

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

Amb el pilot automàtic

Els bancs centrals i els mercats han posat el pilot automàtic. La recuperació econòmica avança sense inflació i els mercats financers viuen en un oasi de calma, immunes des de fa molt a correccions substancials, superant ràpidament qualsevol contratemps. Però s'entreveuen turbulències. La Fed i els mercats hauran de passar més aviat que tard a mode manual.

Bernanke va declarar recentment que no tomaria a veure tipus oficials americans del 4% a la seva vida. Fóra o no per la necessitat de donar titulars sucosos (seria comprensible, cobra 250.000 \$ per conferència), aquesta afirmació ens desperta un profund escepticisme. Aquest tipus d'asseveracions acostumen a aparèixer a la fase final de la formació de les bombolles financeres (el problema és, per descomptat, que aquesta fase pot durar encara molt de temps). Sobren exemples recents: primer Internet va canviar durant un temps la forma de valorar les empreses, i després es va aconseguir que, combinant actius escombraries, el ràting del paquet resultant acabés miraculosament en triple A. Un exercici d'alquímia financera que pocs van posar en dubte. De fet, el mateix Bernanke va declarar el 2005 que una caiguda de preus de l'habitatge als EUA era impensable "ja que mai havia esdevingut abans a escala nacional", per després afirmar, el 2007, que la crisi *subprime* estava "continguda" i no suposava cap perill. Tota una demostració de capacitat argumental i predictiva que complementa ara amb una nova previsió, la qual sembla haver ja quallat a la psique dels inversors. Pujades de tipus més enllà del que és testimonial? Si us plau, quina insolència. I si no, que li preguntin al Japó.

La implicació de l'anterior no és menor: amb els bancs centrals suprimint la volatilitat a tots els actius financers a cop de liquiditat s'altera la percepció del risc de l'inversor. I atès que s'esgoten les alternatives menys arriscades per obtenir quelcom que s'assembla a un rendiment decent, les compres es traslladen d'uns actius a uns altres, com vasos comunicants. Si valorem en relatiu, i assumim tipus oficials zero *ad-eternum*, certament gairebé qualsevol nivell de tipus (sobirans, IG, HY, etc.), i gairebé qualsevol PER queda justificat, independentment de les valoracions, fonamentals o altres nimietats per l'estil.

Però aquest petit detall –tipus zero– pot estar arribant a la seva fi en dues de les principals economies del planeta. Carney –antany símbol mundial de la laxitud monetària– va deixar ben clar que el BoE serà el primer dels quatre grans bancs centrals en pujar tipus. Pensem que a la Fed se li acaben les excuses. Un estudi recent de la Reserva Federal de San Francisco calcula que s'està molt a prop de culminar el seu doble objectiu: plena ocupació i control d'inflació. De fet, des de 1960, ara s'està en el primer quartil (és a dir, en el 25% de les vegades que més a prop s'ha estat de complir amb el seu mandat). Hi ha un debat aferrissat entre els que creuen que la taxa d'atur ignora la baixa participació de la població activa i els que creuen que això té molt d'estructural, i que acabarà derivant en més inflació (un servidor s'enquadra clarament entre els segons). Sigui com sigui, la taxa d'acomiadaments està ja en mínims de 50 anys, es generen tants llocs de feina com en els millors moments de la passada dècada, i la taxa d'atur per a majors de 25 anys és només del 5,2%. Mentrestant, els préstecs bancaris han començat a repuntar i la inflació ja se situa al rang objectiu del banc central. Tot això casa malament amb el nivell de tipus que descompta la corba americana. L'inevitable ajust d'expectatives, si es confirma la nostra tesi, hauria de provocar correccions –sanes, necessàries– a la majoria dels actius de risc.

Tant a la renda fixa com a la renda variable li pot quedar encara molt recorregut, que pretenem continuar aprofitant. Però desconfiïn de les nul·les volatilitats (comprin cobertures!) i de les promeses de tipus zero eters. La segona meitat de l'any pot ser més convulsa del que es calcula ara mateix. Treguin el pilot automàtic de les seves carteres.

David Macià, CFA
Director d'inversions

Estratègia

Asset allocation (visió a 3 mesos)

Monetari	▲
Renda fixa governamental	▼
Renda fixa <i>corporate</i>	▶
Renda variable	▼

Renda fixa

De la recerca de rendibilitat a la gestió del binomi rendibilitat / risc

GOVERN:

EUA	▼
Eurozona	▼

CORPORATE:

EUA	▼
Eurozona (Central)	▼
Perifèria	▶

Renda variable

Impertorbable	
EUA	▼
Eurozona	▶
Espanya	▼
Emergents	▼

Matèries primeres

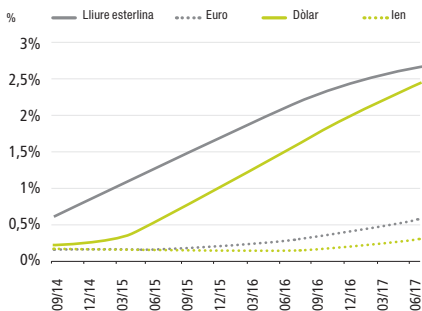
Iraq, de nou	
Petroli	▶
Or	▶

Divises

Esgotador EUR/USD	▼
-------------------	---

Situació macroeconòmica

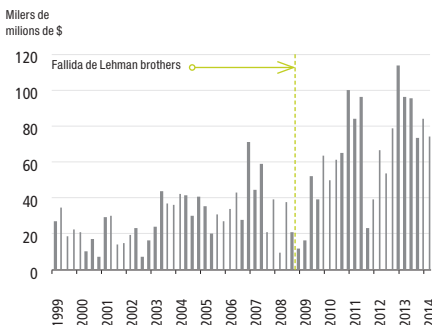
Tipus d'interès implícits de dipòsits a 3 mesos



Font: Bloomberg

Les expectatives dels inversors són d'augment de tipus d'interès als EUA i al Regne Unit, mentre que a Europa i al Japó es mantindran prop dels nivells actuals.

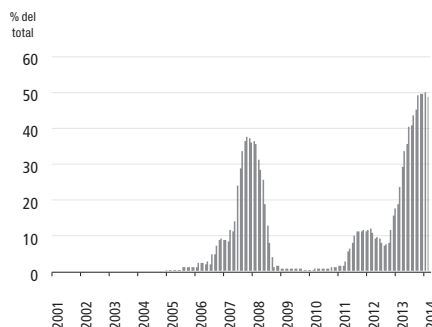
Emissió de deute de baixa qualitat creditícia (mundial)



Font: BIS

L'emissió de deute de baixa qualitat creditícia mostra un creixement molt significatiu durant els últims anys. Els nivells superen significativament els registrats el cicle econòmic anterior.

Crèdit a empreses amb alt endeutament, amb clàusules de protecció al prestador poc conservadores



Font: FMI

Un altre dels indicadors de relaxació de les condicions de crèdit és la proporció de préstecs amb una protecció al prestador poc conservadora.

Una complexa normalització monetària

Mentre al Japó i a Europa les pujades de tipus es veuen encara lluny, al Regne Unit i als EUA, amb la gradual recuperació de l'activitat, l'ocupació i la inflació s'hi acostava el moment. Caldrà que la Fed i el BoE triïn el moment i el ritme adequat de les pujades de tipus per mantenir l'estabilitat financera i la recuperació econòmica.

Sis anys després de l'inici de la crisi financera, l'economia de l'eurozona encara es troba en una fase de recuperació primerenca. Tot i observar el repunt de l'activitat, el PIB se situa encara un 2,5% per sota del màxim del cicle anterior, la taxa d'atur és de l'11,7% enfront del 7,2% de fa 6 anys, i la inflació registra taxes per sota de l'1%. Al Japó, l'economia arrossega problemes estructurals des de finals dels 80 amb una inflació mitjana del -0,3% durant els últims 15 anys. Tot i haver implementat mesures de polítiques monetàries agressives, aquestes economies encara tenen la necessitat d'estimular el seu creixement i inflació. Així, el BCE va implementar el passat 5 de juny una bateria de mesures, mentre que el Banc del Japó continuarà el seu programa de compres fins a finals del 2014, com a mínim.

La situació al Regne Unit (RU) i als EUA és diferent. Després d'un llarg període d'estímuls monetaris, l'economia real s'accelera. D'una banda, a l'RU existeix un cert consens sobre la conveniència de pujar els tipus. L'activitat s'expandeix a un ritme anualitzat del 4%, i l'ocupació creix a taxes rècord, però la inflació a l'1,5% permet al BoE temporitzar. D'altra banda, als EUA, malgrat un primer trimestre llstat per l'hivern, l'economia repunta amb força, l'ocupació creix i la inflació s'accelera. Tanmateix, hi ha divergència sobre el grau en què els objectius de la Fed (la plena ocupació i una inflació al 2%) s'han completat. Si bé la taxa d'atur se situa al 6,3%, part de la comunitat econòmica, entre la qual destaca Yellen, la presidenta de la Fed, considera que el mercat laboral encara està lluny del seu equilibri. Pel que fa a la inflació, Yellen considera que el recent rebot és "soroll", i que s'anirà aproximant lentament fins al 2% a finals del 2016. En qualsevol cas, els arguments per pensar que s'acosta el moment apropiat per augmentar tipus agafen cada cop més pes.

A aquest debat s'afegeix l'aparició de desequilibris a tots dos països. Al Regne Unit, l'endeutament roman elevat i el sector immobiliari sembla inflat (en un any els preus

s'han disparat un 10% al país i un 19% a Londres). A més, la balança per compte corrent se situa al nivell deficitari més alt de la seva història (5% del PIB). Als EUA, l'FMI i la Fed alerten de la perillosa evolució d'alguns mercats financers, afectats per la cerca de rendiment dels inversors. En concret, s'examina de prop el mercat de deute de baixa qualitat, el qual, durant els últims tres anys, ha registrat emissions que dupliquen les observades els tres anys anteriors a la crisi, amb un diferencial respecte als actius sense risc de crèdit molt baix. També preocupa la concessió de crèdit a empreses amb un alt endeutament, que el 2013 va arribar als 455 mm de dòlars, superant els màxims de 2007. A més, aquesta expansió de deute es caracteritza per tenir criteris de concessió laxos i clàusules de protecció al prestador poc conservadores.

En conclusió, tant als EUA com a l'RU, l'èxit de les polítiques monetàries a les seves economies sembla evident, alhora que comencem a observar-ne els primers efectes adversos. Per aquests motius creiem que, en aquestes regions, la normalització monetària s'acosta. Una normalització que considerem que serà molt complexa, atès que de cara a mantenir l'estabilitat financera i la recuperació econòmica serà important que les autoritats monetàries encertin dues dimensions: el moment i el ritme adequats. Sorpren que davant d'aquesta situació, que requereix precisió quirúrgica, els mercats es mantinguin en calma i els indicadors de risc financer marquin mínims històrics

Pablo Manzano
Analista de Macroeconomia

Renda fixa

De la recerca de rendibilitat a la gestió del binomi rendibilitat / risc

Els inversors de renda fixa han tingut una fantàstica primera part d'any. La baixada dels tipus d'interès i la reducció dels diferencials de crèdit han ofert una molt bona rendibilitat i, a partir d'ara, caldrà considerar noves alternatives d'inversió.

La fortalesa dels productes de renda fixa ha continuat en aquesta primera part de l'any. L'entorn de baix creixement i tipus d'interès baixos suportats per l'acció dels bancs centrals els ha afavorit clarament. En l'aspecte corporatiu, les empreses en general han fet els deures, millorant la solidesa dels balanços mitjançant un despallanquejament necessari, refinançant-se a tipus més baixos i amb un nivell de tresoreria dels més elevats històricament. La taxa de *default* baixa i les perspectives de millora de ràting per part de les agències de qualificació de risc han fet la resta perquè els retorns hagin estat força positius.

Hem assistit a una reducció de la prima de risc dels diferents productes de renda fixa. Tres exemples ho il·lustren: la diferència entre les rendibilitats del bo de Govern espanyol i alemany, la distància entre els *spreads* de crèdit dels bons *high yield* i *Investment Grade*, i dels bons financers sènior i subordinats es troben ja per sota dels nivells anteriors a l'actual crisi. Sembla força clar que l'inversor ha fet prevaldre la recerca de rendibilitat en les seves decisions d'inversió perquè aquesta compressió hagi tingut lloc.

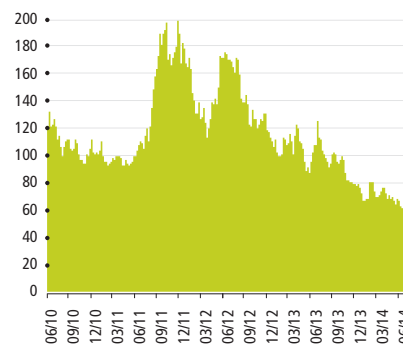
I ara? Passarem de la compressió a la descompressió? Si l'entorn no varia, probablement aquests resultats positius per als actius de renda fixa continuaran els propers mesos. Però cal estar preparats. Abans fèiem esment que un dels arguments més poderosos per situar-nos en aquest entorn ha estat la política decidida i coordinada que els diferents bancs centrals han impulsat per superar la crisi. Ara, però, observem una clara divergència als cicles de política monetària. És el resultat de la diferència en termes de creixement i inflació en les diferents zones. Així, la Reserva Federal dels EUA i el Banc d'Anglaterra, sortint del conegut *Quantitative Easing*, contrasta amb el Japó, que està en ple *Abenomics* i aplicant una agressiva política monetària expansiva i amb la zona euro,

en què el BCE s'esforça per impulsar el creixement. Aquesta divergència podria provocar que durant la segona meitat de l'any veiéssim una descompressió dels actius de renda fixa, afectats per pujades de tipus a la corba americana i pel drenatge de la liquiditat. En tot cas, sí sembla que la inversió que només es fixa en una de les parts del binomi, seleccionant aquells títols que ofereixen més rendibilitat però ignorant el risc, haurà de passar a ser indestruïble de considerar la segona part d'aquest binomi.

La nova situació generarà també oportunitats d'inversió i cada cop serà més important la recerca de productes considerats no tan tradicionals: la renda fixa emergent (alguns d'aquests països presenten un més gran creixement i millors balanços fiscals comparats amb els mercats desenvolupats); ABS –bo de titulització d'actius– (per prendre avantatge del programa de compres que prepara el BCE, per ex. sobre préstecs a pimes); estratègies de corba i de relatius i inversions en bons indexats a la inflació (en alguns països presenten nivells allunyats dels objectius d'inflació futurs), serien algunes de les opcions a considerar. Podem concloure que, per superar amb èxit una eventual descompressió dels diferencials de crèdit i protegir-nos de l'esperada pujada de tipus d'interès als EUA, serà necessari fixar-nos en noves alternatives d'inversió de renda fixa diferents de les tradicionals, i en què la selecció dels actius, la diversificació de les estratègies i l'anàlisi del retorn de la inversió ajustada al risc esdevindran encara més rellevants.

Josep M Pon,
Responsable de Renda Fixa

Evulció Spreads de Crèdit (iTraxx Main)



Font: Bloomberg

Els spreads de crèdit s'han comprimit molt, fins i tot ja estan per sota dels nivells precrisi

Tipus oficials: previsions de consens de mercat

	30/06/14	3r T 14	4t T 14	1r T 15
Zona euro	0,15%	0,13%	0,13%	0,13%
EUA	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Regne Unit	0,50%	0,50%	0,63%	0,75%

Tipus d'interès: variacions

	30/06/14	Darrers 3 mesos	Darrer any
Zona euro			
Euribor 3 mesos	0,21%	-0,11	-0,01
Bund 10 anys	1,25%	-0,32	-0,48
EUA			
US Libor 3 mesos	0,23%	0,00	-0,04
US 10 anys	2,53%	-0,19	0,04
Regne Unit			
GBP Libor 3 mesos	0,55%	0,00	0,02
Gilt 10 anys	2,74%	0,03	0,04

Renda variable

PER estimat propers 12 mesos MSCI Europe



Font: Bloomberg

Els múltiples que es paguen per la borsa europea estan a màxims dels darrers 12 anys.

Balanç de la Fed vs SP500



Font: Bloomberg

L'evolució de la borsa americana s'ha vist ajudada per l'ampliació de balanç a la Fed.

	Tancament	2n T %	YTD %	
EUA	S&P 500	1.960	4,69%	6,05%
	DJ Indus. Avg	16.827	2,24%	1,51%
	NASDAQ 100	3.849	7,06%	7,17%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 Pr	3.228	2,11%	3,84%
	França (CAC 40)	4.423	0,71%	2,95%
	Espanya (Ibex 35)	10.924	5,64%	10,15%
	RU (FTSE 100)	6.744	2,21%	-0,08%
	Alemanya (DAX)	9.833	2,90%	2,94%
	Suïssa (SWISS)	8.555	1,19%	4,29%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	21.283	-1,88%	12,21%
	Països Baixos (AEX)	413	2,47%	2,83%
JAPÓ	TOPIX	1.263	4,96%	-3,05%
	NIKKEI 225	15.162	2,25%	-6,93%
EMERGENTS	Mèxic	42.737	5,62%	0,02%
	Brasil	53.168	5,46%	3,22%
	Argentina	7.887	23,75%	46,30%
	Xina	2.048	0,74%	-3,20%
	Índia	25.414	13,52%	20,04%
	Corea	2.002	0,84%	-0,45%
	Rússia	1.476	7,82%	-1,84%

Impertorbable

La renda variable avança impertorbable. Si bé no falten motius pels quals el moviment pot continuar, la complaença, les valoracions i l'absència de correccions substancials des de fa massa temps, aconsellen reduccions tàctiques.

Un 57% han guanyat els tenidors d'EuroStoxx50 des del "farem el que calgui" de Draghi no fa ni dos anys. Per no parlar dels que van invertir en borsa espanyola (89%, comptant els dividendes). Als EUA, que encadena màxims històrics, porten 31 mesos sense una correcció a l'S&P500 de com a mínim un 10% (la mitjana des del 1945 són 18 mesos), i 47 sessions consecutives (mentre escrivim) sense moure's més d'un 1%. L'última vegada que va passar quelcom similar? El 1995. Les volatilitats de pràcticament tots els actius estan en zona de mínims històrics, mentre un bon grapat d'indicadors apunten clarament a la calma més absoluta (complaença, en diem nosaltres).

Hi ha marge per a més pujades. L'M&A per fi accelera (partia des de nivells mínims), i hauria de suportar els actius borsaris. L'economia americana també repunta, tot com l'europea, amb l'avantatge –per als mercats– que en el segon cas no ho fa prou com per desincentivar el BCE, obligat a més i més laxitud. El creixement europeu també podria explicar múltiples més elevats (però no gaire més: el PER mitjà amb PMI entre 50-55 és 13,9x, 15x per sobre de 55, 14,5x ara). I si bé no secundem l'exercici, quan es valora envers la renda fixa, la renda variable sembla barata –l'*earnings yield* (la inversa del PER) hi compara molt bé. La nostra objecció: es compara contra un actiu clarament sobrevalorat. Però mentre els tipus es mantinguin a zero (i a Europa sembla que en tenim per estona), no podem ignorar que es pot seguir aquest camí per justificar l'expansió de múltiples.

Hi ha també però uns quants obstacles. Si bé els beneficis americans mostren bona salut (sobretot quan afegim les recompres d'accions), a Europa ja fa 7 trimestres que no donen senyals de vida. El PER *forward* 12 mesos (MSCI Europa) és ja a màxims de 12 anys (vegeu gràfic adjunt). Els analistes esperaven creixements de beneficis del 13% a principis d'any, i ara ja només del 8%. Creiem que han de repuntar a mesura que es consolidi la recuperació i l'euro deixi de pesar, però val més que no segueixin el camí

dels dos darrers anys, en què les revisions van acabar en contracció. A més, les millors borses coincideixen amb els països que han gaudit de les majors compressions de les primes de risc, i aquestes no seran eternes.

Els problemes geopolítics no són menors. A Ucraïna els rebels pro russos no cedeixen; Gazprom ha tancat el subministrament de gas al país, i es reproduïxen les amenaces occidentals de més sancions a Rússia, evidenciades amb la seva exclusió de la darrera reunió del G8. A Iraq, el nord del país ha caigut en mans d'ISIS, exfacció d'al-Qaeda, ja a les portes de Bagdad. Els mercats semblen tranquils perquè la producció del cru que Iraq exporta és al sud, i no s'han patit interrupcions. I potser també perquè el tema ha unit de manera miraculosa les autoritats iranianes amb les americanes. Pocs s'adonen que el rerefons és una guerra religiosa (sunnís envers xiïtes) pràcticament insoluble. No és descartable que el problema s'enquisti. Iraq, Síria, Afganistan, Egipte, Líbia... L'Orient Mitjà és un polvorí.

Però el risc més important a l'horitzó és, al nostre entendre, una pujada de la corba americana, com s'explica a la portada. El *tapering* acabarà a finals d'any, i al marge de com sigui d'imminent l'inici de l'ascens del tipus oficial, com a mínim s'aturarà l'expansió de balanç, que pot haver estat subministrant combustible a la renda variable (vegeu el gràfic adjunt). Si, com pensem, els mercats han d'ajustar les seves expectatives pel que fa a tipus, és previsible que la correlació entre actius es dispari, i que afecti també les borses. A les nostres carteres aprofitem les baixes volatilitats per comprar protecció contra eventuals correccions, per continuar gaudint si els mercats continuen alcistes, però cada cop més predisposats a anar soltant llast. Creiem que a la segona meitat de l'any, les borses es veuran pertorbades.

David Macià, CFA
Director d'Inversions

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Iraq, de nou

A la recent reunió de l'OPEP, el ministre de petroli d'Aràbia Saudita manifestava: "l'oferta és bona, la demanda és bona, el preu és bo", reaffirmant l'argumentari de les majoria d'analistes que definien el preu al mercat petrolífer com d'"equilibri". Davant aquestes previsions s'esperava un augment de la demanda a conseqüència de la millora de l'economia global, el qual seria contrarestat principalment per l'increment de la producció a Líbia i Iraq.

Recentment, però, un "nou" problema civil ha emergit a la zona del Pèrsic, amb una insurgència al nord d'Iraq que ha començat a avançar militarment per la zona. És evident que no deixa de ser un conflicte ètnic, amb el seu màxim exponent a Síria, però feia temps que no es manifestava al Golf un conflicte tan a prop de zones productores. Tot i que el 90% de les exportacions iraquianes es concentren al sud del país, no és menys cert que Iraq és el segon productor dins l'OPEP, i que un hipotètic increment de les tensions pot fer minvar la producció –algunes empreses ja han evacuat personal estranger. Aquest cop, Aràbia Saudita tindria

més complicat poder contrarestar-ne l'efecte, perquè s'estima que només li queden 2,5 milions de barrils diaris de capacitat extra quan Iraq va marcar, fa pocs mesos, una producció de 3,6 milions, justament la més alta dels darrers 35 anys.

A més, la probabilitat d'enquistament del conflicte és alta i, per tant, els increments sostinguts del preu del petroli, especialment de la referència Brent, depenen en gran mesura de la producció a la zona. I és més alta perquè les intervencions militars americanes estan menys justificades. En primer lloc cal tenir en compte que és any electoral i que Obama no tindria especial interès en revifar un conflicte bèl·lic; però sobretot perquè la seva dependència respecte de les importacions energètiques de la zona ha disminuït de manera considerable des de la invasió militar d'Iraq el 2003, alhora que s'ha incrementat la seva producció gràcies en part al *fracking* i a les importacions de zones com ara Canadà i Mèxic.

David Rabella, CAIA
Responsable de Fons Externs i Actius Alternatius

DIVISES

Esgotador

Es compleix un any des que vam canviar la nostra recomanació sobre l'euro front al dòlar. Vam apostar que el canvi de rumb de la Fed, que presentava llavors en societat el *tapering*, es confrontaria al fet que el BCE es veuria obligat –de manera irremeiable– a una més gran laxitud. És cert, el BCE havia vist reduït el seu balanç per la devolució dels LTRO, mentre que la Fed, amb o sense *tapering*, el seguia ampliant. Però creiem que els inversors es fixarien, més d'hora que tard que, en essència, el diferencial de polítiques monetàries d'un i altre s'accentuaria (tal com ho recull des de fa temps el diferencial entre el dos anys alemany i americà, al gràfic adjunt), la qual cosa acabaria per afavorir l'apreciació del dòlar.

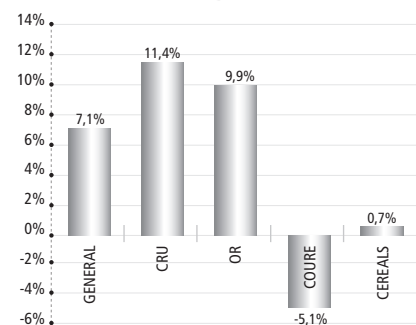
I sí, s'ha accentuat. La Fed ja només fa menys de la meitat de les compres mensuals que fa un any, mentre el BCE ha baixat tipus oficials fins a gairebé la nul·litat, entrant en terrenys desconeguts cobrant pels dipòsits, ha anunciat noves injeccions condicionades a préstecs a la banca, i ha decidit no esterilitzar l'antic SMP (el programa de compres de deute públic que fa anys intentava mitigar els dubtes sobre Europa). I per unanimitat, havent renunciat el Bundesbank a la seva sagrada ortodòxia davant l'evidència

que Europa s'arriscava a la deflació. És més, el *Quantitative Easing*, que sí han abraçat la Fed, el BoE i el BoJ, ja no és tabú –encara que, a gran escala, la nostra opinió és que només s'utilitzarà com a últim recurs.

No obstant això, l'euro continua a nivells molt superiors al calculat. Ja no està a l'1,39, però es manté, tossut, per sobre de les previsions dels analistes (1,32 a finals d'any). La unanimitat en l'aposta pel dòlar (que gaudia d'una acceptació aclaparadora, la qual cosa sol ser un mal presagi ja que costa trobar compradors addicionals), la sobtada passió internacional per invertir en actius europeus (no fa tant, vilipendiats), i els creixents superàvits comercials de l'eurozona a mesura que la perifèria millorava han mantingut l'euro sobrevalorat. L'espera és esgotadora, peròensem que el dòlar s'apreciarà. Tot i això, creiem que el BCE necessitarà que la Fed li doni un cop de mà. Els mercats hauran de posar en preu pujades de tipus abans del que es calcula. I ho faran no només a la corba americana. El dòlar s'hauria d'apreciar durant la segona meitat de l'any.

David Macià, CFA
Director d'Inversions

Rendiment índex DJ UBS TR matèries primeres des d'inici d'any



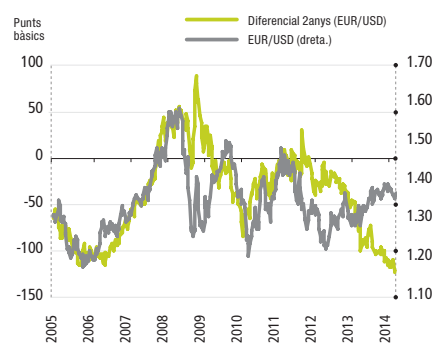
Font: Bloomberg

Cru (referència Brent)



Font: Bloomberg

Diferencial tipus d'interès a 2a i EUR / USD



Font: Bloomberg

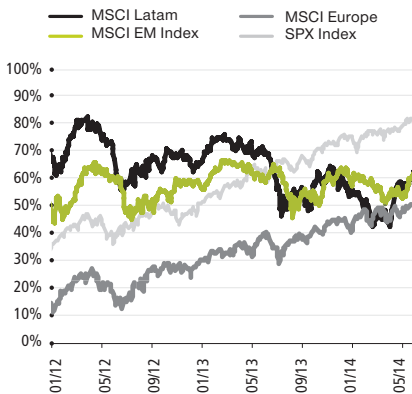
El tipus de canvi entre l'euro i el dòlar acostuma a veure's molt influenciat pel diferencial de tipus entre una i altra economia.

Tipus de canvi \$/€

% variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	0,36%	-0,6%	5,27%
Previsions consens:	3r T 14	2014	2015
	1,34	1,32	1,28

Llatinoamèrica

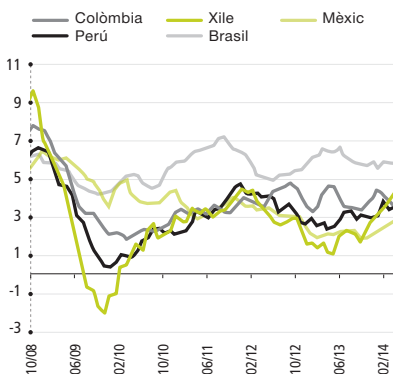
Retorn acumulat dels Mercats



Font: Bloomberg

Latam ha estat la regió amb el millor rendiment recentment; des de l'1 de març d'enguany, l'MSCI Latam ha pujat un 17,4% mentre que l'MSCI Emerging Markets ha pujat tan sols un 8,6%.

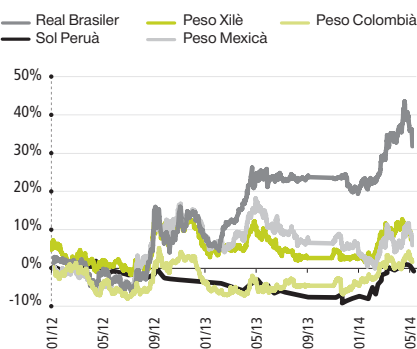
Inflació



Font: Bloomberg

La inflació ha seguit una tendència alcista (especialment al Brasil i a Xile). Com a conseqüència d'això, els bancs centrals tenen poc espai per relaxar les polítiques monetàries amb la finalitat de donar suport al creixement.

Retorn acumulat de les Divises



Font: Bloomberg

Mentre els mercats de renda variable a Latam s'han recuperat, les divises amb tipus de canvi flotant també s'han apreciat un 10% des de març.

Després de la recuperació, cal ser selectius

Els mercats de l'Amèrica Llatina han tingut un bon comportament aquest darrer trimestre, aprofitant el repunt del mes de març. Tanmateix, i malgrat aquests bons resultats, cal ser selectiu a l'Amèrica Llatina, atès que la probabilitat que la situació torni a empitjorar aquest any sembla força elevada, si tenim en compte l'alentiment del creixement econòmic i la reducció dels preus de les matèries primeres.

Els resultats dels mercats de renda variable a l'Amèrica Llatina han estat espectaculars en aquests últims mesos (des de l'1 de març del 2014 l'índex MSCI Latam ha pujat un 17,4%, mentre que l'índex MSCI Emerging Markets únicament s'ha incrementat un 8,6%). La pujada de la renda variable ha anat acompanyada de l'enfortiment de la majoria de les monedes de la regió. La majoria de les divises flotants de l'Amèrica Llatina s'ha apreciat davant el dòlar. A aquesta imatge d'estabilitat dels mercats financers de la regió hi hem d'afegir que els bons van tenir rendiments positius i que es va produir una caiguda de les primes dels CDS de la regió (la prima d'un CDS mesura el cost que un inversor haurà de pagar per protegir-se de l'impagament d'un bo). La mitjana de les primes dels CDS per a la regió (Argentina i Veneçuela excloses) ha caigut en 35 bps des del seu punt màxim durant les turbulències del gener. Pel que fa a les previsions de futur, tot i que la recuperació financera de la regió està agafant una mica d'impuls, encara podria tenir alguna recaiguda aquest any, de manera similar al que va passar durant el primer trimestre del 2014. Preveiem que el creixement econòmic serà més lent que en els darrers anys, baixaran els preus de les matèries primeres, poc a poc s'aniran normalitzant els tipus d'interès en el món desenvolupat i tot això afectarà els mercats financers de la zona. Ens mantenim neutrals respecte als països productors de matèries primeres. L'economia xinesa, per trobar un nou equilibri, s'està allunyant d'un creixement molt basat en les matèries primeres i s'està centrant en un creixement impulsat pel consum. Per tant, es preveu un afebliment de la demanda de matèries primeres que afectarà tant el preu com el volum de les exportacions dels països. Al Brasil i a Xile el creixement econòmic s'ha alentit considerablement a principis d'aquest any. La inflació és alta i continua amb tendència a l'alça (més d'un 6% al Brasil) i no es preveu una desacceleració significativa el 2015, encara que les polítiques econòmiques passin a ser menys expansives. D'altra banda, les tensions a la balança de pagaments no mostren signes de moderació, cosa que encara col·loca més pressió sobre l'actual dèficit per compte corrent.

Malgrat les sensacions positives dels mercats financers, esperem encara més turbulències a les agitadaes economies de l'Argentina i Veneçuela, atès que no s'han resolt els problemes econòmics subjacents. La situació macroeconòmica a Veneçuela es continua deteriorant. L'activitat econòmica dona senyals d'una major desacceleració (creixement del PIB de l'1,3% al 2013 davant el 5,4% al 2012), i la dinàmica d'inflació del 59,4% continua sent preocupant. A més, l'escassetat de productes s'ha elevat a nivells crítics i la pressió sobre els tipus de canvi és molt elevada. A l'Argentina hi ha senyals que indiquen que el govern està adoptant una actitud més pragmàtica en política econòmica; tanmateix, l'estat de l'economia continua sent precari, amb una gran inflació que erosiona la competitivitat externa de l'economia, i una divisa molt dèbil. En canvi, esperem un millor rendiment dels mercats financers de Mèxic, que té més perspectives de creixement econòmic, no es basa tant en les matèries primeres i compta amb forts vincles comercials amb els Estats Units, una economia actualment en recuperació. El mercat de renda variable de Mèxic és el més car de l'Amèrica Llatina, amb un PER de 18,3, molt per sobre de la mitjana històrica. Respecte al mercat de renda variable, preferim comprar Perú i Colòmbia. Perú ha estat un dels països amb millor creixement de la regió a data d'avui, on el PIB s'ha incrementat més (per sobre del 5%), el preu és molt raonable des d'un punt de vista de la valoració (PER de 13,3) i les expectatives de beneficis són modestes (8,5%). A Colòmbia, la reelecció del president Santos dona suport a les converses de pau amb les FARC, cosa que s'espera que impulsi el mercat de renda variable. La valoració del mercat de renda variable de Colòmbia no és barata (PER estimat per acció del 16,3), però el creixement del PIB es manté sòlid, en un 4%, la seva economia no depèn tant de la demanda xinesa de matèria primera i el sector energètic, que en aquest país és molt important, es beneficiarà de la darrera pujada del preu del petroli.

Stephane Prigent, CFA
Analista Latam

Avís legal

La informació que figura en aquest document constitueix la nostra opinió del mercat i el seu contingut pot ser modificat i/o actualitzat sense previ avís. No hi ha compromís per part de Crèdit Andorrà Asset Management, societat gestora del Grup Crèdit Andorrà, sobre el fet que aquesta informació sigui completa o certa.

Aquest document no constitueix una oferta en ferm per part de Crèdit Andorrà Asset Management i/o de qualsevol de les empreses del Grup Crèdit Andorrà, ni representa en cap cas, ni pretén ser, una recomanació de compra o venda d'actius. Els clients hauran de prendre les seves decisions basant-se en les seves pròpies anàlisis i amb l'assessorament d'aquells tercers experts que considerin adient.

Les operacions en mercats financers poden comportar riscos considerables i requereixen una vigilància constant de la posició. Crèdit Andorrà Asset Management no assumeix cap responsabilitat per l'ús de la informació recollida en aquest document, ni per les pèrdues que poguessin resultar de les decisions d'inversió o desinversió preses basant-se en aquesta informació.

Aquesta informació té caràcter confidencial i queda prohibida la seva distribució sense el permís explícit dels autors. La seva emissió, la seva modificació i la seva actualització estaran subjectes a periodicitat variable, sense cap compromís al respecte per part de Crèdit Andorrà Asset Management.

© Crèdit Andorrà Asset Management 2014. Tots els drets reservats.





Crèdit Andorrà
Asset Management