

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

Nanakorobi yaoki

“Cau set vegades, aixeca-te’n vuit”, diu l’antic proverbi japonès que ens serveix de títol. Després de dues dècades d’estancament econòmic, i afectat per una deflació crònica, Japó pot estar sortint per fi del pou.

Divuit anys de tipus zero no han evitat que l’economia japonesa hagi encadenat dues dècades perdudes (el PIB nominal és el mateix ara que al 1991). El QE (“*quantitative easing*”) no és invent d’en Bernanke, ja el varen intentar abans també –sense sort– des del 2001 al 2006. Els estímuls fiscals tampoc són nous, Japó ha estat permanentment en dèficit públic des del 1992. Una i altra vegada els inversors van veure venir el final de l’agonia i la van anticipar en forma d’aparatoses pujades borsàries que quedaven sempre en un no-res. És diferent, ara?

Al Japó, l’enorme bombolla immobiliària tocava màxims al 89 i esclatava poc després, deixant el sector privat endeutat fins a nivells insòlits. El seu banc central (BoJ) va trigar més de quatre anys a adonar-se que calien tipus zero i deu anys a intentar alguna cosa més agosarada. Mentrestant, el despallanquejament en marxa feia arrelar la deflació, tot deixant una empremta inesborrable en la psique nipona. És precisament això, al nostre entendre, el que explica perquè tots els intents de revertir la situació han estat infructuosos. L’evolució econòmica no depèn tant de què està passant, com de què esperen els agents econòmics que passi. Si esperen caigudes de preus, s’abstindran de consumir i invertir, i els preus efectivament cauran. Les empreses no apujaran salaris i els bancs, amb el valor dels col·laterals caient, no donaran préstecs. A sobre, tots plegats provaven de reduir l’enorme deute acumulat simultàniament. Un cercle viciós molt difícil de trencar (sona? La “perifèria” europea s’hi assembla molt més del que ens agradaria).

Vint anys de crisi han permès, però, pair els excessos de deute. Les expectatives de deflació, profundament arrelades entre la

població, semblen ara el principal obstacle a superar. I això és el que creiem que sí és diferent aquest cop. El BoJ ha anunciat una massiva intervenció (el *dobte* en la *meitat* de temps que la de la Fed) a les ordres d’un nou govern, amb àmplia majoria, que ha declarat que farà *el que calgui* per treure el Japó de la recessió. Un cop guanyin les imminents eleccions a la càmera alta, Abe hauria de poder tirar endavant també reformes estructurals. Tot plegat sembla haver convençut per fi els inversors i, sobretot, els ciutadans. La confiança de consumidors i empreses puja, s’esperen increments de salaris no vistos des del 1990, i augmenta la compra de terrenys i habitatges. Fins i tot s’observen tímids indicis d’inflació (a Tokio, per primera vegada en quatre anys).

Riscos n’hi ha, no cal dir-ho. El deute públic acumulat és enorme (237% del PIB) i si es perd el control sobre la corba de tipus, la combinació seria tòxica. Gestionar un canvi d’expectatives no és senzill, i una eventual pèrdua de confiança en el banc central podria tenir conseqüències molt desagradables. Amb una piràmide demogràfica invertida i una economia farcida d’ineficiències, calen també profundes reformes estructurals, molt impopulars, sense les quals actuacions fiscals i monetàries tenen poc sentit. Però el més difícil de tot –trencar amb les expectatives– pot ser ja de camí. L’anterior aconsella fugir de la renda fixa nipona, però fa la renda variable molt recomanable. Procurarem seguir gaudint de les pujades, tal com venim fent des d’inicis d’any, comprant –gradualment– les correccions i sempre cobrint la divisa. A la vuitena, serà la vençuda.

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

Harakiri o saviesa sintoista?

GOVERN:

EUA	↘
Eurozona	↘

CORPORATE:

EUA	↘
Eurozona (“Central”)	↘
Perifèria	↗

Renda variable

Al país del Nikkei naixent

EUA	↗
Eurozona	↗
Espanya	↗
Emergents	↘

Matèries primeres

Amb Japó no hi ha prou

Petroli	↘
Or	↗
Metalls	↘

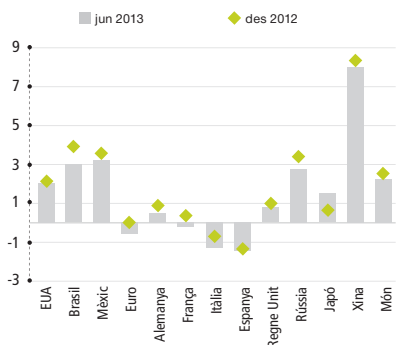
Divises

len-dependència

EUR/USD	↗
---------	---

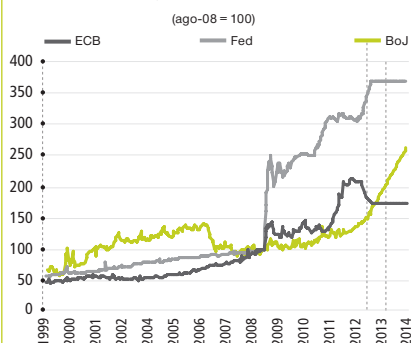
Situació macroeconòmica

Canvi en les expectatives de creixement mundial per al 2013



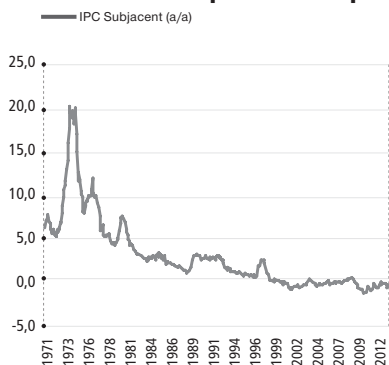
Entre les principals economies mundials, només Japó s'ha beneficiat de revisions a l'alça. Per a bona part de les principals economies, s'han registrat rebaixes en el creixement.

La cursa per l'expansió de balanços



El Banc del Japó, que havia estat més actiu que altres bancs centrals a principis de la dècada del 2000, recuperarà terreny ràpidament atenen a l'expansió de balanç anunciada. (Nota: en el gràfic se suposa que el balanç de la Fed i el BCE es mantenen estables des d'ara).

Evolució dels preus al Japó



Els preus vénen mostrant una tendència a la moderació "secular" al Japó, fet que agreuja la situació en forma d'una deflació pràcticament ininterrompuda des de finals dels 90.

"Abenomics": grans esperances

En un context de revisions a la baixa en les expectatives de creixement mundial, Japó destaca per les revisions a l'alça.

Els últims mesos els analistes han ajustat a la baixa les previsions de creixement de bona part de les economies mundials, particularment per a algunes de les economies emergents. En canvi, les previsions per als EUA (al voltant del +2%) poden servir de suport al creixement mundial. S'ha de destacar un punt especialment brillant: Japó. És l'única, entre les principals economies, que ha rebut revisions a l'alça; el creixement del PIB esperat per al 2013 ha passat d'un +0,7% al desembre a un +1,7% en dates recents. Què ha canviat des de llavors? La resposta en gran mesura estaria en les "Abenomics", el conjunt de polítiques econòmiques promogudes pel nou primer ministre japonès, Shinzo Abe, en el càrrec des del passat desembre.

El tercer eix, i el més important fins a la data, és la política monetària. El nou govern demanava al Banc del Japó (BoJ), sota el mandat d'un nou governador (Haruhiko Kuroda), que aplicés una política més agressiva per tractar d'escapar de la deflació –d'una vegada per totes– i posar fi a les dècades perdudes". El BoJ no va defraudar i va anunciar que apujava el seu objectiu d'inflació al 2%, que pretén aconseguir en aproximadament dos anys. Aplicarà una política monetària expansiva sense precedents, doblant la base monetària en dos anys, fonamentalment mitjançant la compra de bons del govern japonès (encara que també comprarà ETF i REIT) i allargarà visiblement la durada dels bons que compra.

Les noves polítiques haurien rebut l'aval dels analistes, que han elevat les estimacions de creixement. La veritat és que, de moment, s'aprecien millores incipients en alguns indicadors. El creixement del PIB el primer trimestre sorprenia exhibint un +3,5% (anualitzat). A més, la recuperació és clarament visible en alguns indicadors de sentiment, com el PMI Manufacturer o la confiança dels consumidors. Aquesta última acumula una important pujada des de desembre i aconsegueix màxims des de l'estiu de 2007. Però seria aviat per cantar victòria. La deflació continua instal·lada en l'economia, i les tímides pressions que s'observen per ara podrien ser conjunturals i podrien tenir el seu origen en els preus d'importació (per la debilitat del ien).

El banc central de Japó aplicarà una política monetària expansiva sense precedents, doblant la base monetària en dos anys

Aquestes polítiques giren al voltant de tres eixos principals. El primer se centra en la política fiscal: per estimular l'economia en el curt termini, el govern anunciava al gener un paquet d'estímul fiscal equivalent al 2% del PIB (a repartir en els propers dos o tres anys). Encara que cal tenir en compte que, com la situació fiscal al Japó és certament apurada (el deute públic està disparat), el govern també planeja mesures per recuperar un camí fiscal sostenible. En aquest sentit, es preveu doblar l'IVA del 5% al 10% en dues fases (el 2014 i el 2015, encara que la primera fase es podria endarrerir). Un altre eix de les noves polítiques són les reformes estructurals, principalment per afrontar els problemes que plantegen al creixement unes dinàmiques demogràfiques molt adverses. Però de moment s'ha avançat poc i no ens hi aturarem en aquesta ocasió.

David Rojas Pecero
Analista de Macroeconomia

Renda fixa

Harakiri o saviesa sintoista?

Abans de l'*harakiri* els samurais bevien sake i escrivien un poema de comiat. Trobem algun paral·lelisme entre aquest ritual i la inundació de liquiditat del Banc de Japó? Malgrat endinsar-se en terreny desconegut, creiem que aquestes mesures sí que ajudaran, per fi, a reactivar l'economia nipona, ni que sigui parcialment. La renda fixa del país, en tot cas, no sembla un actiu atractiu.

“Agressiva” i “sense precedents” són els qualificatius més utilitzats per descriure la trencadora política monetària anunciada al Japó aquest any. És una de les tres fletxes –segons un proverbi japonès, tres fletxes juntes no es poden trencar– que conformen les mesures de l'anomenat “Abenomics”. El banc central pretén doblar la massa monetària del país fins al 2015, comprant amb aquest fi quantitats ingents de deute públic i emetent moneda fins on calgui. Veritablement aquests qualificatius fan justícia al que s'ha anunciat? Posem-ho en context. La Reserva Federal dels EUA ha augmentat el seu balanç un 233% des de 2007, el que implica incrementar la base monetària en l'equivalent de 2.000 milions d'euros. Una xifra molt semblant a l'objectiu que s'ha fixat ara Japó, amb la diferència que l'economia nord-americana és tres vegades més gran que la nipona i que ho ha dut a terme en un període de cinc anys davant els dos que s'han fixat les autoritats de Tokio. Doncs sí, posant-ho en context, es tracta d'una allau de liquiditat de proporcions estratosfèriques i tenim pocs precedents –o cap– de política monetària tan agressiva i en un termini de temps tan curt.

La voluntat rere aquest programa és estimular el creixement econòmic, incrementar els preus i acabar amb quinze anys de deflació (s'han marcat un objectiu explícit d'inflació del 2% en dos anys). Atès que amb expectatives d'inflació els tipus tendeixen a pujar, això entra clarament en conflicte amb la premissa que aquests s'han de mantenir a nivells baixos per no frenar el creixement; d'aquí l'anunciada compra a gran escala d'obligacions i altres actius que forci la disminució de tipus d'interès al llarg de tota la corba sobirana japonesa. Però la clau no està en el nivell de tipus nominal, sinó en el nivell de tipus real. És a dir, per estimular l'economia calen tipus reals (descomptada la inflació) propers a zero o fins i tot negatius. Així mateix, també cal fixar-se en els tipus relatius i no absoluts. És important que el creixement nominal del PIB sigui superior als tipus a llarg termini,

perquè millori la balança fiscal primària (un cop descomptats els interessos que es paguen pel deute públic).

“No creiem que el govern nipó estigui a punt de cometre *harakiri*”

I com s'aconsegueix aquest efecte desitjat? A curt termini els tipus d'interès tan baixos provoquen una sortida dels inversors d'actius sense risc cap a renda variable –efecte riquesa– i altres àrees més atractives. Alhora, els inversors domèstics que busquen més rendiment són forçats a invertir a l'exterior –atès que el banc central acapara el mercat de renda fixa i n'“expulsa” la resta–, debilitant el ien i afavorint els exportadors japonesos. A més llarg termini, les expectatives inflacionistes també incentiven més inversió i consum privats, sense oblidar que permeten la disminució de la càrrega real del deute públic, essencial en un país com Japó amb l'endeutament públic més elevat del món desenvolupat (237% de deute brut sobre el PIB).

Certament, s'ha endinsat en terreny desconegut amb unes mesures molt ambicioses, però no creiem que el govern nipó estigui a punt de cometre *harakiri*. Això sí, caldrà implementar ràpidament la tercera fletxa del seu pla –reformes estructurals– per assolir un creixement sostenible de l'economia a llarg termini. Així, doncs, si es confirmen les nostres expectatives i s'aconsegueix generar inflació, la renda fixa hauria de patir, tard o d'hora, tot i l'extraordinari ajut que signifiquen les compres del banc central.

Meritxell Pons, CAIA
Directora de Renda Fixa

Tipus sobirà japonès a 10 anys



Malgrat l'agressiva política de compra d'actius per part del Banc de Japó, no pensem que el tipus a 10 anys tingui molt recorregut addicional a la baixa.

Tipus oficials: previsions de consens de mercat

	28/06/13	3r T'13	4t T'13	2n T'14
Zona euro	0,75%	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

	28/06/13	Darrers 3 mesos	Darrer any
Zona euro			
Euribor 3 mesos	0,22%	0,007	-0,435
Bund 10 anys	1,73%	0,439	0,145
EUA			
US Libor 3 mesos	0,27%	-0,010	-0,188
US 10 anys	2,49%	0,637	0,841
Regne Unit			
GBP Libor 3 mesos	0,51%	0,003	-0,385
Gilt 10 anys	2,44%	0,675	0,709

Renda variable

PER borsa japonesa



Els múltiples pagats per la borsa nipona no són alts, en relació amb el que s'ha pagat des que va esclatar la crisi global el 2008 (en el gràfic, PER forward 12 mesos per al Topix).

Nikkei



Tot i el fort rebot del Nikkei, aquest es va iniciar prop de mínims històrics i queda molt lluny dels nivells assolits a finals dels 80.

Al país del Nikkei naixent

La renda variable nipona s'hauria de continuar beneficiant de la majúscula intervenció monetària i fiscal concertada per les autoritats, de valoracions encara raonables i, sobretot, del canvi d'expectatives que probablement s'està gestant.

El país del sol naixent ha tornat a ser objecte de desig. Gran part de la pujada de les seves borses va ser d'inici un exercici d'anticipació. Hi vàrem participar ben aviat, principalment perquè pensàvem que s'estava gestant un còctel molt llaminer, que els inversors no s'estarien de beure: un nou govern de missatge contundent i majoria suficient per executar-lo, al que seguiria en pocs mesos el canvi de governador del banc central. Dit i fet. El novembre passat les borses japoneses tot just feien les paus des d'inici d'any. Sis mesos després, el Nikkei s'havia revalorat un 80%. No és pas tan extraordinari. Era la cinquena vegada des que va esclatar la bombolla que teníem ascensos superiors al 50%, que sempre acabaven en un no-res (abans d'aquest darrer rebot, la borsa seguia ben a la vora de mínims històrics, un 77% per sota dels màxims marcats el 1989).

De l'exercici d'anticipació hem passat a un segon estadi, aquest cop de confirmació. Com s'argumenta en portada, creiem que estem en la direcció correcta per aconseguir "el" canvi que calia: un trencament amb les expectatives deflacionistes. I encara que no fos així, la magnitud de la intervenció del BoJ és tal que creiem que com a mínim s'aconseguirà l'altre tipus d'inflació, la financera. Mentre aquest procés estigui en marxa, la renda variable nipona s'hauria de continuar apreciand. Les retallades del 20% des de finals de maig no són res més que una excel·lent oportunitat d'entrada, al nostre entendre.

Per als més proclius al vertigen, resulta reconfortant també que, tot i les pujades, la borsa nipona segueix en valoracions molt raonables. El PER estimat segons el consens d'analistes queda ara a 13,6x, molt lluny del 20x que s'ha arribat a pagar recentment (vegeu gràfic adjunt). S'espera que el ritme de creixement dels beneficis de les companyies japoneses tripliqui aquest any la mitjana mundial (57% vs 19%), en bona part gràcies a la caiguda del ien (els exportadors es veuen molt afavorits), que ajuda també a importar la tan desitjada inflació (el que a mesura que es confirmi

hauria de ser també un magnífic catalitzador per a les borses). Per si fos poc, l'economia millora (la darrera dada de creixement del PIB excedia el 4%). I les empreses semblen estar accelerant els plans d'inversió, el que posaria per fi en funcionament les enormes reserves de liquiditat que mantenen, elevant els ROE i beneficis a llarg termini.

És obligatori insistir que els riscos no són menors. Caigudes abruptes del ien o moviments dràstics en la corba de tipus d'interès espantarien els inversors. I la salut fiscal és fràgil, sent generosos: només els EUA han emès més deute públic al món (però el seu PIB és la meitat de l'americà) i el seu nivell de dèficit (vora el 10%) asseguraria pànics a l'eurozona. No oblidem tampoc que trencar amb la deflació crònica és una missió titànica (el deflactor del PIB ha caigut un 17% des del '97) i per més que creguem que ho aconseguiran, certament es podria fracassar un cop més. Cal ser conscients també que els guanys "fàcils" probablement han quedat enrere. Ara hauran de venir acompanyats de resultats tangibles. Els beneficis empresarials s'hauran d'incrementar, les dades macro hauran de seguir pel bon camí i caldran reformes estructurals. Creiem que els índexs nipons haurien de pujar, però no a la velocitat a què ho van fer els primers mesos. Suficient, però, per seguir sent, al nostre parer, la borsa amb els millors pronòstics a mitjà termini, ara mateix.

David Macià, CFA
Responsable d'Anàlisi i Estratègia

	Tancament	2n T %	YTD %	
EUA.	S&P 500	1.606	2,36%	12,63%
	DJ Indus. Avg	14.910	2,27%	13,78%
	NASDAQ 100	2.910	3,23%	9,35%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€ Pr	2.603	-0,82%	-1,26%
	França (CAC 40)	3.739	0,20%	2,69%
	Espanya (Ibex 35)	7.763	-1,99%	-4,96%
	UK (FTSE 100)	6.215	-3,06%	5,39%
	Alemanya (DAX)	7.959	2,10%	4,56%
	Suïssa (SWISS)	7.683	-1,67%	12,61%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	15.239	-0,65%	-6,35%
Països Baixos (AEX)	345	-1,01%	0,55%	
JAPÓN	TOPIX	1.134	9,58%	31,87%
	NIKKEI 225	13.677	10,32%	31,57%
EMERGENTES	Mèxic	40.623	-7,84%	-7,05%
	Brasil	47.457	-15,78%	-22,14%
	Argentina	2.976	-11,96%	4,27%
	Xina	1.979	-11,51%	-12,78%
	Índia	19.396	2,97%	-0,16%
	Corea	1.863	-7,06%	-6,70%
Rússia	1.330	-7,52%	-9,78%	

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Amb Japó no n'hi ha prou

L'or s'ha vist beneficiat durant molt de temps per tot un seguit de notícies positives que, de mica en mica, han fet que més inversors l'incorporessin a les seves carteres. I fins i tot els inversors menys professionals han vist en el metall preciós un instrument ideal per a les seves carteres, desitjoses d'aconseguir rendiments pensant que no assumien els riscos de la renda variable.

La que semblava la penúltima bala que tenien els inversors de l'or era l'inici de la política monetària expansiva japonesa. Però tampoc aquestes mesures van aconseguir de revertir la situació recent de l'or, turbulenta des d'inici d'any. Des de llavors hem vist fortes caigudes, que superen el 20% durant aquest 2013; i, a hores d'ara, sense previsió d'on poden aturar-se. Si els inversors buscaven en l'or diversificació, cobertura davant una hipotètica inflació o davant temors de turbulències financeres, què pot fer que ara el mantinguin? Els darrers anys han caigut molts mites. I l'or, juntament amb les emissions governamentals i el ien –per posar dos exemples– han deixat de

ser aquells actius que sempre aportaven seguretat en moments complicats –descorrelació, en terminologia tècnica.

De totes maneres, tot té un preu. I l'or segueix tenint el suport de la necessitat de diversificació de les reserves de divisa de les economies emergents –amb la Xina al capdavant, tot i que segurament ara mateix tinguin altres problemàtiques més urgents. Respecte a la inflació, el risc que totes aquestes mesures monetàries expansives acabin per fer-ne aflorar en el mitjà termini no és pas més petit. I, per últim, no hem d'oblidar que les empreses mineres tenen un preu per sota del qual no els surt a compte extreure el mineral –alguns analistes el situen de mitjana al voltant dels 1.080 USD / unça.

David Rabella

Responsable de Fons Externs i Actius Alternatius

DIVISES

Ien-dependència

L'evolució del ien juga un paper clau en la recuperació econòmica japonesa. La moneda nipona vorejava màxims històrics just abans que els inversors comencessin a descomptar els canvis que estaven per venir; i les expectatives no es van veure defraudades. El nou governador del Banc Central (BoJ) es va afanyar a anunciar una majúscula intervenció, en la que serà l'expansió de balanç més agressiva fins a la data, empal·lidint fins i tot la de la pròpia Fed.

Les autoritats defensen que la debilitat del ien n'és una "conseqüència", no un objectiu en si mateix, però el cert és que és una ajuda inestimable: impulsa les exportacions –i, per tant, els beneficis empresarials–, el que hauria de revertir en millores salarials. Però potser passa més desapercbut un segon efecte encara més important: també encareix les importacions i ajuda a generar la tan anhelada inflació. Això darrer és crucial, com explicàvem en la portada, per trencar amb les expectatives de deflació que obstaculitzen la recuperació. La debilitat del ien també esperona l'optimisme dels inversors –cons-

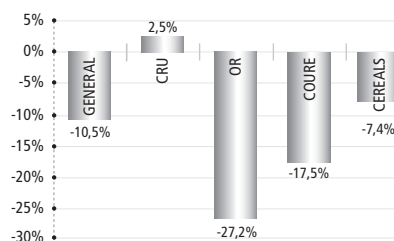
cient de tot el que s'ha esmentat–, que s'anticipen als esdeveniments i col·laboren amb la causa: les pujades de la borsa o l'immobiliari generen un efecte "riquesa" que estimula el consum. És més, a mesura que el ien perd valor, l'inversor domèstic té més interès a invertir en actius forans, alimentant més vendes de la divisa.

Un dels obstacles més grans perquè aquest cercle virtuós no es trenqui rau en que no es tornin a engegar les nuclears (no caldria importar tanta energia, el que augmentaria el superàvit per compte corrent i, per tant, la demanda de iens). Però, sigui com sigui, l'important és que s'han posat en marxa dinàmiques molt positives. Mentre els moviments siguin graduals –caigudes abruptes podrien espantar els inversors–, la debilitat del ien és un dels principals combustibles per a la recuperació econòmica nipona.

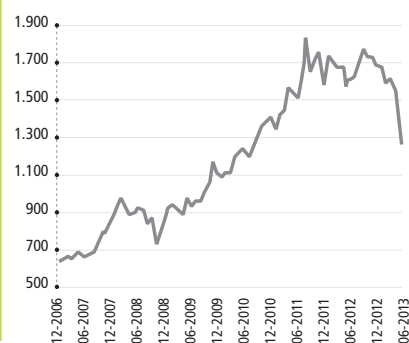
David Macià, CFA

Responsable d'Anàlisi i Estratègia

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



Or



Ien vs dòlar



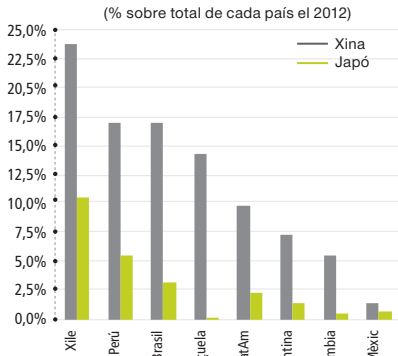
El ien venia de màxims històrics envers el dòlar

Tipus de canvi € vs. \$

% variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	0,26%	1,45%	2,80%
Previsions consens:	3r T	2013	1r T 14
	1,28	1,27	1,26

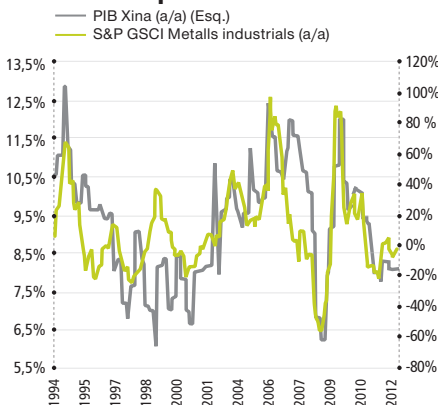
Llatinoamèrica

Exportacions de l'àrea LatAm a Xina i Japó



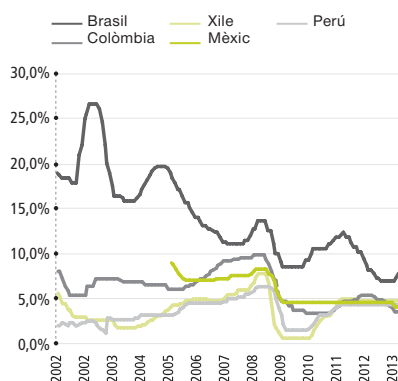
Xina és un soci comercial molt més important que Japó, però, a més, les exportacions de bona part de l'àrea tenen un clar biaix cap a les matèries primeres, per la qual cosa no competirien amb les exportacions japoneses (Nota: l'àrea LatAm es refereix al grup de països que es mostren).

El creixement xinès i les matèries primeres



El creixement de la demanda de matèries primeres els últims anys ha estat dominat per la demanda xinesa. Per això, els preus de les matèries primeres, com els metalls industrials, s'ha vist molt influït pel creixement xinès.

Evolució dels tipus d'interès de referència



Preocupat per la inflació, el banc central del Brasil ha iniciat una nova fase de tensionament de la política monetària. En altres economies com la xilena, més contenció dels preus donaria marge a la política monetària si l'economia es debilita.

La clau és Xina, no el ien

La manca de reacceleració a la Xina és un obstacle molt més gran per a l'àrea que la depreciació del ien. La salut de l'economia americana servirà de suport els propers trimestres, però a curt termini podria pesar més la por a la retirada d'estímuls de la Fed.

Amb el nou govern del primer ministre Abe i el canvi de patró al banc central del Japó, unes polítiques monetàries molt més agressives han conduït a una forta depreciació del ien. Malgrat que s'espera que el moviment continuï, la moneda nipona no hauria de ser entre les principals preocupacions de les economies de la regió. Encara que el Japó podria robar quota de mercat a altres nacions en els mercats d'exportació mundials, no és un competidor nat per a la regió; les exportacions estan més esbiaixades cap a les matèries primeres. Una acceleració de l'economia japonesa tampoc és vital per a les economies de l'àrea, atès que el Japó és un soci comercial d'importància limitada (només suposa una mica més del 2% de les exportacions de l'àrea).

En canvi, la Xina és un soci comercial clau per a la regió. Font de creixement per a les exportacions de l'àrea els darrers anys, la Xina n'és ja el destí de prop del 10%. A més, el creixement del gegant asiàtic, per la importància de la seva demanda, marca clarament l'esdevenir dels preus d'algunes de les principals matèries primeres. Per això, el refredament que es registra en el creixement xinès d'un temps ençà és un dels obstacles més grans per a les economies de l'àrea LatAm. Els indicadors més recents continuen sense apuntar a una reacceleració del creixement xinès, el que està pressionant a la baixa els preus de les matèries primeres i ja s'està traduint en un deteriorament addicional en les balances per compte corrent a la regió.

A més, continuem amb problemes addicionals en algunes de les economies més grans. Al Brasil, després de la decepció majúscula del creixement el 2012, l'acceleració econòmica segueix sent més feble del previst i no cal esperar "grans alegries" el 2013. El seu model de creixement sembla tocat i els consumidors mostren cert esgotament. El cicle de crèdit estaria bastant madur, amb els deutes de les llars que dificulten els creixements del crèdit observats els últims anys. La inversió continua sent insuficient en l'economia, fet que aguditza els

problemes del costat de l'oferta i, juntament amb l'estretor del mercat laboral, pressiona els preus tendencialment a la baixa de les matèries primeres almenys té un efecte parcialment positiu en les economies de la regió, alleujant pressions inflacionistes.

A les dificultats de l'economia brasilera, se sumaria la frenada de Mèxic, tot i que s'espera que sigui transitòria. A mesura que es reacceleri l'economia nord-americana a partir de la segona meitat d'any, hauríem d'assistir a la recuperació de creixements més dinàmics. Però la salut de l'economia nord-americana hauria de servir de suport a la regió en el seu conjunt (és també el principal soci comercial per a Colòmbia i Veneçuela). A curt termini, però, la millora als EUA podria no ser tan positiva per a LatAm, en la mesura que revifa el debat sobre la retirada d'estímuls per part de la Fed i impacta negativament sobre l'apetència pel risc i pels actius emergents. Els mercats de divises reflecteixen bé aquesta preocupació, tal com s'aprecia en les fortes sacsejades que han patit recentment les divises de la regió.

David Rojas Pecero
Analista de Macroeconomia

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.





Crèdit Andorrà
Asset Management