

## Resumen de la semana pasada

Durante la semana, el conflicto en aumento entre Israel y Gaza mantuvo a Wall Street en una montaña rusa, aunque con una tendencia variada. Los inversionistas optaron por activos refugio como los bonos del Tesoro de EE.UU. y el oro. El sector financiero se mantuvo en una nota optimista después de que JPMorgan, Citigroup y Wells Fargo revelaran sus ganancias del tercer trimestre, con un desempeño robusto en los ingresos netos por intereses. Las declaraciones de Patrick Harker, miembro del FOMC, en contra de futuras alzas en las tasas de interés, fueron bien recibidas por los comerciantes, sugiriendo una política monetaria menos restrictiva. Al cierre de la semana, el Dow Jones y el S&P 500 mostraron incrementos del **0.8%** y **0.4%** respectivamente, mientras que el Nasdaq, con una fuerte presencia de acciones tecnológicas, experimentó una caída del **0.2%**.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) de septiembre evidenció un alza del 0.4%, ligeramente por encima de lo previsto,

reforzando la posibilidad de un aumento en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. Este dato mantiene latente la preocupación sobre la inflación, especialmente con el incremento en los precios de la energía que podría influir en el IPC subyacente.

En el sector automotriz, la discordia laboral se intensificó con huelgas en Mack Trucks y General Motors en Canadá, elevando a más de 30,000 el número de miembros de United Auto Workers en huelga. Además, cerca de 8,700 miembros en la planta de Kentucky de Ford Motor se unieron a las líneas de piquete, impactando la producción y los ingresos.

Disney enfrenta la presión del inversor activista Nelson Peltz, quien busca una reorientación estratégica mediante la adquisición de asientos en el consejo, reflejando la inquietud de los accionistas ante la caída continua de las acciones a pesar de los esfuerzos de reestructuración.

La racha de adquisiciones de Exxon Mobil avanzó con su acuerdo para adquirir Pioneer Natural Resources por casi 60.000 millones de dólares, con el objetivo de reforzar su posición en la cuenca del Pérmico. Este movimiento sigue a la reciente adquisición de Denbury Resources por parte de Exxon y refleja una tendencia más amplia hacia la consolidación en la industria petrolera, especialmente en la cuenca del Pérmico. Esta adquisición es un paso importante hacia la consecución del ambicioso objetivo de producción de Exxon en el Pérmico y podría catalizar una mayor consolidación en la industria petrolera.

# Fluctuaciones y datos macroeconómicos

## FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

**11 de octubre**  
**EEUU: IPP Demanda Final MoM**  
 0,5% frente al 0,3% esperado

**EEUU: IPP Demanda final interanual**  
 2,2% frente al 1,60% esperado

**12 octubre**  
**EEUU: IPC Demanda final intermensual**  
 0,4% frente al 0,3% esperado

**EEUU: IPC Demanda final interanual**  
 3,7% frente al 3,6% esperado

**EEUU: Peticiones iniciales de subsidio de desempleo**  
 209k vs esperado en 210k

**13 octubre**  
**EEUU: Sentimiento U. de Mich. Sentiment**  
 63 vs esperado en 67

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	2,862.14	0.59% →	-3.34%	9.97%
MSCI EM	951.31	1.49% ↗	-3.42%	-0.53%
MSCI EM LATIN AMERICA	2,227.74	2.91% ↗	-6.82%	4.67%
MSCI AC ASIA x JAPAN	607.33	1.41% ↗	-2.95%	-1.92%
<b>USA</b>				
S&P 500 INDEX	4,327.78	0.45% →	-2.75%	12.72%
NASDAQ COMPOSITE	13,407.23	-0.18% →	-2.20%	28.10%
DOW JONES INDUS. AVG	33,670.29	0.79% →	-2.74%	1.58%
RUSSELL 2000 INDEX	1,719.71	-1.48% ↘	-6.89%	-2.36%
<b>EUROPE</b>				
STXE 600 (EUR) Pr	449.18	0.96% →	-2.76%	5.72%
Euro Stoxx 50 Pr	4,136.12	-0.20% →	-3.70%	9.03%
DAX INDEX	15,186.66	-0.28% →	-4.45%	9.07%
CAC 40 INDEX	7,003.53	-0.80% →	-5.09%	8.18%
FTSE MIB INDEX	28,237.02	1.53% ↗	-2.28%	19.11%
IBEX 35 INDEX	9,232.90	-0.03% →	-3.32%	12.20%
SWISS MARKET INDEX	10,900.30	0.58% →	-2.66%	1.59%
FTSE 100 INDEX	7,599.60	1.40% ↗	-1.45%	1.98%
<b>ASIA</b>				
NIKKEI 225	32,315.99	3.99% ↗	-3.63%	23.84%
HANG SENG INDEX	17,813.45	1.87% ↗	-2.03%	-9.95%
CSI 300 INDEX	3,663.41	-0.71% →	-1.22%	-5.38%
S&P BSE SENSEX INDEX	66,282.74	0.44% →	-2.29%	8.94%
<b>LATAM</b>				
S&P/BMV IPC	49,379.58	-0.58% →	-3.84%	1.89%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	115,754.10	2.18% ↗	-2.53%	5.49%
MSCI COLCAP INDEX	1,116.29	1.30% ↗	1.60%	-13.20%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	5,777.75	2.88% ↗	-3.75%	9.80%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD	
PHILA GOLD & SILVER INDX	114.35	7.21% ↗	-3.64%	-5.39%	
MSCI WORLD/ENERGY	255.58	4.94% ↗	-1.56%	3.87%	
MSCI WORLD/UTILITY	135.18	3.17% ↗	-7.84%	-11.51%	
MSCI WORLD/INDUSTRAL	318.29	0.89% →	-3.89%	6.38%	
MSCI WORLD/MATERIAL	305.34	0.81% →	-4.76%	-1.77%	
MSCI WORLD/HLTH CARE	337.29	0.52% →	-2.00%	-2.27%	
MSCI WORLD BANK INDEX	89.31	0.32% →	-3.86%	-3.05%	
MSCI WORLD/INF TECH	523.98	0.22% →	-0.17%	33.18%	
MSCI WORLD/CON STPL	251.52	0.20% →	-6.18%	-6.77%	
MSCI WORLD/FINANCEVAL	100.30	0.04% →	-4.42%	-5.30%	
MSCI WRLD/COMM SVC	88.86	0.01% →	-0.97%	33.30%	
MSCI WORLD/CONS DIS	345.54	-0.54% →	-7.57%	18.66%	
<b>US RATES</b>					
	Last	5 Days	Close	12M Close	
2Y	5.05	5.08	-0.03	4.46	0.59
5Y	4.64	4.76	-0.12	4.20	0.44
10Y	4.61	4.80	-0.19	3.94	0.67
<b>BONDS CREDIT SPREAD</b>					
		5 Days	Close	12M Close	
EM Bonds Spread	377.82	378.0	-0.2	477.21	-99.4
HY Bonds Spread	450.00	440.0	10.0	578.00	-128.0
BBB 10yr Spread	191.76	176.9	14.9	225.70	-33.9
CoCos Spread	404.90	416.5	-11.6	458.00	-53.1
<b>FIXED INCOME</b>					
		5 Days	1 Month	YTD	
US High Yield	2,298.36	0.55%	↗	-1.75%	5.14%
EM Bonds USD	1,074.73	0.61%	↗	-2.38%	0.11%
EM Local Currency	122.16	1.18%	↗	-3.00%	1.35%
CoCos USD	115.09	0.70%	↗	-1.76%	0.24%
IG BBB 3-5yr USD	324.43	0.79%	↗	-1.55%	-1.11%
IG AA Corp USD	247.59	0.95%	↗	-1.86%	0.91%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD	
CRB INDEX	283.97	3.40% ↗	-1.94%	2.24%	
WTI	87.69	5.92% ↗	-0.94%	9.26%	
Brent	92.76	5.27% ↗	-0.68%	14.03%	
US Natural Gas	3.24	-3.06% ↘	20.75%	-27.69%	
<b>S&amp;P GSCI Precious Metal</b>					
	2,520.60	5.23% ↗	-0.41%	5.20%	
Gold	1,932.82	5.45% ↗	1.29%	5.96%	
Silver	22.72	5.17% ↗	-0.52%	-5.15%	
Platinum	884.13	0.29% →	-2.20%	-17.70%	
Palladium	1,150.56	-1.05% ↘	-8.25%	-35.82%	
<b>S&amp;P GSCI Ind Metal Index</b>					
	399.38	-1.35% ↘	-3.64%	-11.47%	
Aluminum	2,199.50	-1.79% ↘	-0.81%	-7.51%	
Copper	7,875.81	-1.20% ↘	-6.21%	-5.85%	
Nickel	18,284.25	-0.14% →	-7.93%	-38.82%	
<b>S&amp;P GSCI Agriculture</b>					
	397.53	1.19% ↗	-1.54%	-15.51%	
<b>CURRENCIES</b>					
	Last	5 Days	1 Month	YTD	
CHF vs. USD	0.9020	0.86%	↗	-0.92%	2.49%
JPY vs. USD	149.5700	-0.17%	↘	-1.41%	-12.34%
CAD vs. USD	1.3660	0.01%	↗	-0.81%	-0.78%
EUR vs. USD	1.0510	-0.72%	↘	-2.05%	-1.82%
GBP vs. USD	1.2143	-0.77%	↘	-2.78%	0.50%
AUD vs. USD	0.6296	-1.41%	↘	-1.96%	-7.59%
BRL vs. USD	5.0786	1.33%	↗	-3.20%	3.97%
MXN vs. USD	18.0895	0.42%	↗	-5.18%	7.80%
COP vs. USD	4,237.16	2.41%	↗	-6.77%	14.52%
CNY vs. USD	7.3050	-0.10%	↘	-0.46%	-5.56%
EUR vs. CHF	0.9482	1.60%	↗	1.13%	4.37%
DOLLAR INDEX	106.6480	0.57%	↗	1.80%	3.02%
BITCOIN	26,866.02	-2.58% ↘	1.08%	62.44%	

## FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

**17 de octubre**  
**EEUU: Manufactura Empire**  
 Previsto en -6

**EEUU: Avance intermensual de las ventas minoristas**  
 Se espera un 0,3%.

**18 octubre**  
**EEUU: Viviendas iniciadas**  
 Previstos en 1380k

**19 octubre**  
**EEUU: Peticiones iniciales de subsidio de desempleo**  
 Esperado en 212k

**EEUU: Ventas de viviendas existentes**  
 Se esperan 3,88 millones

## Vision de In On Capital

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			
Renta Variable			
Alternativos			
Regions (Equity)	U	N	O
North America			
Europe			
Emerging Markets			
Japan			
Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples			
Health Care			
Telcom Services			
Utilities			
Consumer Disc.			
Energy			
Financials			
Industrials			
Technology			
Materials			

El riesgo de "más altos por más tiempo" ha dejado de influir en la mente de los inversionistas, lo que ha impulsado el rendimiento de los títulos a 10 años en EEUU a nuevos máximos del 4,88% y ha afectado indirectamente al rendimiento del mercado de renta variable durante las últimas semanas. Después de más de un mes de corrección, el mercado está ahora sobrevendido a corto plazo y los precios deberían tomarse un respiro en el importante nivel de soporte actual de 4.200-4.300 euros.

La cifra de nóminas no agrícolas de septiembre, 336.000, ha superado con creces el consenso de 170.000, tranquilizando al mercado por un lado, pero también reafirmando el hecho de que la Reserva Federal no va a bajar los tipos pronto. La Fed se enfrentará sin duda a más vientos en contra debido a un mercado laboral más fuerte de lo esperado y a un precio del petróleo más alto que influirá indirectamente en el IPC.

El mercado se está deteriorando técnicamente. La volatilidad y las caídas alcanzadas en esta corrección actual serán clave para evaluar la dirección para el resto del año. Además, la frágil situación macroeconómica, con las tasas de interés elevadas, las condiciones crediticias restrictivas y los indicadores adelantados negativos, nos obligan a mantener la cautela.

# Subidas de tasas : Tick, Tick...¡Boom!

Los rendimientos de los bonos acaban de alcanzar niveles muy altos de forma muy rápida. El más famoso de todos, el rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años, alcanzó el 4,88%, un récord desde julio de 2007, muy lejos del 3,29% que registró en mayo. **El 4,88% alcanzado hace 10 días se considera un máximo histórico, en la medida en que corresponde a una media a muy largo plazo** (gráfico 1), pero la velocidad y la coyuntura económica en que se está produciendo esta situación no tienen precedentes. **La variación a 1 año de los rendimientos reales a 10 años en EE.UU. también ha alcanzado niveles máximos históricos, con una progresión de 670 puntos básicos en sólo 1 año, una progresión histórica que sólo se ha visto en contadas ocasiones en el pasado** (gráfico 2).

Su principal homólogo europeo, el Bund alemán a 10 años, superó la simbólica marca del 3%. **Si los tipos siguen subiendo, el riesgo de un gran crack económico y financiero será cada vez más probable, como ya ha ocurrido en el pasado** (gráfico 3). La meteórica subida de los rendimientos puede explicarse en parte por la atención que prestan los inversores a la retórica de los banqueros centrales. Jerome Powell, Christine Lagarde y sus homólogos de los principales países desarrollados están machacando con el mensaje de que sus tipos directores, las principales herramientas de la política monetaria, seguirán "más altos durante más tiempo". Así, cada vez que se publica una buena noticia económica, se aleja la posibilidad de una relajación monetaria.

Gráfico 1 : Tipos nominales estadounidenses a 10 años

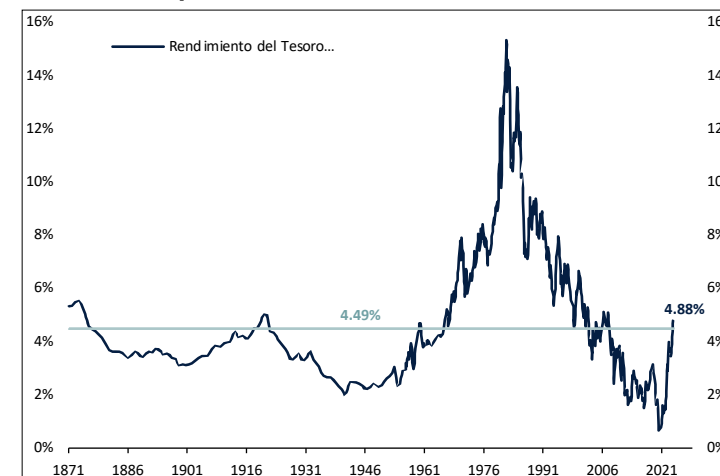
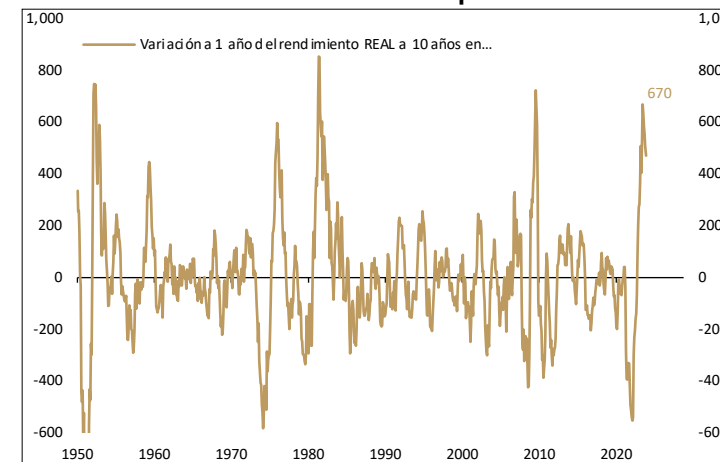


Gráfico 2 : Variación a un año de los tipos reales estadounidenses



## El tema de la semana

### Las buenas noticias económicas son ahora malas noticias para el mercado

Mecánicamente, el nivel de los tipos a largo plazo aumenta para converger con el de los tipos a corto plazo, lo que hace que la curva de rendimientos se incline (aplanamiento del oso). Así ocurrió, por ejemplo, con la publicación de las cifras tranquilizadoras sobre el empleo en Estados Unidos y el índice de confianza de los directores de compras industriales. La ecuación es sencilla: si la economía resiste, los tipos se mantendrán altos. Por tanto, las buenas noticias para la economía se consideran malas noticias para la inversión. Es cierto que los inversores en renta fija han tardado en aceptar la retórica del "más alto durante más tiempo", pero esta explicación no basta para justificar la reciente subida de los rendimientos.

El mercado de bonos se enfrenta a un problema estructural. No sólo la deuda pública es gigantesca, sino que una gran parte de los bonos con los que se financia (el 27%, es decir, 6.200 millones de euros) vencen en 2023 y un total del 40% antes de finales de 2024. Como el presupuesto del Estado no es excedentario, estos bonos deben refinanciarse. Sin embargo, el Departamento del Tesoro lleva retraso en su programa de emisión de bonos de este año, sobre todo durante los debates que se suceden en el Congreso sobre el techo de la deuda. **Según las estimaciones de los analistas, el Tesoro estadounidense sólo ha renovado 1,7 billones de bonos hasta la fecha. Esto deja 4,5 billones por colocar de aquí al 31 de diciembre.** La demanda de bonos estadounidenses puede ser muy fuerte, pero no parece suficiente para satisfacer la colosal oferta. Este desequilibrio está provocando una subida de los tipos.

Gráfico 3 : La subida de los rendimientos suele terminar con una ruptura



Los compradores de bonos del Tesoro pueden dividirse en cinco categorías: La Fed, los extranjeros, los bancos, los fondos de pensiones (públicos y privados) y los hogares (incluidos los hedge funds) (gráfico 4). Cuando el banco central se retira del mercado, los demás exigen mayores rendimientos para cubrir el hueco, lo que parece todo un reto. **La otra realidad es que EE.UU. se enfrenta a una situación económica difícil desde Covid, su déficit presupuestario alcanza ahora el -8,5% del PIB** (gráfico 5). Teniendo en cuenta que  $\frac{3}{4}$  de este déficit está compuesto por los intereses de la deuda de EE.UU., la próxima refinanciación que hemos mencionado no va a ayudar a mejorar la situación. De hecho, la deuda que se va a emitir con tipos de la Fed 20 veces más altos que en 2022 y más altos que hace 10 años va a tener un impacto importante en el presupuesto estadounidense. En cierto modo, pensamos que el mercado está pidiendo ahora un mayor rendimiento por este riesgo.

Según nuestro análisis, pensamos que el reciente empujamiento (empujamiento bajista) de la curva de rendimientos no se debe a una mejora de la situación macroeconómica, sino más bien a una prima de rendimiento que el mercado está pidiendo por considerar la compra de bonos soberanos estadounidenses. Esto puede confirmarse observando los distintos plazos del diferencial de la curva. La mayoría de los diferenciales han aumentado, pero no los de 30-10 años. **Si hubiera un aumento de las expectativas macroeconómicas de los inversores, la parte a largo plazo de la curva también debería haberse empujado, lo que no ha sido el caso** (gráfico 6).

Gráfico 4 : Tenencias de bonos del Tesoro por categorías

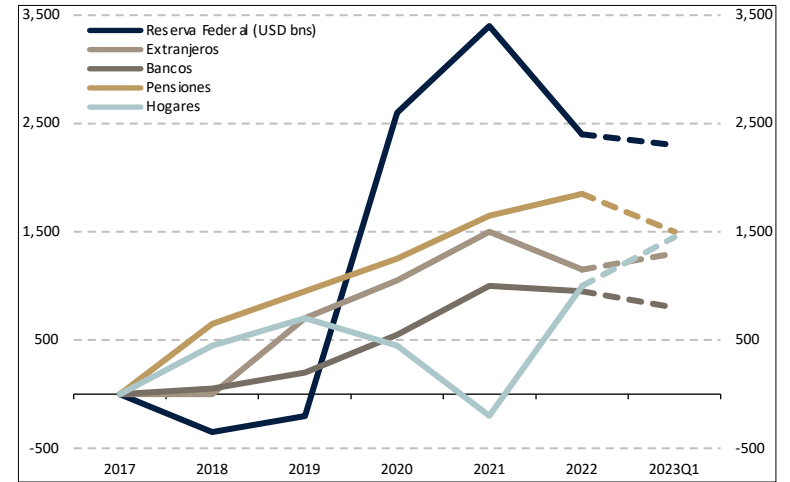


Gráfico 5 : Saldo presupuestario de EE.UU. en % del PIB (-8,5%)



## El tema de la semana

Como consecuencia directa de la subida de los tipos de interés, el rendimiento de los bonos soberanos, que había sido catastrófico hasta octubre de 2022 y luego muy bueno entre noviembre de 2022 y abril de 2023, vuelve a ser decepcionante. **El índice de la deuda soberana estadounidense acaba de ceder el 7,5% que había ganado recientemente** (gráfico 7). La única razón por la que el rendimiento ya no es negativo es el pago de cupones. Éstos constituyen (por fin) un amortiguador contra la depreciación del valor nominal de los bonos cuando suben los tipos de interés. No es un punto trivial, y los inversores deberían alegrarse por ello y tenerlo en cuenta para sus futuras asignaciones.

Fascinados por el atractivo de los rendimientos actuales, pero asustados por la idea de verlos aún más altos dentro de unos meses, los inversores en renta fija dudan. ¿Deben comprar o esperar? El riesgo de que los rendimientos sigan subiendo es real y no está a punto de disiparse, dado el desequilibrio entre la oferta y la demanda. Sin embargo, hay muchos argumentos a favor de los bonos:

- **En primer lugar, una nueva subida de los rendimientos, sobre todo violenta, sólo sería temporal.** Paradójicamente, cuanto más altos son los rendimientos, mayor es el riesgo de que algo se rompa en la economía, y mayor la probabilidad de un "pivote". Si la recesión es demasiado grave o si el sistema bancario se vuelve inestable, independientemente de las presiones inflacionistas, los bancos centrales se verán obligados a dar marcha atrás en su política monetaria recortando los tipos. Se trata de un fenómeno clásico.

Gráfico 6 : US 10yr-2yr; US 10yr-3M; US 30yr-2yr; US 30yr-10yr

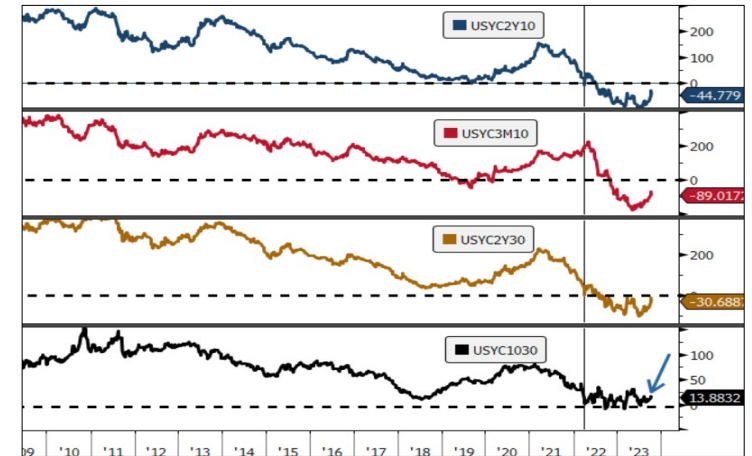
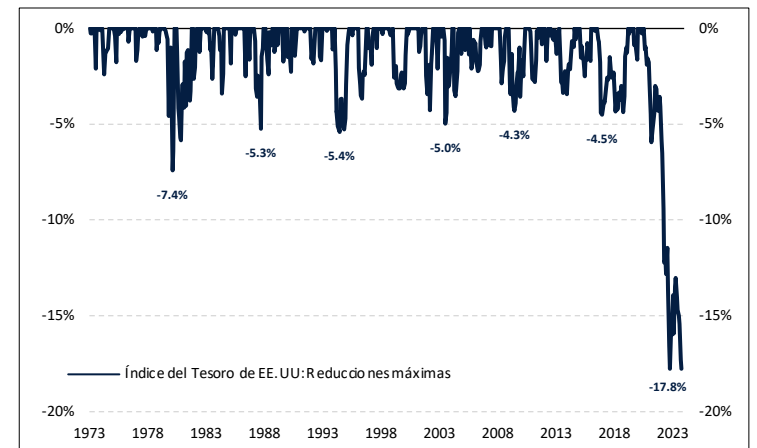


Gráfico 7 : Pérdidas máximas de los bonos estadounidenses



- **En segundo lugar, si los rendimientos no siguen subiendo, sino que se mantienen en los niveles actuales, es muy probable que se produzca una recesión el año que viene.** Con una menor reserva de efectivo, precios más altos, mayor apalancamiento y tipos de interés más altos, vemos a los consumidores con dificultades para mantener su impulso de gasto en 2024. Sin duda, la Fed tendrá que empezar a revertir su política monetaria en ocasiones el año que viene. **Históricamente, las pausas entre la última subida de tipos y la primera bajada siempre han sido cortas, entre 6 y 14 meses** (gráfico 8). Los recortes de tipos han sido significativos, con una media de -340 puntos básicos en 8 a 12 meses.
- **En tercer lugar, el riesgo de duración parece más atractivo que el riesgo de crédito.** Los diferenciales de rendimiento entre los bonos corporativos de alto rendimiento y las letras del Tesoro no reflejan la tensión actual, vinculada al aumento del número de quiebras y a la volatilidad del mercado de bonos. Los diferenciales de alto rendimiento **son definitivamente demasiado bajos** (gráfico 9).

Gráfico 8 : Tipos de interés oficiales en EE.UU. y la zona euro

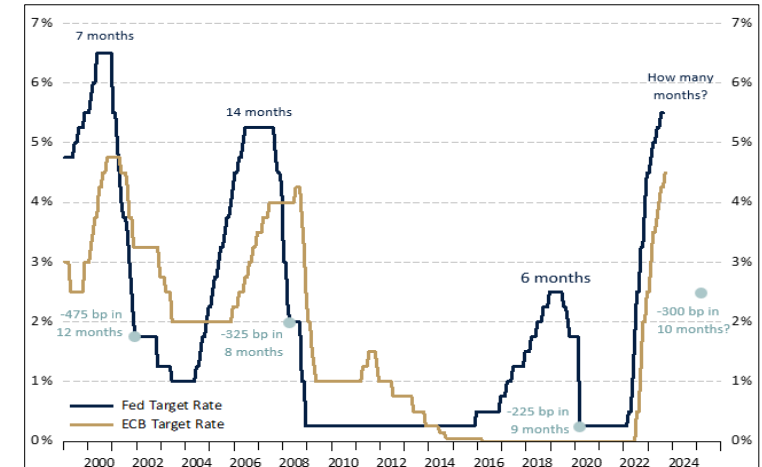
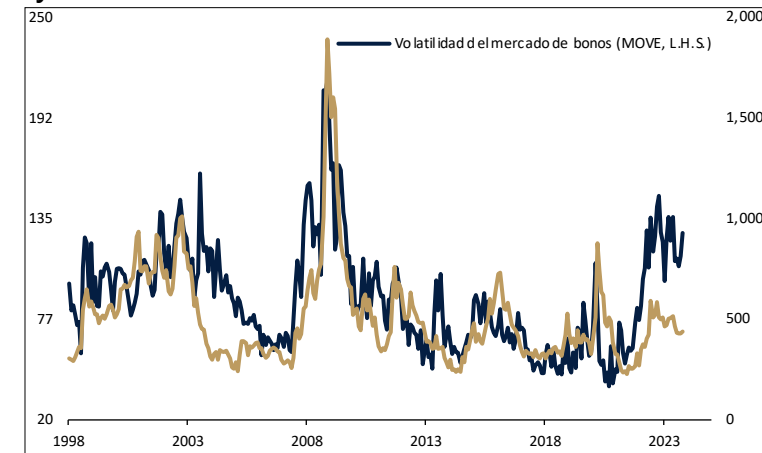


Gráfico 9 : Diferencial de crédito de los bonos de alto rendimiento y volatilidad en EE.UU.



Source : Sentosa & Co, Atlantic Derivatives



### CONCLUSIÓN

A pesar de la fuerte subida de tipos registrada recientemente y del riesgo potencial de una nueva subida, consideramos que el segmento de renta fija es muy atractivo a estos niveles. La rentabilidad de los bonos soberanos de larga duración ha sido decepcionante hasta ahora. A pesar del riesgo de un repunte a corto plazo de los tipos, vemos más probabilidades de que bajen que de que suban en los próximos 12 meses. **Debido a los actuales niveles de rendimiento, la remuneración de los bonos parece muy atractiva y muy sesgada al alza.... claramente, cuanto más duración se tome y más resultados positivos se podrían obtener en una situación de tipos a la baja** (gráfico 10).

Gráfico 10 : Estimación de la rentabilidad total a 12 meses basada en diferentes movimientos de los rendimientos

	300bp rise	150bp rise	50bp rise	50bp fall	150bp fall	300bp fall
2-year Treasury	2.3	3.7	4.6	5.53	6.5	7.9
5-year Treasury	-5.5	-0.6	2.9	6.45	10.2	16.1
10-year Treasury	-14.9	-5.8	1.0	8.34	16.4	29.8
20-year Treasury	-24.7	-11.6	-1.1	11.37	26.0	53.2
30-year Treasury	-30.4	-15.7	-2.9	13.19	33.5	74.7

**In On Capital, S.A.** pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumírselos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.