

# Informe trimestral

## La nostra visió dels mercats

### Ingravidesa

**Els mercats han rebotat amb força i semblen desconectats dels fonamentals, motiu pel qual aconsellem protegir els guanys, tot i que el moviment podria tenir una continuïtat per la manca d'alternatives en els actius de risc.**

La virulència de la recuperació dels actius de risc ha estat realment impressionant. Quina continuïtat pot tenir? Per respondre-hi, analitzarem les causes i els obstacles del rebot. En primer lloc, sens dubte una recuperació econòmica més ràpida del previst ha servit d'ajuda. Estar tancats diversos mesos amb les criatures a casa ha fet que molta gent relativitzi els riscos a canvi de tornar a sortir a sopar, anar de vacances... En definitiva, anar on sigui. Sectors que semblaven condemnats a l'ostracisme —els relacionats amb l'oci i el turisme, per exemple— se'n sortiran millor del que s'havia calculat prèviament. Encara que segueixin en una situació precària, el que és rellevant —per als mercats— és precisament si es poden continuar superant expectatives, cosa que sembla cada vegada més difícil, sobretot perquè les expectatives s'han anat elevant. El pessimisme extrem del qual veníem també era un camp fèrtil per plantar-hi inversions. S'ha diluït i ja no és el cas. Igualment, els estímuls —tant monetaris com fiscals— són de tal calibre que creiem que difícilment serviran per seguir impulsant els mercats (sí per sostenir-los en cas de correccions). A més, apareixen nous obstacles pel camí; majoritàriament en forma de tensions geopolítiques no resoltes. Sorpren veure que els mercats no han donat gens d'importància a la guerra dialèctica iniciada pels EUA contra la Xina. Els demòcrates són encara més durs —si és possible— i el to no millorarà a mesura que ens acostem a les eleccions nord-americanes del proper novembre. Encara menys si es continua eixamplant la diferència de suport als demòcrates en les enquestes, en un principi els mercats no rebrien bé la seva victòria (tot i el que pugui semblar, prefereixen assegurar-se Trump, molt més procliu a desregular i a abaixar impostos). També podria arribar una segona onada de

contagis; tot i que creiem que si passés, es prendrien mesures molt més localitzades i, per tant, menys lesives per a l'economia que el confinament del qual venim.

Tot això aconsella prudència, encara més després d'aquest rebot. Les nostres carteres estaven poc invertides abans que es precipitessin els esdeveniments —no perquè anticipéssim un virus, simplement perquè enteníem que les valoracions ja eren molt exigents i ens costava identificar catalitzadors. No vam tenir gens de por a aprofitar la desfeta del març per comprar i hem acumulat rendiments positius anuals a les carteres mixtes. Per tant, ens preocupa molt més protegir els guanys que renunciar a part d'aquests guanys, si continuen. No voldríem donar la impressió que creiem inevitables correccions fortes. Els inversors tenen poques alternatives i segurament compren ràpidament qualsevol retrocés. Els tipus d'interès oficials se situen al voltant del zero al 60 % del planeta i, per tant, deixen poques alternatives als actius reals.

Per fortuna podem i hem de dotar les carteres de la flexibilitat necessària per aprofitar possibles oportunitats que apareguin a curt termini. Recordin, en qualsevol cas, la poca estima que qui els escriu té per tota mena d'auguris. Segons el parer d'un servidor predir és una molt mala política d'inversió. Dediquem els esforços a entendre els escenaris més probables i posicionem les nostres carteres per maximitzar el retorn, però sempre de forma robusta (és a dir, hem de poder resistir tots aquests escenaris amb dignitat). A llarg termini, el millor inversor normalment no és qui més guanya, sinó que sol ser qui no perd mai més del compte.

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 (2020 3T)

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

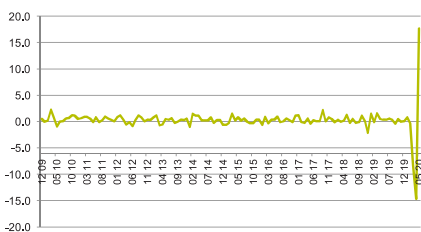
## Taxa d'atur nord-americana



Font: Bloomberg

L'atur dels Estats Units va baixar des del 14,7% fins al 3,3%, molt per sota del 19% esperat.

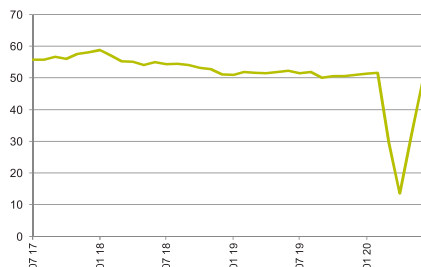
## Vendes al detall EUA



Font: Bloomberg

Les vendes al detall als EUA han doblat les expectatives i han crescut un 17,4%.

## PMI compost Markit, zona euro



Font: Bloomberg

Els PMI han rebotat des de mínims i indiquen una millora significativa en els sectors manufacturer i de serveis.

## Quin tipus de recuperació podem esperar?

**Des que els països desenvolupats van relaxar les restriccions de confinament, les dades econòmiques s'han recuperat amb força. Però és difícil avaluar el progrés d'aquesta recuperació. Hi ha divisió d'opinions i el cert és que l'evolució de la pandèmia i la resposta dels governs generen molta incertesa.**

Ràpides i decisives, les mesures polítiques per fer front a la depressió econòmica es mantindran. El ritme i l'escala d'intervenció, així com la coordinació, s'han intensificat respecte a la crisi anterior. En aquest cicle, els balanços dels bancs centrals del G4 creixeran col·lectivament un 28% del PIB davant el 7,1% de la crisi financera mundial. Als EUA, a l'eurozona, al Japó, al Regne Unit i a la Xina, el dèficit fiscal nominal arribarà al màxim històric del 16,9% del PIB el 2020, després del 5,6% el 2019. Als EUA, els esforços fiscals es dirigeixen directament a les llars i unes dues terceres parts dels aturats reben més que els ingressos habituals.

## Després del confinament i l'alliberament de la demanda acumulada, les dades econòmiques han millorat clarament

Si no hi ha una segona gran onada d'infeccions, la recessió ja va tocar a l'abril. Després del confinament i l'alliberament de la demanda acumulada, la clara millora de les dades ha superat totes les expectatives. Al maig, la creació als EUA de 2,5 milions de llocs de treball va trencar la previsió de 7,5 milions de treballs destruïts i va portar l'atur del 14,7% al 3,3%, molt per sota del 19% esperat. Les vendes al detall han doblat les expectatives i han crescut un 17,4%. A Europa, els PMI han rebotat des de mínims, cosa que indica una millora significativa en els sectors manufacturer i de serveis.

Un cop normalitzats els efectes base, ja que part de la demanda acumulada actual s'ha esgotat, hi ha el risc que el mercat laboral es mantingui feble i restringeixi la demanda dels consumidors. Molts dels sectors més perjudicats, com l'oci, el joc i la venda al detall, tardaran a recuperar-se perquè encara s'apliquen mesures de seguretat. Per a enguany, el Fons Monetari Internacional preveu que el creixement mundial baixi un 4,9%, més que el 3% estimat a l'abril. Per

al 2021, s'espera un creixement del 5,4%, per sota del 5,8% anterior. El pessimisme cada cop més gran de l'FMI reflecteix el xoc de subministrament del principi del confinament i l'impacte continu de la distància social i altres mesures de seguretat en la demanda davant els esforços d'alguns països per controlar la propagació del virus.

En la part positiva, moltes megatendències que ja existien abans de la pandèmia han cobrat impuls. Forçats a ser a casa, els consumidors han intensificat l'ús del comerç electrònic, els pagaments electrònics, l'*streaming*, els videojocs i les videotrucades. Gràcies als empleats que van treballar a casa, les empreses van observar la retallada potencial de despeses derivada del teletreball, les reunions virtuals i l'espai d'oficina reduït. Els governs van utilitzar el *big data* per seguir l'evolució de la pandèmia. Alguns sectors han estat molt afectats, però altres sortiran de la crisi com a triomfadors (tecnologia, mitjans i comerç electrònic). Moltes empreses invertiran més en espais tecnològics.

Encara és difícil pronosticar la trajectòria del creixement. Per a una previsió alcista, és necessari disposar d'una vacuna, mentre que una segona gran onada d'infecció crearia un escenari pessimista. Amb proves generalitzades, un confinament selectiu i un millor equipament dels hospitals, podem evitar que el món torni a paraitzar-se. Però les últimes dades poden generar confusió i esperem una recuperació més gradual que el que aquesta fase inicial suggereix.

Jadwiga Kitovitz, CFA  
Directora Gestió Multiactiu  
i Clients Institucionals

# Renda fixa

## El cercle virtuós de la renda fixa

**A jutjar per la recuperació dels principals índexs avançats en l'àmbit macroeconòmic, la reactivació de l'economia ha generat eufòria. Sens dubte, les mesures que els bancs centrals estan implementant i els estímuls econòmics a escala mundial possibiliten la recuperació als mercats de renda fixa.**

Els principals bancs centrals han sortit al rescat amb un volum sense precedents i estan inundant el mercat de liquiditat. Els països també estan implementant polítiques fiscals expansives que ajuden a mitigar la desacceleració econòmica que la Covid-19 ha produït. A més, s'estan coneixent algunes dades macroeconòmiques que, eufòrics per la reactivació de l'economia, estan sorprenent positivament. Ha estat el cas de les dades d'ocupació als EUA, la recuperació de les vendes al detall als EUA i al Regne Unit, i els índexs de confiança (PMI), tant de les empreses de manufactura com de serveis: els nivells s'han recuperat ràpidament i, fins i tot en alguns països, es presenten dades superiors a 50, cosa que indicaria una expansió econòmica. Un altre exemple és l'índex de condicions de solvència financera que, tant als EUA com a Europa, es va allunyant de la zona considerada de tensió.

## La política monetària i fiscal expansiva ha generat l'efecte desitjat, la compressió dels 'spreads'

Contextualitzem algunes dades que, per extraordinàries, ens ajudaran a entendre per què durant el segon trimestre de l'any hem presenciat una recuperació del mercat de renda fixa sobre la base d'uns tipus d'interès baixos i un estrenyiment dels diferencials de crèdit. La Reserva Federal començarà a adquirir bons individuals, un programa de compra de deute corporatiu amb un import global de 750.000 milions. Pensem que el volum de l'índex iBoxx USD Domestic Non Financials 1-5y, que serien els bons objectiu del programa, s'eleva a 900.000 milions. D'acord amb les dades que coneixem fins ara, s'estima que el balanç dels bancs centrals del G4 s'expandirà fins al 68% del PIB, gairebé el doble que el percentatge corresponent al 31 de desembre de 2019. Altres catalitzadors: les empreses emeten més bons que mai i diversifiquen les seves fonts de finançament amb l'objectiu d'augmentar la tresoreria. Tant als EUA com a Europa ja s'ha arribat a la xifra de 1.000 mi-

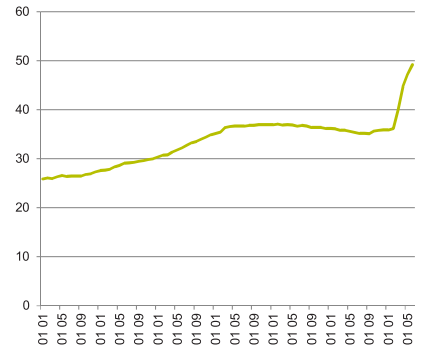
lions, cosa que representa un rècord nou en aquesta meitat de l'any. En altres paraules, en aquest primer semestre s'ha emès més volum que en altres anys sencers. Segons les previsions inicials del mes de març, la taxa de *default* ha de disminuir gràcies a les ajudes que les corporacions estan rebent i la reducció dels *spreads*. Pel que fa als fluxos, veiem fortes entrades en els fons de crèdit dels EUA i d'Europa, amb rècords setmanals. I s'especula que, coincidint amb la meitat d'any, els *asset allocators* principals podrien prendre beneficis de la renda variable i moure aquest flux cap a la renda fixa. Wells Fargo estima que el rebalanceig podria ser el més gran dels darrers sis anys.

Totes aquestes mesures estan donant suport a la renda fixa i mostren un efecte que es coneix com a cercle virtuós: l'entrada de liquiditat possibilita la reducció dels tipus d'interès a pesar que el deute segueixi augmentant i permet que s'assumeixi millor el cost financer; la reducció dels *spreads* fa que disminueixi la probabilitat de *default* i la volatilitat es redueix i propicia que la introducció dels actius de renda fixa en les carteres d'inversió redueixi el risc global d'aquestes carteres.

Per descomptat, no tot serà direccional i hem d'estar amatents als efectes potencials d'una segona ronda que aquesta enorme liquiditat que s'està incorporant al mercat pot provocar. Per exemple, el fet que la inflació ressorgeixi violentament i erosioni el valor de la inversió, o l'aparició de les empreses conegudes com a *zombis*, que, amb les polítiques fiscals i monetàries expansives, podrien allargar el seu cicle de vida només per tenir accés a un finançament fàcil, però que amb els seus beneficis no cobririen ni els costos financers. Com sempre, la manera d'evitar-ho és aconseguir una diversificació efectiva, cobrir eficientment els riscos i ser selectius a l'hora de triar els noms que adquirim en la nostra cartera.

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

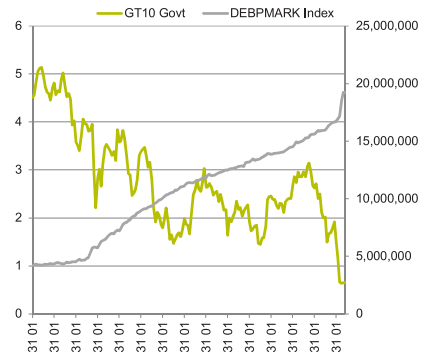
## Evulsió balanç G4



Font: Bloomberg

El gràfic mostra l'evolució de la mida del balanç dels quatre bancs centrals principals (Fed, BCE, BoJ i BoE), que s'apropa al 50% del PIB.

## Volum i rendibilitat (Treasury)

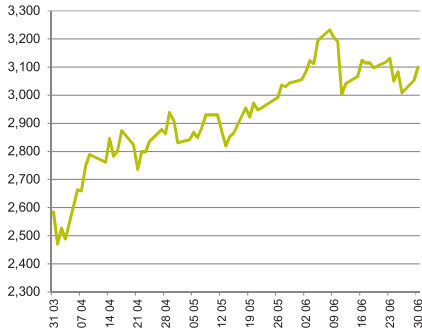


Font: Bloomberg

Als EUA, el volum de deute emès augmenta amb força, però la rendibilitat dels Treasury s'està reduint.

# Renda variable

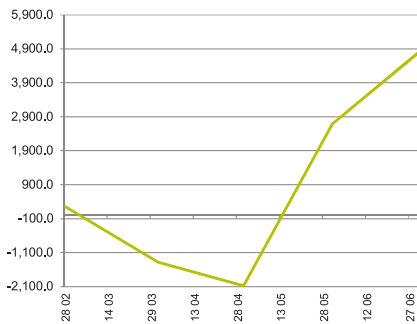
## S&P 500



Font: Bloomberg

Ha estat un trimestre molt volàtil, però l'S&P 500 s'ha recuperat fortament.

## Reclamacions inicials de desocupació dels Estats Units (milers)



Font: Bloomberg

Amb la reobertura de l'economia dels EUA, milions de persones han estat capaces de tornar als seus llocs de treball.

## La recuperació està amenaçada

**La recuperació econòmica dels EUA pot continuar al ritme actual? El ràpid augment de nous casos de Covid-19 amenaça d'escanyar les millores recents a l'economia estatunidenca. El desenvolupament d'aquesta situació serà la clau per al mercat a mitjà termini.**

El 30 de juny, les accions als EUA han registrat el millor període de 100 dies en més de 80 anys. Al març, el confinament va sacsejar els mercats borsaris. Els estímuls fiscals i monetaris inaudits han donat suport a una recuperació econòmica forta i ha catalitzat uns guanys del 21% a l'S&P 500 al segon trimestre (T2). Les empreses de l'S&P 500 han aconseguit recuperar la majoria de les pèrdues anuals i han tancat el segon trimestre només amb una reducció del 3%.

La recuperació a l'S&P 500 no ha estat uniforme en totes les accions. Les de les grans empreses tecnològiques (Alphabet, Amazon, Apple, Facebook i Microsoft) van augmentar un 35% el segon trimestre, mentre que la resta de l'índex va pujar un 17%. En sectors, no sorprèn veure un augment superior al 30% en tecnologia i consum discrecional, mentre que els defensius (+9% per als articles bàsics de consum i +3% per als subministraments energètics) s'han quedat molt endarrerits. La millora de l'economia ha fet que els inversors defugissin les accions defensives.

**“Ni tan sols pensem a augmentar els tipus”,  
Jerome Powell**

Els índexs PMI manufacturer, de vendes al detall i d'ocupació han millorat al maig i al juny. Més impressió han causat els 7,5 milions de llocs de treball nous d'aquests darrers dos mesos, mentre que l'atur ha caigut del 14,7% a l'abril a l'11,1% al juny.

Un ressorgiment de casos nous de Covid-19 amenaça la recuperació econòmica i pot fer descarrilar el mercat borsari. A principi de juliol, als EUA s'estan declarant més de 50.000 casos nous cada dia, ja que a 40 dels 50 estats s'observa una tendència a empitjorar. S'estan tornant a imposar limitacions horàries, ordres de confinament, restriccions en els desplaçaments i tancaments d'empreses. Si aquesta situació s'intensifica, les dades econòmiques de juliol podrien empitjorar.

Això podria sacsejar el mercat i els inversors esperarien que la Fed i el govern oferissin estímuls nous un cop més. El president de la Fed ha deixat clar que estan preparats per aportar més capital. Ben conegudes són les seves declaracions: “Ni tan sols estem considerant pujar els tipus d'interès”. La Fed ja ha injectat una gran dosi de flexibilització qualitativa (FQ) en el sistema a través del seu programa de compra d'actius amb què s'han introduït més de 700.000 milions de dòlars en bons del Tresor i cèdules hipotecàries. La quantitat massiva de FQ ha tingut un paper important a l'hora de sustentar els preus dels actius i sembla raonable suposar que la Fed seguirà fent-ho. Molt més incerts són la mida i l'abast d'un estímul fiscal nou. La Cambra dels Representants, controlada pels demòcrates, i Donald Trump avalen una segona ronda de pagaments on possiblement se superarien els 1.200 dòlars per adult que es van distribuir durant la crisi. Però el Senat, de majoria republicana, és menys entusiasta sobre aquest aspecte.

Si els inversors no tenen un suport fiscal per fer que l'economia superi un ressorgiment de les infeccions, el mercat serà cada cop més vulnerable a qualsevol situació negativa. Per tal que el mercat remunti des d'aquí, uns factors catalitzadors podrien ser els avenços en una vacuna, una desacceleració del ritme d'infeccions noves o que la taxa de mortalitat no augmentés. El mercat es podria beneficiar de senyals que indiquessin que es poden controlar les infeccions actuals i que no cal tornar a paraitzar l'economia.

*Charles Castillo*  
Gestor sènior

# Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

## Guanyar-se el coure

Xile i el Perú representen el 40% de la producció total de coure al món. A mesura que s'ha expandit el coronavirus, ha passat a afectar més els països emergents, i aquests dos països són ara mateix dels més afectats. El confinament i l'aturada de la producció han creat una disrupció de la cadena de subministrament del coure (per ara, més al Perú que a Xile). A més, podrien trigar a recuperar la normalitat, atès que es fa difícil complir les mesures sanitàries de seguretat en la producció; no els deixen tornar a la feina, no els deixen guanyar-se el coure.

La Xina és el principal demandant de coure del món. Al maig, la demanda de metalls de la Xina per a la construcció i infraestructures ha excedit fins i tot les projeccions més optimistes, amb una demanda de coure i acer de la Xina que va augmentar un 29% i un 7%, respectivament, de l'any anterior. La política d'estímuls per part del govern xinès ha estat clau per a aquest impuls: està facilitant el crèdit, cosa que afavoreix

l'adquisició d'habitatges i vehicles, i les dades del maig han estat molt bones en ambdós mercats.

La combinació d'aquesta demanda més elevada amb les interrupcions en la cadena de subministrament relacionades amb la Covid-19 ha provocat que el mercat del coure hagi quedat amb relativament poc inventari. De fet, s'estima que durant el 2020 n'hi hagi dèficit i, per tant, el nivell d'inventaris seguirà sent molt baix.

Des del març, el preu del coure ha pujat més d'un 20%, en part reflectint l'escassetat del material. Si en els mesos vinents es dona a Xile un problema de subministrament similar al del Perú i altres regions desenvolupades com els Estats Units i Europa s'uneixen a la recuperació de la demanda, inevitablement el preu del coure s'hauria de veure pressionat a l'alça, seguint aquestes mateixes dinàmiques.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista d'inversions*

DIVISES

## Podria el dòlar depreciar-se més?

La pressió venedora sobre el dòlar va guanyar impuls durant la segona meitat del maig, fet que reflecteix una recuperació global en els actius cíclics. A mesura que les economies s'han anat reobrint, les dades s'han recuperat dels mínims, la qual cosa indica que el pitjor ja ha passat. Aquest mode d'apetència de risc generalitzat ha fet baixar el dòlar gairebé un 6% des dels màxims de març.

Fa temps que sostenim que el dòlar és car i, atesos els tipus d'interès oficials propers al 0%, ja no troba el suport d'una rendibilitat més elevada. De fet, pot ser que encara disminueixi més la seva popularitat entre els inversors que demanen préstecs en una divisa amb un tipus d'interès baix per invertir en actius en dòlars, que ofereixen un interès més elevat. Hi ha un consens generalitzat en la tendència baixista del dòlar ja que s'espera que els actius europeus obtinguin millors resultats, atès que la regió ha aconseguit dominar millor la propagació del virus i reobrir la seva economia. A més, el BCE no preveu noves retallades en els tipus

d'interès, parcialment responsables de la debilitat de l'euro, sinó que ha ampliat el seu programa d'adquisició d'actius.

No obstant, la recuperació dels mercats ha estat espectacular i aquestes bones notícies estan descomptades i no deixen marge per a cap contratemps. A curt termini, no ens sorprendria veure una pausa en la tendència a la baixa del dòlar ja que els mercats han pujat molt. Durant els mesos d'estiu, sempre volàtils, el dòlar podria recuperar part del seu estatus d'actiu refugi. La proposta d'un fons de recuperació europeu va impulsar l'euro, gràcies a l'alleujament de les preocupacions fiscals a tot Europa, però encara s'ha d'aprovar i hi ha marge per a una decepció. L'índex de sorpreses econòmiques de Citi ha assolit màxims històrics i indica una possible reversió de la tendència de les dades a partir d'ara. Finalment, la publicació de resultats empresarials també podria oferir més perspectiva.

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

## Preu del coure



Font: Bloomberg

Recuperació del preu del coure.

## Tipus de canvi EUR/USD

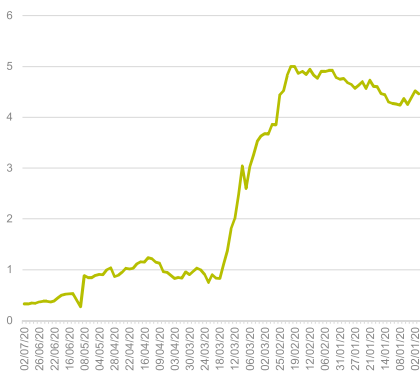


Font: Bloomberg

El dòlar ha baixat gairebé un 6% des dels màxims del març.

# Llatinoamèrica

## Cotització borsària d'Avianca



Font: Bloomberg

Les accions d'Avianca a la borsa nord-americana (AVHOQ US) han perdut el 94% del seu valor des del febrer.

## Bo de LATAM Airlines amb venciment el 2024



Font: Bloomberg

El primer venciment de deute de LATAM en USD ha entrat en impagament i cotitza a nivells inferiors a 30 cèntims per dòlar.

## Remuntar el vol

**Les aerolínies llatinoamericanes travessen una crisi sense precedents que n'ha obligat alguna a acollir-se al capítol 11 de la Llei de fallides dels Estats Units. A diferència d'altres regions, els governs a penes els estan donant suport financer.**

Aeroméxico ha estat la darrera aerolínia llatinoamericana que ha iniciat el procés voluntari de reestructuració a l'empara del capítol 11 de la Llei de fallides dels Estats Units. Mentre negocia amb els creditors i reestructura el capital, el procés permetrà que la companyia continuï amb les seves operacions.

Avianca va fer això mateix al maig. La segona aerolínia més antiga del planeta i en ingressos de la regió es va acollir al procediment al maig, un extrem previsible ateses les dificultats financeres que ja arrossegava abans de la pandèmia. Més enrenou ha causat el fet que LATAM Airlines, líder de la regió en passatgers i ingressos, seguís aquest mateix camí. La companyia, fruit de la fusió el 2015 entre la xilena LAN i la brasilera TAM, va finalitzar l'exercici 2019 amb 1.100 milions de dòlars en efectiu i equivalents. És ben cert que determinades ràtios de solvència, com ara un deute net / ebitdar de 4x, tot i que millors que les de les aerolínies esmentades anteriorment, quedaven molt lluny de les d'altres companyies, com per exemple la panamenya Copa Airlines, amb 2x. Després de cremar efectiu a ritme de més de 200 milions de dòlars mensuals i sense pràcticament ajudes governamentals, sembla que el capítol 11 era l'única alternativa per a la subsistència de la companyia en el futur més immediat, tenint en compte que els aeroports continuen tancats a bona part del sud del continent i que, en molts casos, els governs no dubtaran a ajornar sine die la seva obertura si la situació sanitària no millora. Dins del procés de reestructuració, alguns accionistes de referència institucionals i particulars de LATAM ja han compromès 900 milions de dòlars per ajudar la companyia, que espera rebre un suport financer encara més gran als trams sènior. LATAM sobreviurà a aquesta crisi i continuarà les seves operacions, però el dany als seus tenidors de bons ja està fet i tardarà uns quants anys a tornar a crear valor per a l'accionista.

Els darrers anys, el mercat llatinoamericà ha despertat l'interès d'aerolínies nord-americanes pel seu enorme potencial de creixement. Delta Airlines va adquirir un 20% de LATAM l'any passat, United Airlines havia entrat en l'accionariat de la brasilera Azul

i planejat acords mundials amb Avianca i Copa abans de la pandèmia, i s'especulava que American Airlines estava interessada a entrar a Gol, una altra companyia brasilera. Les aerolínies dels Estats Units tenen els seus problemes, però molt probablement continuaran amb la conquesta dels cels del sud així que puguin.

## La infraestructura escassa i deficient, així com els obstacles geogràfics, fan que la via aèria sigui l'única alternativa en molts casos

El trànsit aeri intern a Llatinoamèrica té, si és possible, més importància que en altres regions. La infraestructura escassa i deficient tant de carreteres com ferroviària, així com els obstacles geogràfics, fan que la via aèria sigui l'única alternativa en molts casos. No es pot anar de Bogotá a Cali o de Rio de Janeiro a la capital Brasília per carretera si no es vol perdre tot un dia o posar en perill la seguretat pròpia. Amb l'entrada en el mercat de les companyies de baix cost, primer a Mèxic i després al sud d'Amèrica, els preus a la fi van ser assequibles per a una nova classe mitjana que començava a fer aportacions fortes a l'economia. De manera incomprensible, l'elevada càrrega tributària en els bitllets frenava aquest creixement, en un servei que va deixar de ser exclusivament de luxe.

La crisi a l'aviació comercial s'ha tractat de manera molt diferent a escala mundial. Mentre que als Estats Units les ajudes del govern ascendeixen gairebé al 25 % dels ingressos operatius anuals de les aerolínies, a Europa al 15 % o a Àsia-Pacífic al 10%, a Llatinoamèrica a penes arriben a l'1%. Els governs llatinoamericans tenen altres prioritats importants, com ara combatre la pobresa creixent derivada de la crisi. Dit això, Llatinoamèrica necessita més que mai les seves aerolínies, que hi hagi competència entre elles i que les condicions fiscals millorin perquè la indústria repregui el vol.

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**

---