

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

L'any del "clic"?

Creiem que el 2016 serà una repetició de l'any que acabem, però amb més volatilitat. Ens preocupa que els bancs centrals, els millors amics dels mercats aquests darrers anys, hagin esgotat el seu arsenal. Recomanem barrejar posicions de risc amb liquiditat abundant.

Deia John Kenneth Galbraith que entre els qui es dediquen a fer pronòstics n'hi ha de dos tipus: els qui no en saben, i els qui no saben que no en saben. Una reflexió que un servidor intenta no oblidar quan, per aquestes dates, toca desempolsegat la bola de vidre per mirar d'esbrinar què ens portarà l'any entrant.

Ser conscient que el futur és imprevisible resulta útil no només per mantenir la humilitat necessària, sinó també per posicionar les carteres correctament. Ens sembla imprescindible construir-les perquè puguin resistir mínimament als imprevistos. No hi ha res més poderós que l'interès compost. Invertir 10.000 € avui al 6% (fins no fa gaire era un retorn normal per a rendiments a llarg termini, quina època!) durant 40 anys donarien 24.000 € en interessos bruts (molt menys si descomptem els pagaments per impostos) si es retiren els cupons a mesura que es cobren. Reinverteixi'ls i tindrà 102.857 € al final dels 40 anys. La mala notícia és que aquest poder actua també en sentit contrari. Una gran pèrdua resulta després molt difícil de recuperar. Una caiguda del 50% del patrimoni requereix posteriorment un 100% de rendiment només per tornar al punt de partida. La prudència és el millor aliat d'un inversor a llarg termini.

Per al 2016, aquest consell sembla el més recomanable. Per més que el futur no es pugui predir, hi ha certes coses que podem donar (gairebé) per segures. No esperem taxes d'inflació substancials (sostingudes, és clar, l'economia funciona en essences, alternant dades bones i dolentes; el que importa és la tendència). Un seguit de factors -excés de deute, canvi demogràfic, desacceleració emergent, canvi tecnològic, augment de la desigualtat social, etc.- s'alien per mantenir tots dos continguts. Sense marge de maniobra fiscal -per excés de deute públic- els bancs centrals continuen sent els únics amb capacitat de reacció.

Pensem que tampoc ells no poden fer gaire més. Després d'anys de diversos experiments, la veritat és que la recuperació econòmica és molt feble i que el problema que va originar l'última crisi (excés de deute) s'ha agreujat (57 bilions de dòlars afegits des del 2007). Els bancs centrals són crítics a l'hora de determinar el posicionament per al 2016 perquè creiem que són els principals responsables que els inversors s'hagin mostrat tan predisposats a assumir risc. Les valoracions actuals de la majoria dels actius no donen gaire marge d'error. Si aquest interruptor fictici (risc "obert" o "tancat") es tanca (el "clic" al qual fa referència el títol), les correccions podrien ser considerables.

No s'espantin encara. Tot i que ho considerem el principal risc, no creiem que es produeixi durant l'any que comença. D'allò que estem convençuts és que les mesures que anuncien els bancs centrals tindran cada cop menys capacitat per fer pujar els mercats, cosa que assegura que les turbulències -sempre n'hi ha- siguin encara més pronunciades. Per això creiem que és òptim combinar actius de risc amb liquiditat abundant, i ser especialment actius tàcticament. Utilitzarem caigudes de preu per afegir-hi risc, farem el contrari en els rebots. En renda fixa, malgrat que entenem que poden continuar les apreciacions, no ens convenç gens la ràtio rendibilitat/risc, i preferim la renda variable, afavorint a la borsa europea i japonesa. I mantinguin liquiditat, per molt baix que sigui el retorn. Gràcies a la liquiditat podrem aprofitar les oportunitats que, de ben segur, aniran sorgint.

David Macià, CFA
Director d'Inversions

Estratègia

Asset allocation (1T2016)

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

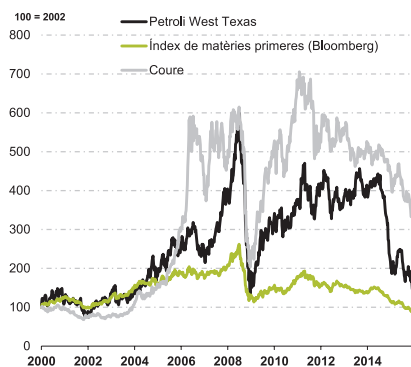
Petroli	▶
Or	▶

Divises

EUR/USD	▶
---------	---

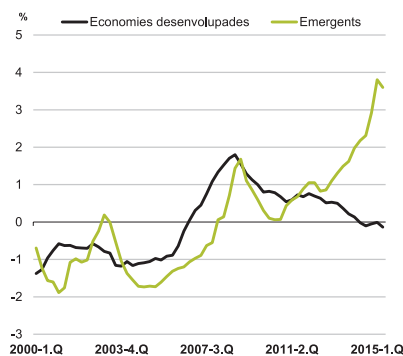
Situació macroeconòmica

Principals índexs de matèries primeres



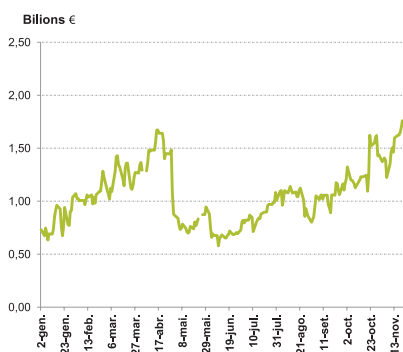
Els preus de les matèries primeres han caigut amb molta força durant els últims trimestres.

Ràtio de servei del deute (respecte a la mitjana històrica)



Segons la ràtio de servei del deute, els països emergents estan en una pitjor situació relativa que els països desenvolupats a l'inici de la crisi financera del 2008.

Bons sobirans europeus amb yield negativa



Abans de l'última reunió del BCE, al desembre, prop de 2 bilions d'euros de deute sobirà europeu cotitzaven amb tipus d'interès negatius.

Matisos grisos per al 2016

De cara a l'any que ve, creiem que les economies desenvolupades seran el principal motor global, però es veuran alentides pels països emergents, que s'enfronten a problemes derivats de la desacceleració a la Xina, l'excés d'endeutament i la generació de desequilibris financers mundials.

En general res no és blanc o negre, tot té matisos; l'economia mundial que esperem per al 2016, també.

Matisos positius, com ara la recuperació de l'economia europea, que malgrat els riscos polítics, continua millorant i encadena ja 10 trimestres consecutius de creixement econòmic i una taxa d'atur en descens des del març del 2013. També veiem en positiu l'economia dels EUA, que es continua expandint, i recentment ha assolit una taxa d'atur que la pròpia Fed, el banc central dels EUA, considera d'equilibri en el 5%. Malgrat que alguns sectors, especialment els relacionats amb l'exportació i el petroli, afectats per l'apreciació del dòlar i per la caiguda del cru, no estiguin passant pel seu millor moment, el sector serveis, que representa el 80% del PIB americà, dona senyals de fortlesa. Un raonament similar va seguir la Fed, quan fa unes setmanes va decidir pujar per primera vegada els tipus d'interès.

Però també esperem **matisos negatius** per a aquest 2016; de fet, en destaquem tres. En primer lloc, la **desacceleració de la Xina**. Els efectes ja són evidents, el principal comprador de matèries primeres del món està tirant els preus per terra. La seva economia està canviant de model productiu (en altres paraules, de cada iuan addicional que gasta la Xina, la major part es destina a comprar iPhones en comptes d'invertir en la construcció de preses), i si bé això no necessàriament ha de ser *per se* una cosa negativa, comporta riscos per a l'economia mundial. Així, un canvi de model productiu massa ràpid (com sembla el cas, si observem la forta caiguda dels preus de les matèries primeres els darrers anys), pot ferir de mort algun dels països que han subministrat al gegant asiàtic els materials necessaris per realitzar inversions en infraestructures, principalment a països emergents.

Un altre element negatiu és l'**endeutament**. Després de la crisi financera de 2008, derivada de l'excés d'endeutament de les economies desenvolupades, els països han continuat augmentant els seus coeficients de deute. Així, des del 2008, els països desenvolupats han augmentat la ràtio de

deute en 36 punts percentuals del PIB, la major part de l'augment del deute del govern, mentre que els països emergents ho han fet en 50 punts percentuals, i les empreses són les que han acumulat la major part d'aquest deute. A més a més, un element diferenciador de tots dos casos és el fet que gran part del deute emergent s'ha emès en moneda estrangera, en dòlars, cosa que fa el problema encara més gran després de les fortes depreciacions de les seves monedes. A més a més, si atenem al cost de servei del deute, els països emergents es troben en pitjor posició que els desenvolupats el 2008.

Per acabar, ens preocupa el fet d'estar veient cada cop més situacions en què les teories financeres i econòmiques deixen de funcionar a causa de les mesures extraordinàries dels **bancs centrals**, la qual cosa podria facilitar l'acumulació de nous desequilibris financers, els quals, en cas d'esclatar, afectarien en major mesura els més febles, és a dir, els emergents. Així, estem veient casos en què la teoria de la paritat coberta dels tipus d'interès deixa de complir-se, moments en què la corba *swap* es situa per sota de la corba sobirana (cosa estranya, perquè els governs tenen menys risc que els bancs), i situacions en què els tipus d'interès negatius deixen de ser quelcom extraordinari (a principis de desembre era el 33% del deute sobirà europeu).

Per tant, un panorama de matisos per al 2016, tot i que en la nostra opinió impera el gris, derivat dels riscos que hem esmentat i que afecten els emergents majoritàriament.

Pablo Manzano
Gestor de Renda Fixa

Renda fixa

La fi del ZIRP (Zero Interest Rate Policy)

Finalment, la Reserva Federal dels EUA ha començat a pujar el seu tipus d'interès de referència per primera vegada en 9 anys. El preu dels bons dependrà en gran mesura de com de ràpides i profundes siguin les pujades, cosa que estimularà riscos i oportunitats per als inversors actius en renda fixa.

La major divergència entre les polítiques monetàries que s'espera que apliqui la Fed i l'actitud més acomodaticia del BCE o del BoJ, sumades a la incertesa sobre el creixement econòmic, provoquen un increment comprensible de dubtes entre els inversors.

En un món que ha estat inundat de liquiditat durant la darrera dècada i que ha ajudat a impulsar els preus dels actius, **la qüestió central que es planteja en aquest moment és com els mercats financers reaccionaran davant la retirada dels estímuls i, en el cas concret dels bons, com digerirà l'actiu la pujada dels tipus.** De moment el mercat ja recull un preu entre 2-3 pujades addicionals al 2016.

“La divergència monetària augmenta la volatilitat i els riscos, per tant toca ser prudents”

Em ve a la memòria la frase atribuïda a John Maynard Keynes: **“El mercat pot ser irracional més temps del que vostè pot ser solvent”.** En aquest entorn haurem d'augmentar la prudència i disposar d'actius líquids per aprofitar les oportunitats que sens dubte aniran sorgint.

Els inversors de renda fixa s'enfronten al repte de generar retorns des de diferents estratègies que permetin superar el baix rendiment del mercat. Aquestes accions, si bé poden ser més sofisticades, han de complementar la cartera de bons basada en una estratègia *buy-and-hold* (comprar l'actiu i mantenir-lo fins al venciment). Segurament la gestió de la renda fixa s'ha tornat més complicada, alhora que la demanda es manté elevada gràcies en bona part a diferents factors.

La demografia, amb més persones que precisen aquesta tipologia d'actius, o els requeriments reguladors que miren de reduir els riscos sistèmics i que augmenten la preferència per la renda fixa davant d'altres actius, en serien bons exemples.

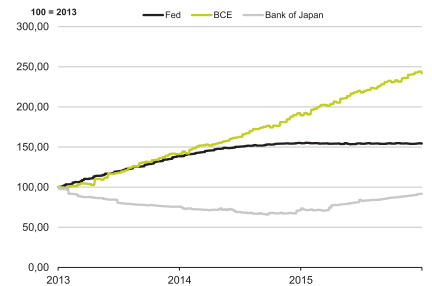
Pensem que **la combinació d'estratègies actives i passives a la cartera, juntament amb la flexibilització de l'univers d'inversió, la diversificació dels actius i la gestió de la duració seran les claus de la gestió de la renda fixa** per als propers anys. Cada cop es fa més important un rigorós control del risc de les diferents posicions per al seu seguiment i control.

Com podem fer front al 2016, en què la pujada dels tipus i el seu efecte sobre els preus anirà de la mà, principalment, de com evolucionin les dades sobre creixement i inflació? **En la selecció de bons haurem d'aplicar la “micro inversió”,** un estil de valor que cerca oportunitats d'inversió en bons que cotitzen per sota del seu valor intrínsec. Durant l'any que s'acaba hem assistit a turbulències tant en bons *Investment Grade* com *High Yield*, i aquest augment dels *spreads* fa més atractius alguns emissors sota el binomi rendibilitat/risc.

També ens agraden els **bons indexats a la inflació**, que ja descompten un escenari d'inflació molt baixa. Una altra alternativa que ens plantejem són els **bons subordinats financers europeus** que són els millor posicionats davant la cerca de *yield*, afectats per l'entorn regulador i amb una rendibilitat superior a la del dividend del mateix emissor. Per acabar, aconsellem anar incorporant **bons amb cupó flotant als EUA** que protegeixen del risc que el cicle de pujada de tipus continuï, i acabi definitivament amb el ZIRP.

Josep Ma Pon, CIIA
Responsable de Renda Fixa

Balanç de Bancs Centrals



Font: Bloomberg

La divergència monetària augmenta la volatilitat i els riscos, per tant toca ser prudents.

Tipus oficials:

previsions de consens de mercat (%)

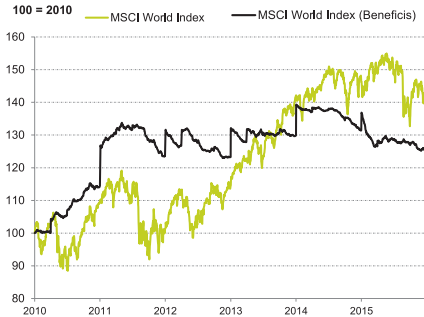
	31/12/15	1trim'16	2trim'16	3trim'16
Zona Euro	0,05	0,05	0,05	0,05
EUA	0,50	0,65	0,85	1,05
Regne Unit	0,50	0,55	0,70	0,80

Tipus d'interès: variacions (%)

	31/12/15	Darrers 3 mesos	Darrer any
Zona Euro			
Euribor 3 mesos	-0,13	-0,09	-0,21
Bund 10 anys	0,63	0,12	0,09
EUA			
US Libor 3 mesos	0,61	0,29	0,36
US 10 anys	2,27	0,28	0,10
Regne Unit			
GBPLibor 3 mesos	0,59	0,01	0,03
Gilt 10 anys	1,96	0,26	0,20

Renda variable

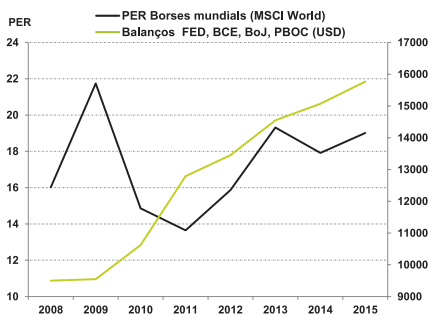
Borses mundials



Font: Bloomberg

Des del 2012 fins al 2014, els beneficis de les borses mundials s'han estancat, mentre els mercats mantenien la tendència alcista.

Bancs Centrals i borses



Font: Bloomberg

La correlació entre l'expansió dels balanços de les borses mundials després de la crisi de 2008 i la valoració dels mercats és patent.

Els beneficis han de prendre el relleu dels Bancs Centrals

Les valoracions dels mercats borsaris, suportades en les polítiques expansives dels bancs centrals, han assolit nivells per sobre de la seva mitjana històrica. Els beneficis empresarials han de prendre el relleu per tal que les borses mundials puguin mantenir la tendència positiva.

Els mercats financers han dedicat l'any 2015 a seguir la direcció de les polítiques monetàries dels diferents Bancs Centrals. La tasca no semblava complexa a priori, atès que tots remaven en la mateixa direcció, intentant accelerar el motor d'una economia global llastrada per l'excés pes d'un deute que, lluny de reduir-se, no ha deixat de créixer des de la crisi del 2008. La incògnita que calia desvetllar era simplement la quantitat de massa monetària que s'injectaria en l'economia. Tanmateix, la realitat ha estat diferent.

Les polítiques monetàries expansives empenyen els inversors a pagar més per uns creixements de beneficis històricament baixos, buscant una rendibilitat més i més escassa. Això és el que es coneix com expansió de múltiples (preu sobre beneficis): els inversors, a través dels beneficis, recuperen la seva inversió en un termini més llarg, i obtenen a canvi un rendiment esperat superior al d'altres actius.

El PIB mundial creixerà llastrat per la feblesa dels països emergents, que representen al voltant del 57% del PIB mundial, víctimes d'excessos recents i amb la Xina com a màxim exponent, compensat parcialment per una economia nord-americana que creix prop d'un 2%. Mentrestant, la inflació sembla continguda per factors conjunturals, però també estructurals.

Els bancs centrals continuaran donant suport als mercats financers tot i que, després de més de 700 baixades dels tipus d'interès i milers de milions d'estímuls monetaris, comencen a veure limitat el seu marge de maniobra. No hem de descartar que, a mitjà termini, haurem de fer front a un escenari en què la seva credibilitat es pugui posar en dubte si l'economia no recupera la sendera del creixement.

En aquest entorn de creixements baixos, menors estímuls monetaris i valoracions ajustades (només en un 20% de la història, des del 1800, les borses mundials han estat més cares), adquirirà una importància capital la correcta selecció de les nostres inversions. Per poder invertir millor en aquest complicat entorn, pensem que la compra d'actius, només si estan per sota del seu valor teòric, fillosa coneguda com *Value Investing*, aporta la disciplina i els fonaments més sòlids. Els moviments tàctics permetran també aprofitar la volatilitat que, de ben segur, estarà present als mercats el 2016, atès que seguir el solc dels banquers centrals no sembla suficient.

En paraules de Winston Churchill: "Evito sempre predir per endavant, perquè és molt més fàcil fer-ho a posteriori". Desconèixer el futur no ens ha d'impedir d'avaluar els riscos més importants per a les nostres inversions.

Els inversors hauran de centrar la seva atenció en l'evolució dels beneficis empresarials

La decisió de la Reserva Federal en la seva reunió del 16 de desembre, després de 84 mesos de política monetària expansiva, de pujar els tipus d'interès, pot marcar un punt d'inflexió que porti els inversors a centrar la seva atenció en l'evolució dels beneficis de les empreses cotitzades, i a ser més selectius en allò que estan disposats a pagar.

El creixement del PIB (vendes) i la inflació (preus) determinen la tendència dels beneficis. Segons les estimacions d'organismes internacionals, el PIB mundial creixerà un 3,4% el 2016, mentre que la inflació ho farà per sota del 2%.

		Q4 %	2015 %	
EUA	S&P 500	2.044	6,45%	-0,73%
	DJ Indus. Avg	17.425	7,00%	-2,23%
	NASDAQ 100	4.593	9,86%	8,43%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 €	3.268	5,38%	3,85%
	França (CAC 40)	4.637	4,08%	8,53%
	Espanya (Ibex 35)	9.544	-0,16%	-7,15%
	RU (FTSE 100)	6.242	2,98%	-4,93%
	Alemanya (DAX)	10.743	11,21%	9,56%
	Suïssa (SWISS)	8.818	3,58%	-1,84%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	21.418	0,58%	12,66%
PAÏsos Baixos (AEX)	442	4,91%	4,09%	
JAPÓ	TOPIX	1.547	9,65%	9,93%
	NIKKEI 225	19.034	9,46%	9,07%
EMERGENTS	Mèxic	42.978	0,81%	-0,39%
	Brasil	43.350	-3,79%	-13,31%
	Argentina	11.675	18,96%	36,09%
	Xina	3.539	15,93%	9,41%
	Índia	26.118	-0,14%	-5,03%
	Corea	1.961	-0,08%	2,39%
	Rússia	1.761	7,21%	26,12%

Alfredo Álvarez-Pickman
 Director d'Estratègia & Advisory, Banco Alcalá

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Sobreoferta crònica

Sobreoferta, efectivament, és la clau per al proper any en matèries primeres. “La sobreoferta del petroli porta els inventaris a nivells rècord i els preus a mínims”, “La sobreoferta persistent de metalls preciosos mantindrà els guanys de les mines pel terra durant un temps”. Aquests podrien ser exemples de titulars de diaris financers. Considerem que **és el punt crucial que determinarà el preu de les matèries primeres el 2016**. Però, què hi ha rere aquesta situació? És reversible? Hi ha alguna matèria primera que se salvi de la crema?

Pel que fa al petroli, l'increment de l'oferta s'explica, en gran part, per l'impuls del mètode **fracking**, que ha **col·locat els EUA a la primera posició mundial de països productors** (en només 5 anys ha augmentat un 70% la seva producció). La decisió del Congrés dels EUA d'aixecar la prohibició d'exportar petroli (en vigor des de fa 40 anys), i la reiterada negativa de l'OPEP d'abaixar els nivells de producció no sembla que provocarà els ajustos de producció que tant desitja la indústria.

Aquests ajustos són senzillament necessaris també en els productors de la resta de matèries primeres, i, en el seu cas, hi ha hagut també avenços tecnològics que rebaixin el cost de producció? Sí, n'hi ha hagut, però la sobreoferta serà una constant perquè la demanda també està en declivi, **la Xina ha “matat” el súper cicle de les matèries primeres**.

Diversos factors limiten l'augment dels preus de les matèries primeres. D'una banda, la Xina, **el país que més matèries primeres demanda, desaccelera el seu creixement**; de l'altra, l'apreciació del dòlar davant les divises de països productors s'intensifica amb les pujades de tipus de la Fed. Un panorama gens falaguer per a les matèries primeres.

I encara que el sentir del mercat hagi perdut interès en l'or, no oblidin el metall daurat com a refugi per afrontar futures turbulències en els mercats.

Miguel Ángel Rico
Analista d'inversions

DIVISES

2016: volatilitat i iuan

Durant el 2016 creiem que la **volatilitat** continuarà al mercat de divises, igual que durant el 2015, any en què algunes monedes han perdut prop d'un 35% del seu valor davant l'USD. La major part dels ingredients continuen presents: i) feblesa del preu de les **matèries primeres**, fonamentals per a l'estabilitat econòmica d'alguns països emergents, ii) elevada activitat per part dels **bancs centrals**, amb el BCE que continua aplicant mesures d'estímul, i la Fed apujant els tipus d'interès, i iii) incertesa sobre el rumb que seguirà la **Xina**, país que ha estat el principal motor econòmic del món els darrers anys.

Un altre dels fets que destaquem del 2016 és que el **cistell de monedes del FMI**, també conegut com “drets especials de gir”, inclourà el iuan xinès, que s'unirà a l'euro, al dòlar americà, a la lliura esterlina i al ien japonès. Les conseqüències inicials han sorprès gran part dels analistes, que esperaven que aquesta decisió comportés una apreciació de la moneda, derivada d'una més gran demanda del iuan. Tanmateix, des de la decisió del FMI a finals de novembre, el iuan s'ha depreciat més d'un 1% davant

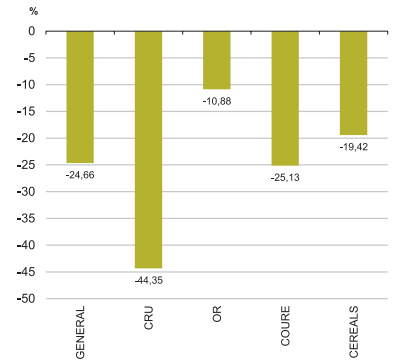
del USD.

Això pot obeir al fet que un dels **requisits** per formar part del selecte club de monedes del FMI és que el valor de la **moneda es determini per les forces del mercat** (en comptes de ser fixada “a dit” per part de les autoritats). Per tant, a mesura que la Xina s'adapti a un règim més flexible, i persisteixin **forces que depreciïn el iuan** (actualment destaquen la política monetària expansiva, la desacceleració econòmica i un tipus de canvi efectiu real en màxims històrics), aquest es podria debilitar encara més. De fet, des del mes d'agost, les reserves en USD del banc central xinès han caigut de 4 bilions d'USD a 3,5, i es presumeix que la diferència s'ha utilitzat per defensar la moneda.

Per tant, de cara al 2016 destaquem aquests dos esdeveniments: continuïn esperant una forta **volatilitat** al mercat de les divises, i estiguin molt atents a com la **Xina** gestiona la flexibilització del seu sistema per fixar el tipus de canvi.

Pablo Manzano
Gestor de Renda Fixa

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



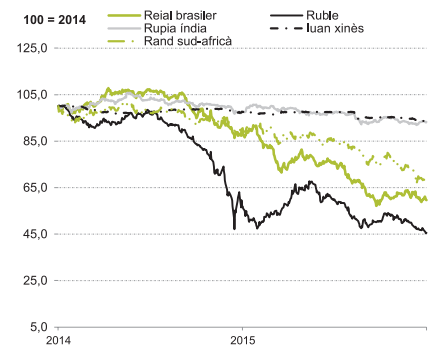
Font: Bloomberg

Coure



Font: Bloomberg

Iuan & BRICS



Font: Bloomberg

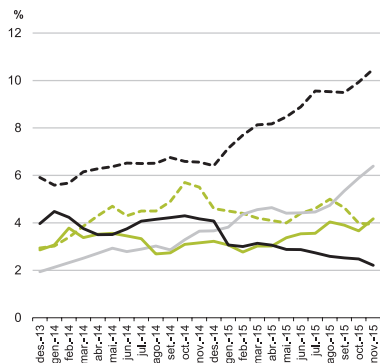
Per ara, la depreciació del iuan xinès és molt moderna comparada amb els altres membres del BRICS.

Tipus de canvi \$/€

% Variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	2,65%	-3,34%	-10,20%
Previsions	1T 2016	2016	2017
Consens:	1,05	1,06	1,10

Llatinoamèrica

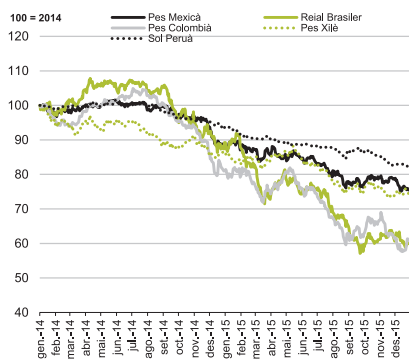
Inflació



Font: Bloomberg

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

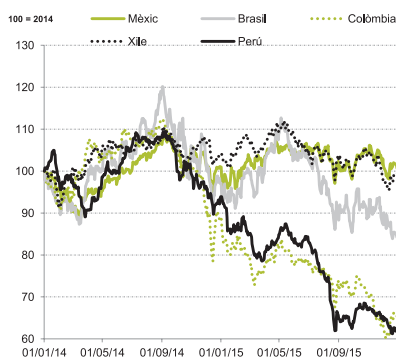
Divises



Font: Bloomberg

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

Borses



Font: Bloomberg

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

Massa aviat per anomenar-lo punt d'inflexió

L'Amèrica Llatina continua sent víctima de la deflació de la bombolla de matèries primeres que va començar fa 5 anys. Hi ha indicis per a l'esperança i el seu valor està augmentant, però encara és (massa) aviat per parlar de recuperació.

El 2015 ha estat un any malaurat per a l'Amèrica Llatina. La caiguda del súper cicle de matèries primeres s'ha intensificat, impulsada per més indicis de la desacceleració xinesa i per un mercat de petroli massivament excedentari. Per si fos poc, la incertesa política i els escàndols de corrupció s'han afegit a la pressió. Com a conseqüència, les divises llatinoamericanes han baixat més del 20% i la borsa de valors d'aquesta zona ha caigut més d'un 30% en termes de dòlars nord-americans.

Dit això, hi ha raons per a l'esperança. La forta devaluació d'actius ha creat valor. I, el que és més important, el punt de mira ha començat a canviar, passant d'economies calamitoses a la política. Les bones notícies arriben des de l'**Argentina**, on la proclamació de Mauricio Macri com a president ha obert la porta a reformes desesperadament necessàries.

Els mercats van aclamar el canvi de govern, si bé la implementació de les reformes necessàries serà extremadament complicada. La liberalització de fluxos de capital i de tipus d'interès requerirà una forta devaluació de la moneda, xifrada en més d'un 40%. La inflació resultant (35%+) i els ajustos fiscals necessaris podrien perfectament conduir el país a una altra recessió.

Al **Brasil**, els resultats i els terminis dels procediments de destitució són molt incerts. De moment, sembla que el president compta amb vots suficients al congrés com per continuar al càrrec. Entretant, les batalles polítiques i els escàndols continuats de corrupció paralitzaran encara més el país i empitjoraran la situació fiscal, la qual cosa provocarà segurament més rebaixes de la seva qualificació sobirana.

A **Veneçuela**, la victòria de l'oposició a les eleccions legislatives és encoratjadora, si bé és poc probable que es produeixi un canvi de règim polític de manera immediata. I, el que és més important, el clima persistent de preus baixos del petroli continuarà deprimint el panorama econòmic del país.

En general, la feblesa dels preus de les matèries primeres i la pujada dels tipus als EUA podrien conduir a un major deteriorament econòmic de la regió. **Perú** i **Xile** continuaran patint els baixos preus del coure. **Colòmbia** és una altra de les víctimes dels baixos preus del petroli. El seu feble compte corrent podria generar més depreciació de la moneda i intensificar la pressió inflacionària. Els ajustos fiscals i monetaris necessaris provocaran un creixement econòmic molt més lent.

“La feblesa continuada del preu de les matèries primeres podria conduir a un major deteriorament econòmic”

L'únic punt positiu és **Mèxic**. Els seus mercats i la seva moneda han patit la caiguda dels preus del petroli i el sentiment negatiu cap a la regió en general, però Mèxic continua sent el beneficiari principal del sòlid creixement econòmic dels EUA i ha recuperat la seva competitivitat manufacturera, a diferència de molts dels seus col·legues asiàtics.

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; 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
