

# Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

## Canvi de paradigma

**Invertir els propers anys serà un exercici molt diferent del que ho ha estat les dues últimes dècades. La inflació es mantindrà més elevada, obligarà a tipus més alts i restarà capacitat de maniobra als bancs centrals.**

Des que Volcker va frenar les inflacions galopants dels anys setanta a cop de pujada de tipus, els inversors van gaudir d'un entorn gairebé miraculós per treure rèdit als estalvis. La desaparició del patró or donava màniga ampla a la impressió de diners i a l'acumulació de deute. La globalització, en conjunció amb altres factors, va permetre que els emergents s'afegissin al procés productiu global abaixant els costos de producció (i per tant apujant marges), catapultant els beneficis empresarials i mantenint la inflació sota control. Una desregulació massiva i la intervenció constant dels bancs centrals davant el menor problema, juntament amb la davallada sense fi dels tipus d'interès (que alhora fomentava més deute, tant corporatiu com governamental), es van afegir a la festa. Si a més hi sumem un risc geopolític descendent (va caure el mur de Berlín, i això va portar molt països a entrar en el capitalisme i els mercats globals, cosa que també feia la Xina, amb el seu format propi) i una intervenció estatal cada cop més intensa per mitigar les recessions (les ajudes per covid en són l'exemple més extrem), l'entorn per als inversors era màgic.

Creiem que bona part de l'anterior no serà vàlid els anys vinents. El 2022 no és, al nostre entendre, una pausa en el camí. És un punt d'inflexió. Per començar, un dels puntals previs, la globalització, està revertint clarament. És un procés que ja havia començat abans, però la pandèmia va fer reflexionar sobre la resiliència de les cadenes de distribució, i no sols sobre la seva eficiència. A més, creix la desconfiança entre grans blocs. Rússia, i sobretot el canvi de rumb de la Xina, tenen difícil una reversió ràpida a estadis previs. Els

moviments populistes augmenten la pressió arreu, cosa que tampoc no ajuda al lliure moviment de persones i mercaderies. Tot això comporta, inevitablement, més inflació. Sobretot perquè els bancs centrals l'han de gestionar amb tipus reals negatius per mirar de reduir la càrrega que suposa l'astronòmic deute acumulat, cosa que transforma la inflació en estructural, almenys durant una bona temporada.

El problema és que la inflació no tan sols resulta incòmoda quan omplim el dipòsit o la cistella de la compra. És tot un contratemps a l'hora d'invertir. Al final, és l'enemic a batre. Qui estalvia, simplement posposa consum. Si els nostres estalvis creixen menys del que ho fan els preus, el resultat és una pèrdua, per més que pugui aparentar una altra cosa. Contractar dipòsits a tipus d'interès (finalment) positius, pot ser temptador. Però si el tipus que bloquegem és inferior al nivell de la inflació —és així i ho continuarà sent, de mitjana, per poder deflacionar el deute—, és una mala decisió d'inversió. La renda fixa i la renda variable, en termes històrics, continuen no sent barates. Moltes estratègies alternatives comparen malament amb els tipus d'interès actuals. Què podem fer, doncs, per treure rèdit dels nostres estalvis? Assistir a l'esdeveniment que organitzem el dia 26 de gener, en el qual mirarem de donar resposta a la pregunta i aprofundirem en tot l'anterior.




David Macià, CFA  
 Director d'Inversions i Estratègia de Mercats  
 de Crèdit Andorrà Asset Management

## ÍNDEX

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

## Estratègia

### Assignació d'actius (2023 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

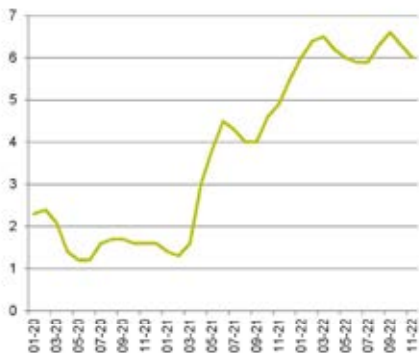
- Petroli 
- Or 

### Divises

- EUR/USD 
- JPY/USD 

# Situació macroeconòmica

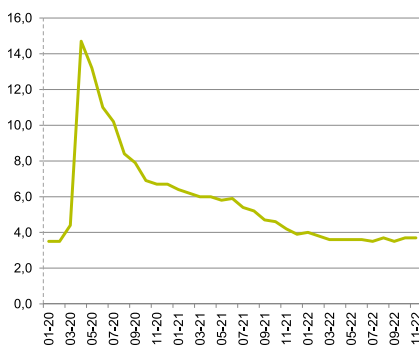
## IPC dels EUA sense alimentació ni energia



Font: Bloomberg

Tot i que l'índex de preus al consum va baixar lleugerament a la tardor, continua molt per sobre dels objectius dels bancs centrals.

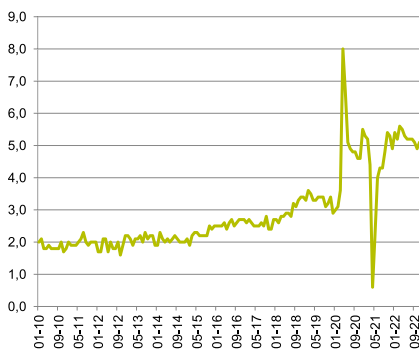
## La taxa d'atur als EUA



Font: Bloomberg

La taxa d'atur es manté estable al 3,7%.

## Creixement anual dels ingressos mitjans per hora als EUA



Font: Bloomberg

La taxa de creixement anual dels ingressos mitjans per hora es manté estable en el 5,1%.

## S'espera una lleu recessió

**La inflació probablement va tocar sostre el 2022 i hauria de millorar d'ara endavant, però es mantindrà en nivells elevats. Les condicions financeres continuaran endurint-se i veiem que els EUA entraran en lleu recessió el 2023 per l'augment de l'atur. Pel que fa a l'eurozona, ha de fer front a la dificultat afegida de la crisi energètica.**

Per tercer any consecutiu, la inflació és la clau per determinar cap a on es dirigeix l'economia. Tot i que l'índex de preus de consum va baixar lleugerament a la tardor, continua molt per sobre dels objectius dels bancs centrals i probablement es mantindrà en aquests nivells. Alguns dels factors que van impulsar la inflació a principi del 2022 afortunadament han començat a dissipar-se. Els preus dels béns de consum han disminuït a mesura que s'han relaxat les restriccions en les cadenes de subministrament. El petroli ha tornat a baixar fins a nivells del gener del 2021 en part gràcies a la recuperació en la producció.

Tanmateix, el mercat laboral als EUA continua mostrant solidesa, molt lluny d'arribar al nivell d'una inflació constant, i s'està ajustant molt lentament. Continua havent-hi un gran desequilibri entre l'oferta i la demanda de treball, amb l'atur estable en el 3,7% i la taxa de creixement anual dels ingressos mitjans per hora en el 5,1%. La combinació d'una quantitat elevada d'ofertes de feina i un baix nombre de sol·licituds setmanals a l'assegurança de desocupació i un creixement sòlid dels salaris assenyalen cap a un enduriment de les condicions financeres. Si la Reserva Federal vol reduir la inflació i evitar una espiral salaris-preus, haurà de veure un creixement de l'atur. En aquest aspecte, i tot i reduir el ritme de les pujades de tipus d'interès, creiem que la Fed no canviarà la tendència el 2023 i no es tornarà acomodaticia. L'autoritat monetària està més preocupada a evitar caure en l'error d'unes polítiques d'austeritat insuficients que no a incórrer en un enduriment excessiu.

**La demanda dels consumidors s'alenteix i ho farà encara més a mesura que els estalvis acumulats comencin a esgotar-se i augmenti l'atur**

Les polítiques monetàries més restrictives actuen ofegant la demanda, cosa que ja ha començat a passar. El sector immobiliari, sensible als tipus d'interès, és el que està patint més i és possible que ja hagi entrat en contracció.

De fet, els estalvis que els ciutadans estatunidencs van acumular durant la pandèmia van caure de prop de 2,3 bilions de dòlars a 1,2 bilions, segons dades de la Fed.

La recessió a la zona euro probablement ja hauria començat el darrer trimestre del 2022, atès que la regió s'enfronta al contratemps afegit del xoc energètic. El mercat europeu del gas continua en una situació complicada, encara que els països europeus han aconseguit reduir la dependència de les importacions de gas rus recorrent a Noruega, els Estats Units i l'Orient Mitjà, així com a altres fonts d'energia alternatives. Pel costat positiu, és probable que la inflació baixi gràcies a limitacions addicionals dels preus de l'energia, el poder de fixació de preus minvat de les empreses i els efectes de base.

Això no obstant, la pressió de la inflació afecta els beneficis de les empreses i els ingressos reals dels consumidors, cosa que redueix les inversions i el consum. Es preveu que els mercats laborals es debilitin a causa de la recessió, de manera que la despesa dels consumidors es pot veure encara més afectada. Tot i que segurament el Banc Central Europeu tindrà dificultats per arribar al consens per pujar els tipus d'interès davant d'un creixement alentit, controlar la inflació és més important a llarg termini que el mal d'una recessió a curt termini.

L'any passat ja vam veure alguns dels efectes en el creixement econòmic d'un nivell d'inflació més alt i de la pujada dels tipus d'interès. Tanmateix, l'enduriment de les condicions financeres té un efecte retardat, per tant, encara n'hem de veure l'impacte total, ja que l'economia durant el 2022 s'ha beneficiat d'un consumidor encara fort, amb una taxa d'estalvi elevada i un nivell d'atur baix. El 2023, les conseqüències seran encara més evidents i preveiem que hi haurà un creixement negatiu als dos costats de l'Atlàntic.

Jadwiga Kitovitz, CFA  
Directora Gestió Multiactiu  
i Clients Institucionals

# Renda fixa

## Pivotant entre inflació i creixement

**Acaba el pitjor any per als bons des de la dècada dels noranta a causa de la rapidesa dels bancs centrals a pujar els tipus d'interès per lluitar contra una inflació exacerbada per la guerra a Ucraïna. Per als actius de renda fixa, ara es presenta un panorama més optimista, amb la rendibilitat dels bons en nivells atractius des del punt de vista rendibilitat/risc.**

Els bancs centrals es van despertar de la letargia a què ens tenien acostumats amb les polítiques de tipus d'interès zero o negatius per lluitar contra el principal enemic: la inflació. I ho van fer d'una manera global i coordinada i amb una rapidesa mai vista. Durant el 2022, la Reserva Federal ha pujat el tipus de referència un 4,25% fins a arribar al 4,5%, i el BCE ho ha fet passant del 0% al 2,5% en acabar el desembre. Fins i tot el Banc del Japó s'ha decidit a moure el nivell en la seva estratègia de control de corba que mantenia des del 2016. En aquest cas, optant per doblar el CPA objectiu per al seu bo del govern amb venciment de 10 anys, del (més o menys) 0,25% al 0,5%. Per al 2023 s'espera que continuïn pujant els tipus, almenys en les properes reunions del febrer i el març, entre el 0,25% i el 0,5%, en funció de les dades econòmiques que anem coneixent.

## Sembla que la inflació remet i que els bancs centrals són cada cop més a prop dels tipus terminals

Una prova clara dels efectes dels esforços dels banquers centrals per combatre la inflació a tot el món és que els bons amb rendiment negatiu estan a punt de desaparèixer. El volum global d'aquests bons se situa ara en 250.000 milions de dòlars vs. els 18,4 bilions de fa només dos anys. La pujada dels tipus d'interès també ha provocat incidents notables durant el 2022, com ara la intervenció del Banc d'Anglaterra amb la compra de Gilts per frenar el pànic financer en els fons de pensions amb prescripció definida del Regne Unit, o l'augment del preu de les hipoteques, que ha afectat el preu de l'habitatge, especialment al nord d'Europa, el Canadà o Austràlia. En trobem altres exemples en les implosions de les criptomonedes o en les sortides forçoses en les SPAC dels EUA.

L'any 2023, després de l'ajust de les rendibilitats i els diferencials, ens ofereix una millor situació de partida per als actius de renda fixa. La TIR dels bons assoleix nivells que no s'havien vist en una dècada i ja supera

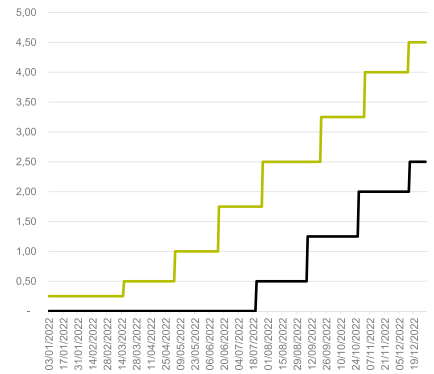
la rendibilitat per dividend de la renda variable, la inflació sembla que remet i els bancs centrals estan més a prop dels seus tipus terminals. Fins i tot s'ha encunyat un nou terme: TARA, There Are Reasonable Alternatives, per considerar els actius de renda fixa en les noves inversions que es fan ara.

El millor moment d'entrada per obtenir una rendibilitat (*all-in yield*) a la zona de màxims el veurem probablement durant el primer trimestre, amb la congestió pel primari amb nombrosos emissors que avançaran els seus programes de noves emissions —per exemple, Alemanya, que va anunciar un volum d'emissió rècord per al 2023 per ajudar a finançar el paquet d'ajudes a l'augment dels preus de l'energia— i la certificació que l'eurozona entrarà en recessió. Sobre aquest punt, fa poc el vicepresident del BCE Luis de Guindos va confirmar en una entrevista que l'eurozona entraria en recessió, si bé va subratllar l'opinió que serà breu i poc profunda.

Els inversors han anat pivotant entre la inflació i el creixement. Quan la Reserva Federal va començar a reconèixer que la inflació no era transitòria, va iniciar la pujada dels tipus d'interès i això va afectar negativament el preu dels bons. L'objectiu dels bancs centrals ha estat afectar la demanda per reduir els preus, fins i tot provocant una recessió econòmica per, finalment, doblegar la inflació. El diferencial 10-2 anys de les corbes de tipus, tant als EUA com a la zona euro, està invertit, cosa que tradicionalment ha avançat una recessió econòmica. En el moment en què l'atenció es fixi en el creixement i no en la inflació, la renda fixa tindrà un bon comportament. Veurem més entrades de fluxos impulsades pel seu factor diversificador, i hi haurà un moment en què els bancs centrals començaran a descomptar baixades de tipus amb la finalitat d'ajudar a impulsar de nou el creixement. En aquest escenari, la renda fixa ho hauria de fer millor que altres actius.

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

## Evulsió dels tipus de referència dels bancs centrals (FED i BCE)



Font: Bloomberg

Els principals bancs centrals han pujat els tipus de referència molt ràpidament. La Reserva Federal els ha pujat des del 0,25% fins al 4,25% i el BCE, des del 0% fins al 2,5% durant el 2022.

## Evulsió de la rendibilitat de l'índex Bloomberg Global Aggregate



Font: Bloomberg

La TIR dels bons assoleix nivells que no s'havien vist en una dècada.

# Renda variable

## ► S&P 500 segon semestre de 2022



Font: Bloomberg

L'S&P 500 ha tornat als mínims que vam veure al juny.

## ► Rendiment del Tresor EUA a 10 anys



Font: Bloomberg

Les accions s'han mogut inversament als tipus.

## Un any per oblidar

**El 2021 es van assolir màxims històrics en valors, criptomonedes, NFT i qual-sevol altre element negociable. El 2022 ha estat diferent i els actius han patit diverses sotragades: el conflicte entre Rússia i Ucraïna, el subministrament d'energia, l'amenaça nuclear, la inflació en màxims, el temor a la recessió, el frau amb criptomonedes més gran de la història, i la Fed.**

Bon vent al 2022! L'any es va tancar amb un descens del 19,4% de l'S&P 500, del -21,6 % del Russell 2000 i una impactant caiguda del 33,1% del Nasdaq. El resultat del Nasdaq va ser especialment dolent, ja que els resultats per sobre de les previsions de moltes accions els darrers anys havien empès molts inversors minoristes a destinar fons a allò que s'havia convertit en accions de creixement sobrevalorat. Durant anys, les accions tecnològiques de gran capitalització s'havien considerat refugis segurs en els mercats de valors però van rebre un càstig especialment sever, com es veu en la caiguda del 34% de Vanguard Mega-Cap Growth ETF. Entre els principals índexs estatunidencs, el Dow Jones va ser el que més va resistir, amb una baixada de només un 8,8 %. Per descomptat, el Dow Jones va rebre l'impuls del rendiment del 53% de Chevron i del 45% de Merck, dos dels valors que més beneficis van generar en l'S&P 500.

**“La recessió és el resultat més probable”,  
Alan Greenspan**

No en va, el mercat va patir una important correcció de la valoració a mesura que es van comprimir els múltiples. A principi del 2022, els guanys a termini de l'S&P 500 coïtaven a un múltiple de 21,5 però van acabar l'any a 16,8. Aquesta dada està per sota de la mitjana històrica de 10 anys, del 17,1, però el pitjor és que el múltiple de 16,8 es basa en estimacions de guanys que molts estratèges consideren massa altes. Ara per ara hi ha consens que els guanys de l'S&P 500 augmentaran un 4%, però s'especula que la caiguda sigui de dos dígitos.

Més amunt esmentàvem diversos factors que han contribuït al mal rendiment del 2022, però centrem-nos en el culpable principal. La Fed es va mostrar reticent a començar a pujar els tipus el 2021 perquè creia que la inflació era “transitòria”. Va admetre tard que s'havia equivocat, però tot i això va endarrerir l'augment dels tipus fins a principi del 2022, per la incertesa creada per la concentració de tropes de Rússia a la

frontera d'Ucraïna. La invasió va començar al febrer i va provocar més pressió inflacionista mentre el pànic s'estenia als mercats mundials de l'energia i aliments. Amb unes perspectives econòmiques tan incertes a causa de la guerra, la Fed va aguantar fins al maig, quan va pujar els tipus 50 punts bàsics. Els següents passos van ser quatre augments, de 75 punts cadascun, i va tancar l'any amb una pujada final de 50 punts al desembre. Aquestes pujades ràpides de tipus no van ser ni més ni menys que la Fed actuant dominada pel pànic total amb la intenció de controlar la inflació.

Malauradament, la Fed encara no ha fet tota la feina. Tot i que sembla que la inflació ha arribat al màxim, no ha baixat prou ràpidament. El mercat preveu una altra pujada de 50 punts bàsics al febrer i possiblement una altra al març, abans d'aturar-se aquí. La reunió de la Fed de febrer arriba just abans de la temporada de guanys del quart trimestre. La majoria d'empreses aprofita la publicació d'informes de resultats en el quart trimestre per emetre directrius per a l'any següent. Ja hem dit que les estimacions de guanys per al 2023 poden ser massa altes, i aquests informes en seran la primera prova real. Això podria crear un panorama aterridor, amb una Fed encara massa agressiva que podria espantar el mercat just abans que es restablisin els guanys. Per més horrible que sembli aquest panorama, hi podria haver alguna esperança que les coses millorin ben entrat el 2023. La Fed deixarà d'incrementar els tipus en algun moment de l'any i les estimacions de guanys es restabliran a un nivell adequat a partir del qual puguin tornar a créixer.

*Charles Castillo*  
Gestor sènior

# Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

## Ens aproximem al final de la tempesta

En aquestes mateixes línies, l'estiu passat, escrivíem que el preu del gas s'hauria de normalitzar quan passés la tempesta; al començament del 2023 no ens sorprèn veure que ha caigut més d'un 60% des dels màxims de l'estiu passat. I això que la tempesta en l'àmbit geopolític encara no ha passat, però sí que ens aproximem al final de la tempesta per al mercat del gas.

El consum de gas a Europa va caure bruscament al desembre; no es tracta només de l'impacte d'unes condicions meteorològiques més suaus, sinó que la mentalitat dels consumidors particulars i les empreses ha canviat respecte del desig de consum de gas. Alhora, les importacions de gas natural líquid (GNL) van arribar a un nou màxim històric. En conseqüència, les existències van augmentar la segona quinzena de desembre, un fet sorprenent en ple hivern. No és estrany, doncs, que el preu del gas s'hagi desplomat.

D'aquesta manera, les importacions de GNL s'han incrementat respecte dels anys anteriors. Els Estats Units, Qatar i Rússia (sí, Rússia; que tot i que ha baixat, segueix representant

el 18% de les importacions de GNL) continuen sent-ne els principals proveïdors, però també s'està important d'Angola, Guinea Equatorial i Egipte. A més, Espanya està reexportant al perímetre europeu el seu gas sobrant.

L'any passat, Europa va acabar l'hivern (final de març del 2022) amb un 24% d'existències. Més tard, els operadors van aconseguir augmentar-les fins al 96 % a finals d'octubre, fet que va suposar un alleujament en entendre's que evitàvem quedar-nos sense gas a l'hivern. Si es mantenen les tendències d'aquests darrers mesos, arribaríem a finals de març amb un 51% d'existències de gas; per tant, no seria un problema no tenir importacions de Rússia per arribar a l'hivern del 2023 amb l'inventari ple un altre cop.

La tempesta per al mercat de gas arriba al final perquè s'han trobat alternatives de subministrament, i el preu del gas també s'hauria de normalitzar a un nivell encara inferior a l'actual.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista d'inversions*

DIVISES

## Ha arribat el dòlar a un punt d'inflexió?

A la paritat amb l'euro, el dòlar semblava car, però la valoració no sol ser una condició suficient per canviar la tendència del preu d'un actiu. El 2022 ha estat l'any del dòlar, ja que s'ha vist beneficiat per un banc central que ha estat el precursor de les pujades de tipus d'interès gràcies a una economia més resistent, la independència energètica dels EUA i l'estatus d'actiu refugi de la moneda en mig de les turbulències de mercat. Tanmateix, després d'una recuperació del 16%, el dòlar es va començar a debilitar a l'octubre i va reduir els seus guanys anuals a la meitat. Hi ha diferents factors que van propiciar aquest canvi radical: les dades de la inflació d'octubre als EUA van ser més baixes; els indicadors econòmics assenyalaven un creixement més lent que sustentava un pic en la inflació; les dades a Europa eren millors del que es temia, i, en especial, es va alentir el ritme de les pujades dels tipus oficials.

Hi ha una gran diferència entre les prediccions de la Reserva Federal i les dels inversors. Tot i les advertències de Powell, preveuen una taxa d'interès màxima més baixa i continuen

pensant que la primera reducció dels tipus d'interès pot arribar ja a l'estiu. En resum, els responsables polítics i els inversors continuen discrepant sobre les qüestions més importants. Com de persistent serà la inflació? A quin nivell arribaran els tipus al punt màxim? Quan canviarà l'estratègia dels bancs centrals? Entraran els EUA en una recessió? La resposta a aquestes preguntes probablement us donarà una bona pista sobre la direcció que agafarà el dòlar el 2023. Nosaltres creiem que la inflació es mantindrà per sobre de la zona de confort de la Reserva Federal, cosa que l'obligarà a pujar més els tipus i mantenir-los en aquest nivell durant més temps. El 2023 probablement estarà ple d'alts i baixos per a la majoria d'actius, inclòs el dòlar, i no ens sorprendria que tornés a guanyar força a mesura que el mercat s'enfronta a la realitat.

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

### Gas natural



Font: Bloomberg

Caiguda del gas natural.

### Tipus de canvi euro dòlar



Font: Bloomberg

Després d'una recuperació del 16%, el dòlar es va començar a debilitar a l'octubre i va reduir els seus guanys anuals a la meitat.

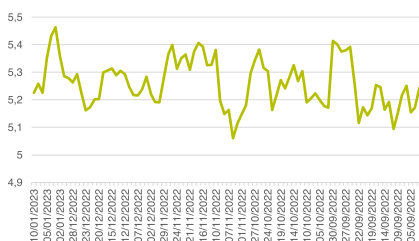
# Llatinoamèrica

## Petroleo Brasileiro SA (PBR US)



Font: Bloomberg

## USD/BRL



Font: Bloomberg

## Vells temps al Brasil

**Les primeres decisions intervencionistes de Lula da Silva al capdavant del govern han revifat la desconfiança dels inversors.**

El 30 d'octubre de 2022, Lula da Silva va confirmar, en la segona volta de les eleccions presidencials, l'avantatge que havia obtingut en la primera. La distància entre el líder del Partit dels Treballadors i el president sortint, Jair Bolsonaro, es va limitar a menys de dos punts, cosa que va mantenir la incertesa fins al final i va provocar que Bolsonaro encara avui no hagi reconegut la derrota.

Els inversors, que ja s'esperaven aquest desenllaç electoral, estaven atents a les primeres decisions de caràcter econòmic. Lula va anunciar el nomenament de l'exalcalde de Sao Paulo, Fernando Haddad, com a futur ministre d'Hisenda, cosa que va provocar escepticisme davant una evident manca d'experiència tècnica en la matèria. Encara es va rebre pitjor l'aprovació en un temps rècord d'una reforma de la llei d'empreses estatals. La norma, aprovada el 2016 durant el mandat de Temer, té com a propòsit blindar les empreses participades per l'estat contra interferències polítiques, després de l'escàndol de Lava Jato. També va reduir la quarantena per exercir càrrecs públics a membres d'estructures dels partits polítics de 36 mesos a 30 dies, la qual cosa donava via lliure a un govern ple dels seus més fidels.

**El Bovespa va acabar l'any en positiu i el real va ser una de les poques monedes que es va apreciar davant el dòlar**

En el discurs d'investidura del primer de gener va exposar els pilars del seu govern: va anunciar la intenció d'eliminar el sostre constitucional de la despesa, l'augment massiu del pes de l'estat en el desenvolupament econòmic i altres mesures com la continuïtat en l'exempció d'impostos sobre el combustible i la paralització de la privatització d'empreses. Sens dubte, tot això tindrà un impacte important en els comptes públics, i el mercat no ha tardat a reaccionar. En la primera sessió de l'any, l'índex Bovespa es deixava un 3,2% i el real brasiler s'afeblia i arribava a mínims d'un mes contra el dòlar.

Encapçalava les caigudes Petrobras, que ha perdut més d'un 25% des de la primera volta presidencial. La petroliera estatal estava tenint un any fantàstic, amb els ingressos i les utilitats més altes de la seva història i repartint un dividend sense precedents de 28.000 milions de dòlars. Beneficiada per l'entorn energètic global, havia deixat enrere episodis d'inestabilitat a la direcció, provocats també per la ingerència política, aquest cop d'un *amic del mercat* com Bolsonaro. Tanmateix, els vents intervencionistes del govern de Lula tornen a posar l'ombra del dubte sobre la companyia. Els números són bons i previsiblement ho continuaran sent el 2023. El 60% de la producció prové de plataformes petrolieres, el llindar de rendibilitat de les quals se situa per sota de 30 dòlars per barril. Continuen reduint deute i tenen controlats els costos operatius. Tanmateix, el pes de la incertesa i la inestabilitat política és massa gran en una empresa amb un historial de decepcions força llarg. Preferim esperar a tenir més claredat sobre els plans del govern amb la companyia, però les virtuts anteriors la fan mereixedora de tenir-la al radar. Quant als seus bons, membres habituals de carteres d'inversió de renda fixa emergent, ens sembla que continuen sent una opció interessant.

Brasil va sortir airós d'un 2022 molt complicat a escala global. La seva posició de productor de matèries primeres en un entorn de dèficit d'oferta i la seva prompta actuació de pujades de tipus van fer que, malgrat una situació socialment convulsa, aconseguís tenir el favor dels inversors. El Bovespa va acabar l'any en positiu i el real va ser una de les poques monedes que es va apreciar davant el dòlar. Falta veure si aquests vents de cua són suficients per aguantar una economia amb un enorme potencial, però alhora molt fràgil i dependent de les polítiques públiques.

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 directores no assumeixen cap responsabilitat per cap inversió o desinversió realitzada sobre la base d'aquest document ni per cap pèrdua que pogués esdevenir-se per una inversió o desinversió basada en aquest document. Qualsevol declaració continguda en aquest document que faci referència a informació, opinions o dades emeses per una tercera entitat representarà en qualsevol cas la interpretació que en pugui fer Crèdit Andorrà Financial Group, dades a les quals ha tingut accés en ser de caràcter públic o bé a través d'un servei de subscripció. Aquest ús i interpretació no ha estat revisat per la tercera entitat esmentada, per la qual cosa, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes no ofereix cap garantia, ni expressa ni implícita, que siguin exactes, íntegres o correctes.

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

Avís per a:

- **Inversors del Principat d'Andorra:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Crèdit Andorrà SA i/o Credi-invest SA, ambdues entitats autoritzades, regulades i supervisades per l'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 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

---