

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

Submergents?

Els emergents han pres el relleu a Europa com a la geografia més evitada entre els inversors. Acostuma a ser precisament aquest el millor moment per començar a fer compres selectives. Es tracta, però, d'anar construint lentament posicions estructurals, ja que creiem que diversos factors seguiran pesant sobre el grup.

El 1994, les economies en desenvolupament sumaven el 18% del total del PIB mundial; ara es voreja el 40%. És indubtable que aquests països seguiran guanyant pes i influència amb el temps: el procés d'urbanització és encara a mig completar (a l'Índia només un 30% de la població viu en grans ciutats, menys de la meitat que a Alemanya) i se segueix incorporant població a la classe mitjana (es calcula que, el 2030, dos terços del total mundial serà a Àsia, doblant el pes actual) i impulsant el consum (altre cop Àsia en surt guanyadora: es pronostica que concentrarà d'aquí a 15 anys el 59% del total de la despesa mundial, gairebé triplicant el percentatge actual). A més, les tendències demogràfiques són clarament millors en la majoria dels emergents (tot i que la Xina és una clara excepció, en negatiu) que en els desenvolupats (aquí són els EUA els que s'han d'excloure, com a excepció en positiu). I estan molt millor preparats per lluitar contra les crisis que en anteriors ocasions: ara disposen de tipus de canvis flexibles, bancs centrals creïbles i importants reserves en divises internacionals (equivalents a més del 25% del PIB, de mitjana). Excloure, doncs, els actius emergents de les nostres carteres, a llarg termini, seria sens dubte un greu error.

Malauradament, la desafecció dels inversors no és casual i pot mantenir-se encara molt temps. Com s'explica amb més detall en les pàgines interiors, el creixement econòmic "fàcil" s'ha deixat enrere i en molts casos són urgents reformes estructurals. El cas de la Xina mereix un comentari a banda, ja que creiem que la desacceleració de la segona economia mundial és inevitable, a mesura que fa la transició cap a un model més basat en el consum i menys en la inversió (que actualment representa la meitat del PIB i és quelcom completament insostenible).

L'anterior serà d'inici difícil de pair per a molts països emergents, atès que han anat estretint els vincles econòmics i comercials amb el gegant asiàtic (serveixi d'exemple la relació comercial amb el continent africà: s'ha multiplicat per 20 des que vam començar el segle), especialment pels productors de matèries primeres (de les quals la Xina ha estat consumidora voraç). El canvi de to de la Fed –ara en ple *tapering*–, amb les pujades de tipus que pensem que arribaran més aviat del que es descompta, previsiblement tampoc ajudarà gens ni mica els països emergents si continua la repatriació de les ingents quantitats de capital que s'hi han abocat els darrers anys. Per tal d'aturar la sagnia i lluitar contra la inflació importada per la debilitat de les divises locals, molts bancs centrals no tenen més remei que apujar tipus d'interès en el pitjor moment.

Les vendes d'inversors des del passat maig han deixat, però, molts actius amb valoracions força atractives i cal aprofitar el sentiment extremadament negatiu que predomina. Amb les divises emergents vora mínims de la darrera dècada, hi poden haver ja bones oportunitats tant a la renda variable com a la renda fixa, principalment la corporativa (més segura del que pot semblar, atès que més del 60% dels components dels índexs són empreses amb *investment grade*). Cal ser, però, molt conscients que es tracta d'una compra estratègica, no tàctica, per afegir de forma estructural a les carteres. Creiem que probablement tindrem més i millors oportunitats, però és just en plena "immersió" que cal comprar actius que, sens dubte, acabaran per emergir.

David Macià, CFA
Responsable d'Anàlisi i Estratègia

Estratègia

Asset allocation (visió a 3 mesos)

Monetari	➔
Renda fixa governamental	⬇
Renda fixa <i>corporate</i>	➔
Renda variable	➔

Renda fixa

Massa atractius per a ignorar-los, massa incerts per a enamorar-se'n

GOVERN:

EUA	⬇
Eurozona	⬇

CORPORATE:

EUA	⬇
Eurozona (Central)	⬇
Perifèria	⬆

Renda variable

A contracorrent

EUA	➔
Eurozona	➔
Espanya	➔
Emergents	➔

Matèries primeres

Test de "copper"

Petroli	➔
Or	⬇

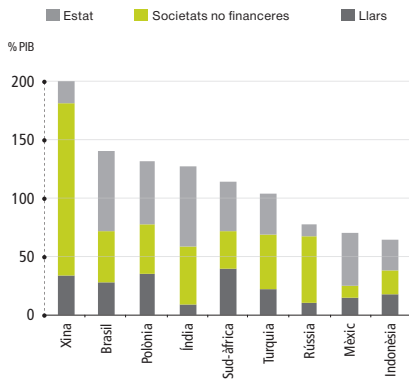
Divises

Efectes secundaris

EUR/USD	⬇
---------	---

Situació macroeconòmica

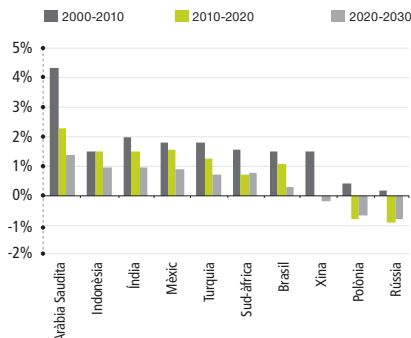
Deute economies emergents



Font: BIS i FMI

El deute dels països emergents comença a ser elevat. A la Xina, les societats no financeres acumulen nivells relatius de deute semblants, iguals o superiors que els d'economies desenvolupades.

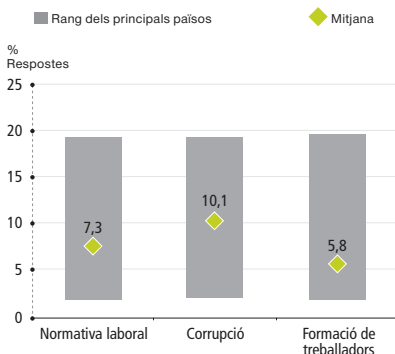
Creixement mitjà anual de la població en edat de treballar



Font: ONU

El creixement de la població en edat de treballar s'espera que es desacceleri les pròximes dècades. És més, en alguns països, com la Xina, es preveuen descensos en aquest segment de la població.

Factor més problemàtic per fer negocis (16 causes)



Font: The Global Competitiveness Report 2013-2014

A la llista de reformes prioritàries es troben les destinades a lluitar contra la corrupció, millorar la formació de treballadors i flexibilitzar el mercat laboral; així ho mostra l'informe "The Global Competitiveness Report 2013-2014".

Reformar per prosperar

Els països emergents s'enfronten a l'etapa més complicada en la seva evolució fins a convertir-se en economies desenvolupades. L'entorn global no és el més favorable, però el potencial benefici d'aprovar reformes ambicioses és alt, tant en termes econòmics com financers.

Des de mitjan 2013 hem assistit a episodis de fortes turbulències en els mercats emergents. Trobem principalment dues causes. La primera, l'augment de la rendibilitat dels *treasuries*, conseqüència de l'avançament de les expectatives dels inversors del moment en què la Fed augmenti els tipus d'interès als EUA. La segona, la revisió a la baixa de les previsions de creixement de les economies emergents. En aquest període, els seus mercats van patir importants correccions, que van ser més acusades en aquells països amb elevats dèficits per compte corrent, alta inflació i excessiu creixement creditici. Pujades del tipus d'interès oficial en algunes d'aquestes economies i intervencions dels seus bancs centrals en els mercats de divises han aconseguit, de moment, calmar els inversors. Si bé és cert que els països emergents res poden fer per frenar l'increment dels tipus d'interès en les economies desenvolupades, sí que poden millorar les seves expectatives de creixement implementant reformes estructurals.

Segons l'FMI, el PIB de les economies emergents representava el 1992 un 16% de la producció mundial. El 2014 constitueix un 39%. Durant aquests anys, podem distingir tres factors que han influït en el creixement de les economies emergents. En primer lloc, les exportacions han suposat una palanca de creixement extraordinari. A la Xina, aquest component va passar del 20% del PIB el 1992 al 40% el 2006. Per a alguns països com Rússia, Indonèsia o Brasil, és destacable que gran part de les exportacions han consistit en matèries primeres, gràcies a l'augment del seu preu i demanda els últims anys. La segona palanca de creixement ha estat el ràpid increment del deute privat, especialment de societats no financeres. Finalment, les dinàmiques demogràfiques han impulsat les seves economies i han registrat importants augments de la població en edat de treballar, però la convergència no és completa. El PIB per capita en termes de paritat de poder adquisitiu representa a l'Índia (una de les quatre principals economies emergents) únicament un 7,5% del nivell observat als EUA. A l'altre extrem, Polònia

registra un 40%. Per tant, no hi ha dubte que encara queda camí per recórrer. En aquest viatge cap a la convergència amb els països desenvolupats distingim dues etapes: en la primera, es proveeix de capital (fàbriques, màquines) els treballadors, el que permet augmentar el pes de les manufactures i les exportacions. En la segona, cal invertir en innovació i capital humà per configurar una economia capaç d'aplicar tècniques de producció més avançades i competitives. Superar l'última fase és més complicat, tal com vam veure en els anys 80, quan molts dels països llatinoamericans van ser incapaços de completar-la amb èxit.

Per tant, a mesura que les palanques de creixement de la primera etapa es dilueixen, cal que els països emergents afrontin reformes estructurals per convergir amb les economies desenvolupades. Entre elles, són prioritàries reformes que flexibilitzin el mercat laboral, disminueixin la corrupció i millorin el nivell educatiu de la població. Durant aquest any, eleccions generals en 11 dels 22 principals països emergents donaran l'oportunitat als seus ciutadans d'optar per dirigents compromesos amb el futur de les seves economies, el que pot impulsar les reformes. Les conseqüències sobre l'economia real s'observaran en el llarg termini, ja que modificaran lentament el model productiu dels països. No obstant això, si les reformes aconsegueixen generar expectatives positives sobre el comportament d'aquestes economies, els seus efectes en els mercats financers seran visibles molt abans. Per tot això, de cara a fer inversions en aquestes economies, considerem essencial diferenciar entre aquells països que implementin reformes i els que romanguin inactius confiant en palanques de creixement que es van debilitant a poc a poc.

Pablo Manzano
Analista de Macroeconomia

Renda fixa

Massa atractius per a ignorar-los, massa incerts per a enamorar-se'n

La recerca de rendibilitat en l'actualitat, amb tipus baixos i elevada liquiditat, pot conduir a infravalorar el risc. En el cas del deute emergent, trobem oportunitats molt atractives en el mitjà termini, però no s'han d'ignorar els potencials riscos en el curt.

Durant les dècades dels 80 i 90 els inversors van viure diversos episodis de crisi als països llatinoamericans. A finals dels 90 li tocava a Àsia. L'estiu passat, quan la Reserva Federal dels EUA va anunciar que reduiria la injecció d'estímul monetari a l'economia, els inversors van fugir del deute emergent per a refugiar-se en actius considerats més atractius davant l'inici d'un període de potencials increments dels tipus nord-americans. Durant les darreres setmanes, a la intranquil·litat dels inversors s'hi han afegit els temors sobre la salut de l'economia xinesa i les conseqüències per al creixement dels països emergents –fortament dependents de les exportacions a la segona economia mundial–. Estem, doncs, a les portes d'un episodi més de crisi sistèmica als països emergents? En la nostra opinió, ni de bon tros.

Segons estimacions del Fons Monetari Internacional, mig bilió de dòlars d'inversió estrangera es va dirigir a la compra de bons governamentals de països emergents des del 2010 fins al 2012. Els principals inversors no eren bancs, sinó grans inversors institucionals, *hedge funds* i fons sobirans. Un dels principals motius que s'addueixen per aquest interès inversor és la millora en la gestió del deute públic per part dels països emergents: extensió del venciment mitjà del seu deute, reducció del pes de les emissions de cupó flotant a favor de les de cupó fix i disminució del deute emès en divises foranes. De resultes, el balanç públic d'aquests països actualment és més resistent a xocs adversos de tipus de canvi i de tipus d'interès. Addicionalment, la importància creixent de les economies i dels mercats emergents globalment fan que estructuralment incrementi el pes assignat a les carteres de renda fixa d'inversors internacionals.

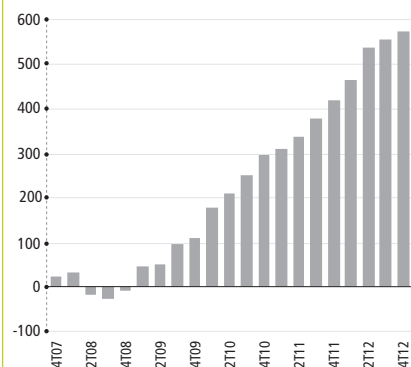
Aquests i altres arguments fan vàlida a mitjà/llarg termini una estratègia d'inversió en què sigui imprescindible incloure emissions de renda fixa de països emergents en una

cartera diversificada globalment. A curt termini, però, no ens podem abstraure dels riscos associats a aquestes inversions: malgrat que hi ha factors tècnics que suporten la continuïtat dels fluxos d'inversors de renda fixa cap als països emergents, aquests no seran totalment immunes a les conseqüències de la reducció dels estímul monetaris als EUA i al consegüent increment de tipus –que potencialment provocarà pujades també dels seus tipus per a evitar depreciacions de les divises–, la pèrdua de competitivitat d'alguns d'aquests països per no haver completat les reformes estructurals necessàries, les implicacions d'una desacceleració del creixement xinès, etc.

Ara bé, així com creiem que des del punt de vista d'un inversor de renda fixa caldria evitar en el curt termini el deute sobirà de la majoria dels països emergents, no podem dir el mateix dels emissors corporatius privats. Una anàlisi acurada ens assenyalarà empreses d'aquests països que han aprofitat la bonança dels darrers anys envers aquestes geografies per a despallanquejar-se, reestructurar el seu deute, generar negocis més sòlids amb uns fluxos de caixa recurrents i millorar les seves ràtios financeres. Són les emissions d'aquest tipus d'empreses de països emergents les que hem de seleccionar amb cura i incloure en les nostres carteres de renda fixa per a començar a construir unes posicions que ens aportaran una diversificació geogràfica imprescindible en el llarg termini.

*Meritxell Pons, CAIA
Directora de Renda Fixa*

Fluxos foranis acumulats cap a deute governamental de països emergents (mil milions de dòlars)



Font: Arslanalp & Tsuda, IMF Working Paper 14/39.

Mig bilió de dòlars d'inversió estrangera es va dirigir a la compra de bons governamentals de països emergents des del 2010 fins al 2012.

Tipus oficials: previsions de consens de mercat

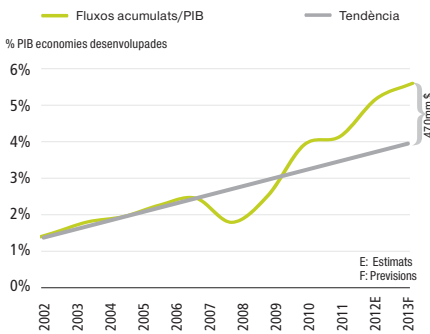
	31/03/14	2n T 14	3r T 14	1r T 15
Zona euro	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
EUA	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Regne Unit	0,50%	0,50%	0,50%	0,63%

Tipus d'interès: variacions

	31/03/14	Últims 3 mesos	Últim any
Zona euro			
Euribor 3 mesos	0,31%	0,03	0,10
Bund 10 anys	1,57%	-0,36	0,28
EUA			
US Libor 3 mesos	0,23%	-0,02	-0,05
US 10 anys	2,72%	-0,31	0,87
Regne Unit			
GBP Libor 3 mesos	0,52%	0,00	0,02
Gilt 10 anys	2,74%	-0,29	0,97

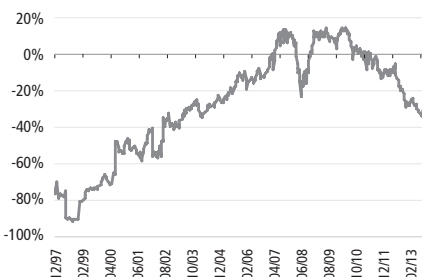
Renda variable

Fluxos cap a les economies emergents



Els fluxos d'entrada a emergents han estat molt elevats, per més que descomptem com a natural una certa tendència alcista.

Prima/descompte emergents vs desenvolupats



El descompte dels mercats emergents envers desenvolupats havia estat molt superior (Price to Book MSCI Emergents vs MSCI World).

	Tancament	1r T %	YTD %	
EUA	S&P500	1.872	1,30%	1,30%
	DJ Indus. Avg	16.458	-0,72%	-0,72%
	NASDAQ 100	3.596	0,10%	0,10%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	3.162	1,69%	1,69%
	França (CAC 40)	4.392	2,22%	2,22%
	Espanya (Ibex 35)	10.341	4,27%	4,27%
	UK (FTSE 100)	6.598	-2,23%	-2,23%
	Alemanya (DAX)	9.556	0,04%	0,04%
	Suïssa (SWISS)	8.454	3,06%	3,06%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	21.692	14,36%	14,36%
	Països Baixos (AEX)	403	0,35%	0,35%
JAPÓ	TOPIX	1.203	-7,63%	-7,63%
	NIKKEI 225	14.828	-8,98%	-8,98%
EMERGENTS	Mèxic	40.462	-5,30%	-5,30%
	Brasil	50.415	-2,12%	-2,12%
	Argentina	6.374	18,23%	18,23%
	Xina	2.033	-3,91%	-3,91%
	Índia	22.386	5,74%	5,74%
	Corea	1.986	-1,28%	-1,28%
	Rússia	1.369	-8,96%	-8,96%

A contracorrent

Creiem que és el moment de començar a construir posicions estructurals en renda variable emergent, si bé cal ser molt selectiu i dotar-se de grans dosis de paciència.

Per si algun tenidor d'actius emergents no s'havia donat per al·ludit el maig passat, quan la Fed va apuntar a un canvi de rumb en la seva política monetària, no ha tingut possibilitat de mirar a una altra banda, aquest 2014. Argentina, primer i Ucraïna, després, amb Veneçuela, Turquia i Tailàndia al rerefons –amb problemes polítics importants– van precipitar una nova ronda de vendes. Eleccions a fins a 11 països emergents en els propers mesos asseguruen que seguiran copant titulars. Sense oblidar que la Xina transita a un nou model econòmic mentre intenta desarticlar un excés de deute privat –combinació gens senzilla– i que, al marge d'assegurar una desacceleració econòmica, fa molt probables episodis de certa turbulència de forma recurrent. És just en aquest clima, on es gesten les millors oportunitats d'inversió a llarg termini. Però, tot i que creiem que el sentiment extremadament negatiu envers emergents pot servir ja de catalitzador, quan analitzem fluxos i valoracions la lectura és menys franca i apunta a que potser caldrà més paciència.

Les entrades de diners en actius emergents han estat enormes aquests darrers anys. Si bé, en part, això és lògic –reflex de més pes d'aquestes economies sobre el total mundial–, els fluxos d'entrada superen qualsevol tendència alcista raonable (vegeu gràfic adjunt). Probablement a curt termini les vendes s'haurien de prendre un descans (fa 16 setmanes consecutives que es registren sortides en els ETF de la categoria), però, posant-ho en perspectiva, pot quedar encara molt per desfer. I més si tenim en compte que molts inversors es troben fora del seu hàbitat natural, estimulats per les polítiques de tipus zero domèstiques. Aquest inversor “no estructural” és molt més volàtil i pot liquidar posicions més enllà del que aconselli una anàlisi fonamental. Aquesta manca de discriminació és un dels grans riscos que pesa sobre la renda variable emergent. L'amalgama de països que comparteixen etiqueta és massa àmplia. Sota el mateix paraigua s'hi amaguen països amb greus problemes –que justifiquen vendes addicionals– i d'altres que tenen perspectives molt millors que les que es

cotitzen. Però si es desfermen vendes massives indiscriminades, sigui quin sigui el detonant, la manca de liquiditat pot fer que es manifestin problemes prèviament inexistent.

Pel que a valoracions respecta, és poc discutible que l'univers emergent cotitza amb descompte envers els principals índexs desenvolupats (l'MSCI Emerging Markets té un PER estimat per a l'any en curs de 10,41, envers el 15,9 de l'S&P500 o el 13,56 de l'EuroStoxx50). En el gràfic adjunt s'observa, però, que aquest descompte havia estat molt superior en el passat i que, de fet, fa ben poc cotitzaven amb prima de difícil justificació teòrica –en opinió del qui redacta–, sobretot perquè la rendibilitat de les empreses emergents s'ha anat deteriorant de forma imparable els darrers 10 anys (el ROE de no financeres era un 8% superior al de la mitjana desenvolupada el 2003, i ara ja està per sota). La mobilitat de capitals que es deriva d'una globalització cada cop més accentuada pot haver estat la gran responsable d'aquesta convergència, alhora que la greu crisi que afectava els desenvolupats comprimia de forma acusada els diferencials en competitivitat. Creiem que ambdós efectes són estructurals i, afegit a que tot sembla apuntar a una desacceleració clara respecte al creixement dels darrers anys (ni la retirada de liquiditat de la Fed ni la desacceleració xinesa ajudaran al contrari), cert descompte de la renda variable emergent envers l'americana o europea pot tenir molt sentit.

Creiem, doncs, que és moment de començar a afegir, de forma molt selectiva, renda variable emergent a les nostres carteres. Ens hem d'aprofitar de l'avversió actual dels inversors per incorporar un actiu que considerem extremadament valuós a llarg termini, tant per diversificació com per potencial. Però es tracta d'anar construint, de forma molt gradual, una posició estructural. Hem de deixar espai per aprofitar millors oportunitats, si s'esdevenen. Probablement, nedarem a contracorrent una temporada.

David Macià, CFA
Responsable d'Anàlisi i Estratègia

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Test de "copper"

La Xina està immersa en la seva pròpia cursa de resistència per arribar a ser la primera economia mundial. I, en aquesta cursa, el govern, a la seva última convenció del passat novembre, va traçar un full de ruta diferent dels que s'havien anunciat en anys passats. Si el 2008 els estímuls es basaven en un pla molt agressiu d'infraestructures que van impulsar entre d'altres les importacions de coure, el pla de 2013 no donava tanta importància a les inversions en noves infraestructures.

I és que, la darrera dècada, la Xina s'ha convertit en el principal consumidor de moltes matèries primeres a escala mundial. Per exemple, en el coure –que és la principal referència en metalls industrials–, la Xina va consumir durant el 2013 més del 40% del total mundial, quatre vegades més que els Estats Units. Però també cal tenir en compte que la seva producció és el 30% del total mundial, el doble que el següent país, que és Xile.

Per tant, és evident que qualsevol perspectiva negativa envers aquesta economia n'afecta el

preu. Recentment hem vist dades macro que han posat en dubte el seu creixement futur, però també per primera vegada alguns productes financers han fet fallida i han provocat la sortida d'inversors d'alguns productes vinculats al coure. Però creiem que justament estem en un "test de Cooper" –la prova d'aptitud física per excel·lència que consisteix a córrer al màxim possible durant 12 minuts–, on, més enllà de moments complicats com els actuals, és una evidència que el creixement emergent és molt superior al dels països desenvolupats. I, tot i tenir presents les possibles davallades en el curt termini, creiem que els preus actuals del coure ("copper" en anglès) ja són prou baixos com per considerar-los atractius. A més, les darreres caigudes l'han situat encara més proper al preu de producció i, per tant, en limiten el risc de caigudes addicionals, atès que, per sota d'aquests nivells, sembla complicat que la majoria de mineres continuïn operant de manera habitual.

David Rabella
Responsable de Fons Externs i Actius Alternatius

DIVISES

Efectes secundaris

Les vendes de divises emergents es varen desfermar després que Bernanke afegís, el maig passat, el terme *tapering* al de per si extens glossari financer. La fi dels tipus zero reforça l'atractiu dels actius americans a mesura que es revalorà el dòlar i es desplaça la corba de tipus a l'alça. A la vegada, a mesura que l'anterior es va confirmant, les posicions finançades en dòlars (l'anomenat *carry trade*) han de ser tancades de forma accelerada, fet que alimenta vendes addicionals de divises emergents en un procés que es retroalimenta.

Tot això suposa un doble mal de cap per als bancs centrals emergents, que es veuen pressionats a pujar els tipus d'interès per defensar les seves divises, tant per tractar d'aturar la retirada de capitals estrangers com per lluitar contra la inflació que genera la seva debilitat. La recepta té, però, efectes secundaris: irònicament, els tipus més elevats arriben en el pitjor moment, frenant un creixement econòmic necessari per no desanimar la inversió estrangera a la qual es volia retenir. Un entrellat de difícil equilibri.

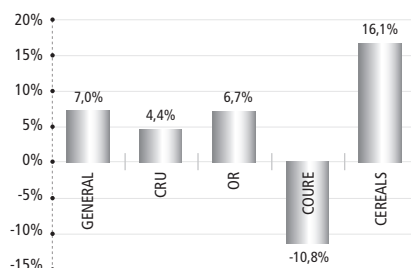
Hi ha una segona contraindicació encara més perillosa. Els deutes públics són clarament inferiors als de països desenvolupats (34% vs 109% respectivament, segons càlculs de l'FMI

per a finals d'any), tot i que sovint poden ser-ho només en aparença, si el creixement econòmic desapareix (no oblidem que Espanya tenia un deute del 40% el 2008). Però el deute privat sí pot ser una amenaça més imminent per a l'univers emergent, no tant pels nivells absoluts (Xina al marge), atès que estan a nivells similars als de desenvolupats, sinó pels ritmes d'expansió que han vingut experimentant aquests darrers anys (superiors al 15% anual de mitjana). Pujades de tipus massa ràpides, acompanyades d'una desacceleració econòmica, poden fer escalar les taxes de morositat per sobre del que els sistemes financers són capaços d'assumir, creant problemes tant de solvència com de liquiditat majúsculs, que sovint es contagien de l'esfera privada a la pública i fan miques les perspectives de creixement a mitjà termini (altre cop, Espanya n'és un exemple ben recent).

Sí, les divises emergents han corregit molt i s'acosten a mínims dels darrers anys (vegeu gràfic adjunt), i poden ser una excel·lent oportunitat a mitjà termini. Però caldrà tenir els pacients sota vigilància, ja que la teràpia seguida és de xoc.

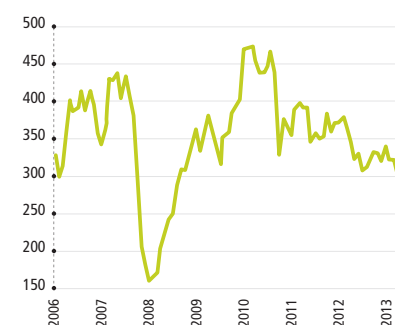
David Macià, CFA
Responsable d'Anàlisi i Estratègia

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



Font: Bloomberg

Coure



Font: Bloomberg

Índex divises emergents JPM



Font: Bloomberg

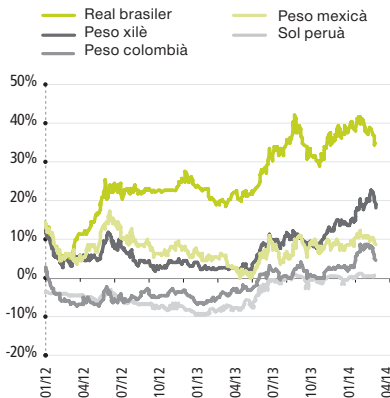
El càstig a les divises emergents ha estat similar al màxim patit durant la darrera dècada.

Tipus de canvi \$/€

% variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	-0,26%	-0,12%	7,43%
Previsions consens:	2014	2n T 14	3r T 14
	1,30	1,35	1,33

Llatinoamèrica

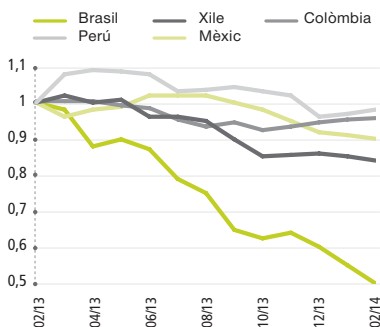
Retorn acumulat en divisa



Font: Bloomberg

Els països amb més dèficit per compte corrent, com és el cas de Brasil, Xile i Colòmbia, han patit les correccions més grans en les seves monedes, fet que augmenta encara més el seu deute extern emès en dòlars.

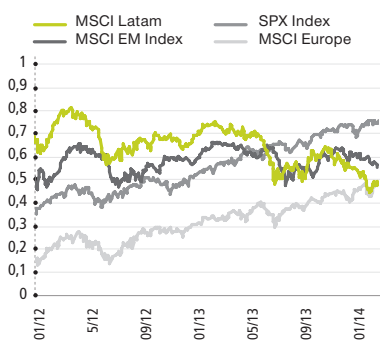
Previsions PIB real



Font: Bloomberg

Les expectatives de creixement real del PIB continuen caient a la zona Latam; la situació hauria d'estabilitzar-se al llarg de l'any.

Retorn acumulat dels mercats



Font: Bloomberg

MSCI Latam és un dels pitjors índexs de renda variable emergent des de l'inici de l'any (-5,0% vs. -4,4% per al MSCI mercats emergents). A més d'un rendiment decebedor, la regió ha patit els majors fluxos de sortida.

Es recuperarà l'interès?

La volatilitat ha tornat als mercats de l'Amèrica Llatina. La crisi d'Ucraïna ha empitjorat una situació ja difícil per ella mateixa amb l'inici de la reducció dels estímuls de la Fed, i uns resultats desiguals de creixement del PIB a l'Amèrica Llatina. La nostra previsió és que la situació macroeconòmica s'estabilitzarà al llarg del 2014 i que es recuperarà l'apetència dels inversors.

Els mercats emergents han patit una combinació difícil de males notícies que van provocar un fort corrent de vendes en renda variable i divises, especialment durant la segona meitat del mes de gener. Els riscos polítics a Ucraïna, Veneçuela, Turquia i Tailàndia, juntament amb una actitud més dura de la Fed i unes dades força dèbils a la Xina, van provocar una forta pressió sobre les monedes emergents, l'alça dels diferencials del deute sobirà i una caiguda de la renda variable. L'any 2013 es va registrar el creixement més baix a l'Amèrica Llatina des de la crisi financera mundial. De cara al 2014 pensem que l'economia hauria de mantenir-se feble, però els riscos presenten un biaix a la baixa. No obstant això, i malgrat un creixement més fluïx, la inflació mitjana de la regió no ha disminuït i ha limitat la capacitat d'alguns bancs centrals per rebaixar els tipus en un clima de menys activitat. Aquest entorn inflacionista subratlla els problemes estructurals i les fallades de governança de molts països llatinoamericans, com ara incoherències en les polítiques, la indexació a la inflació històrica i els preus controlats pel govern.

En aquest context, no és gens estrany que l'índex MSCI Latam hagi presentat els pitjors resultats regionals de renda variable emergent des de principis d'any (-5,0% davant del -4,4% de l'MSCI Emerging Markets i un 0% de l'MSCI World). A més d'uns resultats descoratjadors, la regió s'ha vist afectada per les sortides de fons més importants.

En positiu, les valoracions s'estan abaratint, amb una ràtio PER prevista pel consens d'11,3, en línia amb la mitjana a 10 anys de 10,9. Atesa la convicció molt baixa i la cautela extrema dels inversors cap a l'Amèrica Llatina en particular, a curt termini, la relació risc-benefici que ofereix la regió no és prou atractiva. No obstant això, la situació s'hauria de normalitzar durant l'any, en especial pel que fa als països de l'Aliança del Pacífic (Mèxic, Colòmbia, Perú i Xile).

Cada cop s'observen més divergències dins de l'Amèrica Llatina: es preveu que les economies de l'Aliança del Pacífic creixin un 3,8% de mitjana aquest any, més del doble de l'expansió prevista pel Mercosur. Això implica unes polítiques monetàries heterogènies a la regió: enduriment a Brasil i Uruguai a causa de les pressions inflacionistes, estabilitat a Mèxic i Colòmbia, i relaxació monetària a Perú i Xile, en línia amb les seves posicions cícliques actuals. El dèficit extern (compte corrent negatiu) hauria de començar a disminuir, especialment als països amb una bretxa més gran del seu comerç exterior (Perú i Uruguai) en millorar les perspectives de les exportacions amb la recuperació del creixement mundial, com també gràcies a la depreciació de les divises.

Mentre no comenci a observar-se una normalització dels indicadors macroeconòmics que ajudi a canviar el comportament inversor envers l'Amèrica Llatina, mantenim el nostre enfocament «bottom up» i de valor relatiu i evitem qualsevol aposta direccional important a la regió.

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