

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

- 2 Situació macroeconòmica
- 3 Renda fixa
- 4 Renda variable
- 5 Matèries primeres i divises
- 6 Llatinoamèrica

Prediccions

Acabem un any extraordinari, amb una macro en punt àlgid, amb la majoria d'actius tancant curs amb rendiments acumulats més que acceptables i gairebé sense volatilitat. Sembla difícilment repetible.

Creiem fermament que no s'ha de predir. És molt més productiu dedicar els esforços a entendre bé l'entorn i a adaptar les carteres adequadament. És crític tenir-les preparades per a allò que no podem anticipar, molt més que per a allò que creguem que passarà. No obstant, és tradició nadalenca que tots els que ens dediquem als mercats intentem pronosticar el que ens depararà el curs que entra, a veure si ho encertem i ens donen el títol de pitonissa de l'any. Els estratèges acostumen a anticipar més del mateix, i no havia de ser l'excepció aquest cop. Si fan cas del consens (de l'opinió "mitjana"), el 2018 mínim començarà tal com va acabar el 2017. Potser sí. O potser no. Peter Lynch (un dels millors inversors de la història) deia que, a efectes d'endevinar el futur, "si tots els economistes s'estressin l'un al costat de l'altre, no seria mala cosa".

L'entorn certament segueix essent molt propici per als mercats, que podrien seguir repartint alegries com els Reis d'Orient. L'economia és d'una solidesa insospitada fa uns mesos. Cal remuntar-se anys, si no dècades, per trobar dades semblants a les actuals en moltes de les mètriques. Sense inflació, els bancs centrals ens regalen polítiques monetàries encara extraordinàriament laxes, i es poden permetre retirar-les només gradualment. Sense tipus d'interès de referència atractius, els inversors, que rarament saben estar-se quiets, busquen extraure fins l'última gota de rendibilitat de cada racó dels mercats.

Però tot l'anterior ja està en preu, i les valoracions de renda variable i renda fixa no conviurien gens bé amb escenaris diferents. Teòricament, els actius financers descompten en tot moment les expectatives dels inversors. Hem de preguntar-nos doncs, què pot sorprendre els inversors, i en quina direcció. La veritat és que no és fàcil

imaginar què podria sortir millor. No obstant, i sense pensar en el pitjor, creiem que hi ha diversos factors crítics a monitoritzar, que podrien complicar la vida als mercats, essent el principal d'aquests la inflació. És la peça sobre la què se sostenen totes les altres. Si repunta, podria forçar a bancs centrals a ser una mica menys amables, o -encara pitjor- es podrien disparar els tipus d'interès als que cotitzen les emissions governamentals a llarg termini. L'anterior podria provocar un "efecte dominó" dins i fora de la renda fixa, donat que els preus de molts actius han pujat més per comparació amb els tipus zero, que no pas pels propis fonamentals.

Mentre els fonamentals siguin sòlids, que creiem que serà el cas, intentarem aprofitar-ho però invertint a mig gas. Només amb que s'incrementi la volatilitat (ara en nivells sense precedents) poden sorgir oportunitats interessants per comprar, que únicament podrem aprofitar si tenim l'espai a les carteres.

David Macià, CFA
Director d'Inversions

Estratègia

Assignació d'Actius (2018 1T)

Monetari	▲
Renda fixa	▼
Renda variable	➡

Renda fixa

GOVERN:	
EUA	▼
Eurozona	▼

GRAU D'INVERSIÓ:

EUA	▼
Eurozona	▼

HIGH YIELD:

EUA	▼
Eurozona	▼

MERCATS EMERGENTS

	▲
--	---

Renda variable

EUA	▼
Eurozona	▲
Japó	▲
Emergents	▲

Matèries primeres

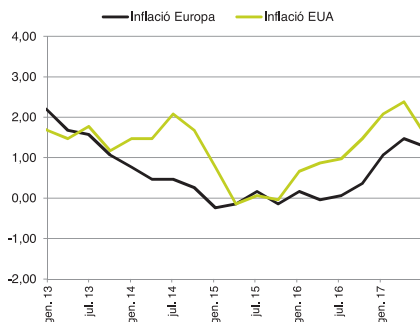
Petroli	▼
Or	▼

Divises

EUR/USD	➡
---------	---

Situació macroeconòmica

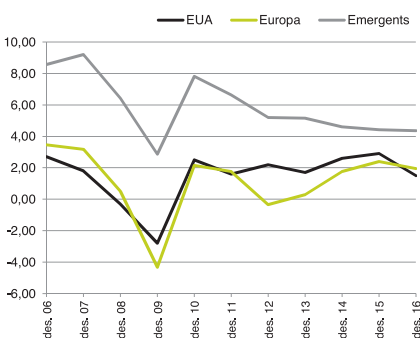
Inflació Europa i EUA



Font: Bloomberg

La pressió inflacionària es manté sota control.

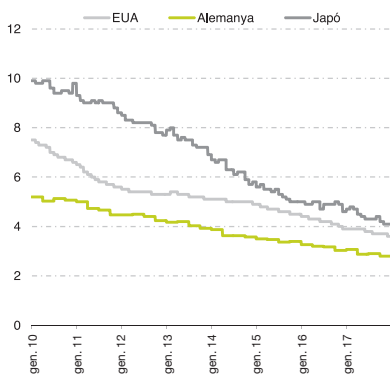
Creixement del PIB als EUA, Europa i Emergents



Font: Bloomberg

L'economia mundial està experimentant l'expansió sincronitzada més àmplia en més d'una dècada.

Taxa d'atur als EUA, Alemanya i Japó



Font: Bloomberg

Les pressions inflacionàries s'han mantingut sota control malgrat el mercat laboral restringit.

La dinàmica canviarà el 2018

El consens espera un creixement global robust, una inflació modesta i uns tipus oficials baixos per al 2018. El risc principal d'aquest entorn macro de conte de fades, segons la nostra opinió, és un augment de la inflació que obligaria els mercats a descomptar un ritme més ràpid en la normalització de les polítiques monetàries.

L'economia mundial està experimentant l'expansió sincronitzada més àmplia en més d'una dècada, doncs tant els països desenvolupats com els emergents segueixen guanyant força. Encara que pugui haver-hi una pausa en el *momentum*, és difícil veure què podria fer descarrillar l'economia, almenys en el curt termini. Mirant les economies desenvolupades, per primer cop l'eurozona ha crescut molt més ràpid del que s'esperava el 2017 i els PMI apunten a una robustesa continuada. Les economies que han tingut pitjor comportament, com ara França i Itàlia, veuen com les seves taxes de creixement estan atrapant les de la resta de la regió, mentre Alemanya segueix líder.

Encara que els EUA són en una fase molt més tardana del cicle, el creixement el 2017 també fou molt més gran del que s'esperava, doncs l'economia es va beneficiar de la recuperació global, unes condicions financeres favorables continuades, un dòlar més feble, una inflació moderada i un creixement dels salaris moderats malgrat un mercat laboral tensionat. Al Japó, la major sorpresa ha estat la forta recuperació en despesa en inversió empresarial. En realitat, el principal tema darrera el creixement global continuat el

obstant, el creixement als mercats emergents s'ha diversificat i és menys dependent de la Xina, beneficiant-se del fort creixement a la resta del món. A més, les reformes estructurals han fet que les seves economies siguin més immunes a un dòlar més fort i uns tipus d'interès més alts. Finalment, l'augment en els preus de les matèries primeres ha proporcionat un vent de cua, especialment a Llatinoamèrica. Llavors, què podria fer descarrillar aquesta perspectiva positiva? El 2017 l'augment del populisme fou probablement el major risc a la ment dels inversors. No obstant, els esdeveniments polítics durant el proper any no sembla que puguin causar res semblant a les pors existencials causades per les eleccions franceses del 2017. L'economia italiana, com ja hem dit, és camí de recuperar-se, el que hauria de fer que els partits anti-sistema ja no guanyin tracció. A més, el nou sistema electoral afavoreix les coalicions, el que resulta particularment perjudicial per al partit populista Cinc Estrelles. A Europa, el Regne Unit possiblement segueixi enrederit mentre s'allarguen les negociacions del "Brexit" i les possibilitats de noves eleccions augmenten. La incertesa que segueix regnant tindrà un impacte negatiu en l'economia, però hauria de limitar-se al Regne Unit.

Què pot fer descarrillar el creixement el 2018? Opinem que el principal vent en contra que aguaita a l'ombra és la inflació.

2018 és la millora en capex. El fet que l'últim any no tingués vents en contra ha permès el retorn de la confiança empresarial. En efecte, les empreses havien estat retardant els projectes d'inversió els últims anys a causa de l'alta volatilitat en l'economia global. A més, la inversió podria ser especialment forta als EUA, on la reforma fiscal proporciona un incentiu immediat per disparar la despesa en inversió. En relació als mercats emergents, la Xina seguirà desaccelerant-se a mesura que el govern se centri més en controlar el deute públic i les reformes estructurals. No

Segons la nostra opinió, el principal vent en contra que aguaita a l'ombra és la inflació. Les pressions inflacionàries s'han mantingut sota control malgrat el fort creixement i el mercat laboral tensionat a molts països com ara els EUA i Alemanya. No obstant, hi acostuma a haver un decalatge de 6 trimestres entre el creixement del PIB i el seu efecte en la inflació, així que el creixement més fort que va començar a la segona meitat del 2016 aviat hauria de començar a tenir impacte sobre la inflació. Un marcat augment de la inflació podria sorprendre els mercats i dur-los a anticipar una normalització més ràpida de les polítiques monetàries, el que pressionaria a l'alça els tipus a llarg termini, repercutint al seu torn en el creixement global.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Responsable Gestió Multi-actiu
i Clients Institucionals

Renda fixa

2018, l'inici de la normalització

Ens aproximem a un nou escenari de canvi en la política monetària dels bancs centrals que podria donar lloc a una pujada de la rendibilitat dels bons amb el consegüent impacte en el preu.

En un entorn en el què les perspectives econòmiques són positives amb un clima d'elevada confiança, una millora de l'ocupació i un increment del consum privat, **allò que sense dubte marcarà l'any 2018 és el principi de la fi de les polítiques monetàries ultraexpansives.** La inflació, variable clau a seguir, continua baixa, però la probabilitat de sorpreses d'inflació a l'alça és més elevada que en anys anteriors, sobretot en un marc d'expansió econòmica més dinàmic i que influeixi en una acceleració del creixement dels salaris.

El gran risc de la renda fixa és la durada i el quan es normalitzaran les primes de risc. El rally pot continuar si el procés d'augment de tipus d'interès és gradual. Seguir invertint sí, perquè també existeix el risc de quedar-se fora, però evitant caure en la complaença. **Podem diferenciar dues parts de l'any:** una primera en què s'estendrà el status quo monetari i l'excés de liquiditat encara que menor que en anys anteriors, gràcies a l'encara fort suport per part del BCE; i una segona part quan es conegui la decisió sobre la continuïtat del QE, on haurém d'estar preparats per fer front a una major volatilitat ja que una reducció abrupta dels

El gran risc: la durada i quan es normalitzaran les primes de risc. Si els tipus augmenten gradualment, el rally continua.

diferents programes de compra d'actius podria tenir un impacte sobre el retorn de diferents actius.

Què esperem de les diferents classes d'actius de renda fixa? En governs, on s'ha experimentat un fort augment del deute global (un increment del 40% des del 2008 segons el Banc Internacional de Pagaments), un major volum d'emissions netes i majors pressions inflacionistes duran a l'alça les TIR dels bons.

En crèdit, a nivell fonamental es presenta un entorn positiu: bones dades a nivell

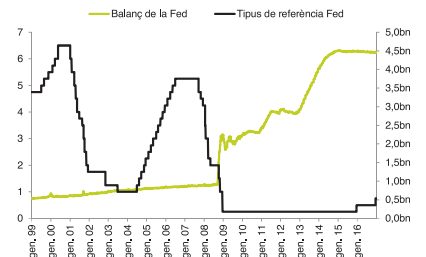
macro i micro, bona acollida dels primaris, millora esperada de les qualificacions i baixa taxa de *default* (mitjana High Yield <2%); però amb les TIR tan baixes el risc augmenta, fet que obliga a extreure la prudència. La selecció de crèdit cobra una major importància, si és possible, en el procés d'inversió, i el diferencial de crèdit que exigim haurà de compensar el risc assumit. De moment preferim la combinació de qualitat creditícia, inversió en trams mitjos i una subordinació major. Particularment, el **sector financer** ha estat ben capitalitzat i han millorat les mètriques, i a més el beneficien l'augment de tipus i una previsible menor regulació.

Els fonamentals dels **països emergents** segueixen millorant en línia amb les bones dades macro que veiem a nivell global de la mateixa manera que les millores en el balanç per compte corrent i l'acumulació de divises. Ajuden a diversificar la cartera i ofereixen rendibilitats més interessants que els mercats desenvolupats. Estan contribuint a l'acceleració global, ja que l'estabilització de les seves monedes ha provocat una important desinflació que ha permès que alguns bancs centrals (Brasil, Rússia, Índia i Indonèsia) relaxin les seves condicions financeres. La recerca de rendibilitat continuarà, i amb això s'espera que continuïn els fluxos d'entrada en aquests actius.

Davant l'escenari previst, serà necessari dotar-se d'una major flexibilitat i internacionalització en les inversions per aprofitar un major univers d'actius. **"Que la força (en la renda fixa) us acompanyi" el 2018.**

Josep M Pon, CIIA
Responsable de Renda Fixa

Política monetària convencional vs. no convencional



Font: Bloomberg

En els darrers temps la política monetària no convencional ha mantingut els tipus en nivells baixos.

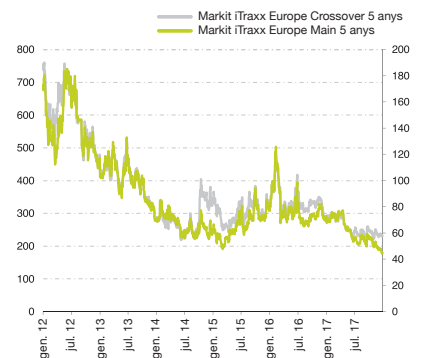
Deute sobre PIB

País	Deute sobre PIB
Japó	222,2%
Grècia	179,4%
Itàlia	132,5%
Portugal	130,4%
Singapur	112,9%
Bèlgica	106,0%
Canadà	99,4%
Espanya	99,4%
França	96,4%
Regne Unit	89,3%
Àustria	84,6%
Estats Units	76,5%
Irlanda	72,9%
Alemanya	68,4%

Font: Bloomberg

El % de deute sobre PIB als països desenvolupats es troba en nivells elevats.

Evolució spreads crèdit EUR

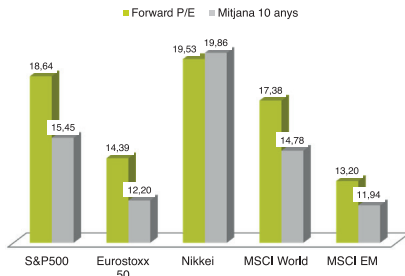


Font: Bloomberg

Els diferencials es mantenen en mínims històrics tant en els bons Investment Grade com High Yield.

Renda variable

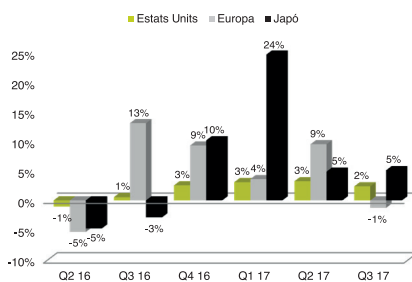
P/E Borses Mundials



Font: Bloomberg

Les valoritzacions es veuen ampliades a la majoria de les regions, especialment als EUA, amb els forward P/E cotitzant molt per sobre de les seves mitjanes a 10 anys.

BPA Borses Mundials



Font: Bloomberg

Els guanys del tercer trimestre a la majoria de regions van ser positius gràcies a efectes base favorables tant en matèries primeres com en financeres.

Rendiment mercats 2017

	Tancament a 29/12/2017	Cotització	2017 %	2016 %
EUA	S&P 500	2.673,61	21,82%	11,95%
	DJ Indus. Avg	24.719,22	28,11%	16,50%
	NASDAQ 100	6.396,422	32,99%	7,27%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 € Pr	3.503,96	9,95%	4,83%
	França (CAC 40)	5.312,56	12,54%	8,81%
	Espanya (Ibex 35)	10.043,90	11,25%	2,55%
	RU (FTSE 100)	7.687,77	11,95%	19,15%
	Alemanya (DAX)	12.917,64	12,51%	6,87%
	Suïssa (SWISS)	9.381,87	17,88%	-3,39%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	21.853,34	16,90%	-6,51%
JAPÓ	Paisos Baixos (AEX)	544,58	16,52%	13,60%
	TOPIX	1.817,56	22,20%	0,31%
EMERGENTS	NIKKEI 225	22.764,94	21,29%	2,38%
	Mèxic	49.354,42	10,11%	7,92%
	Brasil	76.402,08	26,86%	38,93%
	Argentina	30.065,61	77,72%	44,90%
	Xina	3.307,172	8,75%	-10,50%
	Índia	34.056,83	29,56%	3,47%
	Corea	2.467,49	22,25%	5,15%
	Rússia	2.109,74	-0,13%	32,77%

Font: Bloomberg

Els retorns a Europa es van enrederir respecte els EUA el 2017. Potser puguem veure una reversió d'això el 2018.

2018: Segueix pujant o atenció, comprador?

L'S&P 500 puja un 250% des de mínims de 2009. Hi ha hagut molts anys forts per als mercats des de la Gran Recessió del 2008, i l'any 2017 ha estat un més d'ells. La pregunta és: pot el 2018 ser un més d'aquests anys superiors, o tindrem per fi el que alguns creuen que serà un mercat baixista que ja tocava?

S'esperava que l'S&P 500 acabés el 2017 amb un 20% a l'alça aproximadament, però la majoria d'aquests guanys es van aconseguir durant els dos primers mesos de l'any juntament amb els últims tres mesos. Durant gener i febrer els mercats van seguir amb les pujades que van començar amb l'elecció de Donald Trump. Els inversors estaven entusiasmats per participar en el "reflation trade" i perseguien les accions d'industrials i financeres. Quan va arribar març, el *momentum* del "reflation trade" va desaparèixer. Les esperances d'una economia més forta empenya per la reforma fiscal es diluïen en veure que el Partit Republicà fracassava a l'hora d'aprovar qualsevol llei rellevant. No obstant, els Republicans van aconseguir reagrupar-se durant el 4t trimestre i la possibilitat de la reforma fiscal va tornar a dur els mercats a l'alça. Cap a finals de novembre vam veure dos successos que van conspirar per provocar una forta pujada. El primer fou el nomenament de Jay Powell, més conciliador, com a nou President de la Fed; i el segon fou

va pujar els tipus tres cops el 2017 i el mercat de renda variable es va disparar cap amunt al compàs d'aquestes pujades. Podríem veure més del mateix el 2018?

Les valoracions són una altra de les preocupacions dels mercats estatunidencs, doncs l'S&P cotitza a un BPA de consens de 20x que sembla tensionat. Això també fa que la renda variable europea sembli atractiva en comparació, doncs els ingressos augmenten, el sentiment econòmic es troba en màxims no vistos en anys i la valoració no és excessivament cara. Tot i això, segueix sent necessari tenir en compte que s'espera que els beneficis als EUA creixin un 10% el 2018, el que empeny el múltiple del forward de l'S&P cap avall fins a un més raonable de 18x, i això sense incloure els beneficis de la reducció de l'impost de societats del 35% al 21% ni el de la disminució d'accions empenya per la repatriació d'efectiu.

Estilísticament, el sector tecnològic va ajudar a que les accions "de creixement" tinguessin un comportament superior a les accions "valor" el 2017, però molts analistes de Wall Street esperen que l'estil d'inversió valor torni a veure's afavorit el 2018. Això té la seva lògica des del punt de vista que les accions tecnològiques no es veuran especialment beneficiades per la reforma fiscal, ja que recullen més del 50% dels seus beneficis de l'estranger i els grans beneficiats de la reforma fiscal (industrials, telecomunicacions i financeres) es consideren, en la seva majoria, de "valor". No obstant, val la pena mencionar que alguns dels grans noms del sector tecnològic tenen grans quantitats d'efectiu a l'estranger que podran repatriar el 2018. Si les accions de financeres, industrials i fins i tot possiblement tecnològiques estan posicionades per tenir un bon comportament el 2018, quines no ho estan? Principalment, les accions bond proxy (assimilables a obligacions, com ara serveis públics, REIT i consum bàsic), que obtenen un major percentatge dels seus ingressos a nivell nacional, però no acostumen a tenir un bon comportament quan s'espera que pugin els tipus d'interès.

La versió baixista és que si la inflació comença a pujar, podríem veure una Fed agressiva, fet que frenaria la pujada.

el progrés tangible dels esforços del Senat per aprovar la reforma fiscal.

Ara que el 2017 queda enrere, necessitem considerar quina direcció prendran els mercats i què tindrem a favor o en contra. La versió baixista és que si veiem una acceleració de l'economia a l'inici del 2018 i la inflació comença finalment a remuntar, podríem veure una Fed més agressiva. Si la Fed sent la necessitat de pujar els tipus 5 o 6 cops per mantenir la inflació a ratlla, això podria fer descarrillar la pujada dels mercats. Les últimes prediccions de tipus de la Fed (el "dot plot") apunten a tres pujades potencials el 2018. El mercat de futurs de la Fed, no obstant, només descompta la possibilitat de dues pujades el 2018. Recordem que la Fed

Charlie Castillo
Gestor Senior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Els Reis no duen carbó, duen níquel.

Les matèries primeres han tingut un retorn proper al +4% en 2017 després d'un fortíssim 2016, encara que s'ha produït una divergència important entre la rendibilitat d'unes i altres. Els metalls industrials han pujat un +24%, mentre que les matèries primeres agrícoles han tornat a tancar l'any amb caigudes de l'-11%.

I el 2018, què esperem? Petrol i or no són atractius. Al petroli el va afavorir el 2017 l'extensió de retallades de producció per part de l'OPEP. No obstant, aquest efecte es va veure compensat per l'increment de producció als EUA (*shale*). L'EIA estima que seguirà havent-hi un increment de producció shale durant 2018, el que hauria de pressionar el preu a la baixa. L'or acostuma a comportar-se malament quan els bancs centrals retiren estímuls monetaris (o ho anuncien). No obstant, la seva condició d'actiu refugi li ha permès tancar el 2017 en positiu, sobretot quan les amenaces de Corea del Nord eren més reals. El 2018 l'entorn per a l'or serà similar.

Però sí que hi ha súper tendències que creiem que influiran positivament en alguna matèria

primera, com és el cas del níquel, que en els últims mesos s'ha beneficiat de canvis reguladors a Filipines i Indonèsia a favor del medi ambient. I això afavoreix el seu preu, ja que a dia d'avui el níquel s'utilitza en més del 70% de les bateries utilitzades en vehicles elèctrics (entre ells els de Tesla i Chevy Bolt). La creixent demanda de vehicles elèctrics no està posada en el preu del níquel, donat que a poc que es fabriquin 15 milions de vehicles elèctrics d'aquí a 2025, la demanda d'aquest metall hauria d'augmentar prop d'un 40%, el que amb alta probabilitat provocaria una escassetat d'oferta amb el seu conseqüent increment de preu.

Miguel Àngel Rico
Analista d'inversions

DIVISES

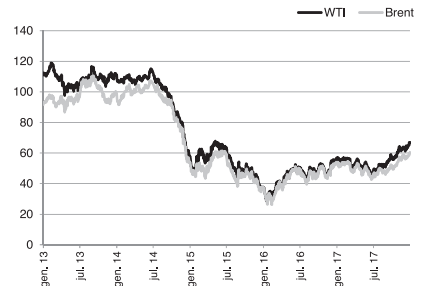
L'euro recuperarà les forces el 2018

La pujada plurianual del dòlar va arribar a la seva fi el 2017, doncs el bitllet verd va corregir més d'un 13% contra l'euro, malgrat un lleuger rebot a finals d'any. Encara que el rebot podria seguir endavant si el creixement segueix sorprendent a l'alça, fet que augmentaria les expectatives d'un augment de tipus d'interès, creiem que no duraria gaire. La reforma fiscal està pràcticament descomptada i el seu impacte en l'economia hauria de ser modest. El que realment importa per al dòlar és la valoració que els mercats facin del marge de maniobra de la Fed per endurir la seva política, en comptes de quan serà la propera pujada de tipus. Malgrat l'impacte positiu de la reforma fiscal i d'una potencial millora del capex, els EUA es troben en les últimes fases del cycle. No obstant, altres regions como ara l'eurozona i els països emergents segueixen en fase d'expansió, el que recolza les seves monedes. A més, seguim creient que el nivell actual de tipus d'interès a l'eurozona no reflexa la situació macroeconòmica subjacent. Mentre el creixement a l'eurozona segueixi agafant velocitat i els riscos polítics disminueixin (no veiem que els esdeveniments a Itàlia, Catalunya o Alemanya siguin rellevants), creiem que els mercats començaran a descomptar un banc central més agressiu, i per tant, donaran suport estructural a l'euro.

En relació al ien, pensem que és massa aviat per considerar un canvi en la política del Banc del Japó. El Primer Ministre Abe, amb una sòlida majoria, assegura una política de continuïtat i el recolzament a l'actual lideratge del Banc del Japó i les seves polítiques acomodaticies. A més, les pressions inflacionistes romanen sota control. No obstant, un repunt sorpresa de la inflació podria canviar les expectatives dels mercats respecte els tipus d'interès i impulsar el ien. Recordem també que el ien actua com a refugi quan els mercats es posen lletjos!

Jadwiga Kitovitz, CFA
Responsable Gestió Multi-actiu
i Clients Institucionals

WTI i Brent



Font: Bloomberg
Després de volatilitat, toca estabilitat.

Evolució del Níquel



Font: Bloomberg
Tendència de futur, encara no reflectida.

Tipus de canvi EUR/USD



Font: Bloomberg
Pensem que el recent rebot del dòlar no tindrà recorregut i l'euro hauria de veure més pujades el 2018.

Llatinoamèrica

Renda Variable Emergent vs. Renda Variable Mundial



Font: Bloomberg

La renda variable a LatAm va tenir un comportament positiu, obtenint un retorn proper a la renda variable mundial.

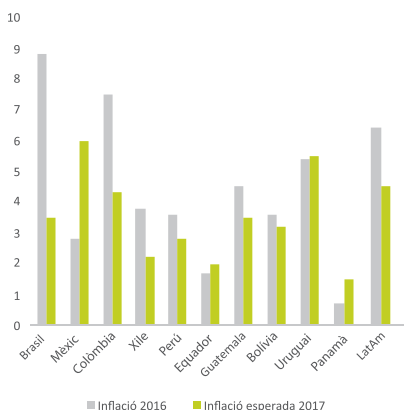
Creixement esperat



Font: CEPAL

Llatinoamèrica va tocar fons l'any 2016 i s'espera que els propers dos anys l'economia de la regió continuï millorant.

Inflació esperada



Font: Capital Economics

L'any 2017 es va caracteritzar per la desinflació a la majoria de països de Llatinoamèrica, el qual és atípic doncs la característica principal de la regió és tenir altes inflacions.

Llatinoamèrica: un enlairament prometedor

El 2017 fou un any positiu per a Llatinoamèrica. A la majoria de països es va evidenciar una tendència a la recuperació econòmica i a la desinflació. El 2018 s'espera que l'activitat econòmica continuï millorant en quasi totes les economies. No obstant, les incerteses polítiques generaran turbulències.

En els últims anys no s'observaven senyals de recuperació econòmica a Llatinoamèrica. Encara hi havia seqüeles de la forta caiguda dels preus de les matèries primeres, dels escàndols de corrupció i del deteriorament de la situació macroeconòmica en general. No obstant, el panorama ha millorat: factors com ara el creixement mesurat pel PIB real i la inflació a la majoria dels països de la regió ho demostren. Llatinoamèrica, com un tot, es va expandir prop de l'1,5% el 2017 després d'una contracció del -0,8% el 2016. Per la seva banda, la inflació de la regió (excloent-hi Veneçuela i Argentina) va caure del 6,4% el 2016 al 4,5% el 2017, i en conseqüència, alguns bancs centrals (com Brasil i Colòmbia) han tingut espai per relaxar la seva política monetària i impulsar encara més el creixement econòmic, un factor que ha limitat la valorització de la renda fixa en moneda local.

El més probable és que la tendència de recuperació continuï i la regió creixi entre un 2% i un 2,2% en els propers dos anys, beneficiant-se addicionalment d'un creixement global sincronitzat. Aquestes expectatives es van veure reflectides a l'índex MSCI Emerging Markets Latin America en USD, que es va revaloritzar prop d'un 20% el 2017, inferior al 35% de l'MSCI Emerging Markets però amb un guany similar a la renda variable mundial.

És important tenir present que Llatinoamèrica es troba en transformació. Per exemple, històricament les grans companyies per capitalització borsària al Brasil s'han caracteritzat per ser productores de matèries primeres, però avui dia aquest lloc l'ocupen bancs i empreses de consum, dos sectors que haurien d'afavorir-se de la recuperació econòmica. Aquesta tendència és sincronitzada, doncs el sector financer es troba actualment entre els sectors que més pesen en els índexs borsaris de Colòmbia, Perú i Xile, una cosa no pensada a inicis del segle XXI.

Les bones notícies no acaben aquí. El 2018 és un any prometedor per a la regió principalment per tres raons. En primer lloc, és probable que les condicions macroeconòmiques a LatAm continuïn

millorant degut a la reactivació de l'activitat econòmica, l'ajustament dels dèficits fiscals i comercials i la dissipació de xocs temporals que van afectar el nivell de preus. Segon, l'etern enemic de les monedes llatinoamericanes sembla que seguirà absent: el dòlar estatunidenc no s'enfortiria degut a que no s'esperen pujades

És probable que la recuperació continuï i la regió entre un 2% i un 2.2% en els pròxims anys.

agressives en tipus d'interès per part de la Reserva Federal dels Estats Units, doncs la inflació a la primera economia del món pot ser que tardi encara més en arribar degut a canvis estructurals com ara l'impacte de la tecnologia en el nivell de preus. Per últim, la demanda d'actius de la regió per part d'inversors internacionals buscant rendiment i diversificació en un entorn de baixos tipus d'interès a nivell global i abundància de liquiditat juga un paper determinant al moment d'invertir al voltant d'Amèrica Llatina.

L'any 2018 no està exempt de riscos, i per a Llatinoamèrica la turbulència la generaran principalment les eleccions presidencials a Colòmbia, Mèxic i Brasil els mesos de maig, juliol i octubre respectivament, que posaran a prova les reformes estructurals que requereix la regió i la continuïtat de polítiques amigables amb el mercat, doncs existeixen possibilitats que partits diferents del *status quo* arribin al poder. Aquesta incertesa injectarà volatilitat als diferents actius de la regió i possiblement les monedes es vegin pressionades amb un caire cap a la depreciació, i la lateralitat vista a l'índex Latin America Currency Index de JP Morgan que va finalitzar l'any 2017 amb una valorització propera al 0,6% es veurà amenaçada. Recordem que el camí sembla agradable, però mentre es tinguin més objectes al radar només caldrà ajustar-se els cinturons.

Diego Fernando Agudelo López
Analista Latam

Avís legal

Aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group.

Aquest document serveix únicament per ser distribuït en forma permesa en dret. No està adreçat a la distribució ni a l'ús de cap persona o entitat que sigui ciutadà o resident de qualsevol jurisdicció on la distribució, publicació, disponibilitat o ús fossin contraris a les lleis o regulacions, o fes que Crèdit Andorrà Financial Group quedés subjecte a qualsevol requeriment de registre o llicència dins de la jurisdicció esmentada. La informació continguda en aquest document representa l'opinió dels analistes de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercats i podrà ser modificada i/o actualitzada sense cap avís previ. Aquest document conté únicament informació general, i tot i haver obtingut aquesta informació de fonts considerades fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni els seus analistes garanteixen ni es responsabilitzen de que la informació continguda sigui completa o exacta. Els analistes financers i les altres persones competents que poguessin estar implicades en l'elaboració i difusió d'aquest document són independents de les que tinguin un interès rellevant amb l'objecte de l'informe en qüestió. En cap cas no existeix compromís ni cap vinculació amb els emissors per elaborar informes favorables. Les declaracions incloses en aquest document en cap cas no han de ser considerades com a fets fàctics i contrastats, alhora que les projeccions i estimacions sobre condicions econòmiques i previsions sobre el desenvolupament de la indústria queden subjectes a canvis sense cap notificació prèvia. Certa informació inclosa en aquest document fa referència a "projeccions de futur" que poden ser identificades per l'ús de formes verbals com ara "podrà", "hauria de", "s'espera", "s'estima" o mitjançant terminologia semblant, tant en positiu com en negatiu. A causa de diversos riscos i incerteses, certs esdeveniments, resultats o llur acompliment real podran variar substancialment d'aquells reflectits o previstos en les esmentades projeccions de futur incloses en aquest informe. Els resultats obtinguts en el passat, haguessin estat positius o negatius, no es garanteix que es compleixin en el futur, per la qual cosa no poden servir com a indicador fiable de possibles resultats futurs ni com a garantia d'aconseguir aquests resultats. Les dades relatives a resultats dels instruments financers, índexs financers, mesures financeres o dels serveis d'inversió que aquest document pugui contenir, poden estar condicionades per l'efecte que deriva de les comissions, honoraris, impostos, despeses connexes i taxes que puguin suportar dits resultats bruts, cosa que pot provocar, entre d'altres efectes, una disminució d'aquests resultats, que podrà ser major o menor depenent de les circumstàncies particulars de l'inversor de qui es tracti.

Aquest document no constitueix cap oferta per part de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoc dels seus analistes i no podrà ser en cap cas considerat com una recomanació personal de compra o venda d'actius; tampoc no es podrà considerar que qualsevol estratègia d'inversió o recomanació realitzades en aquest document és idònia o apropiada per a les circumstàncies individuals d'un inversor. Ni aquest document ni el seu contingut no constituïran la base de cap contracte, compromís o decisió. Els lectors hauran de prendre llurs decisions d'inversió basant-se en llurs anàlisis pròpies així com en la recomanació dels assessors independents que considerin apropiats. En cap cas no es podrà entendre que mitjançant la distribució d'aquest document Crèdit Andorrà Financial Group o els seus analistes estan realitzant recomanacions personalitzades d'inversió. La negociació en mercats financers pot comportar riscos considerables i requereix d'un seguiment constant de les posicions actuals. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes, empleats o directors no assumeixen cap responsabilitat per cap inversió o desinversió realitzada sobre la base d'aquest document ni per cap pèrdua que pogués esdevenir-se per una inversió o desinversió basada en aquest document. Qualsevol declaració continguda en aquest document que faci referència a informació, opinions o dades emeses per una tercera entitat representarà en qualsevol cas la interpretació que en pugui fer Crèdit Andorrà Financial Group, dades a les quals ha tingut accés en ser de caràcter públic o bé a través d'un servei de subscripció. Aquest ús i interpretació no ha estat revisat per la tercera entitat esmentada, per la qual cosa, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes no ofereix cap garantia, ni expressa ni implícita, que siguin exactes, íntegres o correctes.

La informació continguda en aquesta publicació és estrictament confidencial. Ni la totalitat ni part d'aquesta publicació poden ser reproduïdes, transformades, distribuïdes, publicades, reenviades o usades de cap manera sense el permís previ per escrit de l'autor. Cap publicació, modificació o actualització d'aquest material no està subjecta a cap periodicitat i no implica cap obligació per part de Crèdit Andorrà Financial Group.

Avís per a:

- **Inversors del Principat d'Andorra:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Crèdit Andorrà SA i/o Credi-invest SA, ambdues entitats autoritzades, regulades i supervisades per l'*Institut Nacional Andorrà de Finances* (INAF).
- **Inversors d'Espanya:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Alcalá, entitat autoritzada, regulada i supervisada pel *Banco de España* i per la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.
- **Inversors dels EUA:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Beta Capital Management LLC (IARD No. 154894), un assessor d'inversions registrat aprovat per operar a l'octubre de 2012, i autoritzat, regulat i supervisat per la *US Securities and Exchange Commission* (S.E.C.).
- **Inversors de Luxemburg:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banque de Patrimoines Privés, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF).
- **Inversors de Suïssa:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Private Investment Management, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per l'*Association Suisse des Gérants de Fortune*. Aquest document no és producte de cap "*Financial Research Unit*" i no està subjecte a les "*Directives on the Independence of Financial Research*" de l'Associació de Bancs Suïssos. Aquest document no ha estat preparat d'acord amb els requisits legals i regulatoris per promoure la independència del *research* i no està subjecte a cap prohibició en referència a la seva difusió. Per tant, les restriccions regulatòries sobre Crèdit Andorrà Financial Group en relació a qualsevol instrument financer mencionat en qualsevol moment abans de la seva distribució no seran d'aplicació.
- **Inversors de Mèxic:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes SA de CV, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la *Comisión Nacional Bancaria y de Valores*.
- **Inversors de Panamà:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la *Superintendencia de Bancos* i la *Superintendencia del Mercado de Valores* (SMV), i/o per Private Investment Management Advisors Panamá, S.A., entitat autoritzada, regulada i supervisada per la *Superintendencia del Mercado de Valores* (SMV).



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
