

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

Boscoc cremats

Les borses celebren l'arribada de la vacuna i donen per fet una forta recuperació econòmica. Compartim el diagnòstic, encara que tenim molts dubtes sobre si no s'està exagerant pel que fa a les valoracions.

Imagineu que us deixen escollir entre dos actius. Un és un bosc frondós, ple d'arbres alts que ocupen centenars d'hectàrees. L'altre és un bosc de la mateixa mida però que ha estat arrasat en un incendi. No obstant això, les autoritats s'han posat a treballar i l'han omplert de jardiniers que planten llavors pertot arreu i d'helicòpters que el sobrevolen llançant aigua per mantenir-lo ben regat. La primera pregunta que es faria un inversor és clara: a quin preu es ven cadascun. L'un és un 16% més car que l'altre. Endevineu quin.

Fa un any la situació era clarament millor que la que tenim avui, però els inversors han decidit pagar més per l'actual. Això tot i que estem a punt d'entrar a la tercera onada d'una pandèmia que ha provocat el tancament de les economies de gairebé tot el planeta, cosa inaudita, per cert, ja que mai no ens havíem autoinfligit una destrucció econòmica tan gran sense una guerra pel mig. La cosa no quedarà aquí, si tenim en compte el reguitzell de pronòstics dels estratèges, que anticipen un 2021 amb guanys de doble dígit per a les borses. L'argument que sosté aquests pronòstics és que fa 12 mesos els bancs centrals podrien haver-se plantejat pujar els tipus en algun moment, cosa que ara sembla impossible. Aquesta recuperació econòmica ho serà amb tipus nuls i amb les impremtes funcionant a tota màquina. Ens volen dir que el bosc pot agradar més o menys però que és molt millor que la resta, que són terrenys erms. Com no ha de valer més que abans de l'incendi?

Aquesta podria ser una bona metàfora de la disjuntiva a la qual ens enfrontem per als mercats aquest 2021. Pot ser que, almenys durant un temps (i és impossible saber

quant), no els falti raó als segons. Com a profecia autoacomplerta, si tots els inversors es convencen d'alguna cosa, efectivament passarà, ja que els preus no són més que el resultat de la intersecció entre l'oferta i la demanda. La valoració queda en un segon pla, però és com la llei de la gravetat dels mercats, que exerceix una atracció constant. Un avió només vola fins que se li acaba el querosè. El combustible que fa volar avui els mercats és la convicció grupal que no hi ha alternativa a la renda variable. Certament se'ns n'ocorren poques. Però, val un bosc mitjà calcinat més que el d'abans de l'incendi?

Aquest 2021 toca nedar i guardar la roba. Cal estar invertits —l'avió encara pot tenir molt querosè— però amb la prudència per bandera, discriminant molt bé entre les oportunitats disponibles. Mantindrem els dits creuats per deixar enrere el virus i que els millors pronòstics es compleixin. Als nivells de valoració actuals, això no és incompatible amb les correccions, que intentarem aprofitar per acumular valor per als nostres clients a llarg termini.

David Macià, CFA
Director d'Inversions CAAM

ÍNDEX

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

Estratègia

Assignació d'actius (2021 1T)

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

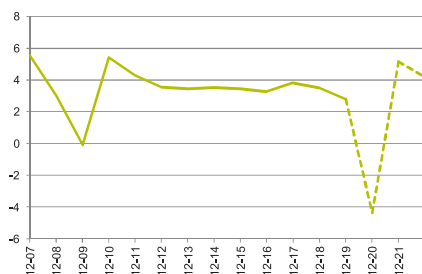
Petroli	▶
Or	▲

Divises

EUR/USD	▶
JPY/USD	▲

Situació macroeconòmica

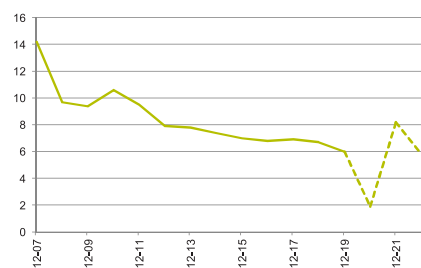
● Evolució del PIB mundial



Font: Bloomberg/FMI

L'FMI preveu un creixement mundial del 5,2% el 2021 després d'una contracció estimada del -4,4% el 2020.

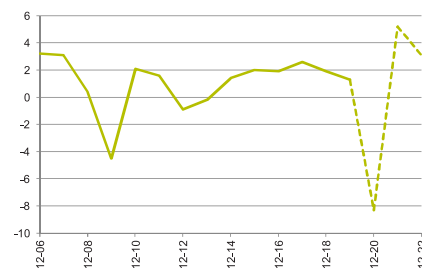
● Creixement del PIB de la Xina



Font: Bloomberg/FMI

El PIB de la Xina ja es troba per sobre dels nivells pre-Covid.

● Creixement del PIB de la zona euro



Font: Bloomberg/FMI

S'espera que el PIB de la zona euro arribi a nivells pre-Covid només el 2022.

La llum al final del túnel

S'espera una recuperació mundial síncrona el 2021, amb una acceleració del creixement tant dels països desenvolupats com dels emergents. L'evolució positiva de la vacuna ha portat a millorar les perspectives de creixement i es preveu una forta recuperació a partir del segon trimestre, a mesura que es despleguen els programes de vacunació massiva.

A mesura que els països de tot el món comencen a vacunar la població contra la Covid-19, els economistes revisen a l'alça les previsions de creixement per al 2021 i pronostiquen un fort repunt després de la recessió rècord de postguerra d'aquest any. A l'hemisferi nord, la població més vulnerable es vacunarà durant el primer trimestre, cosa que hauria de ser suficient per restablir bona part de l'activitat econòmica. S'hauria d'assolir la immunitat col·lectiva cap al juny, que permetria la reobertura total de l'economia. L'FMI preveu un creixement mundial del 5,2 % el 2021, després d'una contracció estimada del -4,4 % el 2020, i s'espera que el nivell del PIB mundial sigui d'un modest 0,6 % superior al del 2019. La recuperació és desigual entre les regions: a la Xina, per exemple, li ha anat molt millor, amb un PIB ja per sobre dels nivells anteriors a la crisi; als EUA no s'hi arribarà fins al 2021, mentre que s'espera que Europa arribi al nivell anterior el 2022.

Hi ha molta demanda latent i no seria estrany que la despesa dels consumidors tornés ràpidament a la normalitat

Després d'un any de restriccions, hi ha molta demanda latent, i no seria estrany que la despesa dels consumidors tornés ràpidament a la normalitat. Els bancs centrals han estat essencials per assegurar la flexibilització de les condicions de finançament a través dels diversos programes respectiu i han expressat reiteradament la intenció de continuar donant-hi un fort suport durant el temps que calgui per restablir el creixement viable. La resposta fiscal és molt diferent de la de la crisi del 2008, quan es va considerar que l'austeritat fiscal era el camí correcte, especialment a Europa. El fons de recuperació de 750.000 milions d'euros permetrà les transferències als estats membres afectats per la pandèmia a partir del 2021. Als EUA, Trump va signar finalment el projecte de llei per alliberar el paquet d'estímul Covid-19 de 900.000 milions de dòlars i els 2,3

bilions de dòlars del pressupost del govern federal a final de desembre.

A mesura que l'economia torni a obrir, tots aquests suports haurien d'ajudar a la forta recuperació esperada. A més, la majoria d'economistes no preveuen inflació a curt termini a causa del gran estancament de l'economia. Amb l'increment de l'atur arran de la pandèmia, pot passar temps abans que els treballadors no tornin a pressionar per increments salarials. Fins i tot una vegada que es recuperi el mercat laboral, els avenços tecnològics i els canvis de l'última dècada que han pressionat la inflació a la baixa continuaran vigents. Per tant, l'opinió general prediu que l'economia entrarà en un punt òptim en què tindrem un fort creixement, un estímul polític sostingut i sense inflació.

El nostre punt de vista és més moderat, ja que sembla bastant ingenu pensar que tot anirà segons les previsions. Les previsions de l'opinió general depenen, en gran manera, d'un desplegament reeixit de la vacuna, que no està exempt de reptes. Les dificultats logístiques i els possibles dèficits de producció podrien endarrerir el programa de vacunació massiva. L'avversió a la vacuna i les possibles mutacions del virus també són qüestions clau. Tant el pla de recuperació europeu com el paquet d'estímul nord-americans s'han endarrerit diverses vegades i la seva implementació podria afrontar més problemes.

Finalment, no es pot descartar un repunt de la inflació i probablement serà l'amenaça més gran per al creixement, ja que faria augmentar els tipus d'interès i, per tant, asfixiaria la recuperació. Mentrestant, el panorama econòmic actual no és tan brillant. L'economia es va tornar a contraure durant l'últim trimestre de l'any a causa de la nova pujada del recompte de virus i la consegüent imposició de restriccions de mobilitat que, probablement, continuaran pesant durant el primer trimestre del 2021.

*Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestió Multiactiu
i Clients Institucionals*

Renda fixa

Cap a un 2021 en què continuaran els suports

A la zona euro, el suport del Banc Central Europeu i de la Unió Europea continuaran sent els principals impulsors dels diferencials de crèdit i el manteniment dels tipus d'interès. A més, els aspectes fonamentals i tècnics continuen sent favorables als actius de renda fixa.

Durant el 2020 hem assistit a dos períodes diferenciats: el primer, amb la confirmació de la pandèmia per part de l'OMS, que va impactar en els mercats de renda fixa amb una ampliació ràpida dels diferencials de crèdit. I el segon, amb la intervenció dels bancs centrals, que van incrementar el volum del programa de compres de deute, tant públic com corporatiu, i els estímuls fiscals per part dels països, que van permetre la recuperació dels preus dels bons.

Per al 2021 esperem que els mercats de renda fixa, fins i tot els de beta alta, continuïn el seu bon moment gràcies als avenços de la vacuna i el suport de la política monetària i fiscal, que continuarà l'any que ve. Al desembre, el BCE va aprovar l'ampliació del Programa de compra d'emergència de la pandèmia (PEPP) en 500.000 milions i el va allargar nou mesos, fins al març del 2022, i la Unió Europea va aprovar definitivament el programa Next Generation UE, que és l'instrument temporal concebut per impulsar la recuperació i que està dotat amb 750.000 milions.

L'estratègia dels bancs centrals altera la percepció del risc i els tipus d'interès ultrabaixos generen grans dèficits

Els aspectes fonamentals i tècnics segueixen sent favorables als actius de renda fixa: 1) l'estratègia dels bancs centrals ha alterat la percepció del risc i els inversors continuen buscant rendibilitat (els bons *high yield* dels EUA han marcat el mínim de rendibilitat històric); 2) s'espera que el volum de les noves emissions, després del rècord del 2020 en el mercat primari, disminueixi i, en el cas dels bons del govern, el volum de compres previstes pel BCE farà que les emissions netes siguin negatives, la qual cosa hauria de mantenir les primes de risc sota control; 3) els fluxos d'entrada continuen sòlids (augmenta el volum dels bons que cotitzen amb TIR negativa); 4) si bé el 2020 hi ha hagut un volum més important de rebaixes de ràting,

ara s'espera que es reverteixi la tendència; 5) la taxa de *default* augmenta lleugerament a Europa (és més gran als EUA), però no tant com es podia esperar en el primer trimestre del 2020, i 6) les fusions i adquisicions i l'expectativa de la millora dels beneficis empresarials actuen de catalitzadors.

En un entorn en què la vacuna hauria de fer disminuir els contagis i reactivar l'economia, els riscos principals són: l'augment del deute global, que segueix marcant nous màxims amb tipus d'interès ultrabaixos, cosa que provoca la sensació que es poden generar grans dèficits i en què es rebutja qualsevol intent de parlar d'austeritat, i, d'altra banda, el *reflation trade*; malgrat que les perspectives d'increment de la inflació no es veuen en les últimes dades publicades (-0,3% a Alemanya), ni en les previsions futures (el BCE continua veient la dada d'inflació per sota del seu objectiu en els anys vinents), hi ha el risc que la gran quantitat de liquiditat injectada l'acabi fent pujar. És quelcom que els bons indexats a la inflació descompten amb una *breakeven* cada cop més elevat. Una pujada de tipus d'interès que no puguin controlar els bancs centrals seria un aspecte negatiu per a l'evolució de la renda fixa.

Podríem veure algun repunt en els tipus d'interès i un augment del pendent de la corba, però vigilats pels bancs centrals. La recerca de rendibilitat per part dels inversors dona suport perquè continui l'estrenyiment addicional dels *spreads*, en especial als actius de més risc, com veiem en el món High Yield i també en els bons de mercats emergents, amb potencials reduccions més importants de *spreads* si es milloren les mètriques creditícies. La selecció de risc en els productes de més risc serà bàsica. A la zona euro podem veure-hi una repetició del que ja ha funcionat el 2020 amb els bons Investment Grade elegibles (el BCE en controlarà el 40% del total) i els bons ESG (bons verds, socials i sostenibles), amb la transició verda guanyant protagonisme.

Josep Maria Pon, CIIA
Director de Renda Fixa i Actius Monetaris

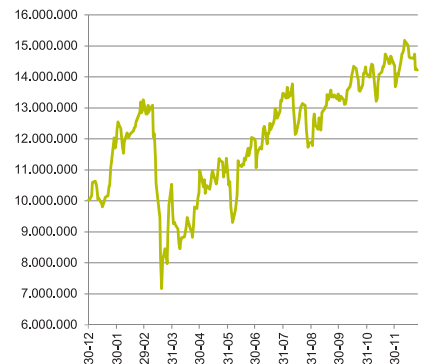
Evolució dels diferencials de crèdit Investment Grade



Font: Bloomberg

L'emissió prevista per la UE com a part del pla de recuperació podria aportar un gran impuls al mercat global de bons verds.

El volum de bons que cotitzen amb TIR negativa ha crescut amb les polítiques monetàries i fiscals expansives

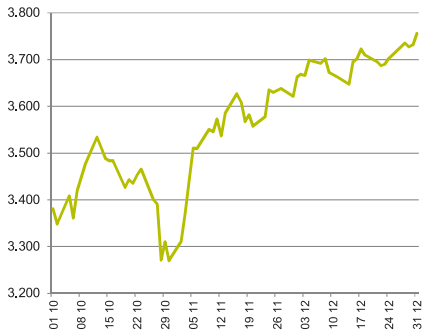


Font: Bloomberg

Fins ara el rendiment dels bons ESG i els tradicionals han tingut un comportament similar. En la gràfica podem observar el cas del mercat americà.

Renda variable

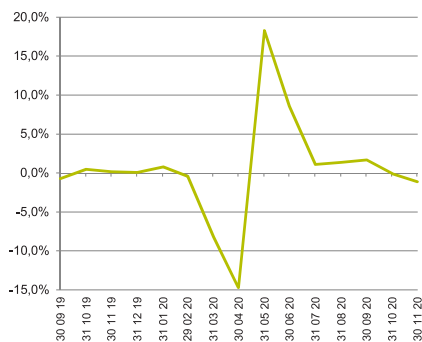
● S&P 500 4T 2020



Font: Bloomberg

El mercat ha seguit la seva trajectòria ascendent impulsat per les notícies sobre l'eficàcia de les vacunes contra la Covid i les eleccions als Estats Units.

● Vendes al detall als EUA 09/2019 - 11/2020



Font: Bloomberg

Els paquets d'estímul concedits als estatunidencs durant la pandèmia van impulsar una ràpida recuperació de les vendes al detall.

Sortint del fosc túnel conegut com a Covid-19

Les eleccions als Estats Units han suposat que els demòcrates controlin la presidència i el Congrés per primera vegada en una dècada. Tot i que els inversors temen la possibilitat d'un augment dels impostos, estan emocionats per la perspectiva d'una despesa pública massiva.

La majoria d'inversors afirmen que prefereixen un govern dividit, ja que ambdues parts poques vegades acorden canvis significatius, cosa que proporciona un entorn estable per al mercat. En conseqüència, alguns guanys del novembre i el desembre es poden atribuir al fet que les eleccions nord-americanes van acabar en el que semblava un resultat dividit. Tanmateix, dues de les eleccions al Senat van tenir una segona volta i els resultats han estat d'un govern controlat pels demòcrates dos mesos després del comicis inicials. Això hauria d'haver espantat el mercat, ja els demòcrates afavoreixen més impostos i més regulació, però els inversors estan a punt per gaudir d'estímul fiscal.

Els inversors temen que un govern controlat pels demòcrates tiri enrere les retallades en l'impost sobre societats de l'administració Trump. No obstant això, sembla que també creuen que els plans de despesa dels demòcrates impulsaran prou fortament l'economia per superar l'impacte negatiu de la pujada d'impostos. Tot i que és probable que això sigui cert a curt termini, els efectes positius d'una forta dosi d'estímul fiscal acabaran desapareixent possiblement en tan sols un parell de trimestres. Els impostos elevats, d'altra banda, tenen un efecte més durador.

“Qualsevol pot aguantar el timó quan el mar està tranquil”, Publili Sirus

A més, hi ha altres problemes possibles a llarg termini que poden estar causats per aquesta aplicació liberal d'estímul fiscal. La inflació es podria convertir finalment en un problema que porti un increment dels tipus d'interès més ràpid del que es preveia, una pressió a la baixa del dòlar o, possiblement, la pèrdua de confiança en la política econòmica dels Estats Units.

La peça més important de qualsevol projecte de llei nou sobre estímul fiscal serà l'augment del pagament directe a la majoria de ciutadans, aprovat al desembre, de 600 dòlars a 2.000. Això significa que una

família de cinc persones podria rebre un xec de 10.000 dòlars. L'abril passat, la majoria de nord-americans van rebre 1.200 dòlars per adult i 500 dòlars per infant. El ràpid repunt de les vendes al detall (vegeu el gràfic) es va atribuir en bona mesura a aquest estímul.

Tanmateix, encara hi ha més coses en la llista de desitjos dels demòcrates. És molt probable que intentin impulsar més finançament per donar suport a la distribució de la vacuna i l'ajuda directa a les administracions estatals. Juntament amb els xecs d'estímul, tot plegat podria suposar una despesa addicional d'entre 2 i 3 bilions de dòlars, a més del paquet de 900.000 milions de dòlars aprovat al desembre. La despesa, però, no s'acabarà aquí, ja que els demòcrates probablement se centraran en una expansió important de la Llei d'atenció de salut assequible així com en una despesa important en infraestructures.

Un altre aspecte d'aquest canvi és que els demòcrates només controlaran el govern per un marge molt estret. Han aconseguit la majoria més baixa a la Cambra de Representants des de fa més de vint anys i tenen la majoria mínima al Senat. És a dir, per poder aprovar de manera unilateral una llei no hi podrà haver ni un sol senador demòcrata en desacord. El president Joe Biden ha promès tirar enrere la retallada de l'impost de societats que els republicans van aprovar el 2017 i apujar els impostos als més rics. Tanmateix, és poc probable que els més moderats del partit vulguin augmentar els impostos mentre continuï l'impacte econòmic de la pandèmia. Fins i tot superada, pot ser que no estiguin d'acord amb una pujada d'impostos tan elevada com voldria la direcció del partit.

Tot plegat és la recepta perquè s'instauri un sentiment alcista que ni tan sols una multitud turbulenta que prengui el control del Capitoli pugui sacsejar.

Charles Castillo
Gestor sènior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Conseqüències d'estímuls i sostenibilitat

S'ha parlat molt dels estímuls que s'estan injectant pertot arreu, tant monetaris com fiscals. I, a més, lligats a un món més sostenible. Però quines implicacions té això en el món de les matèries primeres?

a) Estímuls. Una conseqüència és que s'observa que la inflació salarial ha començat a repuntar als Estats Units després de molts anys. Això és important per a les matèries primeres, ja que els canvis en els salaris són els que tendeixen a tenir una influència més rígida en els preus de les matèries primeres. Ja sé el que estan pensant, però sí que poden conviure un nivell alt d'atur i inflació [històricament ha estat així], sempre que la desocupació estigui assistida i se'n fomenti un nivell més baix (com és el cas actual).

b) Sostenibilitat. La Xina s'ha compromès a ser neutral en carboni el 2060. El president Xi Jinping va revelar recentment el seu pla de renovables per als propers deu anys. El coure és el metall amb més probabilitats de beneficiar-se de la transició a les energies

renovables, com l'eòlica i la fotovoltaica, ja que són el doble d'intensives en coure que la generació tradicional. A més, els vehicles elèctrics segueixen sent un factor positiu també per al coure. Tot això ajudarà a mantenir el creixement de la demanda de coure actual.

Són només dos exemples de les dues potències mundials principals, però també es poden fer servir de forma inversa. La Xina en el punt a), ja que, malgrat superar la pandèmia com els grans campions, està incrementant la seva massa monetària com no ho havia fet des de feia cinc anys. I els Estats Units en el punt b), ja que Biden encara no ha començat el seu mandat, però una de les seves propostes era la neutralitat en carboni el 2050, el mateix que tenim a Europa.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista d'inversions*

DIVISES

Posicionament neutral envers el dòlar

El dòlar va caure el 2020 un 10 % respecte de l'euro. La divisa estava sobrevalorada després d'haver-se beneficiat de la seva proposta exclusiva d'un actiu d'alt rendiment i valor refugi, i vam començar el 2020 pensant que el canvi de la Reserva Federal cap a una política monetària més expansiva faria baixar el dòlar. Avui, però, el diferencial entre els tipus d'interès nord-americans i els alemanys ha convergit força i ara hem adoptat un punt de vista més neutral.

La majoria dels inversors esperen que continuï la depreciació del dòlar, però és precisament quan hi ha consens en una banda que hi ha més risc que els preus avancin en la direcció oposada. Creuen que, amb el desplegament de vacunes, el pitjor de la incertesa sobre la Covid-19 ha quedat enrere i que la necessitat de l'aspecte refugi del dòlar hauria de disminuir. El dòlar es considera un baròmetre de la salut econòmica mundial, que cau quan el creixement és fort i augmenta en moments de desacceleració. Tot i això, no creiem que el futur estigui exempt de riscos i també

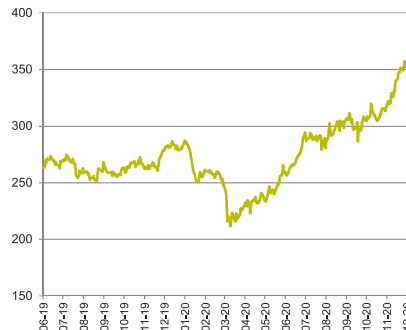
ensem que el creixement dels EUA podria superar altres països durant la recuperació.

Els qui preveuen un dòlar a la baixa també creuen que els dèficits pressupostari i de compte corrent dels EUA justifiquen un dòlar més feble, ja que s'ha de finançar amb la importació de capital de l'estranger. A mesura que el dòlar es deprecia, els actius nord-americans es tornen més atractius per als estrangers, però els EUA han estat en aquesta situació durant anys i no ha provocat mai la caiguda del dòlar. Per acabar, també s'ha posat en dubte el dòlar com a divisa reserva. Tot i que podria tenir algun fonament a llarg termini, no creiem que això passi a curt o mitjà termini.

Preveure els tipus de canvi és una tasca molt difícil, però per tots aquests motius preferim no apostar per la contínua caiguda del dòlar.

*Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestió Multiactiu
i Clients Institucionals*

Preu del coure



Font: Bloomberg

Recuperació del preu del coure.

Tipus de canvi EUR/USD



Font: Bloomberg

El 2020, el dòlar va perdre un 10% respecte a l'euro.

Llatinoamèrica

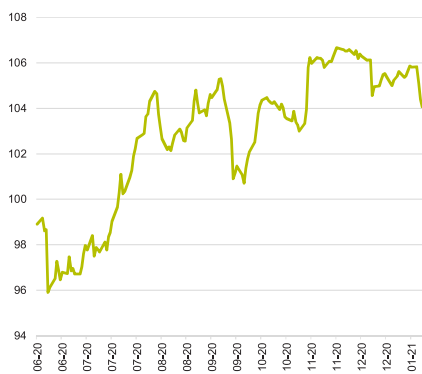
iShares MSCI Brazil ETF



Font: Bloomberg

Amb unes caigudes superiors al 50% entre els mesos de febrer i març, la borsa brasilera va recuperar una bona part de les pèrdues al llarg de l'any.

Bo sobirà del Brasil a 10 anys. YTM



Font: Bloomberg

Els bons sobirans del Brasil han continuat pujant des del març i han ofert mínims històrics de rendiment en USD.

Préstecs de doble tall

L'expansió fiscal i monetària dels països llatinoamericans per fer front a la crisi econòmica comportarà un augment del deute extern, i el paper de la Xina és cada vegada més rellevant.

Llatinoamèrica és una de les regions més afectades per la Covid-19. Des del punt de vista sanitari, hi ha diversos països de la zona entre els que tenen més contagis i morts per milió d'habitants a tot el món. L'impacte econòmic també és un fort sotrac. En l'última actualització, la Comissió Econòmica per a l'Amèrica Llatina i el Carib (Cepal) estima que el PIB de la zona es contraurà el 9,1% el 2020, amb caigudes de doble dígit en països com el Perú o l'Argentina, i Mèxic i el Brasil en cotes molt properes al 10%. La resposta dels governs és diversa: Xile és el país que més estímuls fiscals ha aplicat, amb l'11,5% del PIB, seguit del Perú (10%) i el Brasil (7,4%). D'altra banda, Mèxic és el país que menys recursos hi ha destinat en el pla fiscal: tan sols el 0,6%. Des del punt de vista monetari, Xile, el Brasil i el Perú són els països que han implementat polítiques més expansives.

L'augment en els dèficits se sufragarà mitjançant l'increment del deute extern, tant en el mercat públic com en el privat. En aquest últim, hi ha un país que està guanyant cada vegada més pes a la regió: la Xina. A través d'empreses estatals com el China Development Bank o l'Export-Import Bank of China, el gegant asiàtic s'ha convertit els últims anys en el banquer de l'Amèrica Llatina. Els préstecs directes sumen més de 150.000 milions de dòlars. El cas més conegut és el de Veneçuela, immersa en una descomunal crisi social i econòmica i que no troba gaire més alternatives de finançament en el mercat internacional. No obstant això, altres nacions com el Brasil, l'Equador, l'Argentina o Bolívia estan rebent suport financer de la Xina per aquesta via, i cada vegada en major mesura.

Però, què busca la Xina amb aquestes inversions a l'Amèrica Llatina? La resposta és força evident: guanyar influència econòmica i política. En l'àmbit econòmic sol exigir, a canvi dels préstecs, que els països comprin maquinària i productes manufacturats xinesos, o bé que siguin companyies xineses les que duguin a terme determinades obres d'infraestructura. Per exemple, a Bolívia des del 2013 les empreses xineses han estat

adjudicatàries de més d'una vintena de projectes de carreteres i ponts. Una altra fórmula, ja emprada amb Veneçuela, són els anomenats loans-for-oil, de manera que, en cas d'insolència per part del país, la Xina rep petroli com a forma de pagament. Aquesta solució seria potencialment aplicable a altres matèries primeres que abundin a Llatinoamèrica i en les quals la Xina té gran interès.

La Comissió Econòmica per a Amèrica Llatina i el Carib estima que el PIB de la regió es contraurà el 9,1% el 2020

Amb l'augment del deute extern, és inevitable pensar en la dècada perduda de Llatinoamèrica dels anys vuitanta, quan diversos països es van veure incapaços de fer front a les seves obligacions creditícies després d'una crisi econòmica global i la caiguda del preu de les matèries primeres. Si bé és cert que la situació és diferent, ja que no s'esperen pujades de tipus d'interès en els països desenvolupats que provoquin evasions de capital com les de llavors, qui no en coneix la història està condemnat a repetir-la.

En l'àmbit polític, Llatinoamèrica també és interessant per a la Xina, en un moment clau de rivalitat amb els Estats Units, que històricament ha considerat la zona com una àrea natural d'influència. I no només als països amb governs de més afinitat ideològica; la Xina també ha estat capaç d'establir forts llaços diplomàtics amb nacions amb les quals històricament no havia tingut relació, com ara el Panamà o la República Dominicana.

Juan Gestoso Ruiz
Analista d'inversions

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 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 constituïran 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'Autoritat Financera Andorrana (AFA).
- **Inversors d'Espanya:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Alcalá, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada pel Banco de España i per la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversors dels Estats Units:** 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 (S.E.C.).
- **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 amb qualsevol instrument financer mencionat en qualsevol moment abans de la seva distribució no seran d'aplicació.
- **Inversors de Mèxic:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes SA de CV, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- **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), i/o per Private Investment Management Advisors Panamá, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
