

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

Risc polític

Amb la macro en mode “pausa”, els inversors tenen per davant un calendari polític molt intens amb el que distreure’s. Avaluats un a un, cap dels riscos damunt la taula ens sembla que pugui acabar en escenaris realment adversos per als mercats. Tots junts, aconsellen cautela.

No ens faltaran esdeveniments properament en els quals el factor polític serà comú denominador. Eleccions americanes on treu el cap en Trump, un referèndum a Itàlia que podria acabar amb la dimissió d'en Renzi, Espanya dirimint si haurà de celebrar unes terceres eleccions, i un 2017 on es celebraran comicis a Holanda, França i Alemanya. No són poca cosa. Sumin-hi el soroll que s'anirà generant a mesura que es vagi concretant la ruta de sortida de la UE del Regne Unit. Podríem seguir ampliant la llista (Grècia, Portugal, Àustria, Hongria, Síria, Putin, Iran, Corea del Nord,...), però ja només l'anterior hauria de ser suficient per desmoralitzar al més optimista.

No obstant, **analitzats un a un, els riscos als que ens enfrontem no ho són tant.** Per començar amb el més vistós, una victòria d'en Trump sense dubte desencadenaria molta volatilitat, per la inconsistència de les seves propostes i la impredictibilitat del seu histronisme. Superada la sorpresa inicial, creiem no obstant que els inversors es replantejarien les vendes. Amb majoria republicana a la càmera de representants gairebé assegurada, en Trump podria rebaixar impostos i reduir regulació, fet que hauria de provocar un impuls en el creixement econòmic a curt termini, si bé a costa d'un salt en el deute públic. Les seves polítiques migratòries o anti-globalització són difícilment implementables i fan olor a representació de cara a la galeria (no faltaran paraules i actes simbòlics, però segur que no es poden deportar a milions de persones ni Mèxic pagarà la construcció de cap mur). Això si guanya en Trump, que no ho sembla. No oblidin que qui guanya a un estat es queda amb tots els escos. Amb els percentatges d'intenció de vot igualats, la Hillary Clinton té una probabilitat de ser presidenta del 70%, mentre escrivim aquestes línies.

Tal vegada sigui en Trump el risc estrella, però a la llista abans enunciada

predominen els europeus. Tampoc aquí ens hauríem d'espantar, segons la nostra opinió. Un eventual no al referèndum a Itàlia (ara les enquestes estan al 50%) podria portar a la renúncia d'en Renzi, però no necessàriament a noves eleccions. És més probable un govern de transició que intenti canviar el sistema electoral. Sense la reforma del Senat, i amb la llei que atorga majoria al partit guanyador a l'altra càmera recorreguda, Itàlia té un sistema bicameral totalment proporcional, fet que a la pràctica significa que és gairebé impossible governar. Encara que es celebressin eleccions, ningú aconseguiria majories suficients. Molt menys convocar referèndums sobre la pertinència a l'euro (com promou en Beppe Grillo, i que és el que de veritat inquietaria els inversors), que a sobre són inconstitucionals per als acords internacionals. I encara que es convoquessin, les enquestes segueixen indicant recolzament majoritari a l'euro. D'altra banda, desgraciadament els mercats s'han acostumat al desgovern italià. Preocupa també que les eleccions del 2017 a França duguin en Le Pen a la presidència, però si bé és molt probable que guanyi la primera volta, és igualment improbable que aconseguixi guanyar a la segona. A Alemanya preocupa l'ascens de l'anti-europeista AfD, però s'exageren les seves opcions: no superen el 14% en intenció de vot. El “Brexit” el vam comentar suficientment a l'anterior número, i només caldria repetir que no creiem que s'acabi amb una sortida no amistosa, i que en qualsevol cas, el perjudicat seria més aviat el Regne Unit i no el vell continent.

En definitiva, doncs, creiem que haurem de **preparar les carteres per a la volatilitat** que està a punt de venir, **tenint a mà també la llista de la compra:** a priori creiem que no hauria de ser el risc polític el que desencadeni tendències baixistes en els actius de risc.

David Macià, CFA
Director d'Inversions

ÍNDEX

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

Estratègia

Assignació d'Actius (4T2016)

- Monetari 
- Renda fixa 
- Renda variable 

Renda fixa

GOVERN:

- EUA 
- Eurozona 

GRAU D'INVERSIÓ:

- EUA 
- Eurozona 





HIGH YIELD:

- EUA 
- Eurozona 

MERCATS EMERGENTS:

- 

Renda variable

- EUA 
- Eurozona 
- Japó 
- Emergents 

Matèries primeres

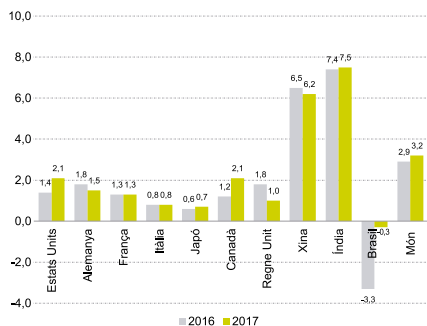
- Petroli 
- Or 

Divises

- EUR/USD 

Situació macroeconòmica

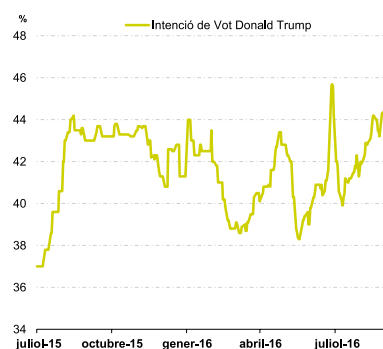
OCDE: Estimacions PIB Real 2016 - 2017



Font: OCDE

L'economia global segueix creixent per sota del seu potencial, il·lustrada pels alts nivells d'endeutament, el que la fa més vulnerable a qualsevol esdeveniment inesperat.

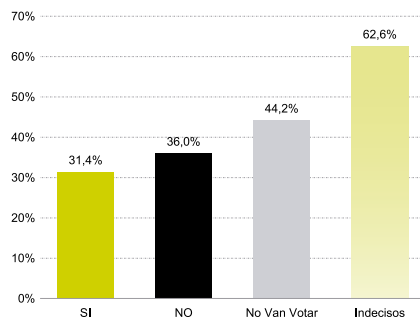
Intenció de vot Donald Trump



Font: Bloomberg

El percentatge de vot de Donald Trump ha anat en augment a mesura que s'apropen els comicis del 8 de novembre als Estats Units.

Intenció de vot Referèndum Itàlia



Font: EMG Acqua, Bloomberg

Les últimes enquestes sobre el referèndum a Itàlia mostren una certa avantatge del no, si bé hem de destacar l'elevat percentatge de votants indecisos que mostren les últimes dades publicades, fet que dificulta poder anticipar un resultat.

Efectes de la inestabilitat política

La incertesa política afecta als agents econòmics, que retarden les seves inversions fins tenir un horitzó més clar, o veuen en risc les ja realitzades per canvis reguladors o fiscals.

Un dels mantes tradicionals dels mercats financers és que aquests detesten la incertesa. Acostumen a estar associats a un sentiment de major aversió al risc davant un panorama desconegut, però els factors fonamentals són la clau. El risc polític, després del referèndum britànic, s'ha elevat i s'ha convertit en la **principal preocupació dels inversors** de cara als propers dotze mesos.

Dos són els riscos fonamentals per l'economia dels riscos polítics. El primer, els **dubtes que provoca en els agents econòmics** un escenari polític incert a l'hora d'invertir en el país. El segon, les potencials conseqüències (reguladores, impositives, financeres) que puguin sorgir depenent del resultat que es produeixi. No podem oblidar que l'OCDE estima que l'economia mundial creixerà un 2,9% el 2016 i que es van revisar a la baixa les estimacions per al 2017, la taxa de creixement més baixa des de la crisi financera del 2008. **L'economia global té arguments limitats per fer front als potencials efectes negatius** d'un període d'incertesa política.

El creixement econòmic mundial podria veure's afectat negativament per un període prolongat d'incertesa política.

En allò referent al primer risc, podem quantificar els efectes amb un exemple conegut. La incertesa política a Espanya ja ha començat a passar factura: al primer semestre del 2016, **la inversió estrangera a Espanya ha caigut prop d'un 29%**, passant de 9.415 milions d'euros a 6.716 milions d'euros. És cert que els indicadors més recents no mostren aquests efectes, i que l'economia segueix creixent a bon ritme, però no és aventurat pensar que aquest **alentiment de la inversió acabarà per afectar el creixement econòmic futur**.

Sobre el segon aspecte, les conseqüències derivades d'aquests esdeveniments polítics

cobreixen un espectre molt ampli (canvis reguladors, nous tipus impositius, efectes en el finançament de països i empreses, etc.) que han de ser contextualitzades en funció de cada esdeveniment polític.

Els esdeveniments polítics més propers en el temps són les eleccions nord-americanes i el referèndum italià. Pensem que una derrota del Primer Ministre Renzi segurament generarà una elevada volatilitat com va ocórrer al Regne Unit. No obstant, **veiem difícil que ens enfrontem a una ruptura amb l'euro**, ja que són moltes les traves polítiques i administratives per dur-la a terme i la situació actual de la banca italiana tampoc ho aconsella.

En el cas nord-americà, el ventall de potencials conseqüències és major, però ens centrarem en dos. La primera és el programa d'**increment de la despesa** que ambdós candidats tenen en els seus programes per impulsar el creixement econòmic. Mentre que la Hillary Clinton pujarà impostos per a compensar aquesta despesa, en Donald Trump els reduirà. En major o menor mesura, l'evident és que en ambdós casos el deute nord-americà, ja per sobre del 100% del seu PIB, creixerà, posant pressió en els tipus d'interès i el finançament de les seves empreses. Però sense dubte el major risc és la hipotètica **política proteccionista** del candidat republicà. Segons l'OCDE, la principal causa de la caiguda del creixement global és el proteccionisme, que s'ha situat en màxims des del 2009. Una política proteccionista als EUA seria un **fre per a una economia mundial** que segueix debilitada presa dels desequilibris heretats de la crisi del 2008, i obriria un nou horitzó als mercats. Hillary Clinton segueix liderant la carrera cap a la Casa Blanca, però, després del "Brexit", no es pot descartar cap resultat.

Alfredo Álvarez-Pickman
Equip Macro i Anàlisi Crèdit
Andorra Financiació

Renda fixa

“És la política, estúpid.”

Després de la ronda de reunions dels principals bancs centrals en les que es van prendre un descans en l'aplicació de decisions de polítiques monetàries fins el mes de desembre, els riscos polítics es converteixen en la principal preocupació dels inversors en els propers mesos.

El títol emula l'eslògan no oficial de la campanya d'en Bill Clinton de 1992 (“És l'economia, estúpid.”) que va fer fortuna i que fou determinant en la seva victòria davant en George Bush (pare). I és que en aquest període, els riscos polítics passen al primer pla, substituint (temporalment) al principal catalitzador de mercat dels últims anys com és l'aplicació de polítiques monetàries expansives no convencionals per part dels principals bancs centrals. Els inversors de bons, més habituats a estudiar els fonamentals, hauran d'incorporar en les seves decisions, de manera preferent, aquesta variable.

A Europa s'apropa l'hora de la veritat per als partits polítics a Espanya davant el repte de formar govern. A Itàlia està previst el Referèndum Constitucional el proper 4 de desembre. La Primera Ministra del Regne Unit, Theresa May, ha confirmat la data d'activació de l'article 50, abans que finalitzi el mes de març del 2017, per iniciar les negociacions de la seva sortida de la Unió Europea. L'elecció presidencial als Estats Units serà el mes de novembre. Aquestes són algunes de les cites a nivell polític.

Assistirem a un canvi de paradigma si els estímuls fiscals prenen finalment el relleu de la política monetària.

Els riscos polítics, quan compten amb el recolzament dels bancs centrals, rara vegada tenen un impacte prolongat negatiu en el preu dels actius. Però amb una combinació d'un cert esgotament en la política monetària, unit a les vulnerabilitats subjacents del sector financer i el feble creixement econòmic, molt probablement provocaria que el mercat es contragués en el cas que es materialitzessin aquests riscos. A continuació relacionem alguns d'ells que haurem de seguir de prop els propers mesos:

- DBRS, l'agència de qualificació creditícia, ha de revisar la qualificació de Portugal i una rebaixa podria congelar les compres del seu deute en el marc del programa del BCE.

- Evolució dels bancs alemanys, especialment Deutsche Bank, que pot afectar la reelecció de Merkel i, per tant, a la UE.
- Sembla que cobra major força una negociació dura del “Brexit”.
- Als EUA, l'elecció presidencial podria estimular un canvi cap a la distensió fiscal i/o un major proteccionisme.

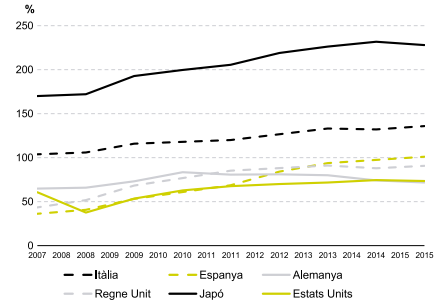
Fins ara, la protecció dels bancs centrals ha impulsat els preus dels actius a l'alça, i les correccions a les que hem assistit aquest any han vingut provocades per la decepció que mostraven els inversors davant les expectatives de què s'apliquessin polítiques quantitatives no convencionals addicionals. El president del BCE, Mario Draghi, ha insistit reiteradament als governs perquè apliquin reformes estructurals i polítiques fiscals expansives (en el cas dels països amb marge) per tal de complementar la política monetària i apuntalar el creixement. El nexa entre el creixement econòmic, la política i els bancs es manifesta intrínsecament relacionat, i són mútuament dependents.

S'espera que la política fiscal prengui el relleu de la monetària per revertir els desequilibris globals i intentar elevar les expectatives d'inflació i creixement. En cas contrari, el perill seria que l'endeutament dels països augmentés, provocant ampliacions en les primes de risc.

El mercat és optimista en superar els riscos polítics als què ens enfrontarem els propers mesos, però no oblidem que ja hem assistit a episodis com el “Brexit”. No hem, per tant, d'obviar aquestes fonts d'incertesa per l'impacte negatiu que poden tenir.

Josep M Pon, CIIA
Responsable de Renda Fixa i AAMM

Deute sobre PIB



Fuente: Bloomberg

La política fiscal s'espera que prengui el relleu de la monetària per a revertir desequilibris globals, elevant les expectatives de creixement i inflació, i reduint així l'endeutament global.

Tipus oficials:

previsions de consens de mercat (%)

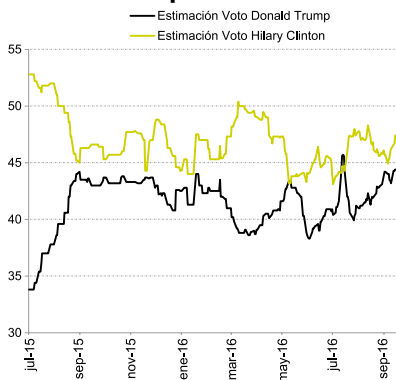
	30/09/16	4trim'16	1trim'17	2trim'17
Zona Euro	0,00	0,00	0,00	0,00
EUA	0,50	0,70	0,75	0,90
Regne Unit	0,25	0,15	0,15	0,15

Tipus d'interès: variacions (%)

	30/09/16	Darrers 3 mesos	Darrer any
Zona Euro			
Euribor 3 mesos	-0,30	-0,01	-0,26
Bund 10 anys	-0,12	0,01	-0,71
EUA			
US Libor 3 mesos	0,85	0,20	0,53
US 10 anys	1,59	0,15	-0,44
Regne Unit			
GBP Libor 3 mesos	0,38	-0,14	-0,20
Gilt 10 anys	0,75	-0,12	-1,02

Renda variable

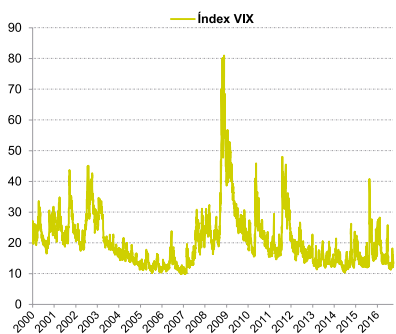
Estimació vot Hilary Clinton vs Donald Trump



Font: Bloomberg, Real Clear Politics

La intenció de vot de cara a les eleccions presidencials als Estats Units s'ha anat igualant a mesura que ens apropem a la cita electoral. La carrera cap a la Casa Blanca serà intensa fins al final.

Índex de Volatilitat Estats Units



Font: Bloomberg

L'índex de volatilitat nord-americà VIX es situa a nivells propers a mínims històrics, mostrant una elevada complença per part dels inversors nord-americans davant els riscos polítics als Estats Units.

Q3 % 2016 %

EUA	S&P 500	2.168	3,31%	6,08%
	DJ Indus. Avg	18.308	2,11%	5,07%
	NASDAQ 100	4.876	10,37%	6,15%
EUROPA	DJ Euro STOXX 50 € Pr	3.002	4,80%	-8,12%
	França (CAC 40)	4.448	4,97%	-4,07%
	Espanya (Ibex 35)	8.779	7,55%	-8,01%
	RU (FTSE 100)	6.899	6,07%	10,53%
	Alemanya (DAX)	10.511	8,58%	-2,16%
	Suïssa (SWISS)	8.139	1,48%	-7,70%
	Itàlia (FTSE MIB 30)	16.401	1,25%	-23,43%
Paisos Baixos (AEX)	452	3,77%	2,38%	
JAPÓ	TOPIX	1.323	6,18%	-14,51%
	NIKKEI 225	16.450	5,61%	-13,58%
EMERGENTS	Mèxic	47.246	2,78%	9,93%
	Brasil	58.367	13,27%	34,64%
	Argentina	16.676	13,57%	42,83%
	Xina	3.005	2,56%	-15,10%
	Índia	27.866	3,21%	6,69%
	Corea	2.044	3,72%	4,20%
	Rússia	1.978	4,60%	12,30%

“Tornar a fer gran Amèrica”

La frase de dalt és l'eslògan principal de la campanya presidencial de Donald Trump. Encara que el sentiment és positiu, ens preocupa més l'impacte que les eleccions tindran en les nostres carteres. El mercat, que s'alimenta de la certesa, no sembla que es farà “gran” si es veu sorprès per l'elecció de Trump.

A mesura que s'apropen les eleccions presidencials dels EUA el 8 de novembre, **els participants en el mercat es centren en les repercussions potencials dels resultats i es posicionen en conseqüència.** Creiem que el mercat actualment considera una victòria de la candidata demòcrata Hillary Clinton, que representa l'opció menys arriscada. S'espera que Clinton segueixi majoritàriament amb les polítiques de Barack Obama, oferint un cert nivell d'estabilitat afavorit pels mercats. A més, esperem que la Càmera de Representants segueixi sota el control del Partit Republicà (el resultat al Senat es fa actualment a cara o creu). **Històricament, un govern dividit ha estat favorable per als mercats** amb la millor combinació essent un president Demòcrata amb un Congrés Republicà. Com ja vam dir anteriorment, el mercat adora l'estabilitat, i un govern dividit tendeix a caure en situacions d'estancament en les que cap de les parts pot avançar en la seva agenda, portant cap a una situació de “status quo”.

Podríem estar davant una sorpresa a l'estil “Brexit” quan legions de votants de Trump entrin als confins privats d'una cabina electoral?

Contrastant amb l'escenari mencionat, una victòria de Donald Trump combinaria una presidència i un Congrés Republicans. Això permetria a Trump aplicar la seva agenda agressivament i podria causar importants disruptors en múltiples sectors.

Les enquestes nacionals mostren una carrera igualada, però una anàlisi per estats del Col·legi Electoral ens mostra una imatge molt diferent. Les eleccions presidencials nord-americanes no son veritablement populars; sinó que tenen un format on el guanyador es queda amb tot en base estatal. Quan es compten els vots d'aquesta manera, **Clinton té una posició més forta que la que es reflecteix a les enquestes nacionals.**

Podríem estar davant una sorpresa a l'estil “Brexit” quan legions de votants de Trump entrin als confins privats d'una cabina electoral?

La resposta és un possible sí. Hi ha hagut un parell de resultats sorprenents al Regne Unit i a Colòmbia que donen crèdit a aquesta tesi. El vot a favor del “Brexit” va sorprendre a molts, doncs no era l'opció políticament correcta (anti-immigració, anti-Europa), i molts partidaris segurament van ocultar aquesta visió política. Més recentment, a Colòmbia, la gent sorprenentment va votar en contra d'un acord de pau amb les FARC. Un cop els votants estaven sols a les cabines electorals en companyia de la seva consciència, la seva ira contra les FARC i el desig de càstig van prendre el control.

Creiem que hi ha una oportunitat (encara que petita) de que ens trobem amb una situació similar als EUA. En molts cercles socials és impopular simpatitzar amb Trump per les seves extremadament dures polítiques anti-immigració (amb la promesa de deportar 11 milions d'immigrants il·legals i construir un mur a la frontera dels EUA amb Mèxic). És possible que molts nord-americans afirmen recolzar Clinton a les enquestes, però que a la intimitat de la cabina electoral votin a favor de Trump. Assumint que guanyi Trump, podríem veure grans dislocacions als mercats de renda variable. El sector salut seria volàtil, doncs el mercat compta els guanyadors i perdedors d'una cancel·lació de l'ObamaCare. Les companyies de serveis energètics podrien renèixer si Trump obre més explotacions en territori Federal. Les companyies minoristes que es proveeixen a la Xina o Mèxic podrien veure problemes en els enviaments de mercaderies. Les companyies de tecnologia industrial que depenen de les seves vendes a fàbriques xineses podrien enfrontar-se a tarifes venjatives. La llista d'impactes potencials continua, així que es fàcil veure com el mercat s'espanta cada cop que Trump guanya terreny a les enquestes.

Charlie Castillo
Gestor Sènior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Desglobalització? ...i els seus efectes

No s'ha arribat al fi de la globalització, però sí que s'observa un clar retrocés. En els pròxims 18 mesos tenim nombroses eleccions/referèndums en els que hi ha risc de què es produeixi un gran ascens dels "anti-partits" (partits polítics que estan en contra de grups específics de la societat), i això pot tenir implicacions econòmiques negatives a llarg termini, matèries primeres incloses.

Però, què podem esperar a un termini més proper? Deixant enrere el "Brexit", l'esdeveniment més important que tindrà un clar impacte en els actius financers són les eleccions del 8 de novembre als Estats Units.

Segons un estudi de Moody's, si en Donald Trump fos escollit president, les seves propostes de retallades massives d'impostos i increment de despesa pública podrien situar la inflació al +5,4% el 2018. Això portaria la Fed a pujar els tipus d'interès de manera agressiva, i a la vegada enfortiria el dòlar i perjudicaria els preus de les matèries primeres. Moody's també contempla que aquesta successió de factors portaria a una recessió als Estats Units el 2018-2019.

DIVISES

Divises i incertesa política

La incertesa política ha passat a ser, segons enquestes recents realitzades per grans cases d'anàlisi nord-americanes, la principal preocupació dels inversors de cara als propers dotze mesos. El referèndum italià, i les eleccions nord-americanes, alemanyes i franceses, entre d'altres, són els esdeveniments més destacats a l'agenda dels mercats per a aquest 2016 i l'any 2017.

Però, com posicionar-se en el mercat de divises davant aquests esdeveniments? El recent referèndum britànic sobre la sortida del Regne Unit de la Unió Europea ens va mostrar els riscos de confiar en les enquestes i de fer apostes en esdeveniments amb resultats tan extrems. L'actual desencant amb els polítics "tradicionals" incrementa encara més el potencial de sorpreses inesperades.

Les divises, si bé a mig i llarg termini s'ajusten als fonamentals de les seves economies, a curt termini serveixen de termòmetre de la confiança en el país. Per tant, resultats que puguin posar en dubte l'actual "status quo" poden provocar moviments dràstics en les seves cotitzacions. Els mercats acostumen, a més, a sobrerreaccionar a curt termini davant esdeveniments inesperats, complicant encara més el nostre horitzó d'inversió.

Inclús si no hi ha canvis immediats a nivell polític, la tendència és que sí hi ha un augment de possibilitats d'un canvi.

De produir-se una victòria d'algun "anti-partit", excepte l'apreciació de l'or a curt termini, en beneficiar-se del nerviosisme que pugui aparèixer al mercat (ja porta +20% a l'any, descomptant un escenari de major inestabilitat), no esperen grans canvis a curt termini per a la resta de matèries primeres. Al cap i a la fi, la globalització que es va produir amb la caiguda del teló d'acer i l'apertura de la Xina i l'Índia ha estat un procés de més de 30 anys, pel què el proteccionisme comercial que apliquen de forma natural els "anti-partits" no seria cosa d'un sol dia.

Hauem d'esperar, doncs, a que es confirmi el moviment de "desglobalització" durant un període de temps més prolongat per poder predir si hi haurà un menor comerç en el món que afecti la demanda, i per tant, als preus de les matèries primeres a llarg termini.

Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista d'Inversions

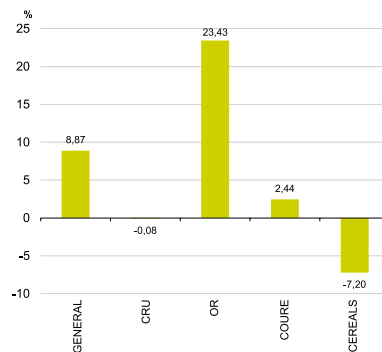
Prendre posicions davant esdeveniments inesperats pot ser font de guanys importants, però el binomi rendibilitat-risc ha d'estar del nostre costat (el potencial de guany ha de ser molt superior al de pèrdua). A les grans cites polítiques que s'apropen i que poden influir en les grans divises mundials, el guany i la pèrdua poden ser similars.

L'elevada incertesa dels possibles resultats, una potencial reacció extrema dels mercats i el fet que els guanys i pèrdues potencials estiguin equilibrats, ens fan ser cautelosos a l'hora de prendre posicions davant aquests esdeveniments, però sí aprofitar episodis de volatilitat que puguin produir-se, donat que pensem que aquests riscos es diluiran amb el pas del temps.

Si la nostra intenció és buscar refugi, on ho fem? Als EUA les eleccions poden moure el dòlar, la lliura està afectada pel "Brexit", el franc suís ho està per les accions del seu banc central... Només ens quedaria una "divisa": l'or.

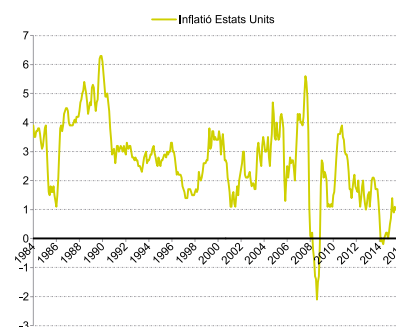
Alfredo Álvarez-Pickman
Equip Macro i Anàlisi Crèdit
Andorrà Financial Group

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



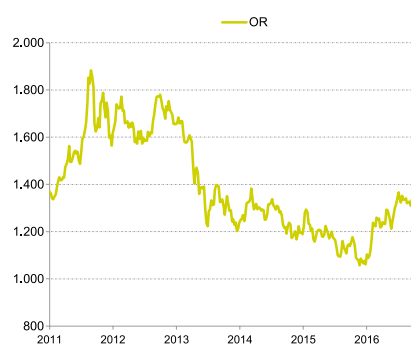
Font: Bloomberg

Inflació Estats Units



Font: Bloomberg

OR



Font: Bloomberg

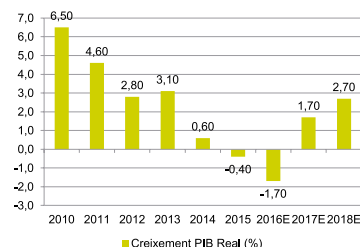
Els dubtes sobre l'èxit de les polítiques expansives dels bancs centrals han impulsat el preu de l'or des de principis d'any. Els inversors semblen buscar refugi davant les incerteses que amenacen el panorama econòmic i polític.

Tipus de canvi \$/€

% Variació:	1 mes	3 mesos	1 any
	0,34%	0,89%	0,36%
Previsions	4T 2016	2016	2017
Consens	1,10	1,10	1,10

Llatinoamèrica

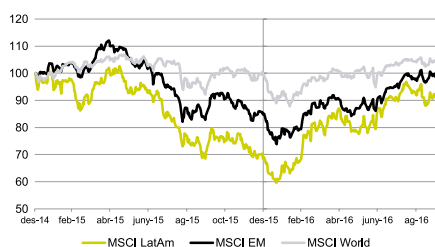
Creixement PIB Real Amèrica Llatina (%)



Font: Bloomberg

Llatinoamèrica hauria de sortir finalment de la recessió el 2017.

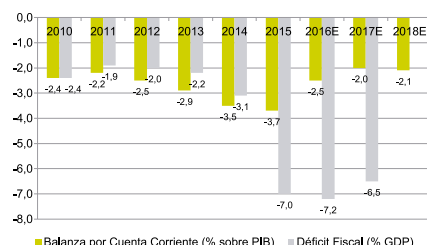
Rendibilitat Índex



Font: Bloomberg

Els mercats de renda variable emergents van rebotar fortament el 2016.

Dèficit Fiscal i Balança per Compte Corrent



Font: Bloomberg

Els dèficits de compte corrent han començat a millorar.

Llatinoamèrica: A tot gas?

Els actius llatinoamericans han tingut retorns extraordinaris aquest any. El fort *momentum* pot ser que duri, però les esperances de reformes benèvols amb els mercats no son fàcils de complir.

Hi ha **signes esperançadors als mercats emergents**. En contrast amb els mercats desenvolupats, el creixement econòmic està accelerant i el comportament de les diferents classes d'actius ha estat notablement fort en general: el MSCI Emerging Market Equity Index i el JP Morgan Emerging Bond Index han pujat més d'un 15% aquest any, batent la majoria dels altres actius. Mirant les diferents regions, el comportament de Llatinoamèrica ha estat especialment bo en renda variable amb pujades de més del 30% aquest any.

Els lectors pot ser que trobin difícil compartir l'eufòria dels inversors de mercats emergents, donats els recents titulars polítics: el Brasil segueix patint una de les pitjors recessions econòmiques de la seva història paralitzada pels escàndols de corrupció, Veneçuela està al límit de l'impagament, els colombians van expressar el seu descontentament amb el govern actual rebutjant el tractat de pau amb les FARC, i la popularitat del president de Mèxic s'ha vist novament colpejada després de la humiliant visita d'en Trump.

Així doncs, quines són les raons d'aquest recent optimisme? En primer lloc, la Reserva Federal s'ha mogut més lentament de l'esperat a l'hora de pujar els tipus d'interès. Els mercats emergents ofereixen rendibilitats atractives als inversors famolencs de rendibilitat que manquen d'alternatives a causa de la bombolla dels bons a les economies desenvolupades. En segon lloc, la Xina ha aconseguit posposar una recessió econòmica introduint nous estímuls fiscals a principis d'any, recolzant el sentiment cap als mercats emergents. En tercer lloc, els dèficits comercials a molts països han millorat significativament, eliminant les pressions a les seves monedes.

Finalment, la pujada d'alguns mercats s'ha vist alimentada per les esperances de canvis polítics a millor. El millor exemple és el Brasil, on la destitució de Dilma Rousseff va elevar les esperances de què el nou govern implementarà les reformes necessàries per revifar l'economia i dur les

pressions inflacionàries estructurals sota control (la qual cosa està lluny de ser una tasca fàcil).

Llatinoamèrica desitja unir-se novament al món.

Les bones notícies són que, tot i alguns titulars negatius, alguns governs llatinoamericans estan obrint les seves economies i intenten implementar reformes favorables als mercats. Això s'il·lustra molt bé amb els recents canvis polítics a l'Argentina, el Brasil i Perú. De totes maneres, només el temps dirà si tenen èxit a l'hora d'empènyer el creixement econòmic els pròxims anys. **Bé podria ser que massa bones notícies estiguin ja descomptades després de les recents pujades.**

És interessant com, mentre Llatinoamèrica desitja unir-se novament al món, sembla que el món es mogui en direcció contrària. Hi ha una nova onada de tendències proteccionistes al "primer món", molt ben il·lustrades pels britànics que votaren a favor del "Brexit", o la sorprenent nominació d'en Donald Trump com a candidat a la presidència. Hi ha preocupació per si una victòria d'en Trump podria dur a un sentiment anti-americà i empènyer novament Llatinoamèrica cap a l'esquerra.

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 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 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 (Panamà), SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia de Bancos i la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Crédit Andorrà Financial Group
Research
