDER VALOR



SAMPLE