
Crédit Andorrà Financial Group
Research

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

El món a l'inrevés

Els tipus d'interès negatius poden estar arribant al seu límit a mesura que es demostren inefectius, i fins i tot contraproductius, per estimular l'economia. Utilitzem aquesta edició del nostre trimestral per aprofundir en els seus efectes a escala macro i en els diferents actius financers.

Imaginïn que surten a sopar al restaurant de moda de la seva ciutat. Demanen un entrant, un plat principal i comparteixen postres i una bona ampolla de vi, amb un bon cafetó per acabar. Han gaudit molt del sopar. Criden el cambrer i li demanen el compte. Els sembla bé. És hora de cobrar per haver sopat al restaurant i li donen una targeta on poden ingressar l'import. "Avui cobro, jo, estimada, et convido", diu a la seva parella. Per molt agradable que els hi sembli, no deixa de ser surrealista. Una cosa semblant passa avui dia a més d'un inversor i al sector financer de la meitat del planeta. **Més de set bilions de dòlars de nominal en renda fixa cotitzen a tipus negatius.** Els bancs centrals de l'Eurozona, Japó, Suïssa, Suècia i Dinamarca obliguen els seus bancs a pagar per les reserves. Els bons sobirans d'aquests països cotitzen sota zero a venciments que arriben a superar la dècada. Sembla absurd. Diu la teoria que, en deixar diners a algú, un corre el risc que no se li retornin, a més de no poder-ne gaudir en el present. Se sol fer a canvi d'una recompensa, sota la forma de rendiment a obtenir per tipus d'interès i/o apreciació del capital prestat. És la base del capitalisme. Per cert, ni idea de què se suposa que passa amb la propina a l'exemple del restaurant. Potser la paga el cambrer.

Si ens posem acadèmics, en un món en deflació, si els preus de les coses a comprar cauen més ràpid d'allò que costa prestar el diner, podria ser intel·ligent pagar per prestar-lo. Evidentment, l'alternativa seria guardar-lo a casa (enterrat al jardí, potser), però això podria resultar perillós (de ben segur que proliferarien jardiniers furtius nocturns). Precisament d'això es dedueix que **els tipus negatius tenen un límit:** a un cert nivell, els bancs contractarien seguretat privada i custodiarien l'efectiu ells mateixos. En realitat, és possible que el límit hagi arribat abans. Tot això té un to massa acadèmic.

Al món real, **els marges dels bancs es veuen escanyats per la situació.** Contràriament a allò pretès, el sistema financer hauria d'encarir els seus préstecs per repercutir el cost que suporten, donat que no el poden traslladar als dipòsits dels ciutadans. Ens agradi més o menys, els bancs són el pulmó de l'economia. En aquest sentit, complicar-los la vida no sol ser una bona recepta per revifar el creixement. De fet, el BCE o el BoJ mateix van prendre nota i van introduir mesures pal·liatives (el BCE va fins i tot insinuar que no els baixarà més).

Per a allò que de ben segur serveixen els tipus negatius és per distorsionar els mercats financers. Els actius de risc sonen més apetitosos si l'alternativa segura costa diners. Amb una volatilitat extrema, però de nou la renda fixa dona rendiments positius en quasi totes les seves categories. Pot estar cara, però cada dia ho està més. La temptació és deixar-se endur. Mentre duri la festa, per què no prendre's unes copes? A nosaltres ens preocupa la ressaca (hem de protegir el patrimoni dels nostres clients) i ens estimem més continuar amb la llimonada. En renda variable, l'efecte de tipus negatius és una mica menys clar. El sector financer pesa molt als índexs i els experiments monetaris cada cop impressionen menys els inversors. A més, no han servit per estimular les compres generalitzades de borsa.

No obstant això, pensem que estan incidint en la **volatilitat** existent, la qual ofereix bones **oportunitats** d'inversió que cal intentar aprofitar tàcticament, per molt que **continuarem gestionant les carteres dels nostres clients amb extrema prudència.**

David Macià, CFA
Director d'Inversions

Estratègia

Asset allocation (2T2016)

Monetari	▲
Renda fixa governamental	▼
Renda fixa <i>corporate</i>	▶
Renda variable	▲

Renda fixa

GOVERN:	
EUA	▼
Eurozona	▼
CORPORATE:	
EUA	▼
Eurozona ("Central")	▶
Perifèria	▶

Renda variable

EUA	▶
Eurozona	▲
Japó	▲
Emergents	▶

Matèries primeres

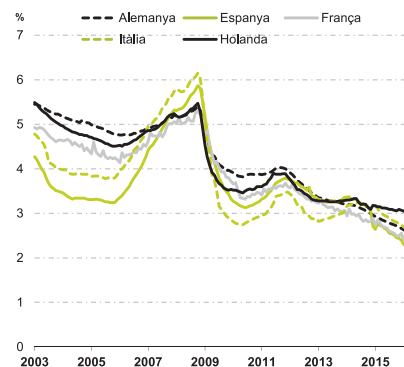
Petroli	▶
Or	▶

Divises

EUR/USD	▼
---------	---

Situació macroeconòmica

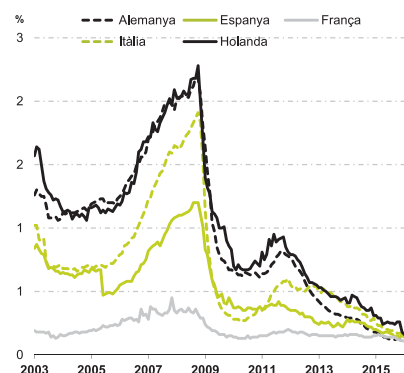
Tipus d'interès empreses (> 1any)



Font: BCE

El tipus d'interès dels préstecs bancaris ha caigut significativament en els darrers anys.

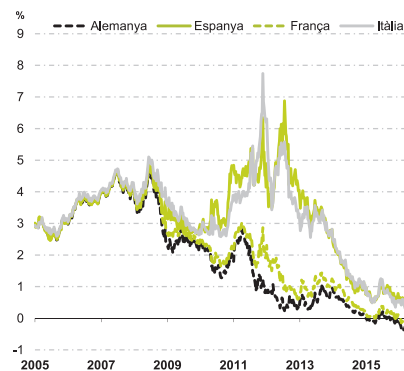
Tipus d'interès de dipòsits a la vista



Font: BCE

El cost del passiu bancari té un límit que estem prop d'aconseguir. És difícil que se situï per sota de l'0%, atès que els clients podrien retirar els seus diners.

Tipus d'interès bons sobirans europeus



Font: BCE

Tanmateix, per un altre tipus de deute, com ara els bons i, especialment, els bons sobirans, és possible que els tipus d'interès puguin baixar encara més.

Límits negatius

Ja fa anys que el BCE ha anunciat mesures per reduir els tipus d'interès per mirar de reactivar la inflació. I si bé continuem sense inflació, els tipus d'interès s'han reduït fins a nivells desconeguts, fins i tot negatius. Però, com ha estat possible? I, més important encara, fins on poden arribar?

No existeix un únic tipus d'interès. En primer lloc tindriem els **tipus d'interès oficials** (marcats pel BCE). Actualment, el BCE estableix tres tipus d'interès oficials aplicats als bancs: i) a aquell que presta en condicions d'urgència (0,25%), ii) a aquell que presta en condicions normals (0,0%), i iii) el tipus que "paga" als bancs pels diners que emmagatzemen (-0,40%). Aquests tres tipus, i les expectatives sobre la seva evolució, juntament amb d'altres factors, afecten la resta de tipus d'interès, que podríem classificar en dos grans grups: i) **tipus d'interès dels mercats de capitals** (bons de l'Estat i bons corporatius), molts en negatiu, i ii) **tipus d'interès bancaris** aplicats a préstecs a empreses i llars, els quals, segons les darreres dades del BCE, superen amb escreix el 2%. Tanmateix, aquestes dues classes de tipus d'interès estan, en la majoria dels casos, en mínims històrics, afectats per les decisions del BCE, les quals es **transmeten a la resta de tipus**, si bé a una velocitat diferent i, el que és més important, fins a límits diferents.

Pensem que el BCE té encara poder d'influència per continuar baixant els tipus als mercats de capitals, però no els tipus bancaris.

Així, la **rapidesa de transmissió** de les decisions de l'organisme europeu als mercats de capitals és més gran, atès que les oportunitats d'arbitratge s'aprofiten amb més agilitat en ser un mercat líquid i ple d'agents amb necessitats d'inversió (bancs, fons d'inversió, asseguradores, etc.). Qualsevol decisió de la l'autoritat monetària arriba als mercats financers en pràcticament segons, si bé poden passar mesos fins que penetra a tot el circuit bancari.

Més important encara és la diferència en els **límits**. Així doncs, pensem que el BCE no té límits per continuar afectant a la baixa els tipus als mercats de capitals, però

no així els tipus bancaris. En primer lloc, perquè als **mercats de capitals** el BCE està aplicant una altra mesura addicional, comunament coneguda com a **QE**. És a dir, la compra, amb nou diner creat pel BCE, de bons públics i privats. Aquesta eina fa que els tipus d'interès oficials, per molt negatius que siguin, continuïn transmetent-se. Dit d'una altra manera, si algú està comprant el 30% dels bitllets de 5 € a 5,1 €, el seu preu passarà a ser 5,1 €. En segon lloc, els tipus d'interès bancaris poden baixar fins a un límit, perquè si les noves baixades del BCE es transmeten als **tipus d'interès bancaris**, la **capacitat per generar beneficis dels bancs** es veuria seriosament afectada, i amb ella la seva capacitat per concedir crèdit, tret que s'apliquin tipus d'interès negatius als dipòsits dels seus clients (quelcom segurament no factible, atès que en algun moment els clients traurien els seus dipòsits del banc).

Per tant, si els tipus oficials en nivells molt més negatius no es transmeten a llars i empreses, mancaria de sentit aplicar-los. En el cas europeu, així ho creiem, atès que el circuit bancari és la via per la qual arriba la majoria del finançament, i ja hem comentat els seus límits. Dit això, ja hi ha economistes que proposen solucions (limitació a retirar dipòsits). És més, es parla ja de política monetària no convencional 2.0 per reactivar la inflació: imaginin 1.500 € transferits del BCE a cada ciutadà, o que el BCE comprés préstecs bancaris o invertís en borsa.

En conclusió, **si la intenció d'aplicar tipus negatius és reactivar la inflació**, sembla que hem arribat o **som molt a prop del seu límit**, almenys amb les regles del joc actuals.

Pablo Manzano, CFA
Gestor de Renda Fixa

Renda fixa

Codi vermell de Tòquio a Estocolm

L'aplicació de tipus negatius amb l'objectiu d'incentivar l'economia en un moment de feblesa ha obert el debat sobre la seva efectivitat. Veurem si impulsa el procés de relançar el crèdit a l'economia, si bé haurem de vigilar les conseqüències negatives i el seu impacte al mercat de bons.

L'aplicació inèdita a la història econòmica mundial per situar els tipus d'interès en terreny negatiu respon a la caiguda de les perspectives d'inflació i a la cerca inconcessible de depreciar la moneda pròpia. Tot això amb l'objectiu d'incentivar l'economia en un moment de feblesa.

Cinc bancs centrals (Japó, zona Euro, Dinamarca, Suïssa i Suècia) cobren diners a les seves entitats financeres pels saldos que hi dipositen. El tipus interbancari Euríbor està en negatiu fins al termini de 12 mesos. La meitat del deute públic europeu té una TIR negativa (amb Suïssa en negatiu fins al termini de 18 anys, Alemanya fins als 9 anys, França fins als 7 anys o Itàlia fins als 2 anys). Al Japó, el 70% del deute en circulació es troba en terreny negatiu, i només a partir d'un venciment superior a 10 anys obtindríem rendibilitat positiva. Al món *corporate investment grade*, un 10% de les emissions de l'índex de Bloomberg (BERC Index) cotitzen en terreny negatiu, amb emissors com ara Danone, Bayer, Nestlé, Shell, Pfizer o Unilever, que cobren als inversors per comprar els seus bons.

A curt termini continuaran prevalent els factors tècnics i l'arribada d'un "nou" comprador.

En el mercat de bons, ha portat a més a un aplanament de les corbes i a rendibilitats baixes o fins i tot negatives, tal com hem vist. S'ha obert el debat sobre la seva efectivitat i sobre les conseqüències negatives que pot produir.

Més volatilitat: l'ús dels bancs centrals pel que fa a les taxes d'interès negatives està provocant un període de més volatilitat al mercat que ha provocat, en alguns casos, per exemple, la cerca de refugi als bons del tresor dels EUA o a l'or.

Estímul a l'endeutament per part dels governs: la reducció del cost del deute fins a nivells negatius elimina restriccions als governs per continuar incrementant el seu

deute, però per molt negatiu que siguin actualment aquests tipus d'interès, caldrà amortitzar-los. El % del PIB és d'un 227,9% al Japó, d'un 135,8% a Itàlia, d'un 101% a Espanya o França, mentre que al Regne Unit està per sobre del 90%.

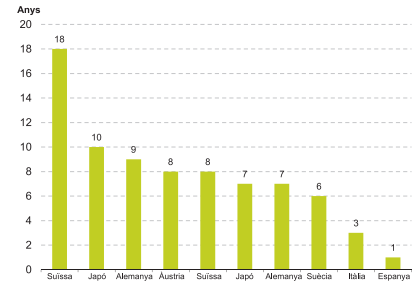
Menys liquiditat: la crisi econòmica ha provocat un procés de despallanquejament que, juntament amb l'acció dels bancs centrals, ha inundat el món de liquiditat. En canvi, la liquiditat als mercats de bons es deteriora: menys profunditat, transaccions de volum més petit i un impacte més gran sobre el preu de venda, a causa, en bona mesura, del fet que els bancs centrals estan comprant aquests actius i expulsant els inversors tradicionals.

Més assumpció de risc per part dels inversors, els quals es veuran temptats a la cerca de rendibilitat, la qual es trobarà, inexorablement, en actius de més beta però que incrementen el risc global de la cartera. Cal insistir en una anàlisi risc/benefici i en un procés de control curós del risc.

Segons una enquesta de Bloomberg realitzada a 63 economistes que cobreixen els bancs centrals esmentats, els tipus romandran en territori negatiu fins al 2018. A més, els nous programes de compra d'actius i l'increment de compres dels existents, anunciats en ocasió de la darrera reunió del BCE del mes de març, incidiran a curt termini en la continuació de l'especulació alcista en el mercat de bons. Sí, tal com veuen, els factors tècnics prevalen sobre els fonamentals. L'any 2005, Greenspan es va referir al comportament dels tipus a llarg termini com a "conundrum" (enigma). Atès el comportament en termes generals dels mercats de bons al món, bé podríem recuperar aquesta definició.

Josep M Pon, CIIA
Responsable de Renda Fixa

Venciment màxim de bons amb tipus d'interès negatiu



Font: Bloomberg

La gran majoria de països europeus tenen alguna part de la corba de tipus d'interès negatiu. Trobem alguns casos com el de Suïssa, on el govern es finança a tipus negatiu fins als 18 anys.

Tipus oficials: previsions de consens de mercat (%)

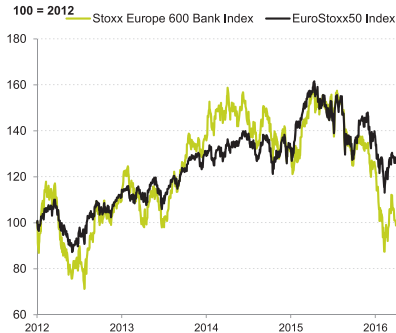
	31/03/16	2trim'16	3trim'16	4trim'16
Zona Euro	0,00	0,00	0,00	0,00
EUA	0,50	0,65	0,75	0,95
Regne Unit	0,50	0,50	0,55	0,60

Tipus d'interès: variacions (%)

	31/03/16	Darrers 3 mesos	Darrer any
Zona Euro			
Euríbor 3 mesos	-0,24	-0,11	-0,11
Bund 10 anys	0,15	-0,48	-0,48
EE.UU.			
US Libor 3 mesos	0,63	0,02	0,02
US 10 anys	1,77	-0,50	-0,50
Regne Unit			
GBPLibor 3 mesos	0,59	0,00	0,00
Gilt 10 anys	1,42	-0,55	-0,55

Renda variable

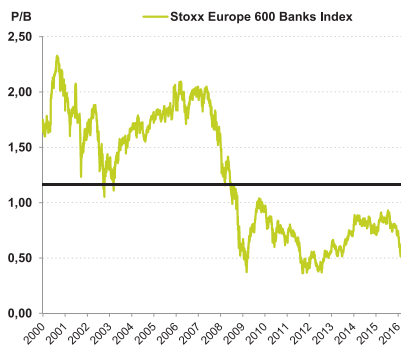
Sector Bancari Europeu vs EuroStoxx 50



Font: Bloomberg

Des d'octubre del 2015, hi ha hagut un rendiment clarament insuficient en el sector bancari.

Els Bancs Europeus semblen barats en termes històrics



Font: Bloomberg

El sector bancari cotitza per sota del seu preu històric, a una mitjana d'1,26x. El descòmpte es deu a nombroses adversitats

		Q1 %	2016 %	
EUA	S&P 500	2.060	0,77%	0,77%
	DJ Indus. Avg	17.685	1,49%	1,49%
	NASDAQ 100	4.484	-2,39%	-2,39%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 € Pr	3.005	-8,04%	-8,04%
	França (CAC 40)	4.385	-5,43%	-5,43%
	Espanya (Ibex 35)	8.723	-8,60%	-8,60%
	RU (FTSE 100)	6.175	-1,08%	-1,08%
	Alemanya (DAX)	9.966	-7,24%	-7,24%
	Suïssa (SWISS)	7.808	-11,46%	-11,46%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	18.117	-15,41%	-15,41%
	Països Baixos (AEX)	440	-0,39%	-0,39%
JAPÓ	TOPIX	1.347	-12,93%	-12,93%
	NIKKEI 225	16.759	-11,95%	-11,95%
EMERGENTS	Mèxic	45.881	6,76%	6,76%
	Brasil	50.055	15,47%	15,47%
	Argentina	12.992	11,28%	11,28%
	Xina	3.004	-15,12%	-15,12%
	Índia	25.342	-2,97%	-2,97%
	Corea	1.996	1,76%	1,76%
	Rússia	1.871	6,23%	6,23%

Fent front a la negativitat

Les tensions al sector financer han amenaçat amb augmentar els riscos a la baixa per al creixement. El BCE va respondre amb noves mesures de relaxació que van superar les expectatives i van aconseguir compensar el finançament bancari.

Davant la desacceleració de l'activitat, el BCE va fer un nou intent per impulsar l'expansió dels préstecs i, ara, **cobra als bancs un 0,40% per mantenir els seus excessos de reserves**. Per amortir aquest cost addicional i atenuar les pors del mercat sobre el finançament bancari, l'autoritat monetària va anunciar també quatre nous programes de finançament barat amb la condició que els bancs prestin més.

Si els bancs repercuteixen els tipus negatius als seus clients, aquests últims podrien respondre retirant els seus estalvis.

En introduir-se per primer cop els tipus negatius cap a finals dels 2014, hi havia només 100.000 milions d'euros d'excessos de reserves, els quals representaven un cost anual d'uns 200 milions d'euros l'any. Abans de la reunió del BCE del mes de març, la taxa de dipòsit negativa se situava en el -0,30%, la qual cosa costava al sector bancari europeu 2.000 milions d'euros anuals (deu cops més, però encara una despesa suportable) per a uns excessos de reserves de 672.000 milions d'euros (quasi set cops més). Allò que més llastra els beneficis no és la penalització sobre l'excés de reserves, sinó la reducció del marge d'interessos.

Els bancs generen ingressos gràcies a la diferència entre els interessos que meriten els préstecs i el que paguen pels dipòsits. Amb uns tipus d'interès en mínims històrics, els marges s'estan estretint perquè els dipòsits dels clients no reaccionen a les rebaixes de tipus, mentre que els préstecs, per la seva naturalesa, varien més en funció dels tipus. Així doncs, els bancs estan rebent menys interessos pels seus préstecs, mentre continuen pagant els mateixos a una **base de dipòsits de 8,7 bilions d'euros, propera ja al límit del 0%**.

El problema es que si els bancs repercuteixen els tipus negatius als seus clients, aquests últims podrien respondre

retirant els seus estalvis. Evidentment, la cosa no és tan senzilla, atès que cal tenir en compte els costos de guardar els diners i d'assegurança. I, si bé en el cas dels petits clients particulars mantenir l'efectiu podria tenir un cert sentit, això no seria així en el cas dels clients institucionals i empreses, amb grans saldos d'efectiu. Quan el Banc Central de Dinamarca va rebaixar la taxa de dipòsit a -75 pb, els bancs danesos van retallar els tipus dels dipòsits a les pimes per sota de zero, però va ser una mesura molt impopular i caldrà veure si tots els bancs de la UE la seguiran.

Per **mitigar l'impacte dels tipus negatius**, els bancs han assenyalat que s'estan **centrant en les reestructuracions, les reduccions de costos i l'augment de les comissions**. Altres opcions són els ajustos a l'alça dels diferencials hipotecaris, realitzats amb èxit a Suècia i Dinamarca, però més difícils d'aplicar a països amb tipus hipotecaris fixos (França, Alemanya, Bèlgica o els Països Baixos), o en aquells on els bancs no tenen l'opció de modificar el diferencial durant la durada del préstec (Espanya i Itàlia).

En conjunt, **continuem sent cautelosos sobre el sector**, especialment en un entorn de baix creixement que exerceix pressió sobre el BCE perquè redueixi més els tipus malgrat les seves declaracions contra aquestes mesures. Si bé les valoracions semblen descomptar menys rendiments, no hi ha informació sobre elements catalitzadors i el sector ha de fer front encara a d'altres factors d'incertesa sobre el capital reglamentari. Preferiríem bancs amb unes ràtios de capital més elevades i marge per continuar reestructurant i reduint els costos.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Responsable de Renda Variable
i Clients Institucionals

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

L'impacte d'un entorn de tipus baixos

Les matèries primeres representen una quarta part del comerç mundial, el qual, al seu torn, representa una quarta part del PIB mundial. D'aquesta manera, el seu preu es veu afectat principalment pel cicle econòmic (oferta i demanda), la inflació, els tipus de canvi (la majoria de *commodities* es comercien en USD) i la política monetària.

Per tant, cal mostrar una **evidència empírica dels preus de les matèries primeres** davant dels moviments dels **tipus d'interès**:

Frankel (2006) explica la relació inversa entre els tipus d'interès i els preus de les matèries primeres. El seu argument principal és que, durant les èpoques de tipus d'interès més baixos, els especuladors tenen més incentius per sortir de la renda fixa, que ofereix menys rendiment, i invertir en matèries primeres.

Bjornson i Carter (1997) afirmen que, al principi d'una recessió, la demanda de *commodities* és baixa, la qual cosa redueix els seus preus; però quan el banc central retalla els tipus, s'espera que els preus s'incrementin de nou. Contràriament, **Armesto i**

Gavin (2005) veuen evidència que els preus de les matèries primeres responen positivament a un increment inesperat dels tipus d'interès perquè recull la taxa d'inflació esperada, però això normalment passa perquè els bancs centrals volen frenar el ritme d'una economia sobreescalfada.

Jutgin vostès mateixos: ve la pujada de tipus de la Fed acompanyada actualment per un sobreescalfament de l'economia?

Tot això coincideix amb el fet que, des que Bernanke va pronunciar la paraula "tapering" per primer cop a principis del 2013, el daltabaix de les matèries primeres ha estat descomunal. **Si vostè pensa que es produirà un sobreescalfament de l'economia, inverteixi en *commodities*.** Altrament, l'únic sentit per prendre posicions en matèries primeres és pensar que la Fed restarà atrapada i anirà de la mà de la resta de bancs centrals en l'entorn de tipus baixos. Històricament, els metalls preciosos van ser els que millor van reaccionar a les retallades de tipus.

*Miguel Àngel Rico
Analista d'inversions*

DIVISES

¿Una política monetària global?

La **teoria econòmica** sobre la transmissió de la política monetària explica com les decisions d'un banc central afecten l'economia real. Així, en circumstàncies normals, estableix que una **baixada de tipus d'interès** augmenta la demanda de crèdit per part de les empreses i les llars, millora les exportacions via depreciació de la divisa i impulsa el consum per l'increment de riquesa aconseguit com a conseqüència de la depreciació dels actius financers. La **inflació repuntaria** gràcies al creixement econòmic i a uns preus més elevats de les importacions. **Dit això, la realitat és complexa i els fruits dels tipus d'interès baixos costen de veure.** Així, a l'Eurozona, la inflació se situa en el -0,2%, el crèdit a empreses creix a un ritme del 0,6% y/y i, el primer trimestre, el PIB va marcar una pujada del 0,3% q/q.

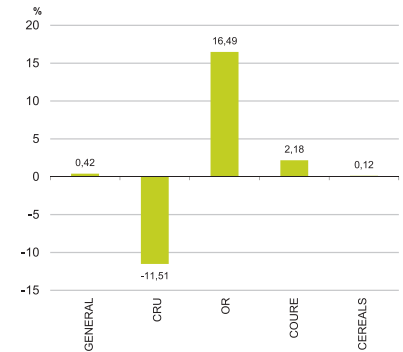
La conclusió a la qual ens porten aquests resultats és **que no ens trobem, possiblement, en circumstàncies normals**, i actualment la política monetària no té l'efectivitat que desitjarien els banquers centrals. És possible que factors estructurals com ara el **fort endeutament de les economies, l'envelliment i l'estancament de la productivitat** en alguns sectors estiguin frenant el creixement econòmic.

No obstant això, **malgrat no reactivar el creixement, les polítiques monetàries del BCE han depreciat amb força la moneda.** A data d'avui, altres països com ara Suècia, Suïssa o Dinamarca tenen tipus negatius que distorsionen les seves divises. **Aquestes distorsions produeixen efectes a escala global, atès que impliquen forts moviments de capitals, assumibles en molts casos pels països desenvolupats i desestabilitzants per als països emergents,** que els darrers anys registren una volatilitat extrema a les seves divises.

Quant a això, és molt interessant la proposta de **Raghuram Rajan**, governador del Banc Central de l'Índia, el qual **advoca per un conjunt de regles internacionals** que limitin l'aplicació de certes mesures monetàries de manera permanent o temporal. Tal com va escriure recentment: "Podem fingir que tot està bé amb el no-sistema monetari mundial i no esperar tragèdies. O bé podem començar a construir un sistema per al món globalitzat del segle XXI".

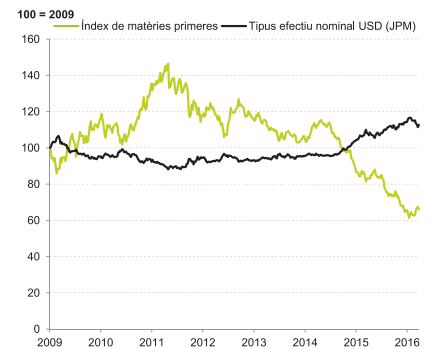
*Pablo Manzano, CFA
Gestor de Renda Fixa*

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



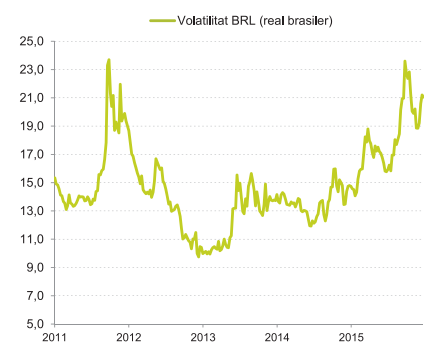
Font: Bloomberg

Matèries Primeres vs USD



Font: Bloomberg

Volatilitat implícita BRL



Font: Bloomberg

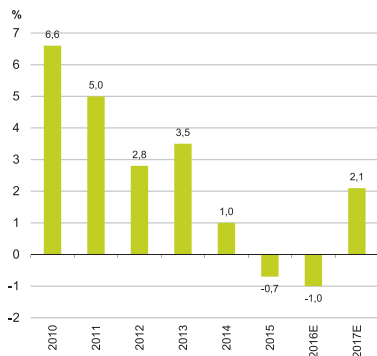
En els darrers anys, la volatilitat de les monedes emergents ha augmentat excessivament. Si bé existeixen diversos factors, un d'ells ha estat la implementació de mesures monetàries no convencionals per part dels bancs centrals desenvolupats.

Tipus de canvi \$/€

% Variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	4,71%	4,83%	5,73%
Previsions	2T 2016	2016	2017
Consens	1,08	1,09	1,11

Llatinoamèrica

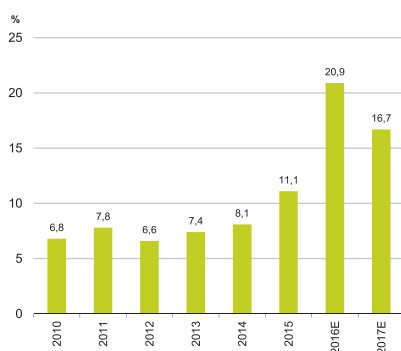
PIB Latam



Font: Bloomberg

És probable que, el 2016, Llatinoamèrica continuï en recessió.

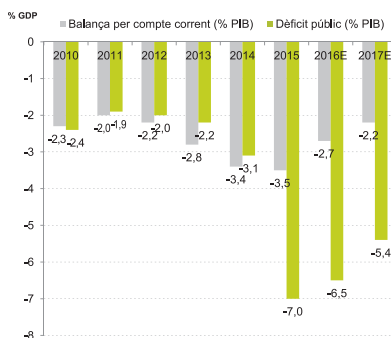
Inflació



Font: Bloomberg

La inflació hauria d'assolir el seu màxim en el 2016.

Pressupost i Balança per Compte Corrent



Font: Bloomberg

Els Dèficits Fiscals i de Compte Corrent fan la regió vulnerable si la liquiditat global s'esgota.

A l'ull de l'huracà

L'abundant liquiditat mundial ha ajudat l'Amèrica Llatina a pair millor l'esclat de la bombolla de les matèries primeres. Dit això, calen reformes profundes per trobar noves fonts de creixement en un «entorn de baix creixement» global, en què la política monetària ultralaxa del món desenvolupat està deixant de produir el seu efecte.

Després d'un 2015 ben difícil, el clima **per a les economies llatinoamericanes sembla haver millorat darrerament**. Els preus de les matèries primeres han repuntat i el risc imminent de pujades de tipus als EUA s'ha ajornat. Això hauria de donar al dirigents d'aquesta regió una mica d'aire i **temps suficient per ajustar les seves economies** de cara a poder capejar les noves realitats econòmiques mundials, encara que sigui a costa d'un creixement (encara) més baix aquest any. El veritable repte per a aquesta regió és controlar la inflació i implementar reformes estructurals profundes que permetin millorar les infraestructures humanes, físiques i normatives. És l'única manera de trobar noves formes de creixement, ara que l'expansió de les matèries primeres i el crèdit s'han dissipat definitivament.

Les reformes estructurals són l'única manera de trobar noves fonts de creixement.

El problema és que les polítiques nacionals tenen els seus propis cicles i les seves característiques. Al **Brasil**, a més dels riscos externs, el país està paralizat per l'actual crisi política, els nous escàndols de corrupció i la possible destitució de la Presidenta Dilma Rousseff. Així doncs, és possible que la profunda recessió que va començar l'any 2014 abasti la resta d'aquest any. El PIB real podria patir una contracció més gran que la del 3,8% registrada l'any 2015, amb una inflació encara propera al 10%, malgrat les 16 pujades de tipus des del 2013 que han fet pujar la taxa d'interès de referència del 7,25% al 14,25%.

Si els preus de les matèries primeres continuen repuntant i augmenten les esperances d'un canvi polític positiu, els actius brasilers (que s'han abaratit) podrien tenir un rebot ben fort. D'altra banda, si s'esgota la liquiditat global (o bé si les polítiques de relaxació dels

bancs centrals produeixen menys efecte), l'embolic polític al Brasil s'enreda encara més i els preus dels productes bàsics continuen baixos, les cotitzacions dels actius brasilers podrien caure encara força més. Entretant s'observen forts avenços i correccions en funció de les pors i les expectatives, més que de les veritables inquietuds econòmiques. La volatilitat fa del **Brasil una destinació poc desitjable per als inversors particulars de perfil conservador**.

Certes **economies millor gestionades**, com ara les de **Mèxic i Perú**, que han ajustat les seves economies a les commocions externes, estan ben posicionades per fer front a la tempesta. Després d'una desacceleració ordenada, s'hi comencen a veure els primers indicis de recuperació econòmica, si bé no estan exempts de riscos polítics i els preus dels actius continuen correlacionats amb les perspectives mundials de creixement, els preus de les matèries primeres i la confiança general sobre la regió.

Potser és millor centrar-se en els països i segments menys beneficiats per l'auge de les matèries primeres i el fàcil accés al crèdit de la dècada anterior. Un exemple seria l'**Argentina**, on la nova administració ha aconseguit **avenços espectaculars** en matèria de reformes i reequilibri macroeconòmic per tornar a estabilitzar l'economia.

Pascal Rohner, CFA
Director de Renda Variable de Llatinoamèrica

Avís legal

Aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group.

Aquest document serveix únicament per ser distribuït en forma permesa en dret. No està adreçat a la distribució ni a l'ús de cap persona o entitat que sigui ciutadà o resident de qualsevol jurisdicció on la distribució, publicació, disponibilitat o ús fossin contraris a les lleis o regulacions, o fes que Crèdit Andorrà Financial Group quedés subjecte a qualsevol requeriment de registre o llicència dins de la jurisdicció esmentada. La informació continguda en aquest document representa l'opinió dels analistes de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercats i podrà ser modificada i/o actualitzada sense cap avís previ. Aquest document conté únicament informació general, i tot i haver obtingut aquesta informació de fonts considerades fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni els seus analistes garanteixen ni es responsabilitzen de que la informació continguda sigui completa o exacta. Els analistes financers i les altres persones competents que poguessin estar implicades en l'elaboració i difusió d'aquest document són independents de les que tinguin un interès rellevant amb l'objecte de l'informe en qüestió. En cap cas no existeix compromís ni cap vinculació amb els emissors per elaborar informes favorables. Les declaracions incloses en aquest document en cap cas no han de ser considerades com a fets fàctics i contrastats, alhora que les projeccions i estimacions sobre condicions econòmiques i previsions sobre el desenvolupament de la indústria queden subjectes a canvis sense cap notificació prèvia. Certa informació inclosa en aquest document fa referència a "projeccions de futur" que poden ser identificades per l'ús de formes verbals com ara "podrà", "hauria de", "s'espera", "s'estima" o mitjançant terminologia semblant, tant en positiu com en negatiu. A causa de diversos riscos i incerteses, certs esdeveniments, resultats o llur acompliment real podran variar substancialment d'aquells reflectits o previstos en les esmentades projeccions de futur incloses en aquest informe. Els resultats obtinguts en el passat, haguessin estat positius o negatius, no es garanteix que es compleixin en el futur, per la qual cosa no poden servir com a indicador fiable de possibles resultats futurs ni com a garantia d'aconseguir aquests resultats. Les dades relatives a resultats dels instruments financers, índexs financers, mesures financeres o dels serveis d'inversió que aquest document pugui contenir, poden estar condicionades per l'efecte que deriva de les comissions, honoraris, impostos, despeses connexes i taxes que puguin suportar dits resultats bruts, cosa que pot provocar, entre d'altres efectes, una disminució d'aquests resultats, que podrà ser major o menor depenent de les circumstàncies particulars de l'inversor de qui es tracti.

Aquest document no constitueix cap oferta per part de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoc dels seus analistes i no podrà ser en cap cas considerat com una recomanació personal de compra o venda d'actius; tampoc no es podrà considerar que qualsevol estratègia d'inversió o recomanació realitzades en aquest document és idònia o apropiada per a les circumstàncies individuals d'un inversor. Ni aquest document ni el seu contingut no constituiran la base de cap contracte, compromís o decisió. Els lectors hauran de prendre llurs decisions d'inversió basant-se en llurs anàlisis pròpies així com en la recomanació dels assessors independents que considerin apropiats. En cap cas no es podrà entendre que mitjançant la distribució d'aquest document Crèdit Andorrà Financial Group o els seus analistes estan realitzant recomanacions personalitzades d'inversió. La negociació en mercats financers pot comportar riscos considerables i requereix d'un seguiment constant de les posicions actuals. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes, empleats o directores no assumeixen cap responsabilitat per cap inversió o desinversió realitzada sobre la base d'aquest document ni per cap pèrdua que pogués esdevenir-se per una inversió o desinversió basada en aquest document. Qualsevol declaració continguda en aquest document que faci referència a informació, opinions o dades emeses per una tercera entitat representarà en qualsevol cas la interpretació que en pugui fer Crèdit Andorrà Financial Group, dades a les quals ha tingut accés en ser de caràcter públic o bé a través d'un servei de subscripció. Aquest ús i interpretació no ha estat revisat per la tercera entitat esmentada, per la qual cosa, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes no ofereix cap garantia, ni expressa ni implícita, que siguin exactes, íntegres o correctes.

La informació continguda en aquesta publicació és estrictament confidencial. Ni la totalitat ni part d'aquesta publicació poden ser reproduïdes, transformades, distribuïdes, publicades, reenviades o usades de cap manera sense el permís previ per escrit de l'autor. Cap publicació, modificació o actualització d'aquest material no està subjecta a cap periodicitat i no implica cap obligació per part de Crèdit Andorrà Financial Group.

Avís per a:

- **Inversors del Principat d'Andorra:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Crèdit Andorrà SA i/o Credi-invest SA, ambdues entitats autoritzades, regulades i supervisades per l'Institut Nacional Andorrà de Finances (INAF).
- **Inversors d'Espanya:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Alcalá, entitat autoritzada, regulada i supervisada pel Banco de España i per la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- **Inversors dels EUA:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Beta Capital Management LLC (IARD No. 154894), un assessor d'inversions registrat aprovat per operar a l'octubre de 2012, i autoritzat, regulat i supervisat per la US Securities and Exchange Commission (SEC).
- **Inversors de Luxemburg:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banque de Patrimoines Privés, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **Inversors de Suïssa:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Private Investment Management, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per l'Association Suisse des Gérants de Fortune. Aquest document no és producte de cap *Financial Research Unit* i no està subjecte a les *Directives on the Independence of Financial Research* de l'Associació de Bancs Suïssos. Aquest document no ha estat preparat d'acord amb els requisits legals i regulatoris per promoure la independència del research i no està subjecte a cap prohibició en referència a la seva difusió. Per tant, les restriccions regulatòries sobre Crèdit Andorrà Financial Group en relació a qualsevol instrument financer mencionat en qualsevol moment abans de la seva distribució no seran d'aplicació.
- **Inversors de l'Uruguai:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Crèdit Andorrà Uruguay Asesores de Inversión SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central de Uruguay (SSF-BCU).
- **Inversors de Mèxic:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Crèdit Andorrà Asesores Patrimoniales, SA de CV.
- **Inversors de Panamà:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia de Bancos i la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Crèdit Andorrà Financial Group
Research