

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

Aquesta vegada tampoc és diferent

Els tipus zero porten tant amb nosaltres que molts ja els donen per permanents. No es creuen ni els pronòstics de la mateixa Fed, que acaba aquest octubre el seu famós “tapering”. Paradoxalment, perquè es mantinguin en zero no hi hauria d’haver ni creixement ni inflació, el deute seguiria escalant, i els inversors demandarien una major retribució.

L'avui exPIMCO Bill Gross repeteix que estem en un “Nou Normal” (els tipus baixos estan garantits per creixements que continuaran sense repuntar), mentre entre els economistes guanya popularitat una nova teoria (*secular stagnation*), liderada per Summers o Krugman, que en síntesi defensen que la inversió és insuficient per aconseguir absorbir l'excés d'estalvi dels agents privats, tot i els tipus zero actuals, que com a molt arriben a provocar una nova bombolla financera. A nosaltres això ens sona precisament a una de les característiques de tota bombolla: els inversors es convencen que quelcom nou garanteix que el nou entorn romandrà igual, si no per sempre, sí per molts anys encara. Es va pronunciar el “aquesta vegada és diferent” durant la bombolla tecnològica (Internet canviava les regles de valoració de les empreses) o durant la gestació de la crisi de les *subprime* (l'enginyeria financera permetia repartir el risc immobiliari fins gairebé fer-lo desaparèixer).

No se'ns escapen els arguments que advoquen per un *Japanredox* al món desenvolupat, que instal·larien tipus zero (o gairebé) fins a la fi dels nostres dies. No són pocs, i són molt raonables. La demografia apunta a una població cada cop més envellida. Entre els desenvolupats, la situació és preocupant i fins i tot en el millor situat, els EUA, en els propers 15 anys es jubila el 20% de la població activa, la qual cosa genera un excedent d'estalvi que reverteix en pressió baixa en els tipus d'interès. La crisi ha passat factura en termes de desigualtat, destruint classe mitjana, la propensió marginal de la qual al consum és molt més gran que la dels més acabats. Predomina un sobreendeutament que, al marge de l'evident llast que suposa per a l'activitat econòmica, força els bancs centrals a mantenir tipus molt baixos si es pretén que el deute acumulat no es faci insostenible. Aquests





mateixos bancs centrals poden, de fet, ser part del problema. La desorbitada acumulació de reserves internacionals, que continuen augmentant fruit de la manipulació dels tipus de canvi, ha provocat una ingent acumulació de dòlars (entre d'altres divises). Però com que no hi ha inflació, els tipus reals no estan especialment baixos (en mitjana històrica en la majoria dels casos, de fet) raó per la qual no s'aconsegueix estimular creixement econòmic i no arriben a una compressió sense precedents de les TIR en tots els actius de renda fixa.

Tot un compendi d'arguments que apunten a tipus zero *ad eternum*. Però els mateixos només es justifiquen amb nivells de creixement i inflació tan baixos que conduirien necessàriament a un augment de l'endeutament. Això portaria els inversors a demandar tipus molt més alts que els protegeixin del risc d'impagament. Paradoxalment, doncs, s'accepten tipus baixos apostant per un escenari que només pot conduir a greus pèrdues. Creiem que no caldrà esperar tant. La Fed i el BoE donaran el tret de sortida en breu a una pujada de tipus que els mercats encara no es creuen del tot. En aquesta edició us expliquem com creiem que impactaran en les diferents classes d'actiu -dòlar i renda variable europea i japonesa apunten a vencedors. Sense oblidar la volatilitat, que hauria de repuntar -aquests darrers anys hem gaudit de mercats molt més tranquils del que sol ser habitual. Preparin-se per a això: deixin córrer les borses però comprin cobertura mentre la venguin barata, i redueixin durades (centrin el tir en els trams més curts, per començar). No, Bill, no, no és un “nou normal”. Aquesta vegada tampoc és diferent.


David Macià, CFA
Director d'inversions

Estratègia





Asset allocation (visió a 3 mesos)

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



Renda fixa

- Canvi de cycle
- GOVERN:
- EUA 
- Eurozona 
- CORPORATE:
- EUA 
- Eurozona (Central) 
- Perifèria 

Renda variable

- Les pujades de tipus no frenen la tendència alcista
- EUA 
- Eurozona 
- Espanya 
- Emergents 

Matèries primeres

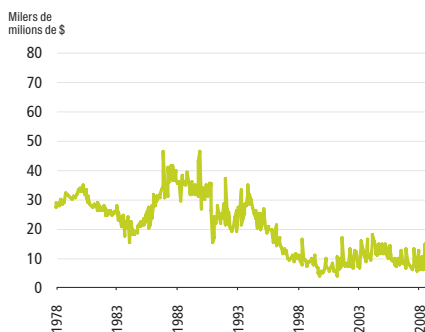
- Ice Bucket Challenge
- Petroli 
- Or 

Divises

- Tota la resta constant
- EUR/USD 

Situació macroeconòmica

Reserves bancàries precrisi



Font: Fed

Les reserves bancàries precrisi es van mantenir en nivells baixos

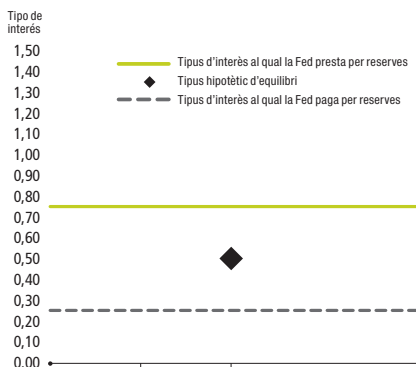
Reservas bancàries postcrisi



Font: Fed

No obstant això, des del 2008 la Fed ha creat una gran quantitat de reserves per comprar actius financers a llarg termini (QE).

Nova eina monetària



Font: Fed

La nova eina monetària permet a la Fed pagar interessos a les reserves bancàries. Així, en principi, els tipus se situarien en un rang desitjat

Superarà la realitat la teoria?

Amb els objectius de plena ocupació i inflació prop de completar-se, s'aproxima la pujada de tipus als EUA, la qual, segons els membres de la Fed, se situarà en el 3,75% el 2017. En aquest procés, l'enorme dimensió del balanç de la Fed planteja reptes importants. Veurem si els nous instruments de la Fed són útils per superar-los.

Des que el 1913 es creés la Fed, el Banc Central (BC) dels EUA, el sistema financer internacional ha sofert transformacions dràstiques. Les normes que regulaven els tipus de canvi internacionals, com el patró or primer i Bretton Woods després, van deixar d'aplicar-se totalment el 1973. Els objectius de la Fed també s'han anat modelant amb el temps. Primer es va considerar que havia d'actuar com a prestamista d'últim recurs, i posteriorment se li van afegir objectius d'estabilitat de preus i plena ocupació. D'altra banda, els instruments de política monetària també han patit canvis importants. Així, abans del 2008, la Fed només afectava els tipus d'interès a curt termini. No obstant això, l'especial virulència de la crisi i el fet de tenir els tipus limitats a zero, va fer que l'autoritat monetària dels EUA tractés d'afectar els tipus d'interès a llarg termini. Per a això, la Fed no va imprimir diners, sinó que va crear reserves bancàries (que apareixen al seu balanç com a passiu) i les va utilitzar per a compres actius financers (que representen actius al seu balanç), una eina coneguda com a *Quantitative Easing* (QE).

Des del 2008, la Fed ha creat prop de 2700 mm de dòlars de reserves bancàries per finançar els programes de QE. Aquestes reserves bancàries són un actiu financer especial que només poden tenir els bancs comercials dins del balanç del BC, sent l'únic mitjà de pagament acceptat entre entitats bancàries. Una altra de les peculiaritats de les reserves bancàries és que només poden ser creades pel BC, la qual cosa li permet controlar el seu preu (tipus d'interès). No obstant això, i en contra del que diuen alguns llibres de text, les reserves bancàries no són per sí soles inflacionistes. Això es deu al fet que les reserves no són diners per a la majoria d'agents econòmics, ja que aquestes només les poden posseir els bancs comercials. Els diners que circulen a l'economia, l'oferta monetària, no depenen de la quantitat de reserves sinó que es creen a través d'altres mecanismes (principalment a través del crèdit concedit pels bancs).

Si bé l'existència de reserves al sistema no genera inflació *per se*, la gran quantitat

creada des del 2008 pot tenir conseqüències imprevisibles. De fet, la Fed sempre havia implementat la política amb una quantitat de reserves molt baixa (els 20 anys anteriors a la crisi, la quantitat mitjana de reserves era de 17 mm de dòlars, enfront dels 2700 actuals). Per aquest motiu, i simplificant, la Fed únicament necessitava prestar reserves a l'objectiu al qual volia situar els tipus d'interès a curt termini. No obstant això, a causa de l'augment de reserves a conseqüència dels diferents QE, actualment existeixen també molts bancs comercials amb reserves que poden prestar. Per això, des del 2008, la Fed disposa d'un nou instrument: pot pagar interessos per les reserves. D'aquesta manera, la Fed disposa d'eines que, en teoria, li permeten situar els tipus dins d'una determinada franja (sent el sostre el tipus al qual presta reserves, i el sòl el tipus que paga a les reserves). En tot cas, encara que l'autoritat americana disposi de noves eines, l'excés de liquiditat i la necessitat de reduir el seu balanç fa molt probable que la volatilitat dels tipus a curt termini augmenti.

En aquest context, la Fed s'enfronta a diversos reptes. El primer és normalitzar el seu balanç a temps, de manera que pugui implementar mesures d'expansió monetària quan l'economia ho requereixi novament. A més, haurà de suportar les inevitables pèrdues (que l'FMI estima entre un 1% i un 4% del PIB dels EUA) procedents de pagar interessos a les reserves bancàries i les derivades de les vendes de bons que va comprar en els QE (atesa la relació inversa entre el preu i els tipus d'interès de la renda fixa). Finalment, aviat sabrem si els nous instruments són útils perquè la Fed controli els tipus d'interès tot i la gran quantitat de reserves existents. En teoria, els tipus d'interès poden ser independents de la quantitat de reserves, i un Banc Central pot assumir pèrdues de manera il·limitada. Veurem què passa en la realitat.

Pablo Manzano
Analista de macroeconomia

Renda fixa

Canvi de cicle

Qui no apliqui nous remeis haurà d'esperar nous mals, ja que el màxim innovador és el temps. Citem a Sir Francis Bacon perquè creiem que cal adaptar-se per poder avançar amb garanties d'èxit i, en l'entorn actual, aquesta cita guanya rellevància en la inversió en renda fixa.

Després de gairebé sis anys amb tipus d'interès oficials rondant el zero i un bon grapat de mesures ultra expansives excepcionals, sembla que el 2014 marcarà el punt d'inflexió als Estats Units.

Quan el maig del 2013 Bernanke va avisar que el biaix de la política monetària canviaria, la reacció dels mercats va ser brusca. Tot i que tothom sabia que algun dia els tipus havien de pujar, els agents econòmics no estaven preparats, i el repunt de les corbes de tipus va estar a prop de tocar de mort la incipient recuperació econòmica als Estats Units. Ara bé, allò va servir de lliçó tant per a la Fed com per als inversors.

En defensa dels bancs centrals i, en particular en aquest article en defensa de la Fed, cal dir que qualsevol canvi en el cicle de la política monetària no és gens fàcil de dur a terme –sense parlar del control de totes les seves conseqüències. Però si a això li sumem que estem en terreny mai explorat –revertir un QE i començar a pujar els tipus des del 0%–, la tasca de la Fed és un repte de dimensions titàniques.

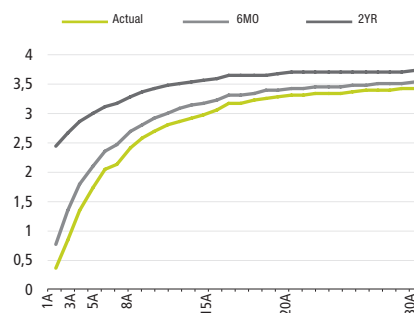
Pensem que, els darrers mesos, la Fed ha fet els deures i ha transmès clarament als agents econòmics quina és la seva intenció per no afectar l'incipient recuperació econòmica nord-americana. Ara bé, creiem que als mercats encara els falta per posar en preu aquest canvi de cicle de la política monetària als Estats Units.

La Fed ens ha acostumat a una gran quantitat de liquiditat i tipus ultra baixos que ha fet que els inversors hagin invertit en actius amb més risc del que tradicionalment haurien assumit en pro d'un nivell mínim de rendiment, fiant-ho tot a la xarxa de seguretat dels bancs centrals, que ho han protegit gairebé tot. Ara, el principal risc que cal evitar és un augment bruscat i inesperat dels tipus d'interès a llarg termini que pugui afectar l'estabilitat financera i, de manera més general, els fluxos de capital i els tipus de canvi globals. Hem de tenir en compte que el nivell d'endeutament, majoritàriament del sector públic, continua sent alt i que per tant la sensibilitat a pujades

de tipus és major que en altres ocasions, a més del fet que la pujada de tipus farà que les carteres de renda fixa dels bancs i altres institucions incorrin en pèrdues, cosa a la qual, darrerament, no estan gens acostumats. Dit això, el canvi de cicle portarà, com no pot ser de cap altra manera, que els inversors comencin a reubicar les seves inversions posant de nou sobre la taula el binomi risc-rendibilitat. Així, la renda fixa emergent o el crèdit *high yield* poden tornar a posar en preu el risc i la volatilitat típica d'aquests actius. No obstant això, no creiem que aquestes correccions hagin de ser d'una severitat tal que comportin sortides massives d'aquests actius. La Fed és la primera interessada a intentar que la normalització de la política monetària no se li escapi de les mans, i que la pujada de tipus ajudi a la millora de l'economia i no impedeixi que la recuperació iniciada s'estronqui. Així, en nivell absolut, els tipus continuaran baixos i per tant els inversors continuaran buscant rendiment als actius amb risc. El canvi més important –al nostre entendre– amb el nou cicle de la política monetària americana i la convivència d'aquest a d'altres zones on encara s'estan implementant polítiques monetàries expansives (Eurozona, Japó) serà l'augment de la volatilitat als mercats. Pel que fa als tipus, els trams curts de la corba americana haurien de recollir més ràpidament el canvi en la política monetària, mentre que el tram llarg pot continuar sostingut, entre altres, pels fluxos. Estratègies de *flattening* (aplanament de la corba) o valor relatiu entre la corba americana o l'europea oferiran valor als inversors. Creiem doncs que ens hem de preparar per a un escenari on una inversió tradicional en renda fixa (*buy&hold*) no oferirà rendiments positius ja que la volatilitat vindrà per quedar-se i les carteres de renda fixa s'hauran de gestionar més activament, ampliant l'univers d'actius on invertir.

Susana Torrent, CAIA
Gestora Sènior Renda Fixa

US Dòlar Swap



Font: Bloomberg

Amb les corbes forward es veu com el tram més curt de la corba és el que recull en major magnitud les pujades de tipus.

Tipus oficials: previsions de consens de mercat

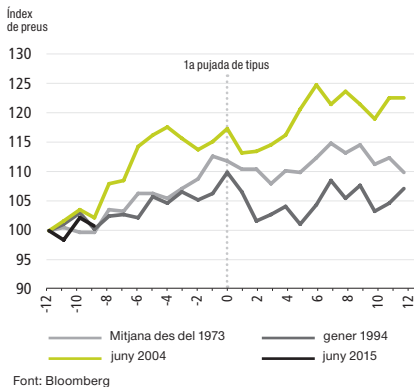
| | 30/09/14 | 4t T 14 | 1r T 15 | 2n T 15 |
|------------|----------|---------|---------|---------|
| Zona euro | 0,05% | 0,05% | 0,05% | 0,05% |
| EUA | 0,25% | 0,25% | 0,25% | 0,45% |
| Regne Unit | 0,50% | 0,55% | 0,80% | 0,95% |

Tipus d'interès: variacions

| | 30/09/14 | Darrers 3 mesos | Darrer any |
|-------------------|----------|-----------------|------------|
| Zona euro | | | |
| Euribor 3 mesos | 0,08% | -0,20 | -0,13 |
| Bund 10 anys | 0,95% | -0,98 | -0,34 |
| EUA | | | |
| US Libor 3 mesos | 0,24% | -0,01 | -0,05 |
| US 10 anys | 2,49% | -0,54 | 0,64 |
| Regne Unit | | | |
| GBP Libor 3 mesos | 0,57% | 0,04 | 0,06 |
| Gilt 10 anys | 2,43% | -0,60 | 0,66 |

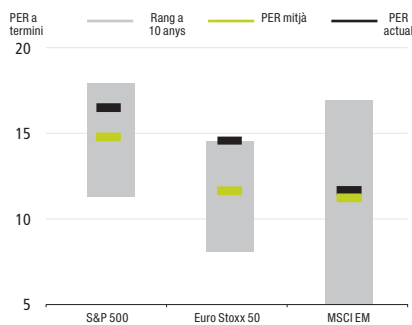
Renda variable

S&P 500 - Comportament 12 mesos abans i després de la 1a pujada de tipus



Històricament, l'S&P 500 ha tingut un bon comportament amb la primera pujada de tipus, seguit d'una correcció.

Valoració principals índexs borsaris



La prima de valoració de l'S&P 500 limita el potencial de noves pujades.

| | Tancament | 3r T % | YTD % | |
|-----------|----------------------|--------|---------|--------|
| EUA | S&P500 | 1.978 | -1,55% | 7,00% |
| | DJ Indus. Avg | 17.071 | -0,32% | 2,98% |
| | NASDAQ 100 | 4.047 | -0,81% | 12,67% |
| EUROPA | DJ Euro STOXX 50€ Pr | 3.187 | 1,68% | 2,51% |
| | Francia (CAC 40) | 4.358 | 0,80% | 1,45% |
| | Espanya (Ibex 35) | 10.686 | 0,90% | 7,76% |
| | RU (FTSE 100) | 6.647 | -2,89% | -1,52% |
| | Alemanya (DAX) | 9.423 | 0,04% | -1,35% |
| | Suïssa (SWISS) | 8.777 | 2,03% | 6,99% |
| | Itàlia (FTSE MIB 30) | 20.526 | 2,16% | 8,22% |
| | Països Baixos (AEX) | 418 | 1,94% | 4,08% |
| JAPÓ | TOPIX | 1.337 | 3,78% | 2,69% |
| | NIKKEI 225 | 16.311 | 4,86% | 0,12% |
| EMERGENTS | Mèxic | 44.898 | -1,41% | 5,08% |
| | Brasil | 54.625 | -11,70% | 6,05% |
| | Argentina | 12.593 | 27,83% | 133,6% |
| | Xina | 2.358 | 6,62% | 11,42% |
| | Índia | 26.597 | -0,03% | 25,63% |
| | Corea | 2.027 | -2,34% | 0,76% |
| | Rússia | 1.408 | 0,74% | -6,37% |

Les pujades de tipus no frenen la tendència alcista

El 2014 ha resultat ser un any més difícil per a la renda variable. Tot i això, les correccions han sigut relativament breus i poc profundes. Les pujades dels tipus d'interès als EUA no haurien de suposar la fi d'aquest mercat alcista.

Aquest ha estat un any atípic pel que fa a l'entorn geopolític, i és possible que continuïn persistint moltes incerteses. El fet més notable ha estat l'escalada de la crisi a Ucraïna, seguida per sancions massives entre Rússia i Occident. D'altra banda, l'emergència de l'Estat Islàmic d'Iraq i el Llevant (ISIS) des de Síria fins a Iraq han agreujat les dificultats geopolítiques. Si bé tots dos conflictes continuen en gran mesura pendents de resolució, el mercat ha començat a assimilar i a ignorar aquests riscos, la qual cosa s'ha vist especialment reflectida en la caiguda recent dels preus del petroli. A més dels factors temporals d'oferta i demanda, això es deu principalment a l'expansió del petroli d'esquist als EUA, la qual cosa els permetrà ser menys dependents del Pròxim Orient. Si bé és impossible predir els canvis del sentiment de mercat, i és evident que convé d'alguna manera cobrir els riscos de cua, de moment, els mercats borsaris se centraran segurament en la política monetària.

La renda variable europea reflecteix perfectament el comportament actual del mercat. L'Euro Stoxx 50 es va corregir un 9% entre finals de juny i principis d'agost. Les negatives notícies econòmiques, agreujades pel conflicte entre Ucraïna i Rússia, han donat lloc a noves pors deflacionistes. No obstant això, el Banc Central Europeu va tornar a reaccionar anunciant més estímuls monetaris, la qual cosa va calmar els mercats. És possible que les noves decepcions econòmiques vinguin seguides de noves mesures d'estímul del BCE, la qual cosa limitaria el risc baixista. Alhora, un rendiment potencial del 10% o superior durant els 12 mesos vinents continua estant justificat. Els nivells de valoració són relativament alts en termes absoluts, però continuen sent atractius respecte de la renda variable nord-americana, i especialment respecte de la renda fixa. A més, la dinàmica dels beneficis europeus hauria de començar a millorar, impulsada per la depreciació de l'euro, el potencial de millores dels marges i la previsió d'un repunt moderat del creixement econòmic. Els analistes esperen una millora del BPA, que passaria del 9% el 2014 al 17% el 2015, cosa que sembla raonable. En especial, caldria remarcar els valors cíclics i els d'exportadors, que tendeixen a mostrar un bon comportament en èpoques d'acceleració del creixement econòmic mundial i de fortalesa de l'USD. Fora d'Europa, Japó semblaria ser el que més es

podria beneficiar d'aquesta tendència, mentre que els mercats emergents podrien patir.

Els EUA i Europa estan en posicions força opo-sades. El creixement econòmic s'està accelerant i la política monetària esdevé un factor en contra. Les incerteses sobre l'estratègia de comunicació de la Fed i sobre quan pujaran per primer cop els tipus podria provocar una més alta volatilitat i correccions temporals. No obstant això, històricament, les borses experimenten una correcció després, i no abans, de la primera pujada de tipus (vegeu el gràfic). De fet, com a promig, 12 mesos abans de la primera pujada de tipus, l'S&P 500 va rendir un 10%, seguit d'una correcció molt moderada de només el 4%. A més, atesa la fase actual del cicle econòmic en què ens trobem, la correlació entre renda fixa i variable sol ser negativa. Això vol dir que les accions continuen avançant mentre que la renda fixa comença a corregir-se. Aquesta fase pot durar encara alguns anys abans de la fi del mercat alcista, la qual cosa sol ser el resultat d'una desacceleració econòmica o d'una crisi financera, i no d'una política de tipus d'interès superiors.

No obstant això, després de la bona rendibilitat dels darrers anys, el potencial alcista de la renda variable nord-americana sembla limitat, especialment comparat amb la renda variable europea o japonesa. Les valoracions són elevades i els marges corporatius estan en valors màxims, si bé aquests solen corregir-se alguns trimestres després que la mà d'obra guanyi poder de fixació de preus (la qual cosa se suposa que es produiria amb una taxa d'atur d'un 5,4%, segons la Fed). De moment, cal preveure que els marges es mantinguin estables. Per tant, el rendiment futur del mercat borsari segurament procedirà de la progressió de les vendes, molt vinculada a un creixement del PIB nominal d'entre un 4% i un 5% els dos anys vinents. Si a això hi afegim una rendibilitat per dividends del 2% i una rendibilitat per recompres de fins al 3%, obtindríem un rendiment total de pràcticament el 10% en cas de mantenir-se els múltiples i els marges. Dit això, existeix cert risc baixista en les previsions de beneficis per a les multinacionals nord-americanes en cas que l'USD continuï enfortint-se.

Pascal Rohner, CFA
Director Equity Latam

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Ice Bucket Challenge

La La majoria de matèries primeres estan patint davallades en els preus els darrers mesos, talment com si haguessin rebut l'aigua gelada de la campanya viral més original darrerament. La intervenció de la majoria de bancs centrals - i de la Fed en particular - ha provocat els darrers anys nombroses conseqüències als mercats financers (inflació financera i baixa volatilitat), i ara caldrà veure com s'evoluciona sense la intervenció de la Reserva Federal americana. En aquest sentit, molt probablement provocarà pujades de tipus a la zona americana i també l'increment de l'USD davant la majoria de la resta de divises. I aquest increment del bitllet verd té importants conseqüències al mercat de matèries primeres, atès que una gran majoria es paga en USD i, per tant, es disminueix la capacitat de compra dels inversors amb una altra moneda base.

Continuant en terreny macroeconòmic, la manca d'inflació arreu està provocant també la davallada de l'or, que està davant un entorn molt complicat. Després de ser un dels grans beneficiats els darrers anys per les polítiques monetàries expansives i pel fet d'haver servit d'actiu refugi, ni els conflictes geopolítics aguditzats els darrers mesos han aconseguit mantenir els preus als nivells de principis d'any. La Xina, tot i mantenir-se

com el principal importador del metall preciós, ha vist com les seves importacions han anat reduint, fins que el mes d'agost van ser les menors des del 2011. I la fortalesa de l'USD no ajuda. Per tant, tot ens fa pensar que la pèrdua dels nivells tècnics del 1200 pot provocar veure el metall preciós en nivells inferiors als actuals. Respecte del petroli tampoc som gens optimistes. Més si tenim en compte que ni els conflictes geopolítics (especialment a l'Orient Mitjà) han provocat pujades de preus; per tant, és una evidència que l'inundació al mercat de petroli i gas de prospeccions als EUA- recordem que tot sembla indicar que el 2016 el mercat americà serà energèticament autosuficient - fa que es distorsioni sobremanera l'equilibri històric entre oferta i demanda a escala global. A més, pel que fa a la demanda, la Xina i el Japó han mostrat cert debilitament a les darreres dades publicades. L'únic motiu que no ens faria posar-nos curts de petroli és que encara ara l'OPEP controla una bona part de l'oferta i no es descarta - de fet s'espera - l'anunci de retallades a la seva producció que provocarien, pensem que de manera molt temporal, increments de preus.

David Rabella, CAIA
Responsable de Fons Externs i Actius Alternatius

DIVISES

Tota la resta constant

Són molts els canals pels quals es veuen afectades les divises. Un dels més importants, especialment en el curt termini, són els tipus d'interès de l'economia, principalment els venciments més curts. Així, pujades inesperades dels tipus d'interès provoquen l'apreciació de la moneda local, *tota la resta constant*. Aquest enfortiment de la divisa s'explica perquè l'augment relatiu dels tipus d'interès en relació a d'altres regions fa més rendible posseir moneda local per realitzar inversions, la qual cosa augmenta la demanda i per tant el seu preu front a d'altres monedes. Per descomptat, la clau d'aquesta explicació està en *tota la resta constant*, cosa que a la pràctica no es compleix. La realitat és que tota la resta es mou. De fet, repassant la història recent veiem que durant els dos episodis en què la Fed va pujar tipus, això és, el 1994 i el 2004, la realitat va ser diferent. En aquests períodes, els diferencials de tipus oficials entre EUA i Alemanya van augmentar en 400 pb i 300 pb respectivament, mentre que el dòlar, front al cistell de monedes que componen l'euro, es va depreciar aproximadament un 15% i un 6%. Aquestes experiències són un recordatori que tota la resta es mou. Així, durant el 94-95, a Alemanya s'aclarien els dubtes econòmics sobre la reunificació del país, mentre que en el cicle

04-06 els inversors aplaudien l'aparent estabilitat i la fortalesa del nou projecte monetari europeu.

Dit això, esperem que les pujades de tipus d'interès de la Fed continuïn apreciament el dòlar, apreciació que durant aquest any ja ha estat important, un 6% front al cistell de monedes emergents, i un 7,5% respecte a les desenvolupades. Tres són els motius. En primer lloc, els mercats cotitzen tipus d'interès als EUA per al futur per sota d'allò que esperaven els membres de la mateixa Fed (60 pb de diferència per al 2016 i 100 pb per al 2017), per tant, en cas de confirmar o superar les expectatives de la Fed, el dòlar hauria de recollir-ho. En segon lloc, a mesura que passa el temps, veiem com el Japó i l'Eurozona necessiten més estímuls monetaris per impulsar l'activitat econòmica i la inflació, la qual cosa hauria d'afeblir les seves monedes. Finalment, l'evidència empírica mostra com les pujades de tipus oficials als EUA solen tenir conseqüències especialment negatives per als fluxos financers i les divises emergents. Per aquests motius creiem que el dòlar seguirà batent la majoria de monedes desenvolupades i emergents, *tota la resta constant*.

Pablo Manzano,
Analista de Macroeconomia

Cru (referència Brent)



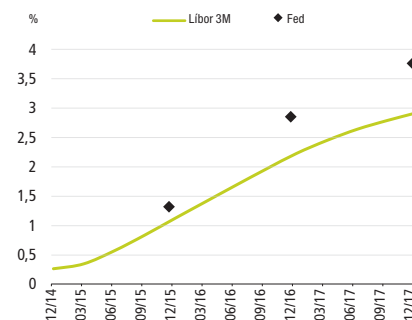
Font: Bloomberg

Or



Font: Bloomberg

Tipus a 3 mesos esperats i expectatives de tipus oficials de la Fed



Font: Bloomberg

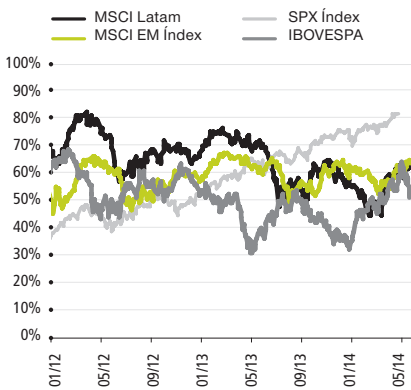
Els tipus d'interès que cotitza el mercat són molt més baixos que els de la Fed. En cas que es compleixin les expectatives de la Fed, el dòlar ho hauria de recollir.

Tipus de canvi \$/€

| % variació: | 1 mes | 3 mesos | 1 any |
|---------------------|---------|---------|--------|
| | -3,80% | -7,75% | -6,62% |
| Previsions consens: | 4T T 14 | 2014 | 2015 |
| | 1,28 | 1,28 | 1,23 |

Llatinoamèrica

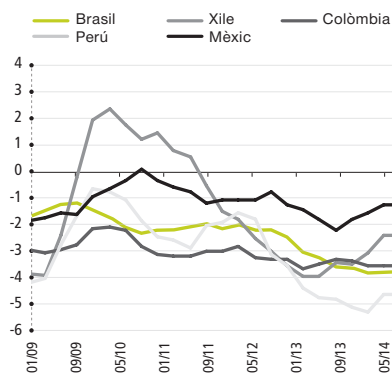
Retorn Acumulat dels Mercats



Font: Bloomberg

Malgrat la desacceleració econòmica a Latam, les borses de la regió han tingut un rendiment decent.

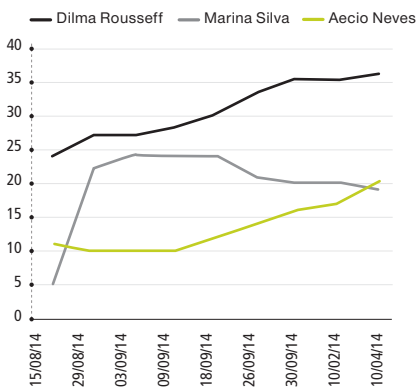
Balança per compte corrent (% del PIB)



Font: Bloomberg

Brasil, Colòmbia i Perú mantenen un gran dèficit en la seva balança per compte corrent, la qual cosa els obliga a finançar-se als mercats estrangers.

Evolució Enquesta Presidencial de Brasil



Font: Bloomberg

El resultat de la eleccions encara és molt incert i està creant molta volatilitat.

Temps de canvis al Brasil

Amèrica Llatina està perdent impuls a un ritme esfereïdor: la taxa de creixement prevista per a aquest any és de l'1,2%, la qual cosa representa la meitat de la de l'any passat i una cinquena part de la del 2010. Dos països estan en clara recessió (Argentina i Veneçuela), i Brasil ha entrat oficialment en recessió després de 2 trimestres consecutius de retracció del PIB. Mèxic, per la seva banda, enregistra una bona dinàmica.

Malgrat el pobre comportament de l'Amèrica Llatina, la renda variable llatinoamericana ha obtingut resultats força acceptables aquest any en moneda local, amb una lleugera alça en USD. Brasil continua sent el focus de la regió a causa de les eleccions presidencials previstes per a aquest mes d'octubre. El tema entorn del qual gira tota la campanya és l'economia i, de retruc, qui serà el millor candidat per ajudar el Brasil a mitigar els seus problemes estructurals de llarga durada. Després d'una dècada d'expansió, aquest any el creixement econòmic tot just assolirà el 0,5%. La inflació, que se situa actualment en un 6,5%, la corrupció i la mala administració de les empreses públiques es fan més paleses ara que el creixement i l'expansió de les matèries primes que l'impulsava s'està desaccelerant.

Brasil necessita imperativament reformes del costat de l'oferta per reduir el cost de fer negocis al país, de manera que pugui tornar a enregistrar un sòlid creixement del PIB del 4%. Marina Silva ha estat l'última en apuntar-se a la cursa presidencial. Els mercats financers estan acollint molt bé les seves propostes, les quals es consideren més favorables per als inversors. La majoria d'aquests inversors aplaudirien qualsevol escenari que donés per finalitzada l'administració Rousseff. De fet, l'índex Bovespa ha pujat un 10% des que Marina va sumar-se a la cursa, la qual cosa l'ha fet escalar posicions en les enquestes. Si bé un canvi de govern al Brasil podria desfermar una pujada important a curt termini, pensem que els inversors se sentirien finalment decebuts. Marina no tindrà el suport de cap gran partit polític ni de cap coalició que li permeti tirar endavant reformes radicals, i per tant és possible que el creixement continuï feble i la inflació trigui a tornar a caure.

Continuem preferint Mèxic per davant del Brasil. La reforma energètica, els forts lligams econòmics amb els EUA, la demografia i una competitivitat manufacturera superior davant la Xina poden suposar factors positius a llarg termini per al país. Mèxic està iniciant una bona ratxa d'acceleració del creixement i de caiguda de la inflació, amb uns tipus d'interès

a mínims històrics. Gràcies a la solidesa actual de l'economia nord-americana i a forts estímuls fiscals orientats cap a les infraestructures i l'habitatge, el PIB hauria de créixer un 4% l'any vinent.

Per acabar, les possibles pujades dels tipus d'interès als EUA l'any vinent afectaran negativament tot l'Amèrica Llatina en general, atès que això suposarà el final d'un temps de diners fàcils. Els diners regalats de la Fed han permès als països llatinoamericans incórrer en dèficits, atès que els seus tipus d'interès superiors van provocar la demanda dels seus bons i de les seves monedes. Reconeixem que la majoria de governs llatinoamericans han reduït la seva exposició als tipus d'interès nord-americans durant l'última dècada, emetent una més gran proporció de deute públic en divises nacionals, i els bancs centrals compten ara amb reserves més grans de divises estrangeres. Per tant, els mercats distingiran entre els països en funció dels seus fonaments, penalitzant les economies amb major dèficit exterior per compte corrent i amb problemes d'inflació, com és el Brasil. En canvi, en el cas dels països amb lligams comercials estrets amb els EUA com ara Mèxic, l'empenta positiva d'un creixement més fort als EUA segurament s'imposarà.

Stephane Prigent, CFA
Responsable Macro 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