

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

Si tanquessin els mercats

En l'àmbit econòmic, hauríem de deixar enrere la pitjor part durant aquest segon trimestre, encara que probablement la recuperació sigui lenta. Per això, els actius de risc haurien d'ajudar-se, i sobretot, gràcies a la injecció enorme d'estímul a escala monetària i fiscal.

Els economistes ja juguen a l'abecedari un altre cop i debaten sobre si la recuperació, quan finalment esdevingui, serà una recuperació en 'V', 'U', 'W' o 'L' (us estalvio altres propostes, que n'hi ha de molt creatives). Almenys creiem que podem comptar que aquest segon trimestre deixarem enrere la pitjor part. El confinament s'anirà relaxant amb tota probabilitat. El tancament total de l'economia suposa enormes costos socials i econòmics i es busquen alternatives (que n'hi ha, si es poden preparar amb temps) al confinament total. En cas que calgui reimplantar restriccions, el més probable és que siguin restriccions més suaus o més *quirúrgiques*, i no generals com ara. Nous antivirals, immunitat col·lectiva més important, millor capacitat hospitalària, millor capacitat de detecció... tot hauria d'ajudar.

El retorn a la *normalitat* serà, en qualsevol cas, gradual. Però les caigudes del segon trimestre seran salvatges per a la majoria de les economies desenvolupades i, des de tan a baix, el més probable és que, tot i que no estigui superat encara, les coses siguin *menys dolentes* en endavant.

Assumint, doncs, que a partir de l'estiu arriba la recuperació, com serà de ràpida? O dit d'una altra manera, quina *lletra*, de les abans esmentades, serà l'afortunada? Malauradament, la 'V' no, segons el nostre parer. El rebot, des de tan avall, serà violent, però molt probablement *aplanat* fins que no es disposi de la vacuna. El desenvolupament d'una vacuna acostuma a ser molt lent encara que sembla gairebé segur que aquesta vegada s'accelerará (tot el planeta l'està buscant i diverses entitats diuen que ja la tenen i han començat, o començaran aviat, assaigs clínics en humans). Però sí que creiem que serà una recuperació en 'U' i no en 'W' (recaigudes) ni en 'L' (absència

de recuperació). Els estímuls injectats a escala global són una autèntica barbaritat. Repassar-los allargaria massa aquest article, però no oblidin que, a diferència de la crisi de 2008, aquesta vegada han arribat molt abans, són molt superiors i són tant monetaris com fiscals. D'altra banda, la crisi és per xoc *exogen* i no per deteriorament previ dels fonamentals –acostuma a ser molt més difícil en el segon cas–, i els balanços dels bancs són molt sòlids. A més, la Xina ja s'està recuperant i aporta bona part del creixement mundial. També cal tenir en compte que les recessions, a escala global, no solen durar gaire, tret que hi hagi una depressió, cosa que hauríem d'aconseguir evitar aquest cop.

Les anàlisis macro que ens semblen més raonables coincideixen a pronosticar que a final del 2021 haurem recuperat –més o menys– els nivells econòmics amb què vam acabar el 2019. Però fins i tot els pronòstics més ombrívols inclouen un recorregut alcista en la renda variable. Si no acabem en una depressió econòmica (hem explicat repetidament per què no és el cas), els estímuls injectats deixen poca alternativa a la renda variable (per descomptat, amb alts i baixos) com a actiu viable per protegir l'estalvi. Imaginin que les autoritats decidissin tancar demà mateix tots els mercats financers durant un any. Què farien? Personalment no ho dubtaria ni un instant: compraria tota la renda variable (i un *molt* d'or) que pogués. Com que els mercats seguiran oberts, ens deixem espai per a més compres per si es compliquen les coses o si es revisiten els mínims. Però mantenim les carteres suficientment comprades per si els rebots tenen més continuïtat del que actualment la majoria són capaços de creure.

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 2T)

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

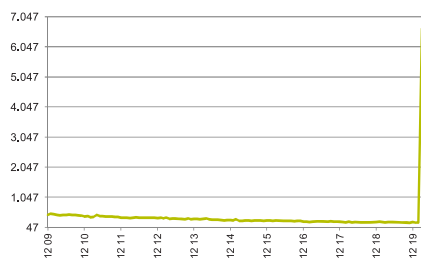
Petroli	▶
Or	▲

Divises

EUR/USD	▲
JPY/USD	▲

Situació macroeconòmica

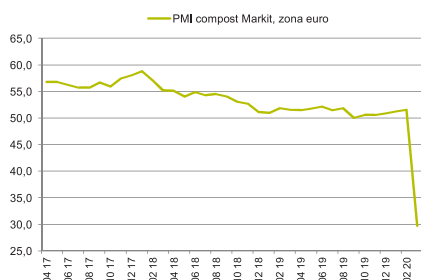
Sol·licituds setmanals de subsidi d'atur, EUA



Font: Bloomberg

El nombre de sol·licituds de prestació d'atur als EUA es va disparar a un rècord de 6.648.000 durant la setmana del 28 de març.

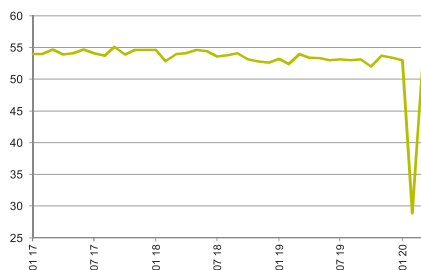
PMI compost Markit, zona euro



Font: Bloomberg

El PMI compost Markit de la zona euro va caure a un mínim històric de 29,7, molt per sota de les expectatives del mercat.

El PMI compost xinès



Font: Bloomberg

El PMI compost de la Xina va pujar fins al 53,0 el mes de març després del mínim històric del 28,9 del mes anterior, ja que moltes empreses van reprendre les operacions després de les mesures de bloqueig del mes de febrer.

Una recessió global com cap altra

Amb l'epidèmia de la Covid-19, els líders mundials s'enfronten a la difícil elecció entre salvaguardar la població o el creixement econòmic. Tot i que alguns polítics es mostren reticents a adonar-se que la primera és l'única opció socialment acceptable, ara s'enfronten a una crisi econòmica mundial d'una magnitud sense precedents.

Ningú no podia haver previst el que havia de passar quan el 31 de desembre la Xina alertava l'OMS de diversos casos d'una soca inusual de pneumònia a Wuhan. Per frenar la propagació del virus, els líders mundials no podien fer res més que imposar fortes mesures de confinament, suspendre els viatges, tancar les escoles, forçar el tancament temporal dels negocis i augmentar el treball des de casa. Aquestes mesures han provocat un tancament econòmic mundial, i les dades de tot el món indiquen un empitjorament indiscutible, especialment pel que fa a l'ocupació i els PMI del sector de serveis. Les reclamacions setmanals dels subsidis d'atur als EUA es van elevar a 6.648.000 durant la setmana del 28 de març. Per posar-ho en perspectiva, la pitjor setmana durant la crisi financera va ser de només de 665.000, el març de 2009. L'últim PMI compost de la zona euro va caure fins al 29,7, un mínim històric, ja que les mesures per contenir la pandèmia del coronavirus han provocat l'estancament de molts negocis.

La durada de les mesures de contenció serà important per determinar-ne l'impacte i la recuperació econòmica total

Aquesta recessió és molt diferent d'altres viscudes en el passat, ja que els sectors de serveis són els que s'han vist especialment afectats. Durant la crisi del 2008-2009, per exemple, els sectors de fabricació i construcció van representar la part més gran de la reducció de la producció i de les pèrdues de llocs de treball. Les recessions econòmiques són normalment conseqüència de desequilibris, com va ser el cas de la crisi financera global. L'esclat de la bombolla immobiliària i de crèdit va tenir efectes devastadors en els balanços de les institucions financeres i de les llars, i va provocar una reacció en cadena de disminució de la demanda i de valoracions d'actius que va aguditzar la caiguda econòmica i retardar la recuperació. No obstant, la recessió actual ha estat causada per un factor exogen

i els balanços dels bancs i de les llars són molt més sanejats que abans de la crisi del 2008, la qual cosa hauria d'ajudar al procés de recuperació.

La magnitud i el ritme d'implementació de les respostes de les autoritats també han estat inaudits. El paquet d'estímul fiscal general representa el 2,9% del PIB mundial i continua augmentant. És substancialment més que el 2009, quan va arribar a l'1,66%, i exclou les garanties de crèdit per als préstecs. Les autoritats monetàries han recorregut a una compra il·limitada d'actius que arriben al 10% del PIB en molts països desenvolupats, cosa que ja ha contribuït a reobrir els mercats de finançament. No obstant això, la variable més important en l'aforament de l'impacte econòmic total i la determinació de la rapidesa de la recuperació serà la durada de les mesures de contenció i si es poden evitar més bloquejos en el futur. Extrapolant l'experiència xinesa ens dona una mica d'esperança. El sector manufacturer de la Xina es va recuperar al març, ja que les autoritats van relaxar les restriccions i van permetre la reobertura de les fàbriques. El Purchasing Managers' Index va pujar a 52 del mínim històric del febrer, de 35,7, però l'informe ha advertit que l'economia encara s'ha de recuperar completament.

El xoc per al creixement global serà més important que durant la crisi financera mundial. No obstant això, com a màxim només hauríem de tenir dos trimestres de creixement negatiu. Si les restriccions de mobilitat no s'estenen i les autoritats són capaces d'invertir l'atur, no esperem que la situació actual es transformi en una recessió interminable. Tanmateix, la recuperació serà lenta, ja que les restriccions s'aixecaran gradualment per evitar la propagació d'una segona onada d'infeccions, i els consumidors i els negocis seran cautelosos a reprendre la despesa.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestió Multiactiu
i Clients Institucionals

Renda fixa

Buscant la normalització dels 'spreads'

L'evolució del coronavirus, sobretot després de ser declarat pandèmia global per l'OMS i l'impacte que suposa en el terreny econòmic, ha afectat també els actius de renda fixa. Les mesures que implementen els bancs centrals i els estímuls econòmics en l'àmbit global, haurien d'actuar de catalitzador positiu i ajudar a una reducció dels *spreads*.

En un termini extraordinàriament curt de temps els curs de crèdit han augmentat dramàticament i han provocat una reducció del preu dels bons. La rapidesa de l'ampliació ha estat més gran i més profunda en comparació amb altres crisis com la del 2008. Els curs o diferencials de crèdit s'han arribat a doblar en poc més de dues setmanes, tant en els bons *investment grade* com els *high yield*, amb venedors forçats i inversió de les corbes. El temor que la corretja de transmissió del finançament no funcioni i una menor liquiditat de mercat en aquestes situacions provoca aquest efecte.

En un termini extraordinàriament curt de temps els 'spreads' de crèdit han augmentat dramàticament

Hem vist un gran nombre d'estímuls fiscals i monetaris d'àmbit global per fer front a la crisi del coronavirus amb l'objectiu de superar la contracció econòmica al més de pressa possible. Als EUA, la FED va rebaixar els tipus de l'1,75% al 0,25% i va ampliar la mida dels seus programes de flexibilitat quantitativa incloent per primera vegada un programa específic de compra de renda fixa privada. Al seu torn, l'administració Trump va tirar endavant un paquet d'ajudes econòmiques valorades en 2 bilions de dòlars. A la zona euro, els països membres llancen també programes d'estímuls econòmics i negocien la resposta en l'àmbit de la UE. Aquí s'emmarquen els anomenats coronabons, que serien un instrument de deute comú perquè el bloc recapti fons en els mercats en benefici de tots els estats membres. Els alemanys i els holandesos de moment estan en contra de mutualitzar el deute. Sens dubte aquesta opció seria la que donaria un missatge d'unitat a la resta del món i sembla la més beneficiosa perquè els països membres continguin els nivells de dèficit i endeutament, que sens dubte augmentaran a causa dels estímuls econòmics que ja han anunciat. El BCE, de la seva banda, si bé en la reunió ordinària del consell de govern del 12 de març va decebre,

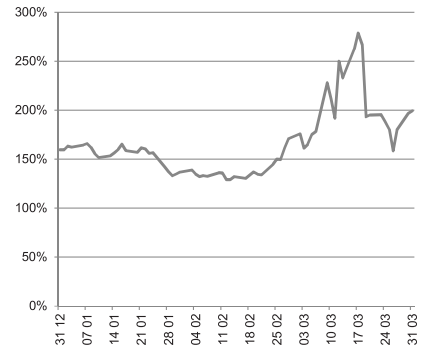
ja que els inversors esperaven l'aplicació de mesures més ambicioses, va treure uns dies més tard l'autèntic bazuca: un nou programa de compres d'actius, el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), dotat amb 750.000 milions. Aquest import, sumat als anteriors programes aprovats, suma un total de poder de compra a l'any per part del BCE d'1.050.000 milions, més 250.000 milions de reinversió d'amortitzacions previstes que podrà realitzar de manera flexible en termes de temps i assignar-lo a les diferents classes d'actius: governs —inclou per primera vegada Grècia malgrat la seva valoració *high yield*—, bons corporatius *investment grade* i paper comercial.

Totes aquestes mesures estan donant suport a la renda fixa i mostrant un efecte positiu que hauria de portar gradualment a una normalització dels *spreads*: 1) veiem que ja hi ha més equilibri entre venedors i compradors. Apareixen més preus de compra, fet que hauria d'anar centrant el preu en els bons; 2) els *spreads* s'han començat a estretir; 3) una de les claus és contenir el risc d'ampliacions de la prima de risc en els mercats perifèrics perquè arribi l'estabilitat en els mercats de crèdit. La prima de risc en el cas italià ha recuperat bona part de l'ampliació, 4) el mercat primari ha tornat al mercat amb una forta activitat i amb emissions sobresubscrites (mitjana de 7,8x).

Creiem que cal destacar que podem adquirir bons IG a bons nivells (*mid swap* + 200-300 pb) entre 5-10 anys de venciment, cosa que no veiem des de fa molt de temps, i és que els principals bancs centrals estan marcant el camí cap a on dirigiran el flux de diners: deute de govern i bons corporatius *investment grade* principalment, enfront de potencials rebaixes de ràting per part de les agències qualificadores i un augment esperat de la taxa de *default* en els bons *high yield* que, segons Moody's, en 12 mesos podria arribar a situar-se per sobre del 7% davant el 3% actual.

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

Prima de risc



Font: Bloomberg

La prima de risc del bo a 10 anys italià enfront de l'alemany s'ha estret després d'una forta ampliació en aquest primer trimestre de l'any.

Nivells de dèficit i endeutament

% del PIB	Balança fiscal		Deute públic	
	2019	2020E	2019	2020E
Alemanya	1,3	-7,3	59,2	68,3
França	-3,2	-9,5	99,2	114,4
Itàlia	-1,6	-9,2	135,6	157,0
Espanya	-2,1	-9,7	96,0	113,5
Estats Units	-4,6	-14	79,0	95,00

Font: Deutsche Bank

S'espera que tant el dèficit com l'endeutament augmentin a causa de les noves mesures d'estímul que han anunciat els països.

Renda variable

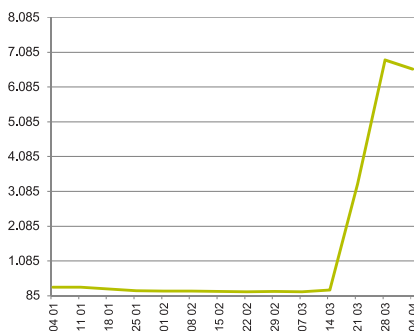
S&P 500



Font: Bloomberg

El S&P 500 va caure bruscament a causa de la propagació del coronavirus, però ha començat a recuperar-se.

Reclamacions inicials de desocupació dels Estats Units (milers)



Font: Departament de Treball

Les demandes de desocupació estan en nivells rècord als EUA ja que bona part de l'economia s'ha aturat.

Covid-19: tragèdia i oportunitat

El 23 de març, l'S&P 500 va arribar a 2.191,86 i va marcar un descens del 35,4% des del màxim històric vist el 19 de febrer. Des d'aquell fosc dia, el mercat borsari s'ha incrementat significativament, però continua estant molt per sota dels màxims.

La guerra contra el coronavirus ha estat brutal. Mentre escrivim aquest article, més d'1,5 milions de persones han estat infectades. A tot el món, l'economia s'ha detingut com mai, després que els governs hagin ordenat a la població dels seus països que es quedin a casa. La confiança dels consumidors s'ha desplomat, les xifres del PMI estan caient en picat, la desocupació s'ha disparat i la fallida d'empreses està en camí. Les empreses han detingut la compra d'accions, han suspès els dividendes, han retallat les despeses de capital i han acomiadat una quantitat significativa de treballadors. A sobre, és probable que els Estats Units vegin la contracció més gran del PIB trimestral de la seva història. No és sorprenent que el mercat borsari hagi entrat en territori baixista, quan les empreses tanquen i Wall Street retalla les estimacions en general. No obstant això, s'ha recuperat una part significativa de les pèrdues amb el canvi de rumb a partir de l'última setmana de març i fins a principi d'abril.

Hi ha moltes companyies d'alta qualitat amb balanços forts que ara comercien amb descomptes significatius

Per què ha pujat el mercat? Què va canviar? Força coses. La més important ha estat l'acció agressiva dels bancs centrals de tot el món. Als EUA, la Reserva Federal ha reduït els tipus d'interès a zero i ha injectat quantitats massives de liquiditat en el sistema mentre el seu balanç es disparava més d'un bilió de dòlars en un mes. A més, el Congrés va aprovar un paquet d'estímul fiscal de 2 bilions de dòlars que proporciona centenars de milers de milions per fer costat a les petites empreses, i la majoria de les famílies estatunidenques rebran un pagament directe del govern d'aproximadament 3.000 dòlars. Però els Estats Units no estan sols en això; molts altres països han aplicat mesures d'estímul. Finalment, s'ha parlat que la corba d'infecció en alguns dels països més afectats (els Estats Units, Itàlia i Espanya) podria començar a mostrar signes de millora.

Independentment de l'enorme quantitat d'estímul monetaris i fiscals que s'han injectat, aquest repunt del mercat sembla indicar que els inversors esperen una recuperació en forma de 'V' (o d'U). Recordin que el mercat sempre mira cap endavant i que en aquests moments pot estar descomptant un resultat massa optimista. Si es produeixen reculades a causa d'una segona onada d'infeccions, podria reflectir-se una nova prova de mínims (possiblement una recuperació en forma de 'W'). Un altre resultat molt possible és la tan temuda recuperació en forma de 'L', en la qual és possible que s'entri en una recessió econòmica prolongada. L'expresident de la Reserva Federal, Ben Bernanke, no veu un repunt ràpid i agut en l'economia. "Probablement haurem de reiniciar l'activitat de manera bastant gradual i pot haver-hi períodes posteriors d'activitat més lenta de nou", ha dit Bernanke.

Dit això, no hem de ser tan pessimistes. En el pitjor dels casos, els negocis no poden tornar a la normalitat al 100% fins que no hi hagi una vacuna (possiblement a principi de 2021). Mentrestant, no hi ha una crisi de liquiditat tan greu com la que vam tenir el 2008. Hi ha moltes empreses d'alta qualitat amb balanços sòlids que ara operen amb descomptes significatius. És probable que aquestes empreses surtin de la crisi en posició de treure quota de mercat als competidors més febles que no sobrevisquin. Els inversors han d'estar preparats per suportar una volatilitat més gran, però també han d'estar preparats per aprofitar el que podria ser l'oportunitat més gran d'inversió que hem vist en anys.

Charles Castillo
Gestor sènior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

S'ha trencat!

Moltes coses s'han trencat durant el mes de març, però el mercat del petroli se n'emporta la palma. Caigudes en el preu superiors al 50% durant el mes que provoquen que les caigudes acumulades durant l'any per aquest mercat siguin superiors al 65%.

Què ha passat? Està justificat? Si no fos poc el caos que comporta per a la indústria que la demanda es desplomi en tenir un terç de la població mundial tancada a casa sense poder fer servir el cotxe, l'avió, etc., a això s'hi ha unit que pel costat de l'oferta, quan se suposava que hi havia d'haver avenços entre Rússia i l'Aràbia Saudita per acordar una nova retallada de producció de cru, es va produir tot el contrari: un desacord entre els dos països que va fer que el matí del 9 de març fos històric. Aquell dia el preu del petroli va experimentar la caiguda més important des de la guerra del Golf.

Bàsicament, en qualsevol mercat, quan les quantitats entre l'oferta i la demanda no quadren, el preu del producte en qüestió

pateix variacions. En aquest cas, si la demanda s'enfonsa perquè la gent està confinada i el productor més important del món declara que inundarà el mercat del petroli amb més i més barrils, llavors el mercat es trenca. S'ha trencat! Sí, i encara que arribin a petits acords per tractar d'arreglar-ho, aquest mercat és molt inelàstic i petites variacions en l'oferta o la demanda es tradueixen en grans variacions en el preu. Ens caldrà, per tant, un gran acord, un gran arranjament.

Mentre es doni aquesta circumstància és difícil que el preu del petroli pugi o fins i tot que s'estabilitzi, encara que el preu estigui a prop dels 20 dòlars per barril. Els saudites ja han dit que ells tenen el cost de producció més baix i que no els importa que altres productors facin fallida. Diuen que per sobre de 8 dòlars el barril ja guanyen diners. Qui sap..., potser ells ja hi han posat el preu...

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista d'inversions*

DIVISES

El dòlar arriba al màxim dels últims tres anys

Mentre que la Covid-19 afecta el món i porta l'economia mundial a quasi una paràlisi, la volatilitat en els mercats de divises es dispara. L'euro va assolir un màxim d'1,1495 a principi de març, quan la Reserva Federal va reduir els tipus oficials i els mercats van descomptar noves retallades. No obstant això, l'última setmana de març el dòlar va recuperar tot el terreny perdut i més, ja que va pujar la demanda d'actius refugi dels inversors i les empreses van tractar de compensar l'impacte dels tancaments en els ingressos. Això va portar a una escassetat global de dòlars que va afectar sobretot els mercats emergents. La Reserva Federal hi va respondre permetent als bancs centrals i a les organitzacions internacionals intercanviar els seus bons del Tresor americà dipositats a la Reserva Federal per dòlars americans. Internacionalment, la Fed també va establir línies de *swap* amb diversos bancs centrals per ajudar a reduir les tensions de liquiditat. Això va permetre afeblir lleugerament el dòlar, encara que la seva condició d'actiu refugi ha fet que es mantingui entre 1,08 i 1,12.

Quan tornem a la normalitat, creiem que l'euro tornarà a recuperar força. El dòlar segueix sent car i el factor clau que va conduir la tendència més forta del dòlar nord-americà durant 2018-2019 és el diferencial de tipus. Els inversors prestaven en euros i compraven dòlars per guanyar més rendiment. Amb la reducció de la FED del tipus d'interès a zero i la injecció de grans quantitats de liquiditat als mercats, aquest avantatge s'ha minvat.

Quan els mercats mirin més enllà de les dades econòmiques terribles i comencin a descomptar la recuperació i el repunt dels actius de risc, l'euro s'hauria de recuperar.

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

Preu del petroli



Font: Bloomberg

Col·lapse del preu del petroli.

Tipus de canvi EUR/USD

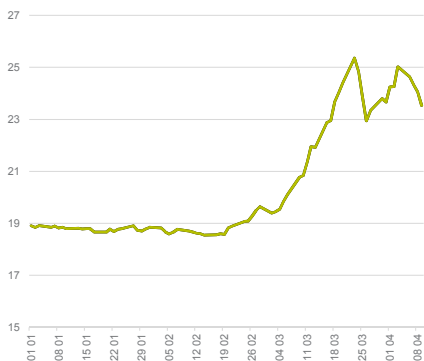


Font: Bloomberg

L'escassetat global de dòlars va empènyer el dòlar a 1,0636, el màxim dels últims 3 anys.

Llatinoamèrica

USD/MXN



Font: Bloomberg

Devaluació del pes mexicà (MXN) enfront del dòlar americà (USD) en el present 2020.

Índex S&P Latin America 40



Font: Bloomberg

L'índex S&P Latin America 40 està compost per les principals empreses de la regió, que constitueixen el 70% de la capitalització total de mercat. Té un rendiment negatiu del 42,5% l'any 2020.

Fronts oberts

Les economies llatinoamericanes presenten símptomes de malaltia: al baix creixement crònic s'afegeix la crisi ocasionada per la Covid-19 i els preus de les matèries primeres.

Llatinoamèrica veurà greument afectat el seu creixement d'enguany a causa de l'impacte directe i indirecte de la Covid-19. L'estimació del Banc Interamericà de Desenvolupament apunta a una contracció del PIB no inferior al 5%. Però això no és tot; els preus baixos del petroli i d'altres matèries primeres fan que la pressió sobre diverses economies de la regió sigui encara més forta.

La interrupció en la cadena de subministrament té efectes importants en països com el Brasil o Mèxic. En aquest últim, les importacions de productes intermedis des de la Xina pugen a l'entorn del 6% del PIB, mentre que les exportacions totals representen el 34%. Al Brasil afecta en menor mesura encara que també és considerable, amb xifres de l'1,7% i el 13%, respectivament. L'Amèrica Central i el Carib es veuran fortament perjudicats per la caiguda del turisme. A bona part d'aquests països, la contribució del turisme al mercat laboral és majúscula i els governs hauran de prendre mesures especialment sensibles per controlar una taxa d'atur en creixement i evitar revoltes socials.

D'altra banda, la feble demanda i el preu del petroli suposen un altre mal de cap per als països de la regió i és probable que ho continuïn sent, tot i que les economies es reaccelerïn. Les principals conseqüències són d'índole fiscal. Es calcula que cada minva de 10 dòlars en el preu del barril de cru constitueix una pèrdua d'ingressos fiscals del voltant de l'1% del PIB a l'Equador i de prop del 0,5% en altres països com ara Colòmbia o el Brasil. A més, els pressupostos d'aquests països van assumir preus en alguns casos amb diferències que superen els 30 dòlars per barril. Això fa que els governs tinguin menys marge que en el passat per implementar mesures fiscals expansives de calat sense exposar-se a una pèrdua de confiança més gran per part dels inversors internacionals, els fluxos dels quals són imprescindibles en els comptes nacionals.

El 2008, el deute dels estats era, de mitjana, d'un 40% del PIB i va arribar al 57% el 2019. Diversos bancs centrals ja van retallar els tipus d'interès l'any passat, que se

sumen a les baixades d'emergència recents en resposta a la crisi. Les últimes rebaixes en la qualificació creditícia de bons sobirans i corporatius no fan sinó reflectir les dificultats que la majoria tindran en els seus comptes. Les monedes locals s'han devaluat fortament, amb caigudes superiors al 20% en el cas del pes mexicà i del real brasiler. En una mena de tempesta perfecta, s'estan observant fugues de capital que han despertat en alguns la por de possibles controls canviaris, que si es duguessin a terme tindrien efectes nefastos en la confiança ja deteriorada dels inversors.

Les monedes locals s'han devaluat fortament, amb caigudes superiors al 20% en el cas del pes mexicà i el real brasiler

Paradoxalment, mentre el Perú, Xile o Colòmbia prenen mesures fèrries de confinament de la població per frenar el virus, la popularitat dels seus líders augmentava. Mentrestant, els dirigents de les dues principals economies de la regió, el Brasil i Mèxic, es veien obligats a recular en els plantejaments inicials negacionistes sobre la ferocitat de la malaltia. En l'àmbit econòmic, els governs estan prenent mesures immediates per combatre la crisi. En la seva implementació també troben alguns obstacles, ja que una part important dels productes nacionals provenen de l'economia *informal*. Aquestes accions, sens dubte necessàries, hauran d'anar acompanyades d'altres a mitjà i llarg termini per fer front a les dificultats que el model actual, tan dependent del capital exterior i de les matèries primeres, està generant. Les economies llatinoamericanes presenten símptomes de malaltia i, en alguns casos, tenien patologies prèvies. És important que els governs plantegin estímuls de curt termini, però també mesures estructurals que els permetin generar anticossos amb vista al futur.

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 constituiran la base de cap contracte, compromís o decisió. Els lectors hauran de prendre llurs decisions d'inversió basant-se en llurs anàlisis pròpies així com en la recomanació dels assessors independents que considerin apropiats. En cap cas no es podrà entendre que mitjançant la distribució d'aquest document Crèdit Andorrà Financial Group o els seus analistes estan realitzant recomanacions personalitzades d'inversió. La negociació en mercats financers pot comportar riscos considerables i requereix d'un seguiment constant de les posicions actuals. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes, empleats o directors no assumeixen cap responsabilitat per cap inversió o desinversió realitzada sobre la base d'aquest document ni per cap pèrdua que pogués esdevenir-se per una inversió o desinversió basada en aquest document. Qualsevol declaració continguda en aquest document que faci referència a informació, opinions o dades emeses per una tercera entitat representarà en qualsevol cas la interpretació que en pugui fer Crèdit Andorrà Financial Group, dades a les quals ha tingut accés en ser de caràcter públic o bé a través d'un servei de subscripció. Aquest ús i interpretació no ha estat revisat per la tercera entitat esmentada, per la qual cosa, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes no ofereix cap garantia, ni expressa ni implícita, que siguin exactes, íntegres o correctes.

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

Avís per a:

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