

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

2014: entre clarors i ombres

Consens aclaparador entre analistes i estratèges per a l'any que comença: "Comprin vostès renda variable i apurin les fonts de rendibilitat que quedin a la renda fixa. ¿Riscos? No es preocupin, tot està sota control". La primera frase pot acabar sent un bon pronòstic, però la segona és una temeritat.

De tornada a casa en plena nit, un home se'n troba un altre que escruta el terra al voltant d'un pal de llum. Li explica que fa hores que busca les seves claus. "Està segur que les ha perdudes aquí?", li pregunta el nouvingut. "No, però aquí és on hi ha llum". Una cosa semblant passa en els mercats financers. Els inversors miren només en els trams il·luminats, fins que els focus giren cap a algun altre lloc, deixant l'anterior en la foscor. Ara mateix no hi ha dubte possible cap a on apunten, amb una intensitat gairebé engegadora: no hi ha casa d'anàlisi que no tingui la renda variable com a actiu favorit per al 2014. Entre penombres queda la renda fixa, també enmig d'un consens aclaparador. El "saqueig" de les últimes escletxes dels *spreads* només pot continuar –ens diuen– i *high yield* i deute perifèric seran una altra vegada les millors alternatives. No pertorbarà en excés una pujada de les TIR del 10 anys americà (sobretot) i alemany (en menor mesura i arrossegat pel primer), que serà molt gradual, atesos els principals oracles en la matèria. Com el creixement mundial no pot donar molt de si i la inflació ni hi és ni se l'espera, de l'anterior no poden sortir turbulències significatives. Completa el repàs l'or, que ha perdut tot el llustre, i el dòlar, objecte de totes les apetències, tot i que l'euro segueix entestat a deixar tothom en evidència.

En la més negra foscor, queden aquesta vegada els riscos. Resulta pertorbador el nivell de complaença entre la comunitat d'inversors i analistes, que no veuen com es pot tòrcer la jugada. És cert que l'acord amb Síria i l'Iran ha rebaixat el risc geopolític, que Europa ha passat de ser la més gran de les amenaces a un aparent recés de pau i que





els EUA han deixat enrere les aferrissades disputes entre demòcrates i republicans, tot i les quals han continuat demostrant una robusta recuperació. De fet, nosaltres creiem que aquesta fins i tot es podria accelerar: es redueix l'impacte per consolidació fiscal, s'han reparat els excessos d'endeutament privat, la creació de treball es manté a bon ritme, la riquesa del consumidor americà està en màxims altra vegada i, probablement, es reactivi la inversió empresarial. Però és precisament en l'economia americana on resideix, al nostre entendre, un dels riscos més infravalorats pels mercats. Una acceleració moderada de la inflació pot ser més a prop del que es calcula, entre altres coses, perquè bona part de la caiguda de la població activa pot ser estructural (derivada de l'increment de l'atur de llarga durada i de la progressiva jubilació dels *baby boomers*).

No ens agrada alinear-nos amb el consens, però aquesta vegada creiem que l'escenari que es descompta té moltes paperetes per acabar prevalent, almenys al principi. No obstant això, ens sentim cada vegada més incòmodes amb tanta unanimitat. Sí que creiem que hi ha riscos importants, i més com més compleaent sigui l'entorn i menys estiguin posats en el preu (ateses les volatilitats actuals, sens dubte no ho estan). Conscients d'això, participarem de la passió col·lectiva per la renda variable i mantindrem l'aposta per noms perifèrics que tan bon resultat ens han donat. Però continuarem amb duracions baixes i modulant l'exposició borsària en funció de les circumstàncies. El 2014 pot ser un any de clarors, però també d'ombres.

David Macià, CFA
Responsable d'Anàlisi i Estratègia

Estratègia


Asset allocation 2014

- Monetari 
- Renda fixa governamental 
- Renda fixa *corporate* 
- Renda variable 




Renda fixa

- Incòmoda unanimitat
- GOVERN:
 - EUA 
 - Eurozona 
- CORPORATE:
 - EUA 
 - Eurozona ("Central") 
 - Periferia 


Renda variable

- El pèndul
- EUA 
- Eurozona 
- Espanya 
- Emergents 

Matèries primeres

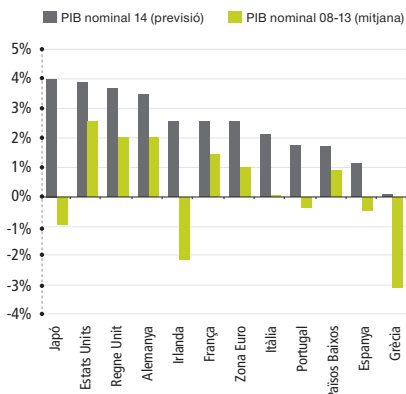
- Harmonia excessiva
- Petroli 
- Or 
- Metalls 

Divises

- Asimetria
- EUR/USD 

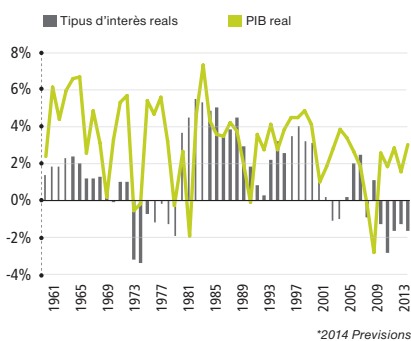
Situació macroeconòmica

PIB nominal



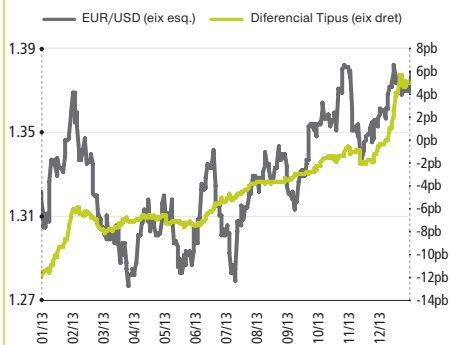
Segons les previsions de la Comissió Europea, el PIB nominal el 2014 creixerà molt més que la mitjana dels últims anys, fet que ajudarà al procés de despalanquejament.

PIB i tipus d'interès reals



Des del 2010 hem entrat en un període de baixos tipus d'interès reals. El 2014 s'accelera el creixement, el que potser no justifica els tipus d'interès nominals tan baixos.

Evolució de l'EUR / USD i del diferencial de tipus a curt termini (3 mesos)



L'euro s'ha apreciat durant l'última part de l'any. Entre les possibles explicacions hi ha l'augment del diferencial de tipus a curt termini (EUR-USD). En el mitjà termini, hi ha raons per pensar que aquest diferencial es torni negatiu, fet que ajudarà que l'euro es depreciï, el que teòricament enfortirà les exportacions.

La recuperació econòmica es consolida

Per als països desenvolupats es presenta un any amb bones perspectives econòmiques, especialment als EUA. S'espera que tant el PIB real com la inflació augmentin, alleugerint el pes que el deute exerceix en l'activitat econòmica. Entre els possibles riscos, destaquem el *tapering*, un inesperat increment de la inflació als EUA i una recuperació famèlica a Europa.

Coincidim amb les previsions dels principals organismes i veiem el 2014 amb un cert optimisme. L'increment esperat del PIB real és moderat, especialment en el cas europeu. No obstant això, en termes nominals les previsions apunten a un creixement significativament més gran que en el període anterior. Si bé el PIB real és la mesura que millor aproxima el benestar econòmic d'un país, el creixement del PIB nominal és especialment important en situacions d'alt endeutament (mentre que el valor del deute és fix, els actius i les seves rendes es veuen afectats per l'evolució dels preus). Per tant, el probable augment del PIB nominal el 2014 ajudarà a reduir la influència negativa que exerceix el deute en l'activitat econòmica.

Als Estats Units, el 2014 té ingredients per ser un any de fort creixement. Així, els factors que van frenar l'economia el 2013 deixaran de fer-ho. La consolidació fiscal ha finalitzat en gran part i, el més important, els polítics semblen haver pres una actitud més negociadora, reduint així la possibilitat d'un altre tancament parcial de l'administració. Un altre argument que permet veure amb optimisme el 2014 és l'augment de la riquesa de les famílies, gràcies a la revaloració de la borsa (S&P500 +30%) i l'augment del preu de l'habitatge (+9%). En política monetària, enguany assistirem al *tapering*: la reducció dels estímuls monetaris directes. Al gener, la Fed els començarà a reduir, després d'injectar uns 3 bilions de dòlars des de 2008. És fonamental que aquest procés finalitzi amb èxit per a l'estabilitat financera i el creixement econòmic. A més del *tapering*, un altre risc que ens preocupa és un repunt inesperat de la inflació, fet que obligaria la Fed a anticipar la pujada de tipus, que el mercat espera per a la segona meitat del 2015. Un argument addicional que forçaria una primerenca pujada de tipus per part de la Fed és el fet de tenir tipus d'interès reals negatius mentre el creixement s'accelera, fet poc usual en termes històrics.

A l'eurozona, els perifèrics comencen a donar senyals de recuperació econòmica,

mentre que alguns països core, especialment França, frenen el conjunt. En qualsevol cas, el creixement previst per a aquest any és moderat i basat en el creixement del sector exterior i l'ocupació serà l'última magnitud a notar la millora econòmica. Un fet que podria ajudar al creixement és la depreciació de l'euro, que teòricament impulsaria les exportacions. De fet, justament es va produir el contrari a la part final de l'any passat, quan l'euro es va apreciar. Una de les possibles explicacions és l'increment del diferencial de tipus (EUR - USD) a curt termini. Així, si el BCE abaixa novament tipus o si el creixement econòmic als EUA impulsa els tipus de mercat, l'euro es podria depreciar i millorar la competitivitat del seu sector exterior. D'altra banda, sembla que durant al 2014 se seguirà completant la unió bancària. Els seus tres pilars es troben en fases diferents: I) el mecanisme únic de supervisió entrarà en funcionament al novembre de 2014; II) el mecanisme de resolució únic es troba en procés de negociació amb la idea que sigui operatiu el gener del 2016; i, finalment, III) el fons únic de garantia de dipòsits està paralitzat i és poc probable que el 2014 hi hagi novetats al respecte.

Per tant, un any amb sòlids fonaments econòmics als EUA i que tant la recuperació econòmica com les reformes estructurals avancen a Europa. A més, el creixement del PIB nominal als països desenvolupats reduirà la càrrega del deute, el que pot ser un fort catalitzador de l'activitat econòmica. Els principals riscos negatius? Un *tapering* mal executat i que Europa no acabi de millorar econòmicament. No obstant això, creiem que aquest any, per fi, serà un any positiu per al creixement global.

Pablo Manzano,
Analista de Macroeconomia

Renda fixa

Incòmoda unanimitat

S'han acabat els temps d'obtenir rendiments positius sense assumir riscos. La pujada dels tipus llargs dels darrers mesos suposa un gran repte per als inversors de renda fixa, en especial als EUA. Per al 2014 la màxima que relaciona risc amb rendibilitat cobra més sentit que mai: qui no estigui disposat a exposar-se a pèrdues obtindrà una rendibilitat molt propera a zero.

L'anunciat final de la bonança dels actius de renda fixa ja sembla estar arribant. Als EUA és on més ho hem notat: increment del tipus a 10 anys de vora 125pb durant l'any passat. És a dir, l'inversor que tingués una cartera formada per obligacions a 10 anys emeses pel Tresor nord-americà a inici d'any hauria obtingut una rendibilitat negativa de prop del -8% per al 2013. Després de les pèrdues viscudes els darrers mesos pels compradors d'obligacions amb duracions llargues, creiem que la recerca de rendiment no es farà mitjançant apostes de llargs venciments, sinó abaixant la qualitat creditícia de les seves inversions. Anar a buscar rendiment mitjançant el risc de duració és una aposta massa arriscada actualment.

La recuperació econòmica ja s'ha iniciat als EUA i, a Europa, hi va pel camí: indicadors macroeconòmics millorant, deute perifèric relaxant-se –qui ho anava a dir quan, a mitjan 2012, semblava que la UE s'enfonsava i la famosa prima de risc marcava rècords per sobre de 500pb!–, mercat laboral en millors condicions, entitats financeres majoritàriament sanejades, etc. Tots aquests arguments són els que fan servir la majoria dels analistes per a recomanar actius de qualitat creditícia inferior i intentar obtenir rendiments positius. No es tracta de remar sempre contra corrent, però ens preocupa que hi hagi tant consens entre els analistes i estar-hi d'acord. Tot i això, aquest cop l'argumentació ens sembla prou sòlida.

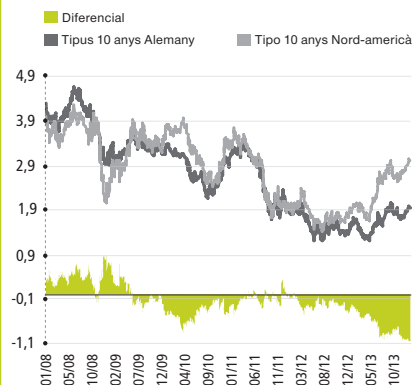
Fa un any, en aquestes pàgines parlàvem dels “móns de ZIRP” (*Zero Interest Rate Policy*). Als EUA ja han començat a desfer estímuls, però a Europa encara és vigent. L'economia europea no està encara en condicions de permetre's restriccions de la política monetària. El creixement feble a l'eurozona implica que el BCE se seguirà focalitzant en l'estímul del creixement via tipus baixos i excés de liquiditat. Aquesta política de tipus d'interès nuls afavoreix la recerca de rendiment per part dels inversors mitjançant actius de més risc, ahora que genera

un entorn favorable per al refinançament de les empreses –i manté la ràtio de potencials fallides estable o a la baixa–. Igualment, la recuperació a càmera lenta a Europa tampoc incentiva les empreses a fer grans adquisicions o inversions, el que és positiu des del punt de vista dels diferencials de crèdit dels emissors, que es mantenen estables. Per tant, pensem que els fonamentals de les empreses europees segurament es mantindran robustos durant el 2014. Creiem que les empreses nord-americanes ja estan en una fase més avançada, on el risc de compres (M&A) i inversions sí és més elevat, encara que el potencial creixement superior de l'economia podria compensar parcialment aquests efectes negatius. De totes maneres, la perspectiva per a la renda fixa tradicional als EUA és molt pitjor que a Europa: no es pot descartar l'aparició de tensions inflacionistes a mitjà termini en l'economia nord-americana, ni que el ja iniciat repunt dels tipus llargs agafi embranzida.

No hi ha riscos en aquest escenari que plantegem per al 2014? Sí, uns quants. Però ara mateix resten amagats i es fa difícil imaginar-ne la materialització en el curt termini. La “incòmoda unanimitat” de què parlem ens fa sentir com davant d'una escena clàssica de pel·lícula de suspens: tot està tranquil i enlloc hi ha indicis de l'aparició de l'assassí, però aquest acaba apareixent en el moment menys esperat; i cal estar preparat per si apareix. Cal assumir més riscos si volem rendiments positius a les carteres de renda fixa, però no risc de duració. Siguem selectius en les empreses en què invertim, evitem el deute governamental de països com EUA i Alemanya, cobrim el risc de pujades de tipus d'interès, no mantinguem una cartera estàtica d'obligacions –caldrà que siguem molt àgils en les compres i vendes– i busquem actius de renda fixa no tradicionals, amb baixa correlació amb els tradicionals.

*Meritxell Pons, CAIA
Directora de Renda Fixa*

Diferencial de tipus en ambdós costats de l'Atlàntic



El comportament diferenciat dels darrers mesos entre els tipus a 10 anys alemanys i nord-americà reflecteix les perspectives divergents dels inversors per a les economies d'ambdós costats de l'Atlàntic i els potencials moviments en sentit contrari dels bancs centrals.

Tipus oficials: previsions de consens de mercat

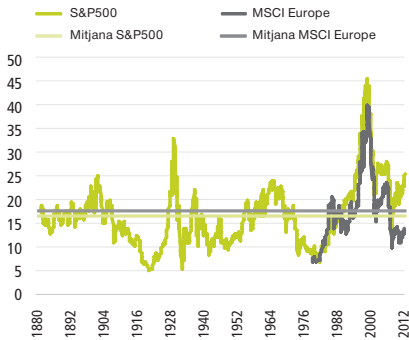
	31/12/13	1r T 14	2n T 14	4t T 14
Zona euro	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
EUA	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Regne Unit	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Tipus d'interès: variacions

	31/12/13	Últims 3 mesos	Últim any
Zona euro			
Euríbor 3 mesos	0,29%	0,062	0,100
Bund 10 anys	1,93%	0,150	0,613
EUA			
US Libor 3 mesos	0,25%	-0,003	-0,060
US 10 anys	3,03%	0,418	1,271
Regne Unit			
GBP Libor 3 mesos	0,53%	0,008	0,010
Gilt 10 anys	3,02%	0,301	1,194

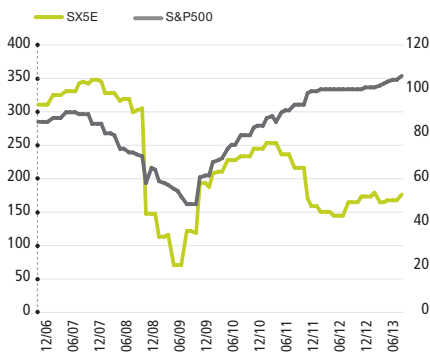
Renda variable

PER de Shiller



Les valoracions a llarg termini (al gràfic, el PER ajustat per cicle –mitjana de 10 anys– i inflació) estan clarament per sobre de la mitjana històrica als EUA, força per sota encara a Europa.

Evolució EPS S&P500 vs EuroStoxx50



Mentre als EUA els beneficis (acumulats els darrers 12 mesos) marquen nous màxims fa temps, a Europa queda molt per recuperar.

	Tancament	4r T %	YTD %	
EUA	S&P500	1.848	9,92%	29,60%
	DJ Indus. Avg	16.577	9,56%	26,50%
	NASDAQ 100	3.592	11,62%	34,99%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	3.109	7,46%	17,95%
	França (CAC 40)	4.296	3,68%	17,99%
	Espanya (Ibex 35)	9.917	7,95%	21,42%
	UK (FTSE 100)	6.749	4,44%	14,43%
	Alemanya (DAX)	9.552	11,14%	25,48%
	Suïssa (SWISS)	8.203	2,25%	20,24%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	18.968	8,79%	16,56%
JAPÓ	Països Baixos (AEX)	402	7,17%	17,24%
	TOPIX	1.302	9,06%	51,46%
EMERGENTS	NIKKEI 225	16.291	12,70%	56,72%
	Mèxic	42.727	6,33%	-2,24%
	Brasil	51.507	-1,59%	-15,50%
	Argentina	5.391	12,69%	88,87%
	Xina	2.116	-2,70%	-6,75%
	Índia	21.171	9,24%	8,98%
	Corea	2.011	0,72%	0,72%
Rússia	1.504	2,82%	1,99%	

El pèndul

La renda variable segueix sent la millor alternativa també per a aquest 2014. Però les expectatives són ja elevades, el grau de consens, esfereïdor, i caldrà vigilar que cotitzacions i fonamentals no se separin massa més.

Un dels gestors pels qui un servidor té especial predilecció, Howard Marks, comparava en un dels seus llibres el comportament dels mercats financers amb el d'un pèndul. Com aquest, es mouen d'un extrem a l'altre sense descans i només passen pel punt d'equilibri durant uns instants, de camí a l'extrem següent. Els inversors tendeixen a vendre més com més baixen els preus i a comprar més com més pugen, i sovint queden atrapats en posicions perdedores en el pitjor moment. De pocs pronòstics es pot tenir tanta convicció com que aquest patró de comportament es continuarà repetint. No és casual: als humans, tot i ser l'espècie més racional, quan es tracta d'invertir, els poden les emocions massa sovint. Por, cobdícia o enveja acostumen a prevaldre sobre l'objectivitat, sobretot en moments extrems de pànic o eufòria.

Creiem que les borses ara mateix estan en l'estrany –per poc habitual i efimer– punt d'equilibri abans descrit. Es descompten els escenaris que estimem més probables: acceleració macro als EUA, acompanyada d'un modest increment addicional dels beneficis (la mitjana d'analistes calcula un +5%). A Europa, on els beneficis segueixen molt deprimits i hi ha un elevat grau de palanquejament operatiu, a poc que es consolidi la feble millora de l'economia –en curs–, aquests haurien de repuntar més que proporcionalment. I més si, com esperem, l'economia mundial millora (mercès sobretot als americans), l'euro per fi es deprecia i el BCE acaba afegint mesures addicionals –que molt probablement seran necessàries.

Però l'anterior pot estar ja recollit en les cotitzacions actuals, després d'un 2013 excepcional. L'S&P500 ha pujat un 30%, però els beneficis per acció es calcula que no haurien augmentat més d'un 7,7%. No sembla tampoc que s'estigui descomptant un 2014 esplendorós, a jutjar pel 5% que s'espera que millorin els resultats. Revaloritzacions d'un dígit podrien ser justificades (sumant el dividend i la recompra d'accions ja ens donaria un rendiment del 5%). Però no massa més, no per fonamentals

almenys. Els marges marquen màxims històrics i els beneficis –en proporció al PIB– estan a nivells no vistos des de la Segona Guerra Mundial. Per millorar-ho caldria que continués una expansió de múltiples difícil de justificar (ajustant per cicle i inflació, la borsa americana cotitza ara a 25 vegades els beneficis, molt per sobre de la mitjana històrica). A Europa, el problema és que el grau d'optimisme és molt elevat i els analistes ja descompten un creixement de beneficis a doble dígit, una combinació que dificulta sorpreses positives. Amb aquest panorama, malgrat el rendiment estratosfèric de la renda variable japonesa, ens sembla encara l'aposta amb més recorregut, tot i que segur que no estarà exempta d'ensurts. Ens sembla que o bé les coses milloren, o bé les autoritats redoblen esforços (el que debilita el ien), i ambdues coses haurien de beneficiar-la.

A l'excés de complaença explicat a la portada, li hem de sumar, doncs, valoracions ajustades i expectatives elevades. Però creiem que, almenys en un inici, l'entorn pot seguir sent propici per a uns inversors àvids de renda variable, sobretot de la mà de tipus baixos, millores macro globals i polítiques monetàries encara extremadament laxes, que seran encara la norma (tot i que americans, anglesos i alguns emergents –aquests darrers de forma involuntària– poden començar a ser l'excepció). Com un pèndul, es ve d'una zona de clara infravaloració, s'ha agafat embranzida i probablement anirem a explorar terrenys cada cop més difícils de justificar. Tot i que les sobrevaloracions, encara inexistents –a Europa com a mínim–, poden arribar a durar anys (va ser el cas en la formació de les darreres dues bombolles), caldrà parar molta atenció.

David Macià, CFA
Responsable d'Anàlisi i Estratègia

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Harmonia excessiva

El petroli és l'exemple perfecte d'equilibri. Davant unes perspectives de millora econòmica, amb molts matisos, però centrats principalment als països desenvolupats –i amb Estats Units al capdavant–, molt probablement veurem un increment de la demanda. Però pel que fa a l'oferta, la reducció de tensions a Líbia, els acords amb l'Iran i més producció als Estats Units gràcies al *shale oil* faran vessar al mercat més barrils, que seran compensats bé per aquesta demanda més alta, bé perquè l'OPEP moduli la producció, incrementada aquests darrers anys. Per tot això, creiem complicat veure moviments de preus importants, llevat que hi hagi noves tensions a l'Orient Mitjà o que aquesta anhelada recuperació econòmica no s'acabi materialitzant.

Pel que fa als metalls industrials, continua la forta dependència de les importacions xineses. Si bé l'evolució del gegant asiàtic ens planteja seriosos dubtes, no és menys cert que els pitjors escenaris semblen estar posats en el preu. A més, en aquests

casos, les caigudes dels darrers anys han situat els costos de producció i els preus a nivells similars –o a nivells inferiors, com en el cas del zinc–, per la qual cosa creiem que noves caigudes farien aparèixer temors de restriccions d'oferta.

On hi ha més marge de sorpresa és en l'or. Després de passar el seu "annus horribilis", el consens és que pot continuar davallant –especialment si trenca el suport tècnic dels 1.200. Però també creiem que el fet que la Xina, després de marcar un rècord d'importacions a l'octubre, ja sigui l'importador mundial d'or més gran i que ara mateix ningú parli de temors inflacionistes –i, per tant, la sorpresa seria qualsevol repunt– pot provocar que el sentiment canviï en algun punt de l'any, amb la qual cosa el preu podria recuperar posicions.

David Rabella

Responsable de Fons Externs i Actius Alternatius

DIVISES

Asimetria

A Europa, tot i l'evident millora –almenys hem sortit del que semblava una recessió interminable–, l'economia llangueix, i fins i tot el BCE s'ha vist obligat a retallar tipus el passat novembre fins al 0,25%. Mentrestant, als Estats Units es continuen generant 200.000 llocs de treball mensuals, el sector immobiliari repunta, el consum sorprèn a l'alça, s'han deixat enrere excessos pressupostaris i de deute privat, i la competitivitat de l'economia americana continua millorant, gràcies, entre altres coses, a un dòlar feble, sobretot enfront l'euro. Això últim, en principi, no quadra.

Fins fa un parell de trimestres, ens havíem mantingut escèptics, sobretot perquè pensàvem que, mentre la Fed seguís experimentant amb noves mesures d'expansió de balanç, la seva moneda s'hauria de mantenir feble. Quan la Fed va anunciar la intenció de començar a reduir el seu balanç el maig passat, semblava el moment d'apostar per un dòlar més fort. A més, el ien sembla ara el millor instrument per finançar operacions de *carry trade*, vist l'interès posat pel banc central nipó a inundar de liquiditat la seva economia.

Però l'euro no només resisteix, sinó que ha flirtejat fins i tot amb apreciacions addicionals. Diversos factors semblen explicar-ho. Un sobtat

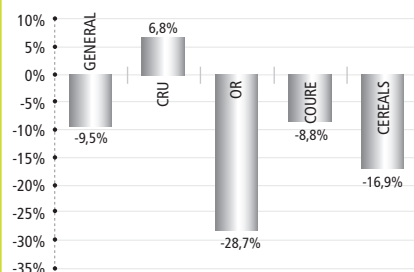
interès internacional pels actius europeus ha provocat una compra massiva d'euros, mentre gran part de les economies perifèriques incrementaven amb èxit les seves exportacions, fet que ha ajudat a creixents superàvits comercials. Per si fos poc, el BCE era dels pocs bancs centrals que contreien de facto el seu balanç, ja que els bancs europeus han tornat a correu els préstecs atorgats per l'autoritat monetària (LTRO), en part perquè ja no els necessitaven tant, en part per por als tests d'estrès a què seran sotmesos –el que irònicament podria estar minant de fet l'efectivitat del mateix BCE: tot i la baixada de tipus oficials, posteriorment el tram més curt de la corba ha repuntat.

Al final, però, creiem que s'imposarà la lògica, a mesura que segueixin divergint economies i polítiques monetàries. Encara que no fos així, un euro més fort mataria parcialment l'anhelat creixement a Europa, tan dependent com és de les exportacions, i forçaria el BCE a intervenir. Als nivells actuals, creiem que l'aposta per la debilitat de l'euro és asimètrica, amb molt a guanyar i poc a perdre.

David Macià, CFA

Responsable d'Anàlisi i Estratègia

Rendiment índex DJ UBS TR matèries primeres 2013



Or



Euro vs dòlar



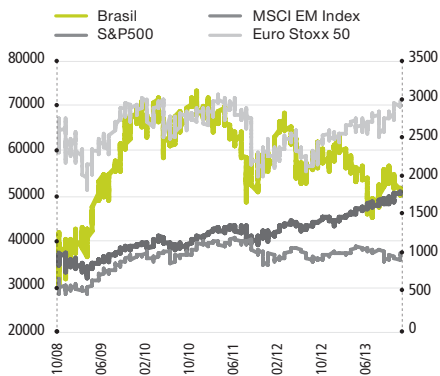
L'euro no només resisteix, contra pronòstic, respecte del dòlar, fins i tot un cop confirmat l'inici del *tapering*, sinó que acaba l'any incrementant el seu valor.

Tipus de canvi \$/€

% variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	1,49%	1,91%	4,49%
Previsions consens:	2014	1r T 14	2n T 14
	1,28	1,33	1,31

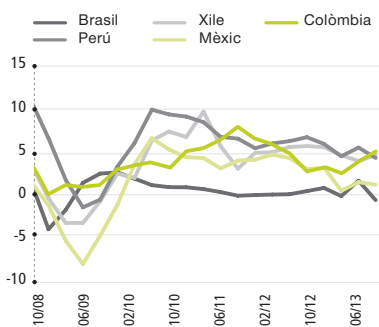
Llatinoamèrica

Evolució de les borses



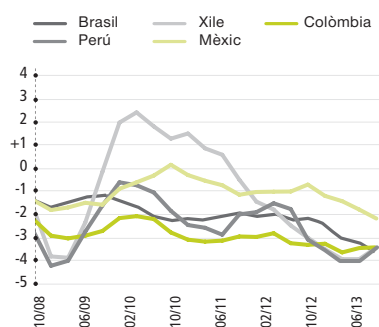
Tot i que el 2013 ha estat un bon any per als actius de risc, com les borses europees i nord-americanes, no ha estat així per a les borses emergents, que, contra tot pronòstic, van patir fortes sortides de capital per part dels inversors internacionals.

PIB



La tendència de desacceleració del PIB podria continuar durant el 2014 a països com Brasil, que podria seguir vivint una correcció de la seva divisa que incrementi els riscos inflacionistes i les probabilitats de pujades de tipus, que podrien pressionar la demanda interna.

Balanç per compte corrent (% del PIB)



Els països amb dèficits per compte corrent més elevats han patit correccions de les seves divises, fet que fa incrementar encara més el seu deute extern i fa entrar en un cercle viciós difícil de trencar.

L'hora de la veritat: viure amb *tapering*

Amb unes perspectives de més creixement econòmic global, no tots els països de Llatinoamèrica es troben igualment posicionats per prendre avantatge d'aquesta situació. El 2014, alguns països de la regió s'enfrontaran al repte de la desacceleració econòmica, juntament amb els efectes que la retirada dels estímuls per part de la Fed tindrà en les seves economies.

La gran liquiditat existent en els mercats, suportada en gran part pels programes monetaris dels grans bancs centrals, i la manca d'alternatives d'inversió atractives feien augurar que el 2013 fos un gran any per als actius de riscos i, per tant, per als actius emergents. Això no ha estat així en el cas d'aquests últims i els actius de la regió s'han vist penalitzats pel deteriorament macroeconòmic patit en alguns dels seus països i la sortida massiva de fluxos de capital davant l'amenaça de l'inici del ja famós *tapering*. Efectivament, el final gradual del programa d'estímuls monetaris per part de la Fed ha posat de manifest alguns desequilibris en els principals països llatinoamericans i aquells amb més dèficit per compte corrent han patit fortes correccions de les seves divises, com ara Brasil. El transvasament de fluxos de capital des de països emergents cap a països desenvolupats, principalment europeus, fruit de les millores macroeconòmiques d'aquests últims, ha fet la resta. Tot i que aquestes correccions fan més atractius els actius de la regió, creiem que aquestes dinàmiques negatives podrien continuar el 2014 i que altres regions, com l'europea, presentaran un comportament relatiu millor.

Preveiem que l'entorn macroeconòmic tendirà a la normalització, amb més creixement als països desenvolupats i estabilització del creixement a la Xina. Els països llatinoamericans també s'haurien de veure beneficiats via exportacions, però creiem que no tots els països es troben en la mateixa situació. Mèxic s'erigeix com la nostra aposta estrella a la regió. Les profundes reformes que ja s'han iniciat i continuaran durant el 2014 en aquest país (que haurien d'atraure inversió estrangera), juntament amb la correlació del seu creixement amb el dels EUA, haurien d'impulsar el creixement econòmic mexicà, revalorar la seva divisa i millorar les expectatives de beneficis de les empreses. Sectors cíclics i industrials serien els millors posicionats per beneficiar-se d'aquest

entorn i evitariem sectors defensius domèstics amb valoracions més elevades. L'altra cara de la moneda seria Brasil, que presenta els riscos de cua més elevats per la possible debilitat de la seva divisa –que encara que creiem que serà ordenada per possibles intervencions del banc central, podria continuar incrementant el dèficit per compte corrent–, a més de creixements més febles i nivells d'inflació elevats. La baixa visibilitat en beneficis empresarials i la incertesa política –se celebren eleccions a l'octubre– també són factors que podrien pesar en l'evolució dels actius brasilers. El ràting del país és possible que sigui rebaixat també durant el 2014. No obstant això, veiem oportunitats en alguns noms cíclics amb presència global que es beneficiaran tant de la recuperació en països desenvolupats i a la Xina, com de les caigudes del real brasiler. Evitariem sectors amb alta exposició a mercats domèstics que ofereixen valoracions relativament més altes, així com més exposició al creixement local. Creiem, per tant, que el 2014 serà clau l'anàlisi *bottom up* a l'hora de decidir on invertir dins la regió.

Noèlia Povedano, CFA
Vicepresidenta de Mercats
i Estratègia 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