

Perspectivas Globales de Inversión

Octubre 2018



Contenido

- Síntesis Global

- Renta Variable

- Deuda Internacional

- Deuda Local

- Monedas

- Moneda Nacional

- Tópico Especial

- Asignación por Activos

- Contribuidores

- Aviso Legal

Síntesis Global

Durante septiembre octubre las condiciones financieras mejorarán para la gran mayoría de los mercados emergentes (EM) explicado primordialmente por la implementación de “sólo” 10% de tarifas a las importaciones provenientes de China hacia EEUU, por la oportunidad que representaban las valuaciones en EM y por el incremento en tasas de interés de referencia por parte de Bancos Centrales en algunas economías de mercados emergentes como Turquía (incremento de 625pb), Argentina, Rusia (sorprendió al mercado), India, Indonesia y Filipinas.

¿Significa esto que la volatilidad en mercados emergentes ha terminado? En nuestra opinión no. Creemos que algunas economías de EM continuarán enfrentando retos, especialmente aquellos con déficit de cuenta corriente amplios (mayor a 3% PIB). Además, anticipamos que EEUU implementará a partir del 1ro de enero de 2019 un 25% de tarifas a \$200 mil millones de dólares a las importaciones provenientes de China, escalando nuevamente el conflicto de tensiones comerciales. En nuestra opinión, el comportamiento del Yuan deberá ser un factor importante en la estabilidad de monedas de mercados emergentes.

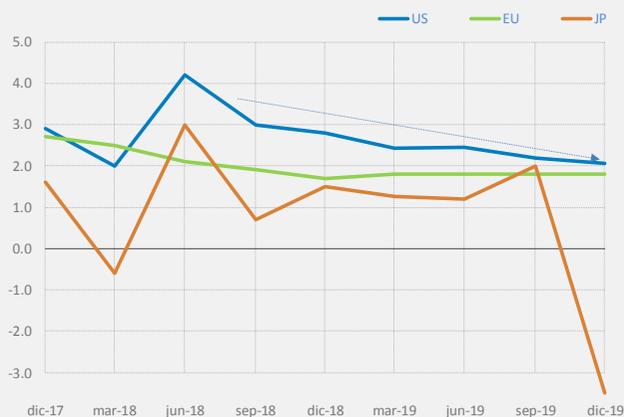
Destaca, además, la divergencia de crecimiento económico entre EEUU y el resto del mundo. En

nuestra opinión, mientras esta divergencia siga siendo amplia en favor de EEUU, los inversionistas mantendrán sus portafolios invertidos en activos en ese país y la posibilidad de ver una rotación hacia otras regiones será baja. De acuerdo al consenso de Bloomberg, EEUU continuará creciendo por arriba de su potencial por lo menos hasta el 1S19. Otro aspecto que debe ser tomado en cuenta por los inversionistas es el incremento gradual de tasas por parte de la Reserva Federal (FED), lo cual seguirá incrementando el costo del dinero en dólares. El mercado anticipa que la FED incrementará su tasa de fondos federales cuatro veces más (curva OIS) desde hoy hasta finales del 2019. Esto podría seguir manteniendo una fortaleza en el dólar americano (USD) para las próximas semanas.

Nuestro mensaje es simple: mientras continúen las tensiones comerciales entre EEUU y China (con la posibilidad de una depreciación adicional del yuan) en combinación con una Reserva Federal que no ha terminado su ciclo restrictivo, el desempeño de los activos de mercados emergentes se mantendrá volátil.

Reconocemos, sin embargo, que el riesgo comenzará a ser asimétrico en la medida en que el mercado comience a descontar al 100% el ciclo restrictivo del FED. Otro de los riesgos a nuestro escenario planteado para EM, son las elecciones intermedias en EEUU (6 de noviembre). De confirmarse el triunfo del partido demócrata en la cámara baja, esto podría reducir la probabilidad de que en EEUU se lleve a cabo un nuevo impulso fiscal, en esta ocasión para el sector de infraestructura. Estos dos factores podrían ponerle un freno a la apreciación del USD y con ello la oportunidad de que las medidas de política fiscal y monetaria que se han estado implementando en algunos países de mercados emergentes comiencen a materializarse.

PIB realizado y estimado (desestacionalizado anual)



Fuente: Bloomberg

OIS 1Año en 1Año



Fuente: Bloomberg

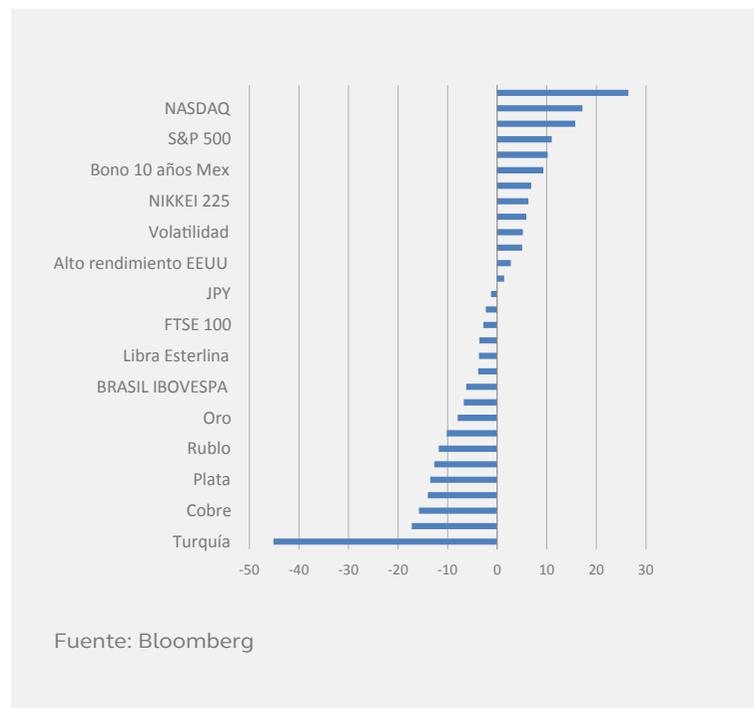
Renta Variable

En esta ocasión dedicamos el segmento de renta variable a analizar los primeros 3 trimestres del 2018. Al principio de este año el panorama que veíamos para el activo de renta variable era optimista y partíamos de los supuestos económicos de una economía global con un buen comportamiento y estímulos adicionales en Estados Unidos en materia fiscal que podrían ayudar a las utilidades de las compañías. El posicionamiento favorecía a los mercados emergentes, europeos, sectores cíclicos y todo aquello relacionado con una expansión económica que todavía tendría meses para favorecer el apetito de riesgo en los portafolios.

No obstante, al cierre de septiembre de 2018 pocos mercados han tenido el comportamiento que se esperaba a principios de año, el caso más marcado es el mercado americano el cual, por la divergencia que hemos observado en la actividad económica, justifica los rendimientos diferenciales en las regiones y países de renta variable. Esta divergencia la comenzamos a ver en mayo, después del ajuste de enero en los mercados internacionales, el mercado americano comenzó a comportarse mejor que los mercados europeos, asiáticos, algunos en Latinoamérica y economías emergentes. La mayoría de los participantes de mercado apuntan a que una de las principales razones de este efecto es la fortaleza del dólar, pero realmente podría haber más de una razón específica y nosotros creemos que así ha sido.

Para el caso de la bolsa mexicana de valores, el retorno en este año ha sido muy moderado pero positivo y los

factores de riesgo que observábamos en el entorno para 2018 se han resuelto (elecciones y TLCAN ahora USMCA) y la bolsa se ha mantenido en un rango entre 48 mil puntos y los 50 mil puntos. En la siguiente gráfica podemos observar el retorno por clase de activo al cierre de octubre.



Una vez dicho esto, de no haber ajustado nuestra estrategia de inversión, nuestras ideas de convicción hubieran tenido rendimientos por debajo de los diferentes portafolios de referencia (o por su nombre en inglés benchmarks) y con rendimientos muy negativos. Nuestro proceso de inversión e interacción en los diferentes Comités de Inversiones desde el mes de febrero nos ayudó a posicionar los portafolios de una forma más cautelosa y creemos que para este último trimestre del año seguiremos con esa tendencia a un posicionamiento más cauteloso, pero buscando oportunidades atractivas en los diferentes mercados de renta variable.

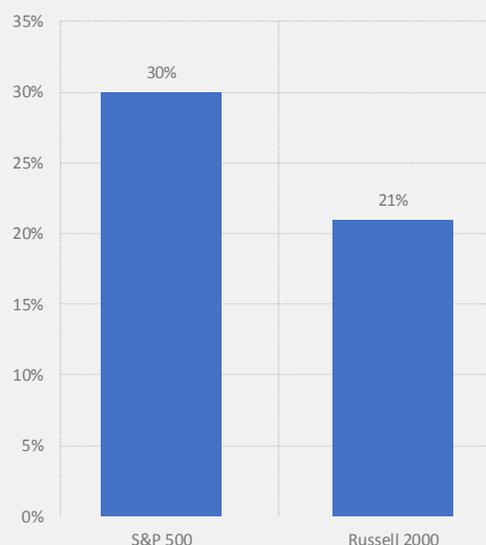
En términos macroeconómicos siguen mostrando una tendencia favorable en Estados Unidos y la divergencia que comenzamos a observar en mayo se mantiene, algo que ayuda a soportar nuestra tesis de inversión. Los diferentes reportes de empleo, confianza y manufactura en Estados Unidos también soportan esta tesis; cuando observamos los comentarios de las encuestas de gerentes de compra del sector Manufacturero en Estados Unidos (ISM por sus siglas en inglés) vemos el nivel de optimismo en las compañías como primer factor seguido de presiones en precios, falta de mano de obra y las tarifas. En estos comentarios existen dos de nuestros riesgos que vemos en el mercado y que tocaremos un poco más adelante, la guerra comercial y la presión inflacionaria.

Para nosotros como inversionistas el panorama para este último trimestre del año incluye una serie de preguntas a responder y las 2 más importantes que estamos discutiendo internamente para el posicionamiento de los portafolios son las siguientes:

La primera tiene que ver con la guerra comercial entre Estados Unidos y China. Lo que hemos visto es que la imposición de tarifas ha sido detonada principalmente por Estados Unidos y China ha respondido poco con tarifas hacia Estados Unidos, la mayor discusión dentro del equipo de inversiones es si creemos que esto puede terminar en un acuerdo más favorable hacia Estados Unidos de forma relativamente rápida (3 a 6 meses) o bien si esto se puede convertir en una dinámica como la guerra fría con Rusia y tener ciclos positivos y negativos pero una duración mucho mayor a 12 meses.

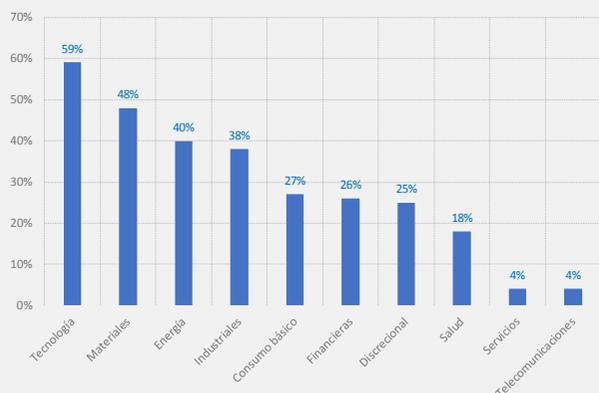
La segunda pregunta tiene que ver con la divergencia de crecimiento en Europa y China y lo vemos relacionado con el primer punto de la guerra comercial. ¿Será que estructuralmente el crecimiento económico en Europa sigue de forma débil por los siguientes 12 meses y las medidas de China tienen un impacto menor en el estímulo económico? Esto podríamos pensar que en algún punto podría lastimar el crecimiento de utilidades en Estados Unidos además del resto del mundo. Estados Unidos pudiera parecer inmune a los problemas de crecimiento en el resto del mundo, pero la exposición global dentro del índice S&P 500 es alrededor del 30% y los sectores están expuestos de diferente forma por lo cual hay que estar pendientes de las expectativas del mercado de crecimientos en utilidades si esta divergencia continúa y se acelera y empieza a tener un impacto colateral.

Exposición de ventas de empresas a mercados fuera de EEUU



Fuente: Bloomberg

Exposición de ventas de empresas del S&P 500 a mercados fuera de EEUU por sector



Fuente: Bloomberg

Ante un escenario como el actual un portafolio balanceado y bien diversificado ha permitido soportar la alta volatilidad durante 2018 la cual esperamos que continúe para este último trimestre. Las oportunidades que estamos viendo en mercados emergentes son en países en donde las valuaciones son más atractivas y no tienen condiciones internas negativas, el mejor ejemplo es el de China contra Turquía en donde los dos países parecen estar muy atractivos en términos de valuación pero hay diferencias muy importantes en las condiciones de esta valoración. En Turquía, la situación puede hacer que el mercado permanezca barato por un mayor tiempo mientras que en China, la selectividad de sectores o industrias tiene catalizadores diferentes para una tesis de inversión.

Como conclusión para el posicionamiento en este mes y el panorama para el último trimestre del año, nuestra preferencia por sectores

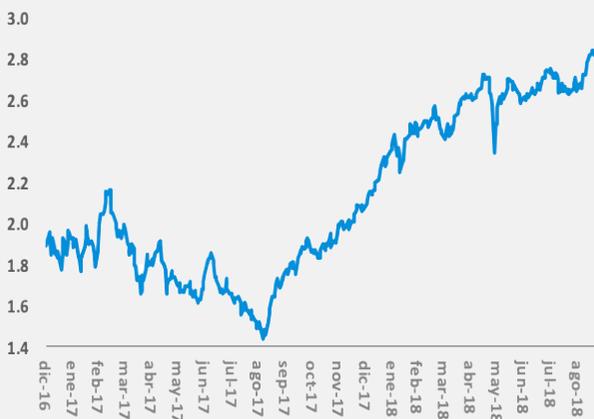
defensivos con valoraciones atractivas sigue siendo válida y agregamos algunos sectores cíclicos de forma muy selectiva como el caso de energía al tener un comportamiento favorable en los precios del petróleo. La segunda tesis de inversión sobre mercados emergentes y Europa es que hay oportunidades dentro de esta clase de activo en renta variable, pero tenemos que ser muy selectivos en la exposición y buscar catalizadores de mediano y largo plazo para evaluar la alta volatilidad que han tenido estas regiones.

Deuda Internacional

En contraste con el comportamiento de las tasas de interés en mercados emergentes que registraron un ajuste a la baja (después de haber alcanzado máximos de algunos años), las tasas de interés en mercados desarrollados (EEUU, Europa, Japón y Reino Unido) registraron incrementos a lo largo de los distintos nodos de sus curvas de rendimiento.

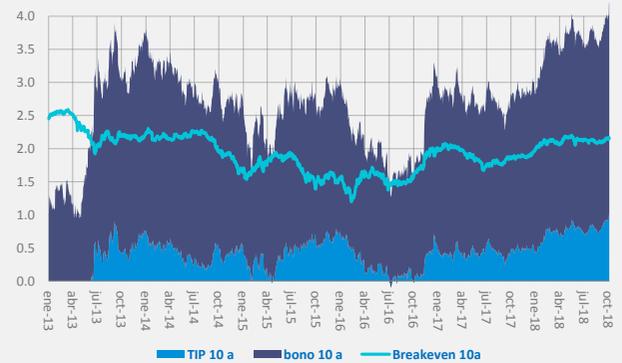
Destaca el alza en tasas de interés de EEUU, el cual ha tenido un ajuste importante tanto en tasas nominales como en tasas reales. Dado el sólido comportamiento de la economía americana, los inversionistas comienzan a descontar que el FED continuará con su incremento de tasas similar a los que se ha dado a conocer en su guía de puntos (DOTS por sus siglas en inglés). Es importante señalar que el ajuste en las tasas de interés en EEUU no obedece a mayores expectativas de inflación, sino a tasas reales más altas asociadas a una tasa neutral en ese país cada vez más alta.

Futuro Fed Dic. 19



Fuente: Bloomberg

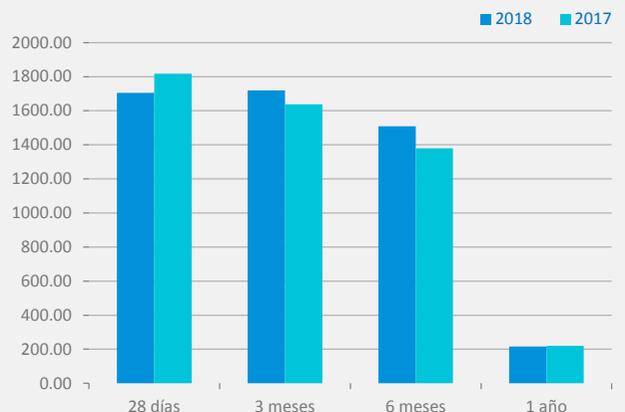
Bonos vs breakevens



Fuente: Bloomberg

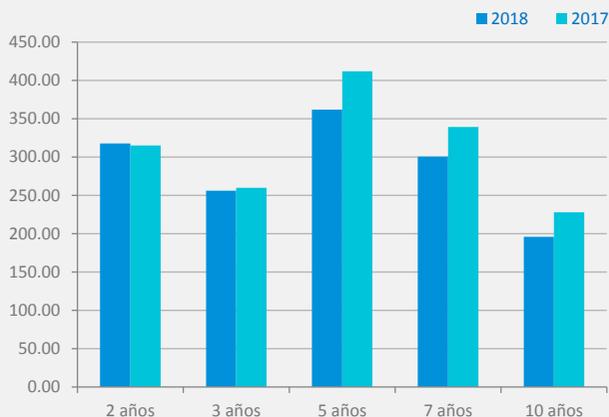
El sólido comportamiento de la actividad económica en EEUU, señalado arriba, el proceso de normalización de la política monetaria en EEUU, a través del desarme de la hoja de balance, y la mayor necesidad de financiamiento del gobierno de ese país son factores que inciden y explican el comportamiento de las tasas de interés, en nuestra opinión.

Emisión de deuda de EEUU en lo que va del año



Fuente: Bloomberg

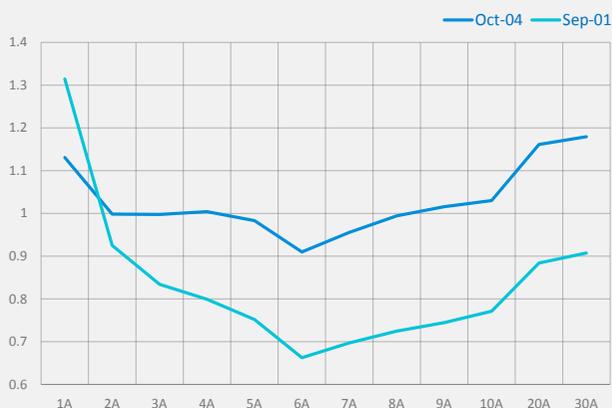
Emisión de deuda de EEUU en lo que va del año



Fuente: Bloomberg

Es importante destacar que la curva de rendimiento de TIPS (asas ligadas a la inflación) han registrado un comportamiento al alza durante todo 2018, en donde el mes de septiembre no fue la excepción (durante el mes subieron alrededor de 15 puntos base). Esto, en nuestra opinión, podría indicar que la tasa natural de corto plazo de la Reserva Federal (r^*) se encuentra por encima de la tasa natural de largo plazo, favoreciendo a que continúen el proceso de normalización de la política monetaria en ese país.

Curva de bonos EEUU ligados a inflación



Fuente: Bloomberg

Otro evento que no deja de ser importante es la situación en Italia, donde la deuda soberana italiana sigue en niveles elevados. Recientemente el gobierno italiano presentó un presupuesto con 2.4% de déficit para el 2019. Esto está dentro del límite establecido por la Unión Europea, pero tiene algunas implicaciones de sostenibilidad ya que el crecimiento no se ha acelerado, aunque aparentemente tendrán que ajustar el déficit a 2.2% para 2020 y 2% para 2021, no queda claro que este vaya a ser el caso ya que sigue habiendo comentarios por parte de altos mandatarios que manifiestan fuerte inconformidad con las políticas que impone la Unión

Bono a 10 años de Italia



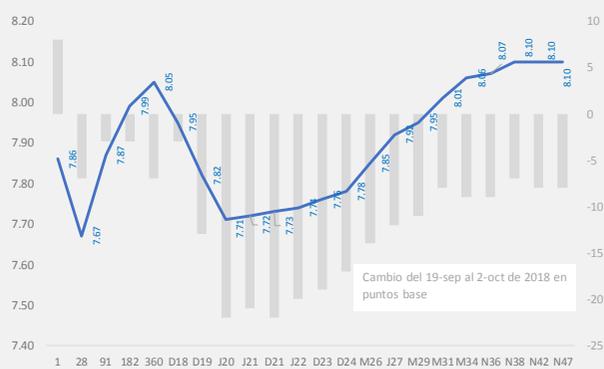
Fuente: Bloomberg

Deuda Local

Varios de los riesgos a los que han tenido que enfrentar los inversionistas con exposición a México están ahora ya concluidos: 1) La elección presidencial y 2) La renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) ahora llamado Acuerdo Comercial entre Estados Unidos, México y Canadá (o USMCA por sus siglas en inglés). La deuda local ofrece una de las tasas reales más altas en todo el universo de mercados emergentes. Creemos que de confirmarse un presupuesto para 2019 que respete un balance primario cercano al 0.8% PIB, el mercado de deuda deberá de tener un comportamiento positivo hacia adelante.

En las últimas semanas las tasas en la parte media de la curva (hasta 7 años) han registrado un importante rally de 20 puntos base, mientras que la parte larga de la curva (de 10 a 30 años) han mostrado un rally más modesto. Creemos que una de las explicaciones de este comportamiento podría estar asociado con la preocupación de los inversionistas entorno a como se financiará la mayor inversión en Pemex

Curva de rendimiento local (%)

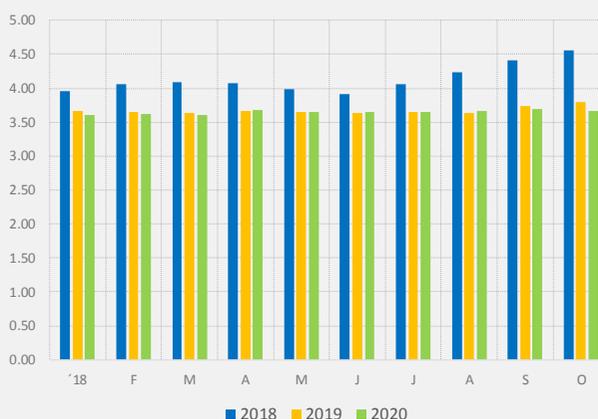


Fuente: Bloomberg

que la administración que está por entrar ha señalado como uno de sus proyectos importantes. Hasta que el mercado no tenga claridad sobre este financiamiento, la parte larga de la curva podría tener poco interés por parte de los inversionistas.

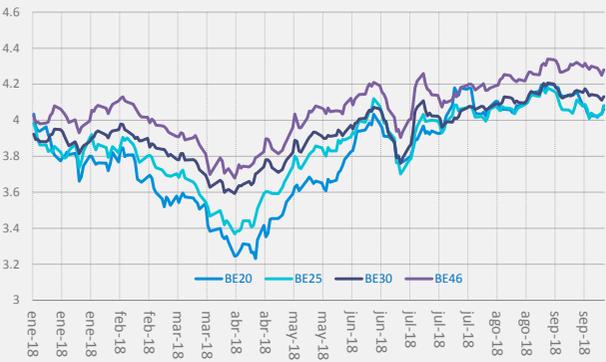
Por otra parte, llama nuestra atención que a pesar de que las expectativas de inflación para 2019 y 2020 se mantienen por debajo del 4.0%, las inflaciones implícitas en el mercado se encuentran por encima de ese nivel. Creemos que existe un riesgo para las inflaciones implícitas de plazos largos (llamado breakeven en inglés) en caso de que la inflación comience a converger a lo estimado por el mercado y por las proyecciones dadas a conocer por Banxico en el reporte trimestral. Sin embargo, de corto plazo prevemos que existe un riesgo que la inflación termine en un rango de 4.5% - 4.7% en 2018 explicado principalmente por la presión de precios del gas y gasolina en el INPC que podría seguir impulsando las inflaciones implícitas de plazos cortos.

Expectativa de inflación encuesta Banxico



Fuente: Banco de México

Breakevens

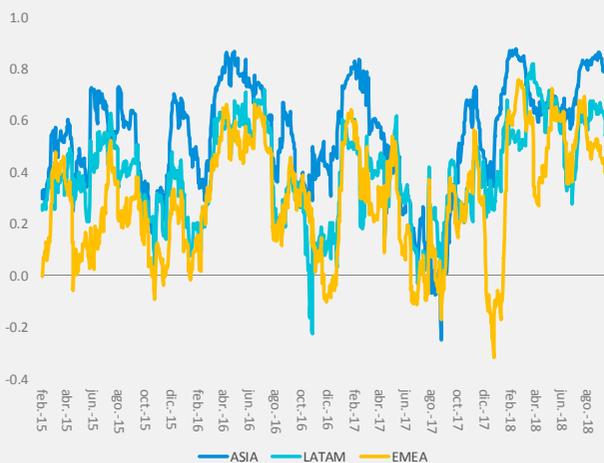


Fuente: Bloomberg

Monedas

Seguimos creyendo que uno de los principales riesgos para las monedas de mercados emergentes es una depreciación adicional en el yuan (CNY). Desde el cierre de enero de este año, el CNY se ha depreciado 8.62% frente al dólar. Como lo expresamos en nuestro documento de julio, el yuan exhibe una correlación alta con el dólar americano con lo cual, en caso de que el CNY retome su tendencia de depreciación en anticipación al 25% de tarifas que les impondrá EEUU a las importaciones de China en enero de 2019, creemos que las monedas de mercados emergentes (especialmente Asia) deberán de reflejar una depreciación en sintonía con el yuan (aunque de menor magnitud) para mantener la competitividad de sus exportaciones.

Correlación de canasta de monedas vs CNY (promedio de 30 días)



Fuente: Bloomberg

A pesar de que el gobierno chino ha estipulado que sigue el comportamiento de una canasta de monedas para determinar el rango de fluctuación de su

moneda de $\pm 2.5\%$, el CNY se encuentra pegado al rango alto de su límite.



Fuente: Bloomberg

Finalmente, cabe señalar que después del incremento de tasas por parte del FED de 25pb, el USD ha comenzado a apreciarse nuevamente. Destaca la reducción en el mercado de basis swap (costo de intercambio de una moneda por otra a un plazo específico), el cual señala que el mercado ha aprovechado para nuevamente construir posiciones largas en USD dado el abaratamiento que observó esta moneda antes de la reunión de política monetaria del FED a finales de septiembre.

3M Basis EURUSD



Fuente: Bloomberg

Tópico Especial

Valentín Carril, Economista en Jefe de Latinoamérica y Director en Jefe de Asset Allocation en Latinoamérica

Los EEUU y Canadá llegaron a un acuerdo según el cual este último se unirá al reciente acuerdo entre México y los EEUU para reemplazar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte TLCAN por el Acuerdo Comercial entre Estados Unidos, México y Canadá (por sus siglas en inglés USMCA) que también en inglés es una abreviación de los EEUU, México y Canadá. El nuevo acuerdo actualiza el anterior con normas dirigidas a temas nuevos como los servicios digitales, así como se modifican otras protecciones en distintos sectores. Más allá de los detalles, el acuerdo fue bien recibido por los mercados. Sin embargo, potencialmente mucho más importante es la posibilidad que este acuerdo le abre a los EEUU para concentrarse fuertemente en China, país que representa cerca de la mitad del déficit comercial del país del norte. Considerando lo anterior, parece probable que la incertidumbre relacionada al tema comercial y más ampliamente a la relación económica y financiera entre los EEUU y China va a causar aumentos de incertidumbre a corto plazo, con resultados inciertos a mediano y largo plazo.

Esta incertidumbre, aunque a veces se menciona que afecta a los mercados emergentes, en realidad no afecta a todos los emergentes ni tampoco sólo a países considerados emergentes. Por un lado, está el impacto directo sobre la economía de China, lejos la mayor de las emergentes. Las relaciones comerciales

de China transmiten lo anterior principalmente dentro de Asia y a través de las dudas en términos de la demanda futura de ese país por insumos primarios (o commodities por su nombre en inglés), afecta de manera relevante a los países exportadores de éstas, principalmente de metales como el hierro y el cobre. En este caso podemos encontrar países desarrollados como Australia y emergentes como Brasil. Por otra parte, México, una economía emergente que no tiene insumos primarios como su principal fuente de sus exportaciones.

El otro gran riesgo, y en nuestra opinión más significativo para los mercados emergentes, es el proceso de normalización de la política monetaria que está llevando a cabo principalmente los EEUU, pero que también ha comenzado lentamente en Gran Bretaña, así como ya anunciado en la zona Euro. En efecto, la FED ya comenzó a reducir su balance en lo que en efecto es lo opuesto a las grandes expansiones cuantitativas que se utilizaron luego de la crisis de 2008. La diferencia es que este proceso se espera sea muy pausado de modo tal de no afectar negativamente la evolución de la economía. El Banco Central de Gran Bretaña elevó su tasa de interés de referencia desde 0,5% a 0,75% en agosto recién pasado, su primera alza desde la crisis. Por su parte, el Banco Central Europeo espera eliminar sus actuales compras de bonos a partir de enero de próximo año, con lo cual se finaliza la política monetaria “no convencional” aunque ha indicado que sólo aumentará su tasa de referencia luego de un período “prolongado”. Será muy importante para ese proceso la evolución de Italia, país cuyo gobierno se encuentra altamente

endeudado y donde la tasa de interés del bono soberano a 10 años tuvo un aumento muy relevante en mayo del presente año, aumento que no se ha corregido y que podría complicar el manejo de las cuentas fiscales. La preocupación de los mercados aumentó a raíz de la presentación de un presupuesto con un déficit esperado mayor que lo que se considera necesario para estabilizar la relación deuda fiscal a PIB.

En todo caso es bueno recordar que la economía mundial sigue mostrando un excelente crecimiento a pesar de los diversos riesgos e incertidumbres. Esto se debe a que la actividad económica de Europa, si bien se ha moderado, sigue estando en torno a su potencial, la de China se ha sostenido en niveles muy elevados y la de los EU ha superado consistentemente las expectativas, además del efecto de otros países de menor relevancia como India, que muestra un crecimiento superior al 7%.

Asignación por Activos

Tipo de activo	Visión actual		
	Sub-ponderado	Neutral	Sobre-ponderado
Renta Variable Local			
Renta Variable Internacional			
Deuda Gubernamental			
Deuda Gubernamental Internacional			
USD / EUR			
JPY / USD			
MXN / USD			
Monedas EM			

Posición actual

Posición anterior

Contribuidores

ASSET MANAGEMENT

Contribuidores

Juan M. Veron, CFA

Chief Investment Officer
Veron.juan@principal.com

David Jaime

Director Asset Allocation
Jaime.david@principal.com

Omar Morales

Director de Inversiones Fondos de Inversión
Morales.omar@principal.com

Oscar Lopez, CFA

Portafolio Manager
Lopez.oscar@principal.com

Jose Carlos Jaime, MSc.

Analista Sr. Asset Allocation
Jaime.josecarlos@principal.com

VENTAS

Contactos

Luis Lozano

Director General de Fondos de Inversión
Lozano.luis@principal.com

Ana Lorrabaquio

Director Comercial de Distribuidores y Bancos
Lorrabaquio.ana@principal.com

Francisco Villa

Director Comercial de Soluciones Institucionales
Villa.francisco@principal.com

Jorge Giron

Sub-Director de Producto y Soporte Comercial
Giron.jorge@principal.com

Aviso Legal

Fuente de Información: Bloomberg, Banco Internacional de Pagos, Fitch Rating e información propia, con datos al cierre de septiembre de 2018

La información contenida en el presente documento es realizada por Principal Fondos de Inversión, S.A. de C.V. Operadora de Fondos de Inversión, Principal Grupo Financiero con datos provenientes de fuentes confiables; sin embargo, ni Principal Fondos de Inversión, ni ninguno de sus ejecutivos, empleados o directivos, puede garantizar la exactitud o exhaustividad de esta información, por lo que no asume responsabilidad alguna por cualquier error u omisión en ella, así como por los resultados obtenidos ni de la interpretación que de los mismo se haga. Esta información no supone una recomendación de inversión personalizada y no pretende reemplazar el asesoramiento, por lo le sugerimos consultar a su asesor de inversiones. Los rendimientos históricos no garantizan rendimientos similares en el futuro; antes de llevar a cabo cualquier inversión deberá recibir o consultar en nuestra página web la guía de servicios de inversión y el prospecto de información al público inversionista de cada uno de los fondos que aquí se mencionan. Las comisiones y riesgo que implica invertir en los Fondos de Inversión las puede consultar en el Prospecto Particular de los fondos en la sección "Costos, Comisiones y Remuneraciones" y "Riesgos y Asociados" respectivamente. Principal Fondos de Inversión, S.A. de C.V. Operadora de Fondos de Inversión, Principal Grupo Financiero. Horario de atención: lunes a viernes de 8:30 am a 18:00 hrs. Teléfono: 01 800 2774 624 Para más información consultar www.principal.com.mx.