



Crèdit Andorrà
Asset Management

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

Europa torna a escena

El vell continent ha estat font de tensions aquests darrers anys, enmig dels dubtes sobre la supervivència del projecte encapçalat per una moneda de breu història, que massa analistes sentenciaven a un futur encara més breu. Després d'encadenar una recessió de durada rècord, sembla que Europa torna a ser el centre d'atenció, però, per fi, en positiu.

Les dades macro europees –fins i tot a la perifèria– han sorprès un públic que s'havia habituat a la davallada permanent –la recessió durava ja set trimestres– i a que el vell continent servís només com a font de disgustos. Abundaven fins fa poc els pronòstics catastrofistes que comptaven els dies per a la inevitable implosió de la zona euro. L'OMT va començar a desfer les esperances de tots els que aspiraven a ser un nou "Roubini" (el professor de la universitat de Nova York que va avançar l'esclat de la bombolla immobiliària als EUA i que, per cert, ha continuat pronosticant desastre rere desastre, amb molta menys fortuna, de moment). Quedava l'economia del vell continent, entestada en una recessió que espantava els inversors.

Però res és etern –les recessions tampoc. A banda de la inestimable col·laboració del BCE, altres factors feien pensar que calia ser més optimista. L'exercici "d'autoflagel·lació" en forma d'austeritat s'ha anat moderant els darrers mesos, i ara les autoritats donen més temps per arribar als objectius de dèficit marcats, que defineixen en termes estructurals (reduint-ne l'impacte anticíclic). A la perifèria, els dèficits per compte corrent han millorat espectacularment –ja són en molts casos superàvits–, les exportacions creixen, els bancs s'han anat recapitalitzant lentament, s'aproven reformes abans impensables i es recupera la competitivitat perduda a marxes forçades. Sis anys de crisi han deixat la demanda interna derruïda, afectada per la xacra de l'atur, però també han servit per fer neteja parcial dels excessos previs. Era qüestió de temps, en definitiva; temps que han comprat el BCE (sobretot) i els

(petits, però vitals) avenços en la integració europea.

La bona notícia és que els indicadors avançats apunten a que la millora econòmica tot just comença i pot tenir continuïtat. No ens fem pas il·lusions, creiem que la recuperació serà tèbia, amb gairebé tots els agents econòmics encara més enfeinats a reduir l'endeutament que no en cap altra cosa. Sense inflació ni creixement substancial, el BCE haurà de seguir donant un cop de mà encara durant molt de temps. Què podem esperar a la renda fixa? Tipus molt baixos, de ben segur. Compte, però: el Bund al 2% és baix, però també ho és al 3%. No podem perdre de vista que els nivells recents són una anomalia històrica i, tard o d'hora, es corregiran. Amb la Fed mirant de trobar la fórmula per reduir estímuls, el risc és asimètric com mai i mantenir duracions baixes sembla el més assenyat. Precisament aquest canvi de to del banc central americà, que l'allunya de la política del seu homòleg europeu, hauria d'acabar per passar factura a l'euro. Si hi ha algun actiu que es beneficia simultàniament de la laxitud del BCE i de la millor macro europea és la renda variable del vell continent. Els inversors l'havien tret del radar i això implica que queda molt comprador potencial. Els beneficis segueixen deprimits i, per tant, tenen molt marge de millora, el que no es descompta en valoracions encara ajustades. Tot l'anterior, sempre amb la prudència deguda –sabem de la fragilitat de la recuperació. Però sembla que ara, per a bé, Europa torna a escena.

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

El vals dels governadors	
GOVERN:	
EUA	⬇
Eurozona	⬇
CORPORATE:	
EUA	⬇
Eurozona ("Central")	⬇
Periferia	➡

Renda variable

Els vents bufen cap a Europa	
EUA	➡
Eurozona	⬆
Espanya	⬆
Emergents	➡

Matèries primeres

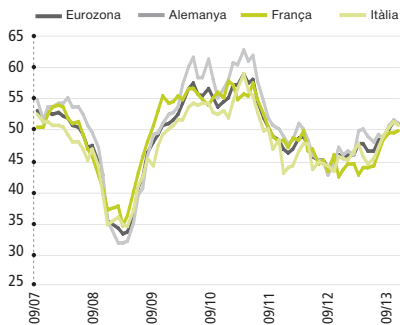
Gas per a Europa	
Petroli	➡
Or	➡
Metalls	➡

Divises

Dóna'm dòlars	
EUR/USD	➡

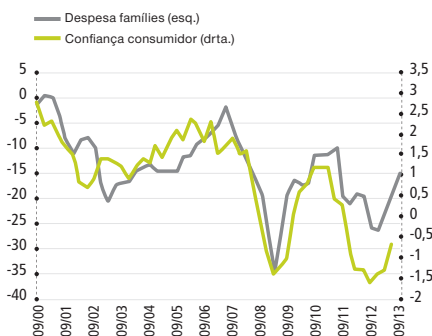
Situació macroeconòmica

PMI manufacturera de la zona euro



Els indicadors avançats, com poden ser els PMI, apuntarien a que la recuperació ha de tenir continuïtat els propers trimestres. La darrera lectura superava de nou el nivell de 50 i no només milloren els països centrals, sinó que els de la perifèria els acompanyen.

Confiança del consumidor i despesa de les famílies de l'eurozona



La confiança del consumidor millora i enregistra nivells no vistos en més de dos anys. Sembla que els consumidors han ajudat en aquests primers signes de la recuperació.

Previsions Econòmiques del consens

Anuals

	2013	2014	2015
PIB (YoY%)	-0,4	1	1,4
IPC (YoY%)	1,5	1,5	1,5
Atur (%)	12,2	12,2	12

Trimestrals

	4t T 13	1r T 14	2n T 14	3r T 14	4t T 14
PIB (YoY%)	0,4	0,8	0,8	1	1,15
IPC (YoY%)	1,4	1,4	1,55	1,5	1,5
Atur (%)	12,2	12,2	12,2	12,1	12,1

Posem nota a la recuperació de l'eurozona

Aquest final d'estiu ens ha deixat nous senyals d'acceleració de la recuperació a l'eurozona. Una combinació de PIB del segon trimestre per sobre del que era previst i uns indicadors avançats, entre els quals destaquen els PMI o les confiances, han omplert d'optimisme les perspectives per al que ens queda de 2013 i 2014.

Excel·lent, en l'assignatura de credibilitat –catalitzador fonamental a l'hora d'atraure o de provocar la sortida de fluxos d'inversió estables i sostenibles que ajudin a crear riquesa. Fa mesos que els titulars ja no són catastrofistes per a Europa i sembla que els deures que han fet el BCE i molts dels països membres han fet recuperar la confiança de l'inversor estranger.

Notable, per al creixement. Tot i que la xifra no és res de l'altre món –+0,3% trimestral–, el signe de la dada de PIB corresponent al segon trimestre de l'any posava fi a set trimestres consecutius de contracció. Ha estat la recessió més llarga que ha patit mai la zona euro. Han estat els consumidors els que han liderat aquesta moderada recuperació, que, a tenor del que apunten indicadors avançats com els PMI o les confiances, podria tenir continuïtat els propers trimestres. El punt a vigilar aquí serà el creixement global. El sector exterior és un dels que més està ajudant –sobretot a Alemanya, que continua sent el motor d'Europa– i haurà de seguir ajudant al creixement en el futur. El risc de desacceleració en emergents, entre els quals la Xina, pot generar dubtes sobre l'evolució del creixement europeu.

Aprovats, per al BCE i la política fiscal. El primer, al setembre, reiterava que els tipus d'interès es mantindran en els nivells actuals o, fins i tot, per sota, durant un llarg període de temps, i que donaran més visibilitat als propers moviments, cosa que ha estat ben rebuda pel mercat. Tot i que a hores d'ara una nova rebaixa de tipus sembla poc probable –a no ser que les dades macroeconòmiques empitjorin–, el que no es pot descartar són noves polítiques monetàries per intentar millorar l'entorn de la concessió de crèdits. Les amortitzacions dels LTRO reflecteixen una millora de la confiança en els mercats financers, però impliquen una reducció de la liquiditat agregada. El repunt recent dels tipus monetaris va fer que Draghi advertís, en la reunió del setembre, que està preparat per actuar de nou si fos necessari. Els mercats també han aprovat la millora en política

fiscal. Així, l'endarreriment en els terminis de compliment dels dèficits públics; tot i no ser una mesura expansiva, sí que és menys contractiva, cosa que hauria d'ajudar els països afectats a recuperar el creixement abans.

Insuficient, en el mercat laboral i la unió bancària. Malgrat que el nombre d'aturats ha baixat els darrers dos mesos, no ha tingut traducció en la taxa d'atur, que es manté elevada i que amaga realitats tan diferents com el 6,8% d'Alemanya o el 26,3% d'Espanya. També en negatiu pesa el projecte d'unió bancària, que, tot i continuar endavant, avança a un ritme més lent del que era previst i, per tant, serà un catalitzador més a mitjà termini que no pas per a la sortida immediata de la recessió.

De les dades macroeconòmiques es desprèn que l'economia europea està guanyant tracció, si bé és cert que no tothom avança al mateix ritme. Ara bé, les reformes estructurals dutes a terme per la majoria de països de la perifèria haurien de donar pas a una correcció dels desequilibris i a unes economies més flexibles que recolzin el creixement. D'altra banda, els ajustos fiscals haurien de reflectir-se en uns comptes públics més sanejats i reduir els riscos de nous episodis de crisis sobiranes, amb el consegüent impacte en el sector financer. La reforma d'aquest sector en molts països, unit als tímidos avanços cap a una unió bancària, hauria de contribuir a restablir el crèdit al sector privat. Amb tot, donem una bona nota per a Europa i esperem que els propers trimestres ens continuï sorprenent a l'alça.

Susanna Torrent
Gestora de Renda Fixa

Renda fixa

El vals dels governadors

Els tipus d'interès europeus han dansat seguint la música que marcava el discurs de Draghi i els altres governadors dels principals bancs centrals. Com a bons directors d'orquestra, han aconseguit fins ara dirigir els moviments dels inversors. Ara bé, l'alegre vals dels darrers trenta anys per als actius tradicionals de renda fixa es podria convertir en un rèquiem.

Els llibres de text que estudiàvem a la Facultat d'Economia ens parlaven de tipus d'interès d'equilibri. Al llarg dels anys han anat sorgint diferents models econòmics que expliquen quins han de ser els nivells d'aquests tipus d'interès, però tots ells solen basar-se en variables com el creixement previst, les expectatives d'inflació dels propers anys, etc. En canvi, els nivells dels tipus d'interès tan baixos que tenim actualment i que hem viscut durant els darrers anys no s'expliquen per cap d'aquests models teòrics: l'explicació la trobem en les polítiques monetàries extremadament expansives que han dut a terme els principals bancs centrals per tal d'intentar solucionar la crisi financera.

Ja no serveixen aquests models per a predir quins seran els tipus d'interès a llarg termini? Sincerament, no sabríem donar una resposta contundent. Sí que estem convençuts que més d'hora que tard les mesures dels bancs centrals poden anar perdent la seva eficàcia i deixar d'exercir tanta influència sobre el nivell de tipus. No estem sols en aquest pensament: ja fa temps que estan sorgint algunes veus que es qüestionen si les paraules de Draghi seguiran influïnt els mercats financers *in eternum*, si els tipus d'interès sobirans dels països centrals no haurien també d'incorporar alguna prima de risc de crèdit –atesos els extraordinaris nivells d'endeutament que estan assolint–, si la inflació d'actius financers que han provocat totes aquestes polítiques monetàries no està generant una altra bombolla, etc.

També tenim clar que, malgrat la millora d'alguns indicadors econòmics durant els darrers mesos, l'economia europea és lluny d'estar sana del tot. Un repunt dels tipus llargs desmesurat en un període de temps massa curt podria posar en risc qualsevol inici de recuperació. En aquest sentit s'emmarca el darrer discurs del governador del banc central europeu, en què avisava que es mantenia alerta davant qualsevol repunt dels tipus, disposat a utilitzar tot el seu instrumental sempre que calgui. Així i tot, creiem que els mínims que vàrem veure durant

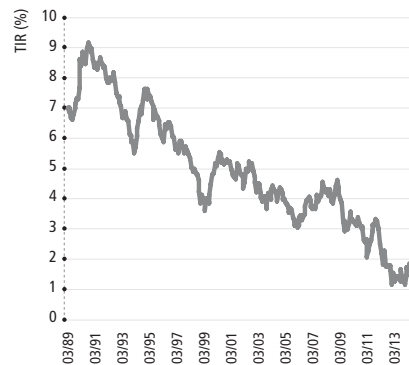
el mes de maig d'aquest any (1,16% del 10 anys alemany) difícilment tornaran. En el millor dels casos, correccions limitades en el curt termini donaran pas a repunts suaus, però persistents, dels tipus d'interès en el mitjà termini, en la nostra opinió.

“En el millor dels casos, correccions limitades en el curt termini donaran pas a repunts suaus, però persistents, dels tipus d'interès en el mitjà termini”

Males perspectives, doncs, per a un inversor de renda fixa tradicional acostumat a mantenir una cartera estàtica d'obligacions. Creiem que el millor escenari en què es podria trobar en el mitjà termini és que no es produeixin repunts agressius dels tipus a llarg, evitant així minusvàlues importants per moviments adversos dels preus de les obligacions. Però els guanys serien també molt baixos. Si no vol assumir riscos elevats, tan sols aconseguirà capitalitzar el nivell actual de tipus: 1,83% a 10 anys! Com comentàvem, una anomalia històrica que ni tan sols farà que mantingui el seu poder adquisitiu en termes reals –descomptant la inflació–. Davant d'aquesta situació, no ens cansem de recomanar als nostres clients una gestió més activa que mai, tant del risc de tipus d'interès –mitjançant cobertures dinàmiques– com del risc de crèdit –selecció i seguiment intensiu dels emissors– en les carteres de renda fixa.

Meritxell Pons, CAIA
Directora de Renda Fixa

Tipus sobirà alemany a 10 anys



Després de 30 anys de comportament positiu dels actius de renda fixa sobirana, els tipus d'interès han arribat a nivells tan baixos que el risc de l'inversor tradicional de renda fixa és totalment asimètric.

Tipus oficials: previsions de consens de mercat

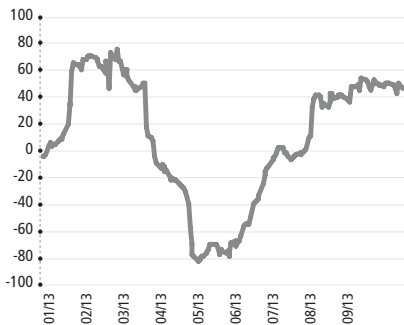
	30/09/13	4t T 13	1r T 14	3r T 14
Zona euro	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
EUA	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Regne Unit	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Tipus d'interès: variacions

	30/09/13	Darrers 3 mesos	Darrer any
Zona euro			
Euribor 3 mesos	0,23%	0,007	0,005
Bund 10 anys	1,78%	0,051	0,337
EUA			
US Libor 3 mesos	0,25%	-0,024	-0,110
US 10 anys	2,61%	0,124	0,977
Regne Unit			
GBP Libor 3 mesos	0,52%	0,007	-0,079
Gilt 10 anys	2,72%	0,278	0,994

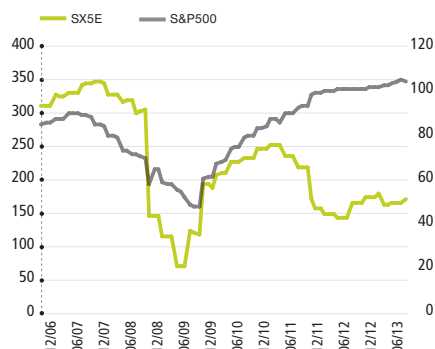
Renda variable

Citigroup Surprise Index Eurozona



Des del passat maig, la millora de les dades macro ha agafat els inversors per sorpresa.

Evolució EPS S&P500 vs EuroStoxx50



L'evolució dels beneficis (acumulats els darrers 12 mesos) ha estat molt diferent als EUA (en nous màxims) que a Europa (encara molt per sota dels nivells previs a la crisi).

	Tancament	3r T %	YTD %	
EUA	S&P500	1.682	4,69%	17,91%
	DJ Indus. Avg	15.130	1,48%	15,46%
	NASDAQ 100	3.218	10,61%	20,94%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	2.893	11,16%	9,76%
	França (CAC 40)	4.143	10,82%	13,80%
	Espanya (Ibex 35)	9.186	18,34%	12,47%
	UK (FTSE 100)	6.462	3,97%	9,57%
	Alemanya (DAX)	8.594	7,98%	12,90%
	Suïssa (SWISS)	8.023	4,42%	17,59%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	17.435	14,41%	7,14%
	Països Baixos (AEX)	375	8,80%	9,40%
JAPÓ	TOPIX	1.194	5,31%	38,88%
	NIKKEI 225	14.456	5,69%	39,06%
EMERGENTS	Mèxic	40.185	-1,08%	-8,06%
	Brasil	52.338	10,29%	-14,13%
	Argentina	4.784	60,73%	67,60%
	Xina	2.175	9,88%	-4,16%
	Índia	19.380	-0,08%	-0,24%
	Corea	1.997	7,17%	0,00%
	Rússia	1.463	9,95%	-0,81%

Els vents bufen cap a Europa

Després d'anys en què la renda variable europea despertava més animadversió que altra cosa, ara pot tornar a recuperar el protagonisme, aquest cop en positiu, com a destí d'uns inversors amb alternatives cada cop menys atractives.

Invertir s'està tornant cada cop més difícil. La renda fixa, objecte de desig número u els darrers anys, ha perdut molt del seu atractiu. La Fed busca com començar a desfer estímuls –tasca que de ben segur resultarà molt més difícil que la d'imprimir diners a dojo–, el que hauria de provocar, com a mínim, un augment de la volatilitat en la categoria. Potser més que això: el gran mercat alcista de les tres últimes dècades podria estar a les acaballes. Toca buscar nous camins, i la renda variable recupera adeptes. La darrera setmana de què disposem de dades, de mitjan setembre, va ser de fet la que més entrades netes en aquest actiu de la història va registrar.

Per acabar d'aplanar el camí, els obstacles que a principis de mes eren majoria han anat caient (alguns, però, només temporalment). El que semblava un atac militar imminent a Síria va quedar en un no-res, la Fed va sorprendre posposant l'inici del temut "tapering" i Summers, que no comptava amb el beneplàcit dels mercats, es descartava com a candidat a substituir Bernanke el proper gener. Preocupava si la macro xinesa seguiria torta o si les vendes d'emergents de l'estiu no es tornarien estampada. Cap de les dues coses, de moment. Eleccions alemanyes? N'ha resultat una Merkel que haurà de governar en coalició amb un partit d'esquerres, més proeuro que no pas l'FDP, amb qui havia compartit govern els darrers anys. Sembla que només queden dos núvols a l'horitzó: Berlusconi, amenaça permanent a l'estabilitat del govern italià, i les negociacions als EUA per renovar el pressupost americà –que conclou l'any fiscal aquest setembre– i per elevar el sostre del deute. Malauradament, això darrer no és notícia. L'escena es repeteix una i altra vegada, i sempre s'acaben per prorrogar els pressupostos anteriors al darrer minut. El 1995, Clinton va haver de tancar el govern uns dies, escena que es podria repetir ara. En tot cas, l'impacte econòmic és reduït, atès que el tancament dura uns pocs dies, i un cop es reprèn l'activitat, es paga el que hi havia pendent de forma retroactiva.

Renda variable, doncs; però, on? L'americana es troba en màxims històrics i el que doni de més ara ha de ser molt probablement via expansió de múltiples. Emergents? A més d'un encara no se li ha passat l'ensurt d'aquest estiu. Des del 2010, de mitjana s'hi ha abocat 1 bilió de dòlars cada any, i només se n'ha enretirat una mínima part (uns 254 mil milions). Si tornen les pors sobre Xina o el "tapering" de la Fed (això darrer és qüestió de temps), no hi haurà pas menys possibilitats d'enganxar-s'hi els dits. I Europa? No fa pas massa, no la volia veure ningú ni en pintura. Però sembla que això ha començat a canviar. La primera meitat del 2013, els inversors americans en van comprar com mai des del 1977. El segon trimestre d'aquest any es trencava una ratxa rècord de set seguits en contracció, i tant els PMI europeus com els indicadors de confiança avancen que la recuperació hi és per quedar-s'hi. Es tractarà d'una recuperació molt tèbia, suficient perquè el BCE no pugui fer més que augmentar la dosi de política monetària que subministra al pacient. Un còctel molt del gust dels inversors, que també es veu acompanyat per valoracions raonables. Tenint en compte el baix punt de partida dels beneficis i l'elevat palanquejament operatiu a Europa, no és agosarat aventurar millors resultats en properes publicacions.

En un mapa d'actius meteorològic imaginari, a Europa feia anys que hi dibuixàvem tempesta permanent. Ara, per fi, sembla que tenim un anticicló de camí.

David Macià, CFA
Responsable d'Anàlisi i Estratègia

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Gas per a Europa

Actualment l'ús del gas natural representa el 25% de l'energia consumida a Europa. El seu ús està encara dominat per l'àmbit domèstic, però s'espera que en el futur sigui la principal font d'energia, en combinació amb altres energies renovables per a la fabricació d'energia més neta i substituint parcialment l'ús de petroli i carbó en l'àmbit industrial i del transport. Per tant, parlar del gas natural és parlar també del cost i la competitivitat industrial a Europa. Si des d'Europa es tingués accés a aquesta energia als preus americans -4 dòlars contra els 10 del vell continent-, es reduiria més d'un 10% la factura energètica.

Es parla que Estats Units serà autosuficient energèticament a finals d'aquesta dècada, precisament pel "boom" del "shale gas". I actualment Europa, clarament deficitària, depèn en excés de les importacions de Rússia i Noruega. Precisament, per aquesta raó, cal prendre decisions en l'àmbit energètic de gran abast i realment controvertides, com ara l'ús d'energia nuclear o la utilització del "fracking" per

accedir a les reserves de "shale gas". Actualment hi ha debats parlamentaris al Regne Unit i als Països Baixos per donar llum verda a l'extracció del gas a través d'aquest nou sistema. Per altra banda, també s'estan construint gasoductes (provinents de Rússia, d'Ucraïna, d'Orient Mitjà i de l'Àfrica) o renegociant els contractes a llarg termini per desvincular el preu del gas del del petroli.

Financerament parlant, ens hem de cenyir al mercat americà, que és l'únic lloc on es poden negociar contractes de gas natural. I allà, tot i que es depèn de l'evolució meteorològica i es pronostica un hivern estàndard, creiem que l'increment d'oferta i el de demanda aniran lligats de la mà, sense alterar-ne el preu els propers mesos.

David Rabella
Responsable de Fons Externs i Actius Alternatius

DIVISES

Dóna'm dòlars

Al mercat de divises s'intercanvien, diàriament, l'equivalent a 5,3 trillions de dòlars. Els volums no paren de créixer (s'han multiplicat per quatre des de principis de segle), però hi ha una cosa que no canvia: el dòlar n'és el dominador absolut i serveix de contrapart en un 87% de totes les transaccions. Ni la introducció de l'euro, ni el ressorgiment dels països emergents, ni el retorn de l'interès pel ien (encara que sigui per vendre'l), res li fa ombra. De fet, l'euro, la segona moneda amb més pes en el total de transaccions, tot just arriba al 33,4%.

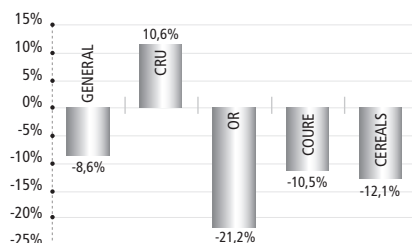
El paper de moneda de referència al planeta és doncs incontestable. Els tipus zero i l'extrema laxitud de la Fed la feien ser, a més a més, "funding currency": els inversors demanaven préstecs en dòlars per invertir-lo en altres divises amb tipus més alts o amb millors dinàmiques de creixement. No estranyarà ningú que els mercats emergents predominessin com a destí. Però ara, amb Bernanke pensant en com començar a desfer estímuls, la cosa canvia. A mesura que es confirmi que la política monetària americana

ha canviat de rumb, s'aniran desfent les (enormes) posicions abans esmentades i es repatriaran capitals cap als EUA. Aquest estiu en vàrem tenir un tast, amb violentes caigudes de les divises emergents i vendes massives dels actius subjacents (tant borses com deute). L'euro en va sortir indemne.

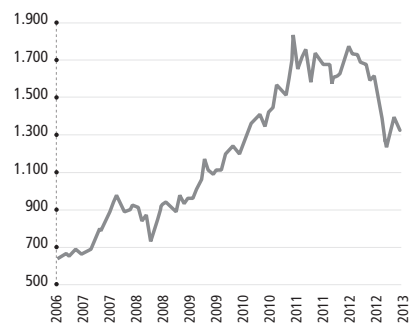
De moment. El famós "tapering" (reducció del ritme d'expansió del balanç de la Fed) s'ha posposat, però sembla una qüestió de temps. Mentrestant, el BCE no tindrà més remei que empescar-se alguna manera d'ajudar encara més la zona euro -l'economia és massa feble, i la deflació i la manca de circulació del crèdit predominen al sud. Amb la demanda interna tan dèbil, Europa a més fia al sector exterior la seva sortida de la crisi. Un euro menys fort seria de gran ajut. Més mesures expansives a Europa i menys als EUA els propers anys és el principal ingredient d'una recepta que hauria de cuinar un euro més dèbil i un dòlar més fort.

David Macià, CFA
Responsable de Anàlisis y Estrategia

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



Or



Euro vs dòlar



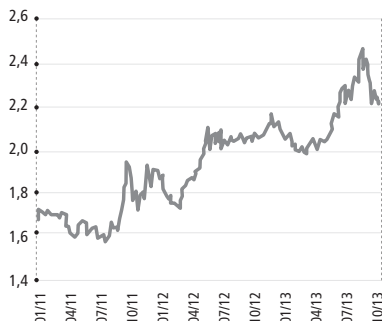
L'euro ha resistit molt bé enfront del dòlar durant tota la crisi

Tipus de canvi \$/€

% variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	2,48%	4,04%	5,09%
Previsions consens:	2013	1r T 14	2n T 14
	1,32	1,30	1,29

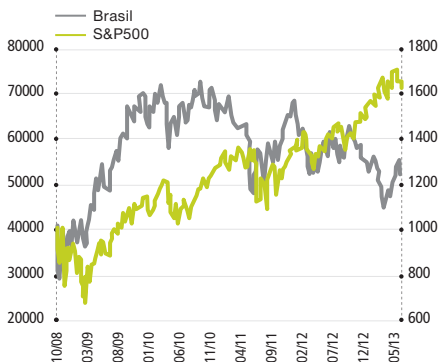
Llatinoamèrica

Evolució del real brasiler



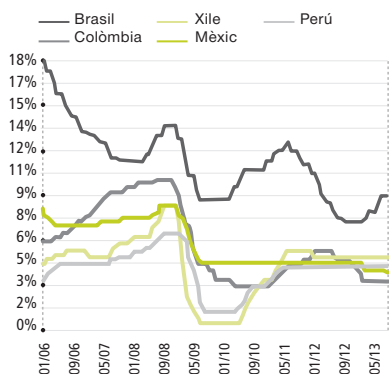
Les sortides de fluxos de la regió han provocat fortes correccions de la majoria de les divises Latam contra el dòlar i, en especial, en aquells països amb més dèficits per compte corrent, com ara Brasil. Aquestes correccions han avivat els temors d'una possible "crisi emergent".

S&P500 vs Bovespa



El temor de la retirada dels estímuls per part de la Reserva Federal dels EUA ha portat a fortes correccions dels índexs de borsa regionals. L'índex Ibovespa del Brasil ha corregit un -21,15% YTD davant d'una pujada del 19,79% de l'S&P500.

Evolució dels tipus d'interès de referència



Les correccions de les divises de la regió podrien crear tensions inflacionistes addicionals. Països com Brasil, que ja té els índexs de preus per sobre dels nivells desitjats, han continuat pujant els tipus d'interès de referència per frenar aquesta tendència.

Èxode o viatge d'anada i tornada?

Les recents sortides de fluxos de la regió i les correccions de les divises han avivat els temors d'una nova crisi emergent, però creiem que la regió es troba millor posicionada que en crisis anteriors per afrontar aquesta situació.

Des que la Reserva Federal ha anunciat la possibilitat de retirar gradualment els actuals estímuls monetaris, els actius de la regió han patit fortes correccions. Això malgrat una millora de les dades macroeconòmiques globals, especialment als països desenvolupats i amb Europa per fi sortint de la recessió. Els països amb dèficits per compte corrent més elevats, és el cas de Brasil o Perú –amb importacions en dòlars que superen les exportacions–, són els que han patit més correccions en les seves divises. Aquest fet distorsiona les previsions a futur, atès que podria avivar les pressions inflacionistes (encarir les importacions), les quals ja estan a la part alta dels rangs desitjats en països com Brasil. Per frenar aquesta espiral, les autoritats brasileres estan elevat els tipus d'interès i han anunciat forts plans d'intervenció en el mercat de divises –60 bn USD fins a finals d'any. Això dificulta reprendre creixements més sòlids.

Cal afegir que factors que en els últims anys van ajudar a la bona evolució dels actius de la regió s'han revertit i han passat a ser obstacles. Cal destacar Xina, creixent a un ritme més lent, i els preus de les matèries primeres, que es desacceleren. Tot això ha provocat sortides de fluxos de la regió, que han avivat els temors sobre les probabilitats de trobar-nos davant una nova "crisi emergent", atès que les crisis dels últims 30 anys han estat provocades, en gran manera, per fortes sortides de fluxos i depreciacions de les divises locals. Entre altres coses, es tensionen els balanços de moltes de les empreses que s'han estat endeutant en dòlars, però que ingressen en moneda local. Creiem que la regió es troba més ben posicionada que en èpoques passades. Els tipus de canvi són ara flexibles, amb la qual cosa poden adaptar-se millor a les variacions dels fluxos d'entrada i reduir el seu impacte. A més, les seves reserves en divises internacionals estan a nivells molt superiors en comparació amb crisis anteriors i el mercat de bons locals és molt més desenvolupat i líquid, fet que ha ajudat a reduir l'exposició al deute dolaritzat i han disminuït així els possibles desequilibris. Podem dir, per tant, que la de-

preciació de les divises no té un efecte tan pernicios com el d'altres èpoques, quan la major part del deute era en dòlars. Però el fet que la regió estigui més ben preparada per afrontar una sortida massiva de capitals no vol dir que no estiguem davant una previsible desacceleració del creixement a futur. De fet, les dades avançades d'activitat manufacturera i les xifres de consum així ho indiquen. Addicionalment, la debilitat recent posa de relleu problemes estructurals, com ara la baixa productivitat a la regió. Qualsevol canvi en la liquiditat global fa més delicada la situació i l'impacte negatiu és més gran en els mercats emergents que en els desenvolupats.

La temptació d'invertir en els actius de la zona és elevada, amb valoracions que semblen atractives després de les recents correccions, però creiem que encara és aviat per elevar la nostra exposició, sobretot tenint en compte les estimacions de creixement i inflació per a la regió. Necessitem veure una estabilització de les divises i dels preus de les matèries primeres, així com evidències sòlides de reacceleració del creixement a la Xina abans de jugar la basa dels emergents amb plena convicció.

Noelia Povedano
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 2013. Tots els drets reservats.

