



*Investment Management Consultants  
A Registered Investment Adviser*

---

**COMENTARIO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL  
CUARTO TRIMESTRE Y AÑO 2016  
© 2016 CONSULTIVA INTERNACIONAL INC.**

---

---

**TABLA DE CONTENIDO**

---

<b><u>Tema</u></b>	<b><u>Página</u></b>
Acontecimientos económicos más destacados	2
Resumen de los mercados de capital	4
Desempeño de los mercados de acciones	5
• Acciones comunes de EE.UU.	5
♦ Sectores de calidad	6
♦ Sectores económicos	7
♦ Pago de dividendos	8
♦ Precios de la vivienda en EE.UU.	10
• Acciones comunes internacionales	12
Desempeño de los mercados de ingreso fijo	13
• Bonos locales de EE.UU.	13
• Otro ingreso fijo	15
• Bonos internacionales	15
• Divisas	16
Desempeño de las inversiones alternativas	17
• Bienes raíces de EE.UU.	17
• Otros bienes raíces	18
• Productos básicos	18
• Estrategias de cobertura de riesgo	19
• Capital privado	21
Puerto Rico	23
Conclusión	24
Descargo de responsabilidad	25

---

## ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS MÁS DESTACADOS

---

Donald Trump acaba de heredar una de las economías más fuertes que se le hayan legado a un nuevo presidente en la historia reciente (a base del producto interno bruto [PIB] del 3er trimestre). Desde la década de 1970, solo George H.W. Bush y Jimmy Carter asumieron el cargo con tasas de crecimiento del PIB más altas. Lo que es más, las ambiciones favorables a los negocios anticipadas por Trump en lo relacionado con los impuestos, el comercio y las regulaciones han levantado el ánimo de los inversionistas y han hecho que las **acciones** de EE.UU. alcancen cifras récord. El Índice S&P 500 subió un 3.8% para el 4to trimestre del 2016 y un 12.0% para el año. Las acciones de pequeña capitalización, según el Índice Russell de 2000 Acciones, subieron un 8.8% para el trimestre y un 21.3% para el año.

En cambio, al **mercado de bonos** no le fue tan bien, sobre todo después de la elección presidencial. La posibilidad de un incremento del gasto fiscal causó preocupaciones en cuanto a un aumento de la inflación y una intensificación de la política monetaria restrictiva, lo que provocó una fuerte liquidación en los bonos del Tesoro de EE.UU. La rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años aumentó 85 puntos básicos: su mayor incremento trimestral desde 1994. El 2016 fue volátil para los bonos: la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años comenzó en un 2.27%, sufrió una baja récord de 1.37% en julio (luego del *Brexit*) y finalizó el año mucho más alta, en un 2.45%.

El **panorama económico en EE.UU.** continuó mejorando durante los últimos trimestres del 2016. El PIB del 3er trimestre se revisó a un 3.5% más (un 1.7% con respecto al mismo periodo del año anterior): el mayor aumento trimestral en dos años. El desempleo registró su mayor baja en nueve años (un 4.6%) en noviembre y las reclamaciones de desempleados permanecieron relativamente moderadas. Las nuevas solicitudes de subsidio por desempleo bajaron a menos de 300,000 a principios del 2015 y se mantuvieron por debajo de ese nivel clave por más de 90 semanas: su racha más larga desde 1970. El rastreador salarial de la Reserva Federal de Atlanta, el Wage Growth Tracker, reveló que los salarios mejoraron un 3.9% en octubre y noviembre: su recuperación más rápida desde noviembre del 2008. Los precios de la vivienda residencial alcanzaron un alza récord en octubre; el S&P CoreLogic Case-Shiller U.S. National Home Price Index<sup>®</sup> subió un 5.6% en octubre para el periodo retrospectivo a 12 meses. En noviembre, el precio medio de una vivienda unifamiliar existente fue el más alto en la historia: \$282,341. La venta de vivienda residencial nueva y existente también tuvo ganancias considerables, quizás estimuladas por la avalancha de compradores que intentaba asegurarse las tasas hipotecarias. La confianza de los consumidores llegó a su nivel más alto en 15 años en diciembre (113.7), según el Índice de Confianza de los Consumidores de Conference Board. Las ventas de automóviles van de camino a batir el récord del año pasado, que fue de 17.5 millones de vehículos ligeros. Incluso el sector de la manufactura dio señales de mejora y el Índice Compuesto de ISM, que mide la actividad en el sector fabril, mostró constantes ganancias durante el trimestre.

La **inflación**, aunque se mantiene benigna, continúa subiendo. Para el periodo retrospectivo a 12 meses, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió un 2.1% en diciembre: su mayor alza desde el 2014. El IPC Básico (sin incluir Alimentos y Energía) estuvo un tanto más alto, en un 2.2%. Esto también representó un incremento mayor que el promedio de aumento anual de 1.8% durante los últimos 10 años. La medida preferida de la Reserva, el Índice de Gastos Personales de Consumo, subió un 1.4% durante el periodo de 12 meses que finalizó en

noviembre, pero sigue estando por debajo de la tasa objetivo de 2%. Los precios del petróleo alcanzaron su nivel más alto en 17 meses y cerraron el año en \$54 el barril. El dólar de EE.UU. subió rápidamente para el trimestre y alcanzó su mayor alza en muchos años frente al euro y el yen, además de aumentar de valor alrededor de un 7% frente a una canasta de divisas.

La **Reserva Federal**, en una medida que se venía anticipando, subió la tasa de interés interbancaria 25 puntos básicos en diciembre, a un margen de entre 0.50% y 0.75%. Esta resultó ser la única medida de la Reserva Federal para el año, aunque a finales del 2015 había proyectado cuatro alzas en el 2016. Tal y como lo comunicó en su informe de predicciones (conocido como "*dot plot*"), la Reserva espera efectuar tres alzas adicionales en el 2017, aunque los mercados esperan que no sean tantas. Las tasas de interés comenzaron a aumentar gradualmente a principios del 4to trimestre, ya que los inversionistas se sintieron más confiados en que la Reserva actuaría en respuesta a los datos económicos de EE.UU. alentadores. Con el triunfo de Trump, las tasas se dispararon, estimuladas por las expectativas de un aumento en la inflación y en la deuda. Los bonos del Tesoro a 10 años finalizaron el 2016 en un 2.45%, pero tuvieron un alza en un mismo trimestre del 2.60%: la cifra más alta desde septiembre del 2014.

**En el extranjero**, el Banco Central Europeo anunció que extendería su programa de adquisición de activos más allá de marzo del 2017, cuando se suponía que venciera, pero el número de adquisiciones se reducirá (de €80 mil millones por mes a €60 mil millones por mes). Los italianos votaron no a las reformas propuestas y se creó un fondo de rescate para la banca en apuros en respuesta a los problemas graves del banco Monte dei Paschi di Siena. El Deutsche Bank llegó a un acuerdo con el Departamento de Justicia de EE.UU. por su participación en la venta de hipotecas durante la crisis y aceptó el pago de \$7,200 millones (más o menos la mitad de lo que se sugirió originalmente).

La tasa de desempleo en la zona del euro, que había estado bajando desde su alza récord de 12.1% en abril de 2013, bajó a un 9.8% en octubre: la cifra más baja desde julio del 2009. Las tasas de desempleo son muy divergentes entre los países de la zona del euro, con la de España en un 19% y la de Alemania en un 4%: su mayor baja en 35 años. Los precios al consumidor en la zona del euro subieron un 0.6% en noviembre con respecto al mismo periodo del año anterior, por lo que fueron los más altos desde abril del 2014, aunque estuvieron muy por debajo de la tasa objetivo de 2%. Se espera que el ritmo del PIB mejore en los últimos meses del año del 0.3% registrado en el 3er trimestre (1.6% con respecto al mismo periodo del año anterior) a entre un 0.4% y un 0.5%.

**En Asia**, la economía japonesa mejoró un 0.3% (1.0% con respecto al mismo periodo del año anterior) en el 3er trimestre y no el 0.5% estimado preliminarmente. La economía continúa sufriendo a pesar de unas medidas de estímulo agresivas. El Banco de Japón no hizo cambio alguno en su política monetaria, pero mejoró las perspectivas para el 2017, dado que la debilidad del yen frente al dólar de EE.UU. debe estimular las exportaciones. El dólar alcanzó su mayor alza en 14 años frente al yen. A pesar un principio de año inquietante, China finalizó el 2016 con un crecimiento que se espera esté en armonía con su tasa objetivo de 6.5%. Su mercado bursátil se estabilizó y ha subido un 19% desde la baja registrada a finales de enero del 2016. Su moneda ha depreciado, aunque de manera gradual. Sin embargo, China aún se encuentra afectada por problemas como el enorme tamaño de la deuda y el sobrecalentamiento del sector de bienes raíces.

---

## R E S U M E N D E L O S M E R C A D O S D E C A P I T A L

---

Los infortunios del 2016 han sido bien documentados en los medios de comunicación. No obstante, en general, Wall Street sobrevivió los 12 meses tumultuosos y acabó mejor que donde comenzó. Tras un terrible inicio de año, las acciones se recuperaron en la primavera. El verano se mantuvo en calma hasta que llegó la elección presidencial en EE.UU., la cual suscitó el alza repentina de casi todos los activos de riesgo. La volatilidad del mercado en el 2016 tuvo dos detonantes clave: el resultado inesperado de las elecciones en EE.UU. y la salida del Reino Unido de la Unión Europea (el “*Brexit*”). Lo interesante es que los analistas venían pronosticando que ambos acontecimientos afectarían los mercados de acciones comunes de forma negativa, pero en cambio, generaron ganancias cuantiosas para las acciones de EE.UU. En el ingreso fijo, el alza en los bonos del Tesoro de EE.UU. ocurrida en la primera mitad del año fue seguida por una liquidación a fin de año, ya que la mejora constante de los datos económicos de EE.UU. motivó a la Reserva Federal a subir las tasas de interés en diciembre, apenas por segunda vez en una década. Los productos básicos también tuvieron una trayectoria caótica en el 2016, pero sus índices lograron librarse de los temores iniciales y disfrutaron de su primer aumento anual desde el 2010.

<b>Returns for Periods Ended December 31, 2016</b>						
	<b>Last Quarter</b>	<b>Last Year</b>	<b>Last 3 Years</b>	<b>Last 5 Years</b>	<b>Last 10 Years</b>	<b>Last 15 Years</b>
US DOL:CPI All Urban Cons	0.0	2.1	1.2	1.4	1.8	2.1
<b>Global Markets</b>						
MSCI:ACWI Gross	1.3	8.5	3.7	10.0	4.1	6.5
Bmbg:Glb Aggregate	(7.1)	2.1	(0.2)	0.2	3.3	4.8
Bmbg:Glb Agg Hedged	(2.3)	3.9	4.1	3.6	4.4	4.5
<b>US Equity</b>						
DJ:30 Industrials	8.7	16.5	8.7	12.9	7.5	7.3
NASDAQ	1.7	8.9	10.1	17.1	9.6	8.0
S&P:500	3.8	12.0	8.9	14.7	6.9	6.7
Russell:2000 Index	8.8	21.3	6.7	14.5	7.1	8.5
PR Stock Index	14.7	46.0	2.8	11.7	(9.8)	(5.9)
<b>Non-US Equity</b>						
MSCI:ACWixUS Gross	(1.2)	5.0	(1.3)	5.5	1.4	6.3
MSCI:EAFE	(0.7)	1.0	(1.6)	6.5	0.7	5.3
MSCI:EAFE Small Cap	(2.9)	2.2	2.1	10.6	2.9	9.5
MSCI:EM Gross	(4.1)	11.6	(2.2)	1.6	2.2	9.8
<b>US Fixed Income</b>						
Bmbg:Aggregate Idx	(3.0)	2.6	3.0	2.2	4.3	4.6
Bmbg:Treasury Idx	(3.8)	1.0	2.3	1.2	4.0	4.2
Bmbg:Agency Index	(2.0)	1.4	2.0	1.3	3.4	3.8
Bmbg:Credit	(3.0)	5.6	4.1	3.8	5.3	5.5
Bmbg:Mortgage Idx	(2.0)	1.7	3.1	2.1	4.3	4.5
Bmbg:High Yield CP	1.8	17.1	4.7	7.4	7.5	8.4
Bmbg:US TIPS Index	(2.4)	4.7	2.3	0.9	4.4	5.3
Citi:3 Mo T-Bill	0.1	0.3	0.1	0.1	0.7	1.3
<b>Non-US Fixed Income</b>						
Citi:WGBI Non-US	(10.8)	1.8	(2.2)	(1.9)	2.5	4.8
Citi:WGBI Non-US (Hdg)	(2.2)	5.1	5.4	4.6	4.5	4.5
JPM:GBI-EM Global Dvsfd	(6.1)	9.9	(4.1)	(1.3)	3.8	--
JPM:EMBI Global Dvsfd	(4.0)	10.2	6.2	5.9	6.9	9.0
<b>Other Investments</b>						
S&P:LSTA Perf Levlg Loan	2.3	10.3	4.0	5.4	4.8	5.2
ML:Fixed Rate Pref Stock	(3.8)	2.3	8.3	6.8	2.8	3.9
Alerian:MLP Index	2.0	18.3	(5.8)	2.2	8.0	10.9
FTSE:NAREIT Equity Index	(2.9)	8.5	13.4	12.0	5.1	10.8
FTSE:EP/NA Dev ex US	(7.7)	2.0	0.6	8.4	0.1	9.2
GS Commodity Index	5.8	11.4	(20.6)	(13.1)	(8.1)	(1.0)
Bmbg:Commodity Price Idx	2.5	11.4	(11.4)	(9.1)	(6.2)	(0.1)
HFRI Fund Wtd Comp	1.3	5.6	2.4	4.5	2.5	4.8
HFRI Global Hedge Fd Idx	1.2	2.5	(0.6)	1.6	(0.6)	1.7

Fuente: Callan Associates Inc.

## D E S E M P E Ñ O D E L O S M E R C A D O S D E A C C I O N E S

### **Acciones comunes de EE.UU.**

Las acciones comunes tuvieron buenos rendimientos en el 4to trimestre, estimuladas por unos datos económicos relativamente buenos, una recuperación en las ganancias corporativas y especulaciones de que la administración de Trump reduciría los impuestos, atenuaría las regulaciones y aumentaría el gasto. El 30 de diciembre, el S&P 500 alcanzó un alza nunca antes vista de 2,239 y cerró un 3.8% más alto para el trimestre. Las acciones de pequeña capitalización superaron el desempeño de las de alta capitalización por amplio margen; el Russell de 2000 Acciones subió un 8.8% en el trimestre y un 21.3% para el año, mientras que el Russell de 1000 Acciones subió un 3.8% y un 12.1% para los mismos periodos.

<b>Returns for Periods Ended December 31, 2016</b>							
	<b>Last Quarter</b>	<b>Last Year</b>	<b>Last 3 Years</b>	<b>Last 5 Years</b>	<b>Last 10 Years</b>	<b>Last 15 Years</b>	
<b>Mega Cap</b>							
Russell:Top 50	3.4	10.4	8.8	14.0	6.3	5.3	
<b>Large Cap</b>							
Russell:1000 Index	3.8	12.1	8.6	14.7	7.1	7.0	
Russell:1000 Growth	1.0	7.1	8.6	14.5	8.3	6.4	
Russell:1000 Value	6.7	17.3	8.6	14.8	5.7	7.4	
MSCI KLD 400 Soc	2.8	10.9	8.1	14.2	7.0	6.6	
S&P:500 Catholic Val Idx	3.8	11.9	9.4	15.1	--	--	
<b>Mid Cap</b>							
Russell:Midcap Index	3.2	13.8	7.9	14.7	7.9	9.5	
Russell:Midcap Growth	0.5	7.3	6.2	13.5	7.8	8.0	
Russell:Midcap Value	5.5	20.0	9.5	15.7	7.6	10.3	
<b>Small Cap</b>							
Russell:2000 Index	8.8	21.3	6.7	14.5	7.1	8.5	
Russell:2000 Growth	3.6	11.3	5.1	13.7	7.8	7.5	
Russell:2000 Value	14.1	31.7	8.3	15.1	6.3	9.2	
<b>Micro Cap</b>							
Russell:Microcap	10.0	20.4	5.8	15.6	5.5	8.2	

Fuente: Callan Associates Inc.

El estilo de valor se vio favorecido luego de haber tenido un desempeño inferior prolongado. Aunque la tendencia ya venía ocurriendo antes de las elecciones, el triunfo de Trump dio impulso a las acciones de Servicios Financieros y Energía, las cuales constituyen una porción significativa de los índices de valor. La mayor diferencia entre el estilo de crecimiento y el de valor ocurrió en las acciones de pequeña capitalización. El Russell de 2000 Acciones de Valor tuvo mejor desempeño que su contraparte de Acciones de Crecimiento por un 10.5% (+14.1% en comparación con +3.6%) en el trimestre y por el doble de la cantidad, 20.4%, durante el año (+31.7% en comparación con +11.3%).

### **Sectores de calidad<sup>1</sup>**

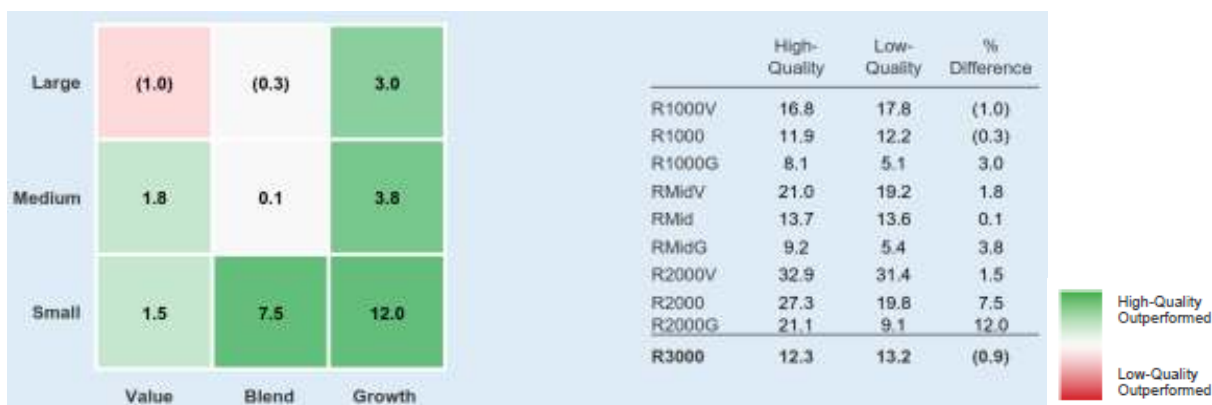
Durante el trimestre, las acciones de baja calidad superaron las de más alta calidad en los sectores de alta capitalización de valor y de mediana capitalización de valor y neutral.

<sup>1</sup> El Quality Scorecard de Atlanta Capital ilustra las tendencias en el desempeño de las acciones comunes de alta y baja calidad por capitalización de mercado y dimensiones de estilo. Las Clasificaciones de Ganancias y Dividendos de Standard & Poor's se utilizan para medir la calidad crediticia de una compañía. Estas clasificaciones evalúan el crecimiento y la estabilidad de las ganancias y los dividendos de una compañía durante los últimos 40 trimestres. Atlanta Capital considera compañías con clasificación B+ o mejor, de alta calidad, y con clasificación B o peor, de baja calidad.



Sources: Standard & Poor's, Russell, Wilshire Atlas, Atlanta Capital as of 12/31/16.  
 High- and low-quality research portfolios compare the aggregate of all companies within the Russell 3000® Index with above average S&P Quality Rankings (B+ or Better) to those with below average S&P Quality Rankings (B or Below).

Las acciones de baja calidad superaron las de más alta calidad en el sector de valor y el sector neutral de alta capitalización en el 2016.

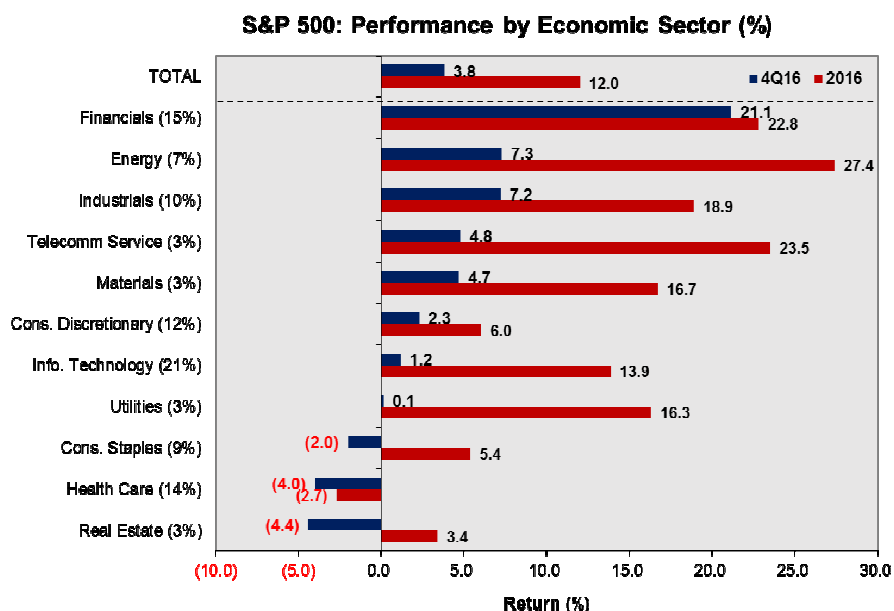


Sources: Standard & Poor's, Russell, Wilshire Atlas, Atlanta Capital as of 12/31/16.  
 High- and low-quality research portfolios compare the aggregate of all companies within the Russell 3000® Index with above average S&P Quality Rankings (B+ or Better) to those with below average S&P Quality Rankings (B or Below).

### Sectores económicos

Dentro del Índice S&P 500 (+3.8%), hubo marcadas diferencias en los rendimientos de los sectores. Servicios Financieros (+21.1%) se benefició de las políticas económicas de Trump (la "Trumpeconomía"), por las expectativas de un ambiente regulador más indulgente y de alzas en las tasas de interés, mientras que Cuidado de la Salud (-4.0%) fue uno de los sectores con peor desempeño. Aunque las acciones de biotecnología de menor capitalización tuvieron un buen desempeño, la incertidumbre en cuanto al futuro del "Obamacare" afectó los hospitales. El recién establecido sector de fideicomisos de inversión en bienes raíces<sup>2</sup> (REIT, por sus siglas en inglés) se vio afectado por las alzas en las tasas de interés y bajó un 4.4%.

<sup>2</sup> El 16 de septiembre de 2016, al finalizar el día laborable, se creó un nuevo sector de Bienes Raíces dentro del GICS mediante la clasificación de las compañías de bienes raíces (con excepción de los REIT hipotecarios) en el mismo. El desempeño del sector de Servicios Financieros refleja la inclusión de las compañías de bienes raíces hasta el 16 de septiembre de 2016 y la exclusión de ahí en adelante.



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC; Callan Associates Inc.

### Pago de dividendos

S&P Dow Jones Indices® informó que los aumentos netos en dividendos (aumentos menos reducciones) para las acciones comunes nacionales de EE.UU. incrementaron \$8,900 millones durante el 4to trimestre del 2016. Esto representa un aumento de 50% desde el 3er trimestre del 2016, cuando la ganancia neta fue de \$6 mil millones, y de 148% desde el 4to trimestre del 2015, que tuvo una ganancia de \$3,600 millones. Para el 4to trimestre del 2016, la cantidad total de aumentos en dividendos subió de \$10,300 millones en el 4to trimestre del 2015 a \$11,300 millones. Las disminuciones en dividendos se redujeron a \$2,300 millones, de \$6,700 millones en el 4to trimestre del 2015. Para el año que finalizó en diciembre del 2016, los aumentos netos en dividendos bajaron un 38.9%, a \$23,600 millones, en comparación con un aumento de \$38,700 millones para el 2015 en su totalidad. Los aumentos en dividendos disminuyeron de \$54,700 millones a \$43,900; las disminuciones en dividendos incrementaron de \$15,900 millones durante el 2015, a \$20,200 millones.

Otros resultados del análisis trimestral que llevan a cabo los Indices S&P Dow Jones sobre la actividad de dividendos de las 10,000 emisiones comunes, aproximadamente, que cotizan en la bolsa de EE.UU. incluyen lo siguiente:

- Se informaron 784 aumentos en dividendos durante el 4to trimestre del 2016, en comparación con los 755 que se informaron en el 4to trimestre del 2015: un aumento de 3.8% con respecto al mismo periodo del año anterior.
- Para el 2016, 2,634 emisiones aumentaron los pagos, en comparación con las 2,810 emisiones que lo hicieron en el 2015: una reducción de 6.3%.
- 134 emisiones disminuyeron los dividendos en el 4to trimestre del 2016, en comparación con las 142 que lo hicieron en el 4to trimestre del 2015: una reducción de 5.6% con respecto al mismo periodo del año anterior.
- Para el 2016, 659 emisiones disminuyeron los dividendos, en comparación con las 504 que lo hicieron en el 2015: un aumento de 30.8%.



- El porcentaje de emisiones comunes nacionales no incluidas en el S&P 500 que pagan dividendos aumentó de un 52.2% en el 3er trimestre del 2016 y un 47.4% en el 4to trimestre del 2015 a un 54.7%.
- El rendimiento por dividendos ponderado por peso de capitalización para las emisiones que pagan un dividendo disminuyó a un 2.59%, de un 2.67% en el 3er trimestre del 2016 y un 2.72% en el 4to trimestre del 2015.

**Howard Silverblatt, analista principal de los Índices S&P Dow Jones**, señaló en un comunicado al final del trimestre que las reducciones en los dividendos de las emisiones de alta capitalización de Energía desaceleraron bastante en el 4to trimestre del 2016 y que las emisiones de menor capitalización fueron las que más trabajo pasaron para aumentar o mantener el pago de dividendos. De acuerdo con él, la reciente alza del petróleo durante 18 meses y la merma en producción que planifica la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) podrían hacer más estables las ganancias en el sector y los dividendos podrían comenzar a recuperarse en incrementos moderados.

Dentro del S&P 500® de alta capitalización, 418 emisiones, o un 82.8%, pagan un dividendo en la actualidad: un alza del 82.2% que lo hizo al finalizar del 3er trimestre del 2016. Los 30 miembros del Dow Jones Industrial Average® pagan un dividendo.

Silverblatt halló, también, que un 68.5% de las emisiones dentro del S&P MidCap 400® paga un dividendo en efectivo: menos del 68.8% que lo hizo en el 3er trimestre del 2016. El 50.2% de las emisiones del S&P SmallCap 600® paga un dividendo, lo que representa una baja del 52.4% registrado en el 3er trimestre del 2016.

Según él, **los rendimientos** han continuado variando, con las acciones de alta capitalización en un 2.09% (2.12% en el 3er trimestre del 2016), las de mediana capitalización en un 1.53% (1.64% en el 3er trimestre del 2016) y las de pequeña capitalización en un 1.18% (1.31% en el 3er trimestre del 2016). Los rendimientos en todos los tamaños de capitalización del mercado que generan dividendos siguen siendo compatibles, con las acciones de alta capitalización en un 2.46% (2.52% en el 3er trimestre del 2016), las de mediana capitalización en un 2.17% (2.34% en el 3er trimestre del 2016) y las de pequeña capitalización en un 2.07% (2.27% en el 3er trimestre del 2016).

El analista señaló, además, que para el 2016, el ritmo de los aumentos tanto en emisiones como en dólares agregados estuvo más lento, ya que la tasa de crecimiento de los pagos ha disminuido a la mitad desde el 2015. En su opinión, aunque las disminuciones escasas y menores hicieron daño, las reducciones significativas en Energía y algunas emisiones del sector de Materiales fueron la causa de la desaceleración. En el 4to trimestre del 2016, hubo menos reducciones en dividendos y un incremento en la cantidad y el tamaño de los aumentos en dividendos.

Silverblatt agregó que dentro del S&P 500®, el promedio de los aumentos en dividendos para el 2016 fue de 10.51%: una baja del 13.08% registrado en el 2015, pero que fue de 11.71% en el 4to trimestre del 2016: un alza del 10.14% registrado en el 3er trimestre del 2016. En este momento, las emisiones de Energía de alta capitalización se han estabilizado, lo que debería poner fin a la reducción en pagos. Sin embargo, volver a añadirlos –una vez se estabilicen los precios del petróleo y de los productos básicos– tomará tiempo.

Por último, indicó que de no ocurrir algún suceso negativo importante, el 2017 podría representar otro año récord para los dividendos, ya que Wall Street espera el crecimiento tanto de los ingresos como del efectivo. No obstante, la pregunta clave es si el aumento en dividendos regresará de la tasa de 5% registrada en el 2016 a una tasa de 10%. Para él, la respuesta tal vez dependa más de lo que haga Washington que de lo que haga Wall Street, con los asuntos de repatriación y de impuestos sobre el tapete.

### **Precios de la vivienda en EE.UU.**

Los datos hasta octubre del 2016, publicados por S&P Dow Jones Indices® para los S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices®, muestran que los precios de la vivienda residencial **continuaron subiendo** por todo el país durante los últimos 12 meses.

El S&P CoreLogic Case-Shiller U.S. National Home Price Index®, que abarca las nueve divisiones del censo de EE.UU., informó una ganancia anual de 5.6% en octubre: un alza del 5.4% registrado el mes pasado. El Compuesto de 10 Ciudades tuvo un aumento anual de 4.3%: un incremento del 4.2% registrado el mes anterior. El Compuesto de 20 Ciudades informó una ganancia con respecto al mismo periodo del año anterior de 5.1%: un alza del 5.0% registrado en septiembre.

Entre las 20 ciudades, Seattle, Portland y Denver informaron las mayores ganancias con respecto al mismo periodo del año anterior en cada uno de los últimos nueve meses. En octubre, Seattle fue la ciudad líder, con un aumento en precios de 10.7% con respecto al mismo periodo del año anterior; seguida por Portland, con 10.3%, y Denver, con un aumento de 8.3%. Diez ciudades informaron aumentos en precios mucho mayores en el año que finalizó en octubre del 2016, en comparación con el que finalizó en septiembre del 2016.

Según **David M. Blitzter, director general y presidente del Comité de Índices en S&P Dow Jones**, las cifras han sido buenas tanto para los precios de la vivienda residencial como para la economía. Indicó que, no obstante, las tasas de interés hipotecarias aumentaron en noviembre y se espera que continúen subiendo, dado que los precios de la vivienda residencial siguen mucho más altos que los salarios y los ingresos personales. Las medidas de accesibilidad económica a base de ingresos medios, los precios de la vivienda residencial y las tasas hipotecarias muestran bajas de un 20 a un 30% desde que los precios de la vivienda residencial tocaron fondo en el 2012. En su opinión, con las cifras elevadas de confianza de los consumidores en la actualidad y la baja tasa de desempleo, las tendencias de accesibilidad no sugieren que habrá un cambio inmediato en las tendencias de los precios residenciales. Aun así, los precios de la vivienda residencial no pueden subir más rápidamente que los ingresos y la inflación de manera indefinida.

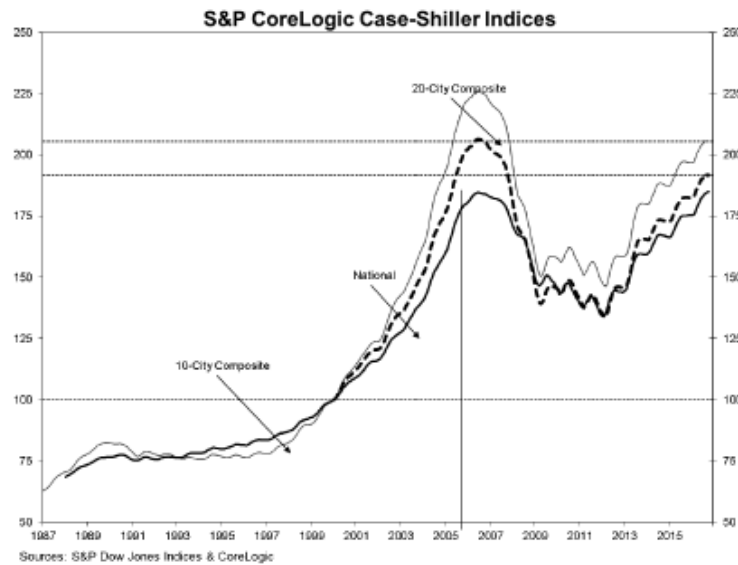
**Blitzter** añadió que luego de que el Índice Nacional de Precios de Hogares S&P CoreLogic Case-Shiller alcanzara su punto más bajo en febrero del 2012, su crecimiento con respecto al mismo periodo del año anterior aceleró a una tasa máxima de 10.9% en octubre del 2013 y luego bajó gradualmente a su tasa actual de alrededor de 5%. De acuerdo con él, durante ese mismo periodo, la tasa más alta con respecto al mismo periodo del año anterior de cualquier ciudad fue de un 29% en agosto y septiembre de 2013, y en la actualidad, la mayor ganancia para una sola ciudad ha bajado a aproximadamente un 11%. Para Blitzter, el ritmo de aumento en los precios de la vivienda residencial, tanto a nivel de la nación como de las ciudades,

desaceleró, pero sigue siendo más rápido que la tasa de crecimiento de los ingresos y la inflación.

La gráfica de abajo muestra los rendimientos anuales de los índices de Precios de la Vivienda Residencial en EE.UU., el Índice Compuesto de 10 Ciudades y el Índice Compuesto de 20 Ciudades. El Índice Nacional de Precios de Hogares S&P CoreLogic Case-Shiller no ajustado estacionalmente (NSA, por sus siglas en inglés), que abarca las nueve divisiones del censo de EE.UU., registró un aumento anual de 5.6% en octubre del 2016. Tanto el Compuesto de 10 Ciudades como el de 20 Ciudades informaron aumentos con respecto al mismo periodo del año anterior de un 4.3% y un 5.1%, respectivamente.



La gráfica a continuación muestra los niveles del índice para los Compuestos de 10 y 20 Ciudades. Para octubre del 2016, el promedio de los precios de la vivienda residencial en las áreas estadísticas metropolitanas dentro de los Compuestos de 10 y 20 Ciudades había vuelto a los niveles en que se encontraba en el invierno del 2007.



La tabla de abajo muestra los puntos máximos y mínimos del auge y el descalabro del sector de la vivienda para los tres compuestos, junto con los niveles actuales y los cambios porcentuales desde los puntos máximos de actividad económica a los mínimos.

Index	2006 Peak		2012 Trough			Current		
	Level	Date	Level	Date	From Peak (%)	Level	From Trough (%)	From Peak (%)
National	184.62	Jul-06	134.01	Feb-12	-27.4%	185.06	38.1%	0.2%
20-City	206.52	Jul-06	134.07	Mar-12	-35.1%	191.79	43.1%	-7.1%
10-City	226.29	Jun-06	146.45	Mar-12	-35.3%	205.58	40.4%	-9.2%

Fuentes: S&P Dow Jones Indices & CoreLogic

### Acciones comunes internacionales

Los índices de los mercados extranjeros desarrollados y emergentes tuvieron peor desempeño que el S&P 500. El MSCI ACWI (excluido EE.UU.) bajó un 1.3%, apenas un tanto por debajo del -0.7% registrado por el MSCI EAFE. El fortalecimiento del dólar fue abarcador, de manera que desmereció los rendimientos para los inversionistas estadounidenses. El Índice MSCI de Mercados Emergentes bajó un 4.2% para el trimestre.

<b>Returns for Periods Ended December 31, 2016</b>							
	<b>Last Quarter</b>	<b>Last Year</b>	<b>Last 3 Years</b>	<b>Last 5 Years</b>	<b>Last 10 Years</b>	<b>Last 15 Years</b>	
<b>Non-US</b>							
MSCI:ACWI ex US	(1.3)	4.5	(1.8)	5.0	1.0	5.9	
MSCI:ACWIxUS Growth Gross	(5.7)	0.5	(0.9)	5.7	1.9	5.9	
MSCI:ACWIxUS Val Gross	3.4	9.6	(1.9)	5.2	0.9	6.7	
<b>Non-US Developed</b>							
MSCI:EAFE	(0.7)	1.0	(1.6)	6.5	0.7	5.3	
MSCI:EAFE Growth	(5.5)	(3.0)	(1.2)	6.7	1.6	5.1	
MSCI:EAFE Value	4.2	5.0	(2.1)	6.3	(0.2)	5.4	
MSCI:EAFE Small Cap	(2.9)	2.2	2.1	10.6	2.9	9.5	
<b>Non-US Emerging</b>							
MSCI:EM	(4.2)	11.2	(2.6)	1.3	1.8	9.5	
MSCI:EM Growth	(7.1)	7.6	(1.7)	2.7	1.6	8.7	
MSCI:EM Value	(1.1)	14.9	(3.5)	(0.3)	2.0	10.2	
<b>Global Equity</b>							
MSCI:ACWI	1.2	7.9	3.1	9.4	3.6	5.9	
MSCI:World	1.9	7.5	3.8	10.4	3.8	5.8	
MSCI:ACWI ESG	0.5	7.8	3.4	9.7	--	--	

Fuente: Callan Associates Inc.

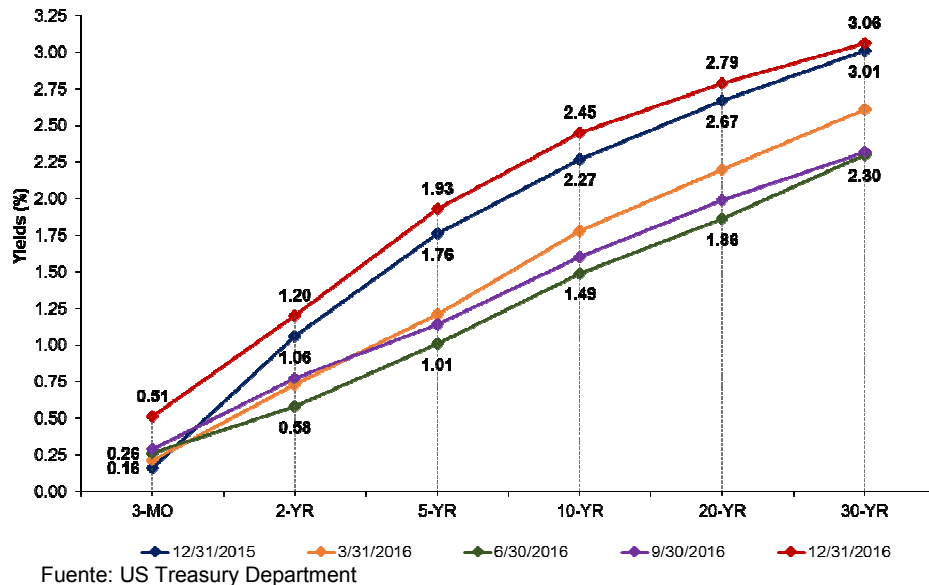
Entre los mercados desarrollados, Italia (+11%) tuvo el mejor desempeño en el 4to trimestre, aunque continúa último en el grupo para el año (-11%). Entre los mercados emergentes, Rusia, tuvo el mejor desempeño (+19%), mientras que Turquía se desplomó (-14%). La economía de Turquía se contrajo un 1.8% en el 3er trimestre: su primera reducción con respecto al mismo periodo del año anterior desde el 2009. México se vio afectado por las preocupaciones en cuanto a la “Trumpeconomía” y bajó un 8%.

## D E S E M P E Ñ O D E M E R C A D O S D E I N G R E S O F I J O

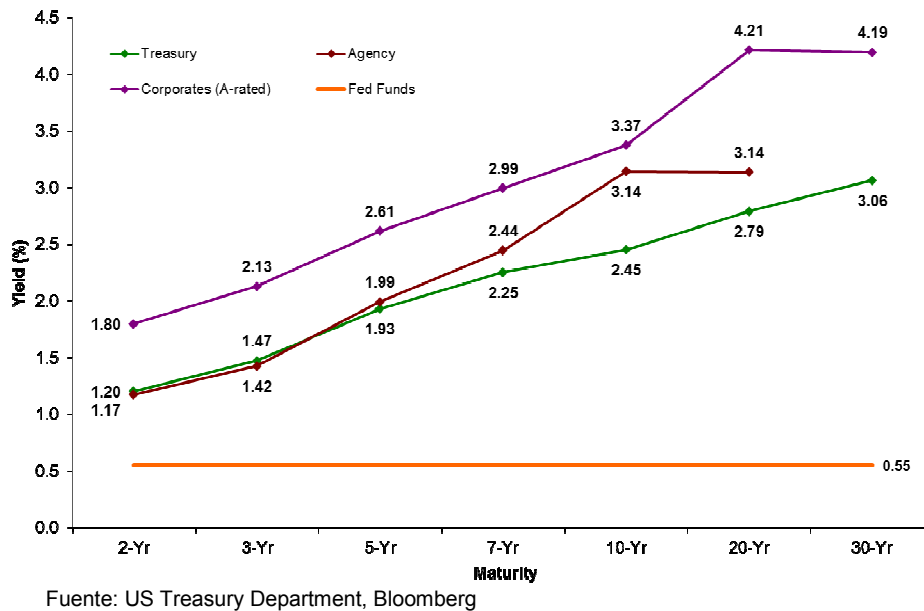
### **Bonos de EE.UU.**

Las tasas de interés en EE.UU. subieron marcadamente en el 4to trimestre, impulsadas tanto por los datos económicos alentadores como por la preocupación de que la agenda procrecimiento propuesta por el presidente electo Trump tenga un efecto inflacionario. La rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años aumentó 85 puntos básicos y tuvo un rendimiento de -6.8% para el trimestre, en la mayor liquidación trimestral en más de dos décadas. Los valores del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS, por sus siglas en inglés) superaron el desempeño de los bonos del Tesoro nominales, apoyados por las crecientes expectativas de inflación. El Índice Bloomberg de TIPS tuvo un rendimiento de -2.4% para el trimestre, pero finalizó el año con un alza de 4.7%. La tasa inflacionaria de equivalencia a 10 años se encontraba en un 1.95% al 30 de diciembre.

**US Treasury Yield Curve**



**US Fixed Income Yields - December 31, 2016**



El Índice Bloomberg<sup>3</sup> Agregado de Bonos de EE.UU. tuvo un rendimiento de -3.0% para el trimestre, pero subió un 2.6% para el año. El sector de bonos corporativos tuvo un rendimiento de -2.8% y +6.1% en esos mismos periodos. Las emisiones de las corporaciones de EE.UU. alcanzaron otra alza récord en el 2016: alrededor de \$1.3 billones. Los bonos con rendimiento a más largo plazo tuvieron el mejor desempeño, en términos relativos, y los bonos corporativos a largo plazo superaron el de los bonos del Tesoro de la misma duración por 436 puntos básicos. Los bonos hipotecarios tuvieron mejor desempeño que los bonos del Tesoro, ya que las

<sup>3</sup> Bloomberg adquirió los índices de Barclays y les cambió el nombre en agosto.

duraciones se extendieron con el alza en las tasas de interés. El Índice Bloomberg de Bonos de Alto Rendimiento subió un 1.8% en el trimestre y más de un 17% para el año.

El sector de bonos municipales confrontó problemas en el 4to trimestre por la oferta cuantiosa, las preocupaciones en cuanto al deseo de Trump de reducir los impuestos y la contribución del alza en las tasas de interés a los egresos del sector. La oferta en el 2016 fue de \$445,000 millones, por lo que rompió el récord del 2010 (\$443 mil millones). El Índice Bloomberg de Bonos Municipales bajó un 3.6% para el trimestre y permaneció fundamentalmente inalterado (+0.2%) para el año.

<b>Returns for Periods Ended December 31, 2016</b>						
	<u>Last Quarter</u>	<u>Last Year</u>	<u>Last 3 Years</u>	<u>Last 5 Years</u>	<u>Last 10 Years</u>	<u>Last 15 Years</u>
Bimbg:Aggregate Idx	(3.0)	2.6	3.0	2.2	4.3	4.6
Bimbg:Intmtdt Agg	(2.0)	2.0	2.4	1.9	4.0	4.2
Bimbg:Gov/Credit	(3.4)	3.0	3.0	2.3	4.4	4.7
Bimbg:Gov/Cred 1-3Y	(0.4)	1.3	0.9	0.9	2.4	2.7
Bimbg:Int Gov/Cred	(2.1)	2.1	2.1	1.8	3.8	4.1
Bimbg:Long Gov/Cr	(7.8)	6.7	7.2	4.1	6.9	7.0
Bimbg:Govt Index	(3.7)	1.0	2.3	1.2	3.9	4.1
Bimbg:Treasury Idx	(3.8)	1.0	2.3	1.2	4.0	4.2
Bimbg:Agency Index	(2.0)	1.4	2.0	1.3	3.4	3.8
Bimbg:Credit	(3.0)	5.6	4.1	3.8	5.3	5.5
Bimbg:Credit Aaa Bd	(2.5)	1.5	2.0	1.6	3.5	4.0
Bimbg:Credit Aa Bds	(3.4)	3.6	3.9	3.1	4.6	4.9
Bimbg:Credit A	(3.2)	4.7	4.2	4.1	5.0	5.3
Bimbg:Credit Baa	(2.8)	7.9	4.4	4.4	6.0	6.1
Bimbg:Asset Backed	(0.7)	2.0	1.7	1.7	3.0	3.5
Bimbg:Mortgage Idx	(2.0)	1.7	3.1	2.1	4.3	4.5
Bimbg:GNMA Idx	(1.7)	1.6	3.0	1.8	4.4	4.5
Bimbg:CMBS Inv Gr	(2.9)	3.5	2.9	3.7	4.8	5.2
Bimbg:Muni Bond Idx	(3.6)	0.2	4.1	3.3	4.2	4.7
Bimbg:US TIPS Index	(2.4)	4.7	2.3	0.9	4.4	5.3
Bimbg:High Yield CP	1.8	17.1	4.7	7.4	7.5	8.4
Bimbg:Credit B	2.0	15.8	3.8	6.8	6.2	7.5
Bimbg:Credit Caa Bd	4.7	31.5	4.5	9.0	6.7	9.2

Fuente: Callan Associates Inc.

### Otro ingreso fijo de EE.UU.

<b>Returns for Periods Ended December 31, 2016</b>						
	<u>Last Quarter</u>	<u>Last Year</u>	<u>Last 3 Years</u>	<u>Last 5 Years</u>	<u>Last 10 Years</u>	<u>Last 15 Years</u>
ML:Fixed Rate Pref Stock	(3.8)	2.3	8.3	6.8	2.8	3.9
ML:Conv Bond Inv Grade	7.4	15.4	11.5	13.7	8.7	7.1
ML:All Convertibles	2.2	10.5	5.5	11.0	6.4	6.9
ML:US Converts x Mand	2.7	11.7	5.9	11.2	7.0	7.3
S&P:LSTA Perf Levq Loan	2.3	10.3	4.0	5.4	4.8	5.2

Fuente: Callan Associates Inc.

### Bonos internacionales

En el extranjero, las rentabilidades también fueron más altas, aunque el fortalecimiento del dólar fue la causa principal de los rendimientos tan negativos para los índices sin cobertura

contra riesgos cambiarios. El Índice Bloomberg Agregado Global (excluido EE.UU.) bajó un 10.3% para el trimestre (-1.9% con cobertura). El dólar de EE.UU. se benefició del alza en las tasas de interés, así como de las perspectivas de crecimiento. El yen bajó más de un 13% frente al dólar durante el transcurso del trimestre y el euro depreció más de un 6%. Los bonos de los mercados emergentes tuvieron peor desempeño que los de los mercados desarrollados. El Índice JP Morgan EMBI Global Diversificado bajó un 4.0% para el trimestre y el GBI-EM Global Diversificado, en moneda local, bajó un 6.1%.

<b>Returns for Periods Ended December 31, 2016</b>						
	<u>Last Quarter</u>	<u>Last Year</u>	<u>Last 3 Years</u>	<u>Last 5 Years</u>	<u>Last 10 Years</u>	<u>Last 15 Years</u>
Blmbg:Glb Aggregate	(7.1)	2.1	(0.2)	0.2	3.3	4.8
Blmbg:GI Agg Hedged	(2.3)	3.9	4.1	3.6	4.4	4.5
Blmbg:GI Agg ex US	(10.3)	1.5	(2.6)	(1.4)	2.4	5.0
Blmbg:GI Agg x US H	(1.9)	4.9	5.0	4.5	4.4	4.5
Citi:WGBI Non-US	(10.8)	1.8	(2.2)	(1.9)	2.5	4.8
Citi:WGBI Non-US (Hdg)	(2.2)	5.1	5.4	4.6	4.5	4.5
JPM:GBI-EM Global Dvsfd	(6.1)	9.9	(4.1)	(1.3)	3.8	--
JPM:EMBI Global Dvsfd	(4.0)	10.2	6.2	5.9	6.9	9.0

Fuente: Callan Associates Inc.

## Divisas

El dólar de EE.UU. subió bastante frente a la mayoría de las monedas durante el trimestre. El yen japonés (-13.2%) fue una de las que más bajó, ya que los diferenciales en rentabilidad entre EE.UU. y Japón se siguieron ampliando; la nueva política del Banco de Japón, cuyo objetivo es la rentabilidad, ayudó a fijar las tasas de los bonos del gobierno japonés a 10 años en un 0%, aun cuando la rentabilidad de los bonos del Tesoro de EE.UU. se elevó.

Las monedas de los mercados emergentes también depreciaron significativamente frente al dólar de EE.UU. tras el triunfo electoral de Trump (peso mexicano, -6.1%; renminbi chino, -4.0%; rupia india, -1.9%), dada la preocupación por un posible proteccionismo comercial en EE.UU. Las monedas europeas también bajaron en relación con el dólar de EE.UU. (euro, -6.1%; libra inglesa, -4.9%; franco suizo, -4.6%). El dólar adquirió un impulso adicional luego de que el mercado incluyera en sus precios la intención de la Reserva Federal de subir las tasas de interés más rápido de lo esperado tras su reunión de diciembre.

Periods ended  
 31 Dec 2016  
 -----  
 4Q16 6 mos 1 yr



Australian dollar	-5.4	-2.8	-0.5
British pound	-4.9	-7.6	-16.2
Canadian dollar	-2.0	-3.2	3.6
Euro	-6.1	-5.1	-2.9
Japanese yen	-13.2	-12.0	3.1
Swiss franc	-4.6	-4.1	-1.5
Brazilian real	-0.2	-1.6	21.6
Chinese renminbi	-4.0	-4.4	-6.6
Indian rupee	-1.9	-0.6	-2.5
Russian ruble	3.2	4.6	19.6

Fuente: Wellington Management

## D E S E M P E Ñ O D E I N V E R S I O N E S A L T E R N A T I V A S

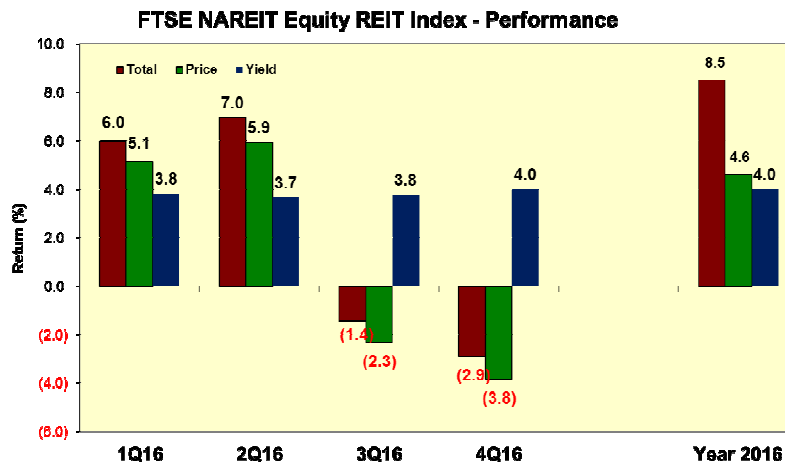
Los productos básicos se beneficiaron con las reducciones anunciadas por la OPEP (Organization of the Petroleum Exporting Countries), así como de la posibilidad de un incremento en los gastos de infraestructura. En noviembre, la OPEP acordó limitar la producción para reducir 1.2 millones de barriles diarios, o alrededor de un 1%, de la oferta global. Varios de los países que no son miembros de la OPEP también acordaron limitar la producción por alrededor de medio millón de barriles diarios. El petróleo finalizó el año en \$54 el barril: su nivel más alto desde julio del 2015. El Índice S&P GSCI de Productos Básicos subió un 5.8% para el trimestre y un 11.4% para el año. Las sociedades limitadas maestras (MLP, por sus siglas en inglés) subieron un poco durante el trimestre (Índice Alerian de MLP: +2.0%) y tuvieron mejores resultados para el año (+18.3%).

<b>Returns for Periods Ended December 31, 2016</b>						
	<u>Last Quarter</u>	<u>Last Year</u>	<u>Last 3 Years</u>	<u>Last 5 Years</u>	<u>Last 10 Years</u>	<u>Last 15 Years</u>
Alerian:MLP Index	2.0	18.3	(5.8)	2.2	8.0	10.9
FTSE:NAREIT All Eq Index	(3.3)	8.6	12.7	12.0	5.1	10.8
FTSE:NAREIT Equity Index	(2.9)	8.5	13.4	12.0	5.1	10.8
GS Commodity Index	5.8	11.4	(20.6)	(13.1)	(8.1)	(1.0)
Blmbg:Commodity Price Idx	2.5	11.4	(11.4)	(9.1)	(6.2)	(0.1)
S&P:Gold Spot Price Ix	(12.6)	8.6	(1.4)	(6.0)	6.1	9.9
CS:Hedge Fund Idx	1.1	1.2	1.5	4.3	3.7	5.7
HFRX Global Hedge Fd Idx	1.2	2.5	(0.6)	1.6	(0.6)	1.7
HFRI Fund of Funds Index	0.8	0.5	1.2	3.4	1.3	3.3

Fuente: Callan Associates Inc.

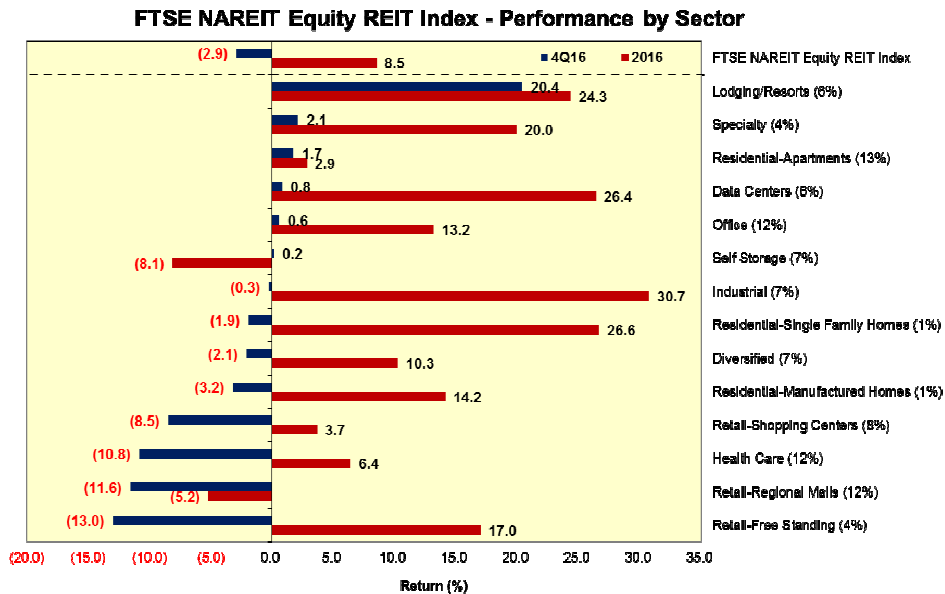
### **Bienes raíces de EE.UU.**

El mercado de REIT de EE.UU. tuvo un rendimiento de -2.9% para el trimestre (según el Índice de REIT de Renta Variable de FTSE NAREIT), acorde con el Índice Agregado de Bonos de Bloomberg (-3.0%), pero inferior al S&P 500 (+3.8%) por 670 puntos básicos. El promedio del rendimiento por dividendos para los REIT de EE.UU. se encontraba en un 4.0% al final del trimestre, en comparación con un 2.1% y un 1.5% para el S&P 500 y el Índice Russell de 2000 Acciones, respectivamente.



Fuente: FTSE™, NAREIT®.

Durante el trimestre, Alojamiento/Centros Vacacionales (+20.4%), Negocios Especializados (+2.1%) y Vivienda Residencial-Apartamentos (+1.7%) tuvieron los mejores rendimientos, mientras que Tiendas al Detal Independientes (-13.0%), Tiendas al Detal-Centros Comerciales Regionales (-11.6%) y Cuidado de la salud (-10.8%) fueron los sectores más débiles.



Fuente: FTSE™, NAREIT®.

**Otros bienes raíces**

	<u>Returns for Periods Ended December 31, 2016</u>					
	<u>Last Quarter</u>	<u>Last Year</u>	<u>Last 3 Years</u>	<u>Last 5 Years</u>	<u>Last 10 Years</u>	<u>Last 15 Years</u>
<b>Public</b>						
FTSE:EP/NA Dev ex US	(7.7)	2.0	0.6	8.4	0.1	9.2
FTSE:EP/NA Developed	(5.4)	5.0	6.8	10.3	2.2	9.8
<b>Private</b>						
NCREIF:Total Index	1.8	8.0	11.0	10.9	6.9	9.0

Fuente: Callan Associates Inc. EPRA: European Public Real Estate Association (Non-US Real Estate)

## Productos básicos

Returns for Periods Ended December 31, 2016						
	Last Quarter	Last Year	Last 3 Years	Last 5 Years	Last 10 Years	Last 15 Years
Bimbg:Commodity Price Idx	2.5	11.4	(11.4)	(9.1)	(6.2)	(0.1)
GS Commodity Index	5.8	11.4	(20.6)	(13.1)	(8.1)	(1.0)

Fuente: Callan Associates Inc.

## Índice S&P Goldman Sachs Commodity ("GSCI")

Los productos básicos (+5.8%) se fortalecieron durante el trimestre, y hubo ganancias en tres de los cuatro sectores para el periodo. El sector de **Energía** (+8.7%) subió de forma repentina después de la reunión de la OPEP en noviembre del 2016, en la cual se anunció que los miembros de la organización limitarían la producción petrolera por 1.2 millones de barriles diarios (a 32.5 millones) a partir del 1ro de enero de 2017: la primera reducción en ocho años. Posteriormente, los países productores que no son miembros de la OPEP acordaron recortar otros 600,000 barriles diarios. Los sectores de Gasolina (+14.0%), Gasóleo (+10.6%), Combustible para Calefacción (+8.9%) y Petróleo Crudo (+7.3%) se fortalecieron con la noticia. El gas natural (+13.7%) también despuntó, puesto que los pronósticos de temperaturas más frías ayudaron a fortalecer las perspectivas de demanda, a la vez que EE.UU. se convirtió en exportador neto del producto por primera vez en más de 60 años.

	Periods ended 31 Dec 2016		
	4Q16	6 mos	1 yr
S&P/Goldman Sachs Commodity Index	5.8	1.4	11.4
S&P/GSCI Energy	8.7	5.7	18.1
S&P/GSCI Industrial Metals	5.7	9.5	17.6
S&P/GSCI Precious Metals	-13.2	-13.5	8.4
S&P/GSCI Agriculture & Livestock	2.4	-8.6	-5.4

Fuente: S&P

Los **metales industriales** (+5.7%) se beneficiaron del continuo crecimiento de la manufactura china, mermas en las reservas y la especulación de que Trump incrementaría los gastos de infraestructura, por lo que hubo alzas en el cobre (+13.6%) y el cinc (+7.5%). El níquel (-5.7%) bajó con el fortalecimiento del dólar de EE.UU. y el temor a que Indonesia flexibilizara su prohibición de exportar arrabio de níquel de baja calidad.

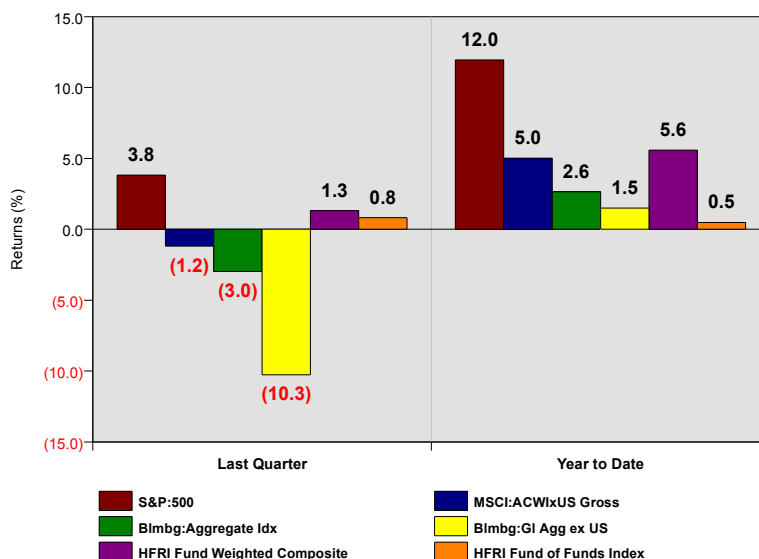
El sector de **Agricultura y Ganado de Cría** (+2.4%) se benefició del buen desempeño en los cerdos magros (+30.3%), el ganado en pie (+14.8%) y los novillos para engorde (+11.0%). Los precios subieron en el sector de Ganado debido a los altos diferenciales (*spreads*) entre el bovino vivo y la carne de bovino en cortes y a las tendencias estacionales, mientras que la oferta tanto de novillos para engorde como de ganado en pie disminuyó. El sector de Cerdos se benefició de una reducción en los pesos y de unas buenas ventas de exportación, las cuales ayudaron a reducir las ofertas. Por otra parte, los productos básicos no duraderos bajaron en cierta medida por el aumento repentino en la rentabilidad de los bonos de EE.UU., el fortalecimiento del dólar y la presión ejercida por la victoria eleccionaria de Trump en los mercados emergentes. El maíz tuvo un buen trimestre (+2.1%), ya que los granjeros han

estado reteniendo el grano para limitar la oferta, lo que ha permitido fijar los precios a pesar del récord de cosechas. La soya (+3.4%) subió dadas las perspectivas de las exportaciones y una mayor preocupación en cuanto a las condiciones de cultivo en América del Sur.

Los **metales preciosos** (-13.2%) bajaron durante el trimestre por el aumento en las expectativas de un alza en las tasas de interés, un dólar de EE.UU. más fuerte, y mejores perspectivas de crecimiento para EE.UU. tras la elección de Trump. Tanto el oro (-12.7%) como la plata (-17.2%) finalizaron el trimestre más bajos.

**Estrategias y Fondos de cobertura de riesgo**

Los fondos de cobertura de riesgos subieron en diciembre en todas las estrategias y el valor del índice del HFRI Fund Weighted Composite Index® (FWC) registró de un aumento récord, ya que los precios del petróleo se elevaron, las acciones comunes subieron y las tasas de interés en EE.UU. se elevaron a fin de año, según los datos publicados por Hedge Fund Research (HFR®). El FWC subió un 1.1% en el mes, por lo que el rendimiento anual fue de un +5.6% y el valor del índice, 12,966, para sobrepasar el récord anterior de mayo del 2015 y su valor más alto desde que se estableciera en enero de 1990. El Índice Compuesto de HFRI Ponderado a Base del Activo también subió un 1.1% en diciembre. En un año dominado por los trastornos políticos y financieros en el mercado ocasionados por el *Brexit* y por la elección presidencial en EE.UU, la ganancia del HFRI FWC superó la de las acciones globales, como indica el Índice MSCI Mundial.



Fuente: Callan Associates Inc.

Las estrategias **Event Driven** (ED) susceptibles al valor de las acciones y del crédito –incluidas Fusiones y Adquisiciones, Situaciones Especiales y Distressed– tuvieron el mejor desempeño de la industria para diciembre y para el 2016. El Índice HFRI de ED (Total) subió un 1.5% en el mes y un 10.2% para el año: la mayor ganancia anual desde el 2013. Todas las subestrategias de ED subieron en diciembre, lideradas por el Índice HFRI de Activismo y el Índice de ED: Estrategias Múltiples, los cuales subieron un 2.5%, respectivamente. Para el 2016, los Índices HFRI de Distressed y de Situaciones Especiales tuvieron el mejor desempeño entre las

subestrategias con ganancias de un 13.4% y un +11.6%, respectivamente; ambos índices tuvieron sus mayores ganancias para el año natural desde el 2013. El Índice HFRI de Activismo y el Índice HFRI de Arbitraje de Crédito subieron un 10.5% para el 2016.

Las estrategias de **Arbitraje de Valor Relativo (AVR) basado en el ingreso fijo** también subieron para diciembre y para el 2016, y el Índice HFRI de Valor Relativo (Total) subió un 1.2% para el mes, por lo que el rendimiento de un año a la fecha fue de +7.8%. El mejor desempeño en las subestrategias de AVR lo tuvieron las estrategias de Inversiones Alternativas de Rendimiento, las cuales incluyen la inversión en Infraestructura de Energía, MLP y Bienes Raíces; el Índice HFRI de VR: Inversiones Alternativas de Rendimiento subió un 2.6% en diciembre y un 17.6% para el 2016. La inversión de fondos de cobertura de riesgos en bonos corporativos también tuvo un buen desempeño, y el Índice HFRI de VR: Ingreso Fijo-Instrumentos Corporativos subió un 1.9% en diciembre y un 11.7% para el año.

Las estrategias Long/Short **Equity Hedge (EH)** tuvieron ganancias tanto en diciembre como en el 2016, y el Índice HFRI de EH (Total) subió un 0.9% para el mes y un 5.5% para el año, ya que las acciones globales subieron y finalizaron el 4to trimestre con un buen desempeño. Las estrategias cuantitativas fueron mayormente responsables del desempeño de las subestrategias de EH para diciembre, con un alza en el Índice HFRI de EH: Cuantitativo Direccional de 1.7%. El Índice HFRI de EH: Energía/Materiales Básicos subió un 0.5% en diciembre y finalizó el año con un alza de 18.7%, por lo que tuvo el mejor desempeño no solo de las subestrategias de EH, sino de todas las subestrategias.

Los fondos de cobertura de **Macro** tuvieron ganancias en diciembre, cuando las tasas de interés subieron y los productos básicos de energía se dispararon, a pesar de que Macro produjo apenas una ligera ganancia para el 2016. El Índice HFRI de Macro (Total) subió un 1.2% en diciembre, sobre todo gracias a la inversión en Energía y a las estrategias CTA (Commodity Trading Advisers), por lo que su ganancia en el 2016 fue de un 1.5%. El Índice HFRI de Macro (Ponderado a Base del Activo) generó una ganancia un tanto mayor de 1.3% en diciembre. A pesar del buen desempeño a principios de año y durante el transcurso del lío del *Brexit*, las estrategias CTA cuantitativas que siguen las tendencias sufrieron una baja decepcionante en el 2016; el Índice HFRI de Macro: Sistemático Diversificado subió un 1.2% para diciembre y pareó la baja para el año a un 1.0%. De los 27 índices HFRI de subestrategias calculados por HFR, el Índice HFRI de Macro: Sistemático Diversificado fue el único que bajó en el 2016. El desempeño de la subestrategia de Macro en el 2016 se debió mayormente a la inversión en productos básicos, y el Índice HFRI de Productos Básicos subió un 5.2%.

Según **Kenneth Heinz, Presidente de HFR**, al igual que las acciones comunes de EE.UU., el HFRI alcanzó un alza récord en diciembre, puesto que se benefició del optimismo poselectoral y del aumento en los productos básicos, a pesar del alza en rentabilidad de los bonos de EE.UU. En su opinión, este nivel récord de desempeño del HFRI también coincide con los activos de fondos de cobertura de riesgos récord alcanzados en el 3er trimestre del 2016. Luego de sufrir una baja decepcionante en el 2015, el desempeño de los fondos de cobertura en el 2016 fue el mejor desde el 2013 y no solo supera los índices de acciones comunes globales, sino también el desempeño del HFRI anualizado durante los últimos cinco a 10 años. Heinz considera probable que el reciente aumento en la tolerancia al riesgo (luego de las elecciones) por parte de los inversionistas continúe impulsando el desempeño y las ganancias de capital hasta mediados del 2017.

### Capital privado

Durante el 4to trimestre, 2,470 inversionistas distribuyeron \$12,700 millones en capital entre 1,736 compañías respaldadas con capital de riesgo, según el *Venture Monitor* de PitchBook y la Asociación Nacional de Capital de Riesgo (NVCA, por sus siglas en inglés). Este informe reveló que durante el transcurso del 2016, se invirtieron más de \$69,100 millones en 7,751 compañías en el ecosistema empresarial, lo que representa el segundo total de inversión anual más alto en los últimos 11 años. Dados los altos niveles de actividad de los inversionistas de capital de riesgo registrados en el 2014 y el 2015, el 2016 no representó una baja, sino más bien un regreso a la normalidad para dicha industria.

De acuerdo con **Bobby Franklin, Presidente y CEO de NVCA**, la actividad en el 4to trimestre no hace otra cosa que reforzar lo que se vio y escuchó durante todo el año: que los niveles de inversión en capital de riesgo se están reajustando luego de haber alcanzado su punto máximo en el 2015. Franklin considera esta recalibración como una normalización saludable y el regreso a un ritmo de inversión mucho más estable. Para él, la gran cantidad de capital recaudado para distribuir en el ecosistema, así como el optimismo en torno a la cantidad de ofertas iniciales al público (IPO, por sus siglas en inglés), son señales positivas de cara al futuro. Añadió que en vista del resultado de las elecciones del 2016 y del regreso de la industria de capital de riesgo a la normalidad, el 2017 demostrará ser un año crucial para los inversionistas de capital de riesgo y las *empresas nuevas* que respaldan.

Según **John Gabbert, fundador de PitchBook**, como las compañías están permaneciendo privadas durante más tiempo que nunca, los mercados de capital de riesgo se están estableciendo como corresponde. Tras un par de años de inversiones desenfadadas y valuaciones empresariales elevadas, el ecosistema de capital de riesgo se está alejando del punto máximo de financiamiento para regresar a un ambiente de inversión normal y próspero.

### Actividad de captación de fondos

A pesar de una merma en la actividad inversionista, el 2016 registró la mayor suma de capital recaudado por fondos de riesgo en los últimos 10 años. Las cifras de captación de fondos fueron las más altas en la historia en todos los trimestres; sin embargo, el 2do trimestre fue el más sobresaliente, ya que las empresas de capital de riesgo recaudaron \$13,600 millones. En el 4to trimestre se recaudaron \$7,300 millones, por lo que la cantidad total de capital recaudado en el 2016 entre 253 fondos fue de \$41,600 millones.

### Actividad inversionista

Con los \$12,700 millones distribuidos entre 1,736 compañías respaldadas con capital de riesgo en el 4to trimestre, la inversión anual totalizó unos \$69,100 millones distribuidos entre 7,751 compañías. A pesar de haber registrado la segunda suma de capital invertido más alta en los últimos 11 años (superada solo por el total de \$78,900 millones en el 2015), en el 2016 hubo una fuerte baja en términos de financiamientos completados. Más de 8,000 transacciones se completaron en el 2016, lo que representa una baja de 22% con respecto al mismo periodo del año anterior y el cómputo más bajo desde el 2012, una indicación clara de que los inversionistas de capital de riesgo se han vuelto mucho más críticos de sus oportunidades de inversión.

### Actividad de salidas a la Bolsa

El ritmo de la actividad de salidas a la Bolsa para las compañías respaldadas con capital de riesgo continuó desacelerando en el 4to trimestre del 2016, y solo se completaron 142 salidas por un valor de \$6,800 millones. A pesar de la desaceleración, el volumen medio para el 2016 alcanzó los \$84.5 millones: su mayor alza en una década y un aumento de 30% desde el año anterior. Las adquisiciones corporativas demostraron ser la ruta de salida más popular para las compañías respaldadas con capital de riesgo en el 2016, mientras que las oportunidades de IPO continuaron escasas. En el 4to trimestre, siete compañías cotizaron en la Bolsa, por lo que el total de IPO completadas en el 2016 fue de 39, la menor cantidad desde el 2009, cuando 10 compañías respaldadas con capital de riesgo debutaron en la Bolsa de EE.UU.

**Puerto Rico<sup>4</sup>**: *(pasajes tomados del Comentario del 4to trimestre del 2016 de X Square Capital)*

El 4to trimestre fue uno de intensa actividad en Puerto Rico. Conjuntamente con el proceso electoral, la Junta de Supervisión y Administración Financiera para Puerto Rico (la “Junta”) comenzó a atender algunos de los asuntos más apremiantes en torno a la crisis fiscal del país. En una carta enviada al gobernador entrante, Ricardo Roselló, José Carrión, Presidente de la Junta, recalcó la necesidad de reformas estructurales en lo que respecta a las leyes laborales, el Departamento de Educación, el cuidado de la salud y la educación superior. Además, en un intento por reiterar la necesidad de que se tome acción inmediata, la Junta publicó un ambicioso calendario de trabajo que pretendía tener un Plan Fiscal y de Crecimiento Económico (el “PFCE”) certificado para el 31 de enero.

El PFCE se basa en las suposiciones del último plan fiscal presentado por la administración saliente, el cual según la Junta recalcó, no debe considerar transferencias federales que no se hayan legislado o que en este momento no cuentan con el respaldo de un proyecto de ley o una consideración similar en el Congreso de EE.UU. Las cifras provistas por el PFCE servirán de punto de partida para las negociaciones con los bonistas.

El calendario de trabajo establecido por la Junta parecía más simbólico que práctico, ya que resultaba muy difícil, o casi imposible, concluir un plan fiscal abarcador lleno de supuestos subyacentes y proyecciones económicas para los próximos 10 años a 30 días de transferir el poder a la nueva administración. El gobernador Roselló le señaló a la Junta su intención de aplazar la fecha límite al menos 45 días, a fin de obtener un plan detallado sobre los gastos fiscales, el control de costos y las medidas para producir ingresos (a nivel estatal y del fondo general). Como consecuencia de estos retrasos, se estima que el aplazamiento legal se extenderá hasta el 1ro de mayo, fecha en que comenzarán las negociaciones más serias y de intercambio voluntario. Mientras tanto, la Junta llevará acabo análisis paralelos con sus asesores y completará el proceso de contratación de su asesor ejecutivo y su grupo de trabajo.

---

<sup>4</sup> Esta sección contiene información provista por el Sr. Ignacio Canto, Analista Financiero Certificado y Presidente de X Square Capital, una firma de inversiones puertorriqueña que se especializa en estrategias avanzadas de manejo de riesgos, complementada con información factual actualizada de fuentes oficiales. Descargo de responsabilidad: los comentarios del Sr. Ignacio Canto son de naturaleza personal y no reflejan la visión de X Square Capital ni la manera como maneja cuentas específicas. Toda la información que se provee es de conocimiento público. El Sr. Canto no es abogado y sus declaraciones no constituyen ningún tipo de consejo legal. Sus interpretaciones de cualquier ley o asunto legal se relacionan con la forma como afectan los volúmenes transaccionales, los precios y la liquidez. Las expresiones aquí incluidas no son la opinión de Consultiva ni constituyen una opinión legal ni un consejo o una recomendación de inversión. Le pedimos que por favor lea las otras declaraciones de divulgación importantes al final de este informe.

El programa de la Junta es una invitación abierta para que las partes interesadas trabajen juntas para formalizar todos los proyectos de ley, medidas y reformas que se tienen que presentar, tanto a nivel estatal como federal, para poder llegar a proyecciones más realistas en los 10 años del PFCE. Como se destaca en el Informe a la Cámara y el Senado del Grupo de Trabajo (*task force*) del Congreso de EE.UU. sobre el Crecimiento Económico en Puerto Rico, el país necesita un trato equitativo para el financiamiento tanto del programa de Medicaid como el de Medicare, una renovación de sus servicios de recopilación estadística y presentación de informes, la modernización de su infraestructura de energía, una reforma contributiva y, entre otras cosas, idear un mecanismo para incentivar la participación en la fuerza laboral.

Durante las primeras 24 horas en su cargo, el gobernador Rosselló emitió varias órdenes ejecutivas que, según parece, establecerán las pautas de su administración. En particular, la nueva administración tiene la intención de reducir el número de nombramientos políticos por un 20% y los gastos presupuestarios en general por un 10% (una reducción del 10% en el gasto de operación y una reducción del 10% en los contratos gubernamentales). Se calcula que estas reducciones en costos generen entre \$70 y \$100 millones en ahorros durante los primeros seis meses (la segunda mitad del año fiscal 2017), y hasta \$500 millones en ahorros para el presupuesto del fondo general del año fiscal 2018.

Si las mismas directrices se aplican al presupuesto consolidado, lo que se espera que sea el caso para el año fiscal 2018, tal vez sea posible reducir tanto como un total de \$2 mil millones en gastos. Además, en un intento por despolitizar la agencia de turismo, el mercadeo de la isla como destino turístico lo realizará un organismo independiente, destinado a mantenerse alejado de los partidos políticos y del ciclo electoral. Esta medida en particular, señala un cambio filosófico importante que, de aplicarse a otras entidades y corporaciones gubernamentales, podría eliminar obstáculos significativos para el desarrollo y el crecimiento económico de la isla.

Por último, es probable que la declaración de un estado de emergencia, aplicado a la infraestructura y a los asuntos fiscales, sienta las bases para la agilización del proceso de obtención de permisos y el cierre de todas los puestos de empleo vacantes hasta nuevo aviso, otra orden ejecutiva de interés para los accionistas.

Entre tanto, la economía sigue mostrando resiliencia de cara a la crisis fiscal. El turismo, la manufactura y las ventas de automóviles fueron puntos positivos en el 2016. Además, los ingresos al fondo general sobrepasaron los estimados por \$46 millones durante la primera mitad del año fiscal 2017, que va progresando a un ritmo récord. Esto representa una mejora de aproximadamente \$120 millones en comparación con el año fiscal 2016. Los hechos observados auguran una renovada confianza en la economía, así como un interés inversionista general por los proyectos de infraestructura. En particular, el mercado de bienes raíces de lujo ha estado mostrando señales de fortalecimiento en términos de precios y de reducción de inventario, al igual que la vivienda residencial de mediano costo en las áreas metropolitanas costeras, donde la escasez de inventario se ha convertido en la regla del día. Los bienes raíces permanecen muy frágiles en los suburbios y se espera otro año récord de reposiciones.

---

## C O N C L U S I Ó N

---



Hemos comenzado el 2017 con nuevas alzas en los mercados de acciones de EE.UU., tasas de interés más elevadas y una volatilidad históricamente baja. La economía de EE.UU. sigue ganando terreno y existe la esperanza de que se haya tocado fondo en el extranjero. Sin embargo, hay muchísimos problemas geopolíticos que continúan siendo motivo de ansiedad. La elección de Donald Trump ha generado mucha especulación en cuanto al impacto que tendrán sus políticas en los mercados, pero aún existe mucha incertidumbre con respecto al alcance y la implementación de dichas políticas y el momento oportuno para estas.

***Continuamos recomendando una distribución prudente de activos y una evaluación de riesgo basada en las necesidades de capital en el futuro, tanto para los patrocinadores de planes como para los inversionistas institucionales e individuales. Creemos que los activos de mediana duración y de más alta calidad que producen rendimiento en forma de rentas o dividendos son los preferidos. Además, dado que los ajustes en equilibrio son fundamentales para una estrategia inversionista a largo plazo bien elaborada, continuaremos explorando oportunidades para efectuar los mismos a medida que la ponderación de los activos cambie en relación con las estrategias en general.***

***Por último, creemos que la revisión diligente de una política de inversiones bien desarrollada y la adhesión a la misma, siguen siendo el curso de acción más prudente para los inversionistas a largo plazo. El esfuerzo continuo de educación fiduciaria es primordial.***

---

#### DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

---

Consultiva Internacional Inc. ("Consultiva") es un Asesor de Inversiones Registrado. El hecho de estar registrado con la Comisión de Valores y Bolsa (SEC, por sus siglas en inglés) no implica ningún nivel específico de habilidad o adiestramiento.

Los datos que Consultiva Internacional Inc. ("Consultiva") ha recopilado para este informe provienen de fuentes que considera confiables. Las mismas incluyen: administradores de inversiones; fondos mutuos; fondos que cotizan en las bolsas de valores; proveedores de datos independientes y otras fuentes externas. Consultiva no se hace responsable de la exactitud, confiabilidad, integridad o pertinencia de la información provista ni de las metodologías empleadas por los proveedores de información ajenos a Consultiva. Tampoco se garantiza que el uso de esta información conduzca a un resultado en particular. La conclusión a la que llegamos más arriba refleja la opinión del Comité de Estrategia de Inversión de Consultiva en este momento y está sujeta a cambio sin previo aviso. La diversificación no garantiza una ganancia ni una protección contra pérdidas. El desempeño pasado no necesariamente es indicativo del desempeño futuro. Este documento tiene únicamente un propósito informativo y no constituye una oferta, solicitud o recomendación con respecto a la compra o venta de inversiones financieras o valores, ni una recomendación de los servicios prestados por ninguna organización administradora de carteras de dinero, ni una asesoría de inversiones u opinión legal. Los servicios de asesoría de inversiones pueden proveerse solo después de la entrega de los folletos que contienen información sobre Consultiva (Formularios ADV Parte A y Parte B) y de la firma de un contrato de asesoría entre el cliente y Consultiva. Toda inversión conlleva riesgos que incluso pueden incluir la posible pérdida del principal. Los clientes deben tomar todas sus decisiones inversionistas a base de sus objetivos de inversión y circunstancias específicas y de su tolerancia al riesgo. Las inversiones globales e internacionales pueden conllevar riesgos adicionales que no se suelen asociar con las inversiones en EE.UU., tales como fluctuaciones monetarias, inestabilidad política, condiciones económicas y normas de contabilidad variables. Los rendimientos totales anuales, acumulativos y anualizados se calculan suponiendo la reinversión de los dividendos y el ingreso, más el aumento en valor del capital.

Esta no es una solicitud para que se convierta en cliente de Consultiva.

Ninguna porción del contenido, que incluye informes, clasificaciones, análisis relacionados con el crédito y datos, modelos, programas u otras aplicaciones o resultados de estos ("el Contenido"), se puede modificar, someter a ingeniería inversa, reproducir o distribuir de ninguna manera, o por ningún medio, como tampoco se puede

almacenar en ninguna base de datos o ningún sistema de recuperación de datos, sin el permiso escrito previo de Consultiva. El Contenido no se utilizará para ningún propósito ilegal o no autorizado. Consultiva, sus afiliadas y cualquier tercer proveedor, así como sus directores, ejecutivos, accionistas, empleados o agentes (colectivamente, las Partes de Consultiva) no garantizan la exactitud, integridad, vigencia o disponibilidad del Contenido. Las Partes de Consultiva no son responsables de ningún error u omisión, sin importar la causa, en los resultados obtenidos al utilizar el Contenido, ni por la seguridad o el mantenimiento de todo dato ingresado por el usuario. El Contenido se provee tal cual. LAS PARTES DE CONSULTIVA DECLINAN RESPONSABILIDAD POR CUALQUIER GARANTÍA EXPRESA O IMPLÍCITA, INCLUIDA, PERO SIN LIMITARSE A ESTA, TODA GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O APTITUD PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR DE LA INFORMACIÓN, DE INEXISTENCIA DE VIRUS, ERRORES O DEFECTOS DE SOFTWARE, DE QUE EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO NO SE INTERRUMPA O DE QUE EL CONTENIDO OPERARÁ CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DEL PROGRAMA O EL EQUIPO DE COMPUTADORA. Por ningún concepto se juzgará responsable a las Partes de Consultiva por ningún daño directo, indirecto, incidental, ejemplar, compensatorio, punitivo, especial o emergente, costo, gasto, honorario de abogados ni por ninguna pérdida (incluidas, sin limitarse a estas, la pérdida de ingreso o de ganancias y costos de oportunidad) en relación con uso alguno del Contenido, incluso si se le ha asesorado de la posibilidad de estos daños.

Los análisis relacionados con el crédito, incluidas las clasificaciones, y las declaraciones hechas en el Contenido son opiniones en la fecha en que se expresan y no son declaraciones de hecho ni recomendaciones para comprar, invertir o vender algún valor ni tomar alguna decisión inversionista. Consultiva no asume obligación alguna de actualizar el Contenido luego de publicado en cualquier manera o formato que sea. No se debe depender del Contenido, el cual tampoco sustituye la capacidad, el juicio y la experiencia del usuario, la gerencia, los empleados, asesores y/o clientes a la hora de invertir y de tomar otras decisiones de negocios. Las opiniones y los análisis de Consultiva no abordan la idoneidad de ningún valor. Aunque Consultiva ha obtenido la información de fuentes que considera confiables, no realiza auditorías ni se hace responsable de la debida diligencia o verificación independiente de la información que recibe.