

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

Superherois vs volatilitat

S'incrementa la volatilitat en tots els actius financers, tendència que creiem que, lluny de ser temporal, arriba per quedar-s'hi, a mesura que els bancs centrals intenten retirar estímuls (veurem si amb èxit) o els afegeixen, però perden capacitat de convicció quant a la seva efectivitat.

Portem una llarga temporada gaudint de l'anestèsia subministrada pels **bancs centrals**. Allà on calgui creixement, es desfermi una crisi política, preocupi l'excés de deute, la fragilitat del sistema financer o aparegui qualsevol altre contratemps que pugui posar en dubte els mercats, més d'hora que tard acaba per aparèixer un banc central que ofega el foc a cop de rebaixa de tipus (portem 706 des que va començar la crisi!!) o expansions de balanç. Riguin de Superman, Batman i altres superherois. *Quantitative Easing*, això sí que és un superpoder.

Malauradament, sembla que una confluència de factors ha malbaratat el recés de pau. Divises, renda fixa, renda variable, matèries primeres... **Res no ha escapat a una volatilitat** que s'ha anat disparant, en episodis cada cop més freqüents i més virulents. Probablement l'origen de tot això es remunti a fa una mica més de dos anys, quan Bernanke va afegir "tapering" al glossari financer, apuntant el fet que la Fed estava virant el rumb de la seva política monetària. El subministrament de liquiditat del banc central del planeta (el 60% de les transaccions mundials continuen produint-se en dòlars, divisa que continua predominant com a actiu reserva i en la qual es denominen les matèries primeres) deixava d'expandir-se. Inicialment, la renda fixa va patir fortes vendes, però aviat el Japó i el fins no fa gaire ultraortodox BCE s'afegirien a les polítiques monetàries expansives i mitigarien l'anterior. No obstant això, s'havien fonamentat ja les bases per a una major inestabilitat de la renda fixa. Un volum creixent d'emissions de deute -batent rècords i rècords- s'ha vist acompanyat d'un posicionament cada cop més restrictiu dels bancs, les posicions pròpies dels quals es veuen molt penalitzades amb la nova regulació. Van ser les taules de tresoreria les que havien servit d'amortidor en trams de convulsió (els únics compradors que apareixien en moments de pànic)...

Afegiu la popularització dels **ETF**, que aparenten liquiditat en un actiu que es continua negociant telefònicament, contrapartida a contrapartida, i que difícilment la tindrà el dia que s'aglutinin tots els venedors. Sumin a això el fet que els tipus zero s'han desplaçat a trams d'actius molt més arriscats dels que tenien per costum. Sens dubte, un còctel que pot acabar en una gran ressaca.

Amb la **desacceleració xinesa** arrossegant els emergents -moltes de les divises acumulen daltabaixos espectaculars aquest any- i matèries primeres el mateix- per igual, era qüestió de temps que tinguéssim alguna correcció seriosa en la renda variable. Un actiu que pateix també no pocs problemes estructurals. Serveixi d'exemple el passat 24 d'agost. Les borses queien a plom i l'S&P500 va estar a punt de patir una suspensió per límit de volatilitat, acumulant vendes massives que no tenien argument fonamental que les acompanyés. Ordres automàtiques generades per ordinador, ETF que havien de replicar índexs venent títols que alimentaven més caigudes, o que es perdessin nivells tècnics rellevants. Fos quin fos el detonant, res no ens fa pensar que no es pugui repetir.

Potser és senzillament que **ni Superman existeix ni el Quantitative Easing és un superpoder**. Els bancs centrals no tenen la poció secreta contra la volatilitat. Tanta anestèsia pot haver acostumat massa el pacient al medicament. L'únic remei realment eficaç és un creixement que es manté elusiu. Risc és oportunitat, diuen els xinesos. Mantindrem liquiditat suficient i intentarem treure'n profit.

David Macià, CFA
Director d'Inversions

Estratègia

Asset Allocation (4T2015)

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

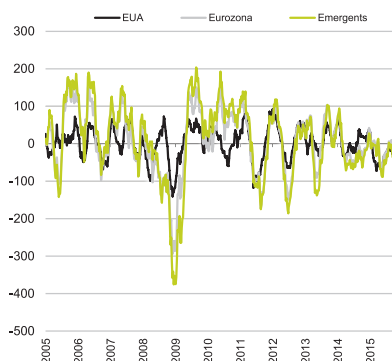
Petroli	▶
Or	▶

Divises

EUR/USD	▶
---------	---

Situació macroeconòmica

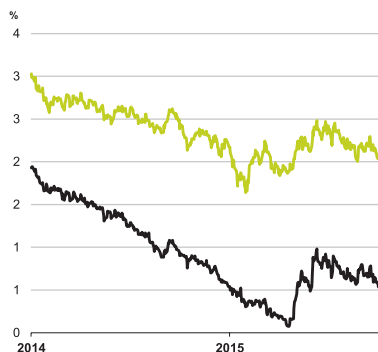
Indicador de sorpreses econòmiques (Citi)



Font: Bloomberg

L'últim any no veiem que haguem assistit a un període en què les sorpreses econòmiques hagin estat especialment diferents d'anys anteriors, en tot cas lleugerament inferiors.

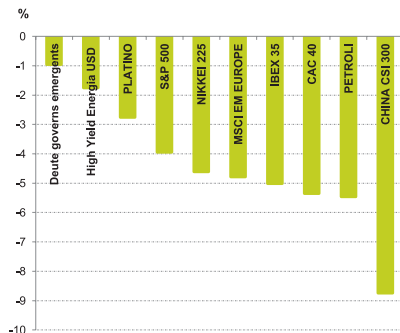
Principals referències de renda fixa (YTM)



Font: Bloomberg

El repunt de tipus de mitjans d'any va ser sorprenent i va generar importants pèrdues en l'univers de la renda fixa.

Moviments als mercats financers el 24 d'agost



Font: Bloomberg

Els moviments als actius financers de major risc van ser extrems durant la jornada del 24 d'agost.

Els ingredients de la volatilitat

Els últims trimestres, la volatilitat dels mercats financers s'ha incrementat i continua la tendència cap a una més gran correlació d'actius. Què explica aquest augment de la volatilitat? A continuació detallem i analitzem els factors que considerem més rellevants.

Per què ha augmentat la volatilitat recentment? Les sorpreses econòmiques solen ser sospitosos habituals; és a dir, una dada d'inflació o creixement no esperat que fa que, per exemple, la borsa es mogui amb força. No obstant això, els estudis acadèmics suggereixen que el moviment diari dels actius financers no es deu únicament als canvis dels fonamentals econòmics. Un estudi recent del BoE indica que, en funció del moment, les sorpreses econòmiques expliquen entre un 0% i un 40% de la variació dels tipus d'interès, sent normal menys d'un 10%. A més, no sembla que durant els últims trimestres haguem assistit a un període en què l'economia hagi sorprès especialment els analistes, sinó més aviat el contrari (gràfic 1). Per a nosaltres, d'altres factors són més rellevants per explicar el recent augment de la volatilitat. Tot seguit els detallem:

les sorpreses econòmiques expliquen entre un 0% i un 40% de la variació dels tipus d'interès

A) L'estructura de mercat ha pogut contribuir al recent repunt de la volatilitat. Els últims anys els bancs han limitat la intermediació de bons, la qual cosa ha reduït la seva capacitat per actuar en moments d'estress. D'altra banda, ha augmentat el volum de productes que prometen reemborsaments immediats de carteres amb actius altament il·líquids, la qual cosa ha donat un senyal de liquiditat falsa que agreuja la situació en moments de pànic. Finalment, s'ha incrementat l'ús de la negociació utilitzant algorismes computacionals (segons l'FMI ja representa més del 50% de les operacions totals). Aquests factors van tenir la seva part de culpa el 15 d'octubre de 2014 (*Treasury flash crash*), quan l'actiu financer més important del món, el bo nord-americà a 10 anys, va passar a ser il·líquid i el seu preu es va disparar en minuts gairebé un 3%. Una cosa totalment extraordinària, ja que, per a aquest actiu, moviments superiors a l'± 1% diari ja són anormals.

B) Els últims trimestres diversos bancs centrals (BC) han anunciat mesures extraordinàries. Un exemple d'això el trobem al BC suís (SNB), quan el passat 15 de gener va eliminar l'objectiu de mantenir un tipus de canvi màxim davant l'euro. Després de la decisió, el franc suís es va apreciar immediatament un 41% davant l'euro, tot i que en tancar la jornada es va limitar a un 21%.

C) D'altra banda, l'entorn de tipus en mínims històrics fa que puguin rebotar sorprenentment. Així, hem viscut moviments molt violents del bo alemany a 10 anys, el qual va passar de tipus en mínims històrics marcats el 20 d'abril de 2015, en el 0,05%, fins a l'1% en només dos mesos, registrant una volatilitat mai vista els dies 7 de maig (amb 21 pb de moviment intradiari), i 2 i 3 de juny (amb 20 pb).

D) Finalment, el pànic que la Xina deixi de ser el motor econòmic mundial preocupa, i molt, els mercats financers. Ho vam veure el passat 24 d'agost, quan una mala dada (una de tantes altres, res de nou) desfermava el pànic entre els inversors. Les borses mundials van arribar a perdre prop del 10%, tot i que, finalment, les caigudes es van situar entre el -4% i el -6%. En aquest episodi vam veure com prop d'un 20% d'ETF als EUA van tancar en algun moment de la jornada per l'extrema volatilitat registrada.

De cara al futur, amb la Fed a punt de pujar tipus, la Xina desaccelerant-se, uns tipus que continuen en nivells històricament molt baixos i amb les debilitats esmentades de l'actual estructura de mercat, creiem que continuem tenint tots els ingredients de la volatilitat.

Pablo Manzano
Analista de Macroeconomia

Renda fixa

La renda fixa, menys fixa que mai

Les dificultats amb què es trobaran els inversors tradicionals de renda fixa no vindran d'un augment significatiu del nombre de fallides dels emissors. Segons la nostra opinió, l'increment de la volatilitat dels preus de les obligacions serà allò que penalitzarà el rendiment de la seva cartera abans del venciment.

The long and winding road, el títol de la famosa cançó de The Beatles, és un bon símil per descriure com creiem que serà, a mitjà termini, la vida de l'inversor tradicional de renda fixa. La volatilitat viscuda al mercat de tipus d'interès durant els darrers mesos no és un fet aïllat en la nostra opinió, sinó que ha vingut per quedar-s'hi.

El principal causant d'aquesta esperada volatilitat a mitjà termini és la **dràstica reducció de la liquiditat als mercats de renda fixa**. Algunes xifres que ho il·lustren: el mercat més líquid del món -el deute públic nord-americà a 10 anys- ha passat d'una profunditat de 500 milions de dòlars el 2007 als 125 actuals; el mercat de renda fixa corporativa ha crescut un 50% des del 2007; en canvi, les posicions dels intermediaris s'han reduït en un 75%.

La volatilitat viscuda durant els darrers mesos no és un fet aïllat. Ha vingut per quedar-s'hi.

El motiu d'aquesta manca de liquiditat? La **nova regulació de les entitats financeres** sorgida després de la crisi que, amb l'objectiu de millorar la seva capitalització i fer-les més segures, **ha limitat considerablement la seva activitat tradicional d'intermediació als mercats financers**.

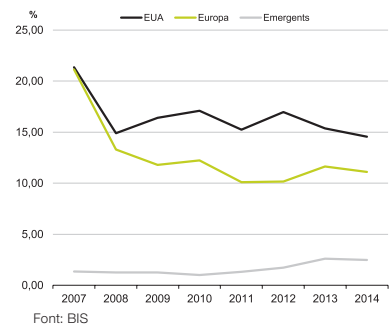
El 15 d'octubre del 2014 el tipus d'interès a 10 anys nord-americà es va moure 40 punts bàsics en només un dia. Segons un comportament normal, això hauria de produir-se un cop cada 3 mil milions d'anys. Potser no d'aquesta magnitud, però pensem que en l'entorn actual s'està creant el caldo de cultiu necessari perquè situacions de moviments de preus fins ara no vistos amb regularitat als mercats de renda fixa, es produeixin més habitualment.

Les polítiques extremadament expansives de la major part dels bancs centrals han anestesiats els mercats, donant una sensació d'estabilitat fictícia als inversors. Més d'hora que tard començarà la normalització de les principals polítiques monetàries, apujant els tipus oficials i parant les injeccions de liquiditat per part de les autoritats monetàries. Els inversors despertaran. I ens fa por que aquest despertar no sigui precisament plàcid.

Molta atenció doncs aquells inversors que no tinguin un cor prou fort com per aguantar la volatilitat. Creiem que vénen corbes i hem de mantenir els cinturons de seguretat ben lligats. Aprofitar correccions per comprar obligacions d'emissors castigats injustament? Sí, sense cap dubte. Però calibrem bé el perfil de risc i no infravalorem les potencials sobre-reaccions del mercat de renda fixa.

Meritxell Pons Torres, CAIA
Directora d'Asset Management Americas

Inventari d'actius de grans bancs % del total d'actius



Font: BIS

La nova regulació financera limita els inventaris d'actius de renda fixa dels grans bancs.

Tipus oficials:

previsions de consens de mercat (%)

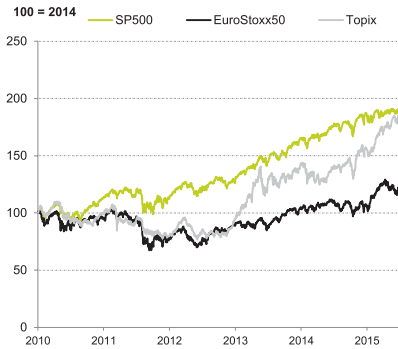
	30/09/15	4t trim	1r trim'16	2n trim
Zona Euro	0,05	0,05	0,05	0,05
EUA	0,25	0,55	0,85	1,05
Regne Unit	0,50	0,50	0,70	0,85

Tipus d'interès: variacions (%)

	30/09/15	Darrers 3 mesos	Darrer any
Zona Euro			
Euribor 3 mesos	0,04	-0,03	-0,12
Bund 10 anys	0,59	-0,26	0,05
EUA			
US Libor 3 mesos	0,33	0,04	0,07
US 10 anys	2,04	-0,35	-0,13
Regne Unit			
GBPLibor 3 mesos	0,58	0,01	0,02
Gilt 10 anys	1,76	-0,32	0,01

Renda variable

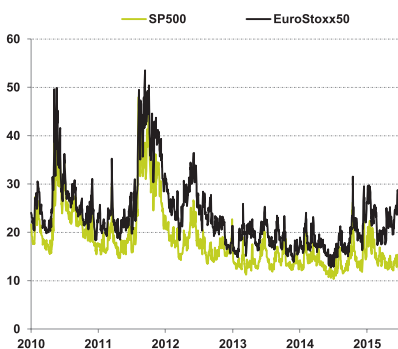
Borses desenvolupades



Font: Bloomberg

L'últim trimestre ha estat negatiu per a les borses mundials.

Volatilitat implícita



Font: Bloomberg

La volatilitat de les borses mundials ha pujat durant l'últim any.

Q3 % 2015 %

EUA	S&P 500	1.920	-6,94%	-6,74%
	DJ Indus. Avg	16.285	-7,58%	-8,63%
	NASDAQ 100	4.181	-4,91%	-1,30%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50€	3.101	-9,45%	-1,45%
	França (CAC 40)	4.455	-6,99%	4,27%
	Espanya (Ibex 35)	9.560	-11,23%	-7,00%
	RU (FTSE 100)	6.062	-7,04%	-7,68%
	Alemanya (DAX)	9.660	-11,74%	-1,48%
	Suïssa (SWISS)	8.513	-3,05%	-5,23%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	21.295	-5,19%	12,01%
JAPÓ	Paisos Baixos (AEX)	421	-10,88%	-0,78%
	TOPIX	1.411	-13,45%	0,26%
EMERGENTS	NIKKEI 225	17.388	-14,07%	-0,36%
	Mèxic	42.633	-5,37%	-1,19%
	Brasil	45.059	-15,11%	-9,89%
	Argentina	9.815	-15,80%	14,40%
	Xina	3.053	-28,63%	-5,62%
	Índia	26.155	-5,85%	-4,89%
	Corea	1.963	-5,37%	2,47%
	Rússia	1.643	-0,70%	17,64%

Lliguin-se els cinturons, vénen turbulències

És possible que les dades macroeconòmiques actuals, juntament amb la fragilitat del mercat borsari, generin més volatilitat i un risc més gran de correccions de la renda variable. Els inversors haurien d'ajustar la seva exposició a aquesta classe d'actius en funció del seu horitzó temporal d'inversió i del seu perfil.

La volatilitat del mercat de renda variable sol mesurar-se amb l'índex VIX, també conegut com a índex de la por, atès que assenyalava el nivell imperant de confusió dels inversors respecte del mercat d'accions. Després de la darrera decisió de la Fed el mes de setembre en el sentit de mantenir estable el nivell dels tipus d'interès, la incertesa sobre l'entorn de mercat és elevada i pensem que s'hauria de mantenir així. La Fed va decidir guanyar temps per entendre millor l'impacte de la desacceleració del creixement xinès sobre l'economia nord-americana. L'únic problema d'aquesta estratègia és que el mercat odia la incertesa, i la conseqüència d'això és que **segurament hi haurà més volatilitat**. El mercat borsari va començar a experimentar turbulències amb la correcció d'un 15% la setmana del 24 d'agost. La volatilitat de la renda variable està auto correlacionada: quan la volatilitat és elevada, es manté elevada durant un temps. Si fem una analogia, un mercat de renda variable volàtil és com un avió que travessa turbulències: aquestes es mantenen durant un temps, igual que la volatilitat del mercat d'accions.

Les **característiques actuals de la renda variable** contribuiran també a una més gran volatilitat. La valoració als EUA no és barata, amb un PER *forward* de 16,5; el creixement dels beneficis ha estat pla aquest any, i no pensem que els marges bruts de les empreses nord-americanes hagin de millorar, atès que estan ja en màxims històrics. Aquesta combinació de factors ens fa pensar que ha augmentat el risc de **retirades més importants de fons**. Aquest risc hauria de ser una raó d'inquietud per als inversors, atès que els podria empènyer a prendre decisions irracionals. Tots els inversors poden suportar un nivell determinat de pèrdues, i això fins que comencen a prendre decisions que perjudicaran el seu patrimoni: la més comuna és vendre quan el mercat està en mínims. Cada inversor hauria de conèixer el seu **nivell d'aversió a les pèrdues** per determinar una assignació òptima a la renda variable.

Alguns gestors d'actius entenen la importància de la volatilitat en la construcció de carteres, raó per la qual s'ha observat un increment de la disciplina, com ara la paritat de risc, en què l'exposició a una classe d'actiu depèn del seu nivell de volatilitat: l'exposició a renda variable de la cartera disminueix quan la seva volatilitat augmenta. Altres gestors d'actius consideren que la volatilitat pot utilitzar-se també com una classe d'actiu en ella mateixa, i hi recomanen una exposició permanent. Quan el mercat de renda variable baixa, la volatilitat sol pujar, i per tant una posició llarga a la segona és una bona font de diversificació.

La volatilitat no és necessàriament un factor negatiu per als inversors, atès que crea moltes més oportunitats per als operadors actius, els quals poden generar beneficis obrint i tancant posicions. Com més augmenta la volatilitat més ho fa també la dispersió dels rendiments entre accions, raó per la qual cal parlar més atenció a la selecció de valors i a l'anàlisi fonamental. Després de 6 anys de mercat alcista i una volatilitat extremadament reduïda, aquesta serà més alta en endavant. Tots els inversors haurien d'entendre les implicacions de la volatilitat i el seu impacte quant a l'exposició a renda variable. **L'horitzó temporal** continua sent el factor fonamental per a la construcció de la cartera. Així, per exemple, la probabilitat de tenir rendiments negatius en renda variable en un any és del 27%, però només de l'11% a cinc anys. A llarg termini, les accions continuen sent la classe d'actius més atractiva, però en temps de turbulències els inversors haurien d'**ajustar la seva exposició a aquesta classe d'actius** en funció del seu perfil i del seu horitzó temporal d'inversió.

Stephane Prigent, CFA
Analista Latam

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Una relació extrema

Des de juny de 2014 les matèries primeres han caigut fort, destacant les del petroli (-60%), el ferro (-25%) i el coure (-25%). Des de llavors podem identificar tres períodes: fortes caigudes fins al mes de desembre de 2014, estabilització fins al mes d'abril de 2015, i noves caigudes des de llavors. És més, en aquesta tercera etapa estem detectant que la relació entre els preus d'alguns actius relacionats amb les *commodities* i els preus d'aquestes és **extrema**. L'explicació la podem trobar en l'elevada incertesa sobre el preu futur de gran part de matèries primeres (en nivells molt elevats utilitzant la volatilitat implícita de les opcions sobre el preu del petroli) combinada amb un alt grau de palanquejament de les empreses petroleres/mineres, que ha pujat en els últims anys, i preocupa els inversors.

Aquesta relació extrema la varem veure al mercat de **renda variable** el passat setembre. Glencore, una companyia minera, va caure en un sol dia gairebé un 30%, després que un analista públicés una nota afirmant que, en cas de mantenir-se la debilitat dels preus de les matèries primeres, el valor la companyia seria pràcticament nul.

L'empresa, especialment exposada al mercat del coure, va registrar aquesta caiguda tot i que el coure va retrocedir en la jornada únicament un 1,40%. Els dies següents l'acció va rebotar amb força, situant-se per sobre del preu inicial.

En **renda fixa**, els actius relacionats amb les *commodities* també estan patint aparentment més d'allò que ho fa el subjacent, especialment els actius *high yield* (deute d'empreses amb poca qualitat creditícia) en USD de petroleres. Si durant la primera etapa el petroli va caure un 40% i l'índex de Bloomberg de *high yield* d'energia va perdre un 15%, a la tercera etapa hem vist com el petroli ha caigut un 25%, mentre que el *high yield* ha retrocedit un 17%.

Davant d'aquesta situació, en què la **relació** de les matèries primeres i alguns actius s'ha tornat **extrema**, recomanem prudència i un assessorament expert per aprofitar les oportunitats que es puguin donar.

Pablo Manzano
Analista de Macroeconomia

DIVISES

Atents als bancs centrals

Durant els últims trimestres, tal com esmentàvem a la secció *els ingredients de la volatilitat*, les accions dels **bancs centrals** (BC) han estat un dels principals generadors de volatilitat, especialment al mercat de divises. Així, hem assistit a canvis explícits en els objectius de tipus de canvi de dos dels principals bancs del món, el SNB (Suïssa) i el PBoC (Xina), que van produir turbulències a pràcticament tot l'univers de divises.

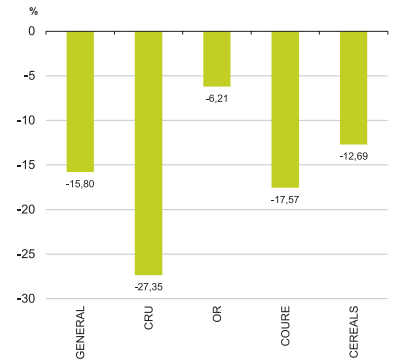
A l'espectre de divises hem vist també com aquells països on l'economia té importants vincles amb les **matèries primeres** han registrat una volatilitat durant els últims 6 mesos significativament superior a la registrada els darrers 5 anys. En aquest grup destaquen les monedes de Colòmbia, Malàisia i Noruega, amb un augment de la volatilitat, respectivament, del 70%, 40% i 20%. Menció especial mereixen els casos de Rússia i Brasil, que, a més de la seva vinculació amb les matèries primeres, tenen importants debilitats a la seva economia interna. En ambdós casos l'augment de la volatilitat ha estat del 50%, monedes de dues economies *top 10* mundials.

Per als propers mesos, el consens preveu que els **bancs centrals** dels EUA, i posteriorment d'Anglaterra, puguin els tipus oficials. Al mateix temps, els analistes no descarten que els bancs centrals de la Xina, l'eurozona i el Japó puguin prendre noves mesures expansives. Per tant, és aquest un brou de cultiu perquè els inversors prenguin posicions especulatives avançant aquests moviments (*shock 1*), amb la forta possibilitat que les expectatives no es compleixin totalment i agafin els inversors a contrapeu (*shock 2*). D'altra banda, continuem pensant que els mercats de **matèries primeres** continuaran tenint pressions a la baixa, la qual cosa afectarà la volatilitat de les divises de països lligats a aquests actius.

En aquest escenari, creiem que la volatilitat de les monedes continuarà la tendència ascendent dels últims anys, sent les monedes emergents les més mal parades en els moments, que seran molts, de gran incertesa.

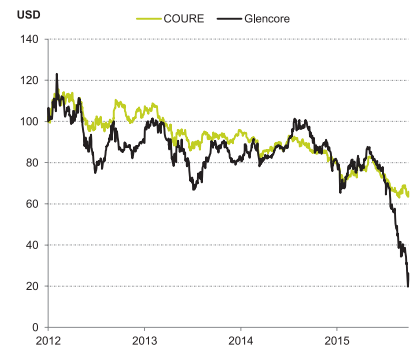
Pablo Manzano
Analista de Macroeconomia

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



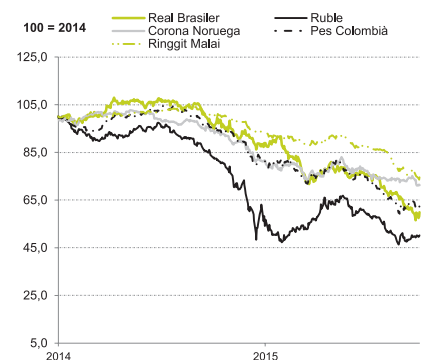
Font: Bloomberg

Coure



Font: Bloomberg

Monedes relacionades amb commodities



Font: Bloomberg

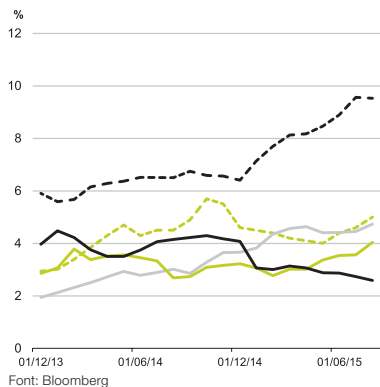
La debilitat de les matèries primeres ha pressionat a la baixa certes divises, i ha augmentat la seva volatilitat.

Tipus de canvi \$/€

% Variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	-1,22%	0,84%	-11,51%
Previsions	4T 2015	2015	2016
Consens:	1,08	1,08	1,05

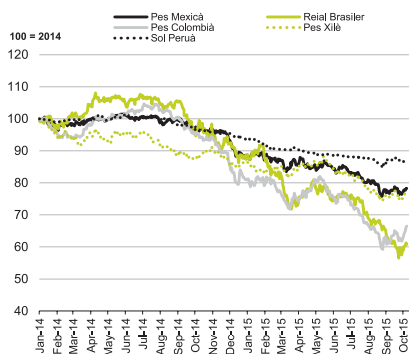
Llatinoamèrica

Inflació



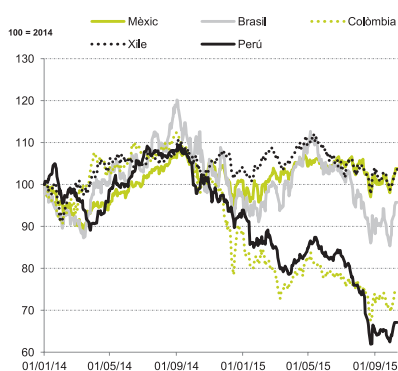
Els països hauran de contrarestar els efectes del "pass through" de la devaluació.

Divises



Les divises a l'Amèrica Llatina es van devaluar al pitjor nivell en 12 anys.

Borses



La renda variable es troba exposada a un contagi real i financer.

Volatilitat, el costat fosc de la globalització

La devaluació i la volatilitat monetària continuaran repercutint en la qualitat creditícia de governs, empreses i bancs a Llatinoamèrica. Els mercats van passar de ser complaents al pànic en temps rècord.

La **depreciació de les monedes** iniciada a mitjans del 2014 no es revertirà a curt termini, i algunes divises podrien debilitar-se encara més. Per acabar de complicar el problema, els mercats financers de Latam semblen respondre cada cop més a factors globals i no a factors específics, i és que la volatilitat no discrimina. Un període prolongat de volatilitat monetària i devaluació constitueix un factor creditici negatiu per als sobirans i les empreses de Latam, les quals han de fer front a necessitats de refinançament de deute denominat en dòlars. Els preus de les principals matèries primeres van patir l'impacte de la volatilitat dels mercats financers a la Xina, però principalment es van ajustar per shocks d'oferta.

Amèrica del Sud està molt més exposada a la **volatilitat dels preus dels productes bàsics** que Mèxic i Amèrica Central. La notícia és que a Latam hi ha diversos països que poden bregar amb aquests "costats foscos" de la globalització financera, mentre que d'altres no poden. Alguns han adoptat polítiques anticíclics consistents, però aquestes polítiques afectaran el creixement.

Que la volatilitat, el soroll, la incertesa i el pànic no ens impedeixin veure el bosc. Dit això, no tots els arbres són iguals.

Xile és l'exemple més eloqüent, però també ho és el cas de Perú i Colòmbia. D'altra banda, Argentina, Veneçuela, Equador, i d'alguna manera Brasil, van adoptar mesures dubtoses que posen en risc la confiança dels inversors. La volatilitat als preus dels productes exportables pot ser molt costosa en cas d'absència d'una gestió responsable. **El tipus de canvi flotant**, la independència del banc central, el nivell de reserves internacionals i l'accés als mercats de capitals locals alleujarà la tensió. Els governs podran capitalitzar l'aprofundiment dels mecanismes d'estalvi i inversió local, la qual cosa redueix la dependència del deute en moneda estrangera.

Els fons de pensions locals han crescut i es poden convertir en proveïdors de liquiditat i inversió a mitjà i llarg termini. A Xile, els fons equivalen a un 70% del PIB i a països com ara Perú, Colòmbia i Mèxic s'estan acostant al 15% del producte.

A la regió tindrem tipus més altes durant els propers 6 a 12 mesos, que afectaran el nivell de creixement. Latam està fent front actualment a una combinació d'aguts shocks externs negatius. Les pressions del mercat de moneda continuaran i la necessitat de preservar les **metes d'inflació** poden requerir en breu estrènyer les condicions monetàries a la regió, tot i que això signifiqui una caiguda de l'ocupació. Així ho ha fet Brasil i darrerament Perú i Colòmbia. Això passa a tota la regió, la qual cosa marcaria una resposta diferent de la que vam veure a la crisi global financera del 2008, quan els bancs centrals van baixar les taxes. L'augment dels tipus d'interès internacional i local serà un vent en contra per a l'economia. Els països que van esgotar el marge del maneig fiscal hauran de fer un ajust molt fort per recuperar la credibilitat, entre ells Brasil, Argentina, Equador i Veneçuela. Veurem una **contracció molt gran de la demanda agregada**. No obstant això, no hi ha risc d'una crisi generalitzada atès que molts països compten amb més força macroeconòmica i reserves que en el passat, i amb més eines a la seva disposició. Entre aquestes, cal dir que els mercats han desenvolupat instruments de derivats que permeten minorar els efectes de les devaluacions de tipus i mercats de futurs com els utilitzats per Mèxic per fixar **el preu del petroli**. Els bancs centrals estan utilitzant derivats per intentar disminuir la volatilitat sense vendes agressives de dòlars per intentar donar alguna estabilitat als mercats sense intervencions, com en el passat.

Raúl Ponte
Responsable de Renda Fixa Latam

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; per tant, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni els seus analistes garanteixen ni es responsabilitzen 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 més gran 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 constitueixen 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 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 risc considerable i requereix d'un seguiment constant de les posicions actuals. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes, empleats o directors 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 y supervisada pel Banco de España i per la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversors dels EUA:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Beta Capital Management LLC, entitat autoritzada, regulada i supervisada per l'Estat de Florida i per la US Securities and Exchange Commission;
- **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 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 del Paraguai:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Valores Casa de Bolsa SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Comisión Nacional de Valores de Paraguay;
- **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



Crédit Andorrà
Financial Group
