

# Informe trimestral

## La nostra visió dels mercats

### Polseguera

**El primer trimestre de l'any va començar amb un excés de complaença entre els inversors, i sembla que acabarà enmig de la desconfiança generalitzada. Afortunadament, els fonamentals segueixen intactes.**

Les borses van tenir un dels millors inicis d'any en molt de temps. Els inversors s'havien acostumat a un entorn de volatilitat nul·la en els actius financers, que no feien altra cosa que pujar. Ningú advertia cap perill i el posicionament era unànime (diversos indicadors de tolerància al risc marcaven rècords no vistos en dècades). Aquell excés d'optimisme era el caldo de cultiu perfecte pel que ens vindria després. Tard o d'hora tots els excessos acaben per sucumbir a la gravetat. Efectivament, els dos mesos posteriors han revertit els guanys acumulats al gener i ens han retornat la volatilitat a nivells molt més habituals (l'anterior distava de ser normal).

Afortunadament, més que els canvis en els estats d'ànim dels inversors, ens ha de preocupar molt més el dels fonamentals. I d'aquí el diagnòstic segueix essent excel·lent. L'entorn econòmic és magnífic a nivell global (és la primera recuperació sincronitzada a pràcticament tot el món des del 2010, amb indicadors macro que en alguns casos no s'havien vist en dècades). Els beneficis empresarials són molt sòlids. I si bé s'adverteix un canvi de to en els bancs centrals, és un canvi tan extremadament gradual que no suposa cap obstacle per als mercats financers. L'anterior, combinat amb les caigudes acumulades en el que duem d'any, significa que podem comprar els mateixos fonamentals a millors preus. Bones notícies.

Per suposat, és necessari un punt de valentia. Els que venen no acostumen a voler regalar diners. Ho fan perquè participen d'una preocupació generalitzada de la que només ens hem d'intentar aprofitar si tenim un veredict diferent. Mentre escrivim, predomina la por a que es desfermi una guerra comercial entre els EUA i la Xina. Per sentit comú un hauria d'apostar a que

l'anterior no succeirà, donat que ambdues parts s'autolesionen greument (no hi ha guanyador possible en un combat com aquest). Clar que és difícil detectar grans dosis de sentit comú en la incontinència verbal del president americà, però una anàlisi més desapassionada llença conclusions diferents. Per començar, Trump sembla tenir la costum d'iniciar les negociacions com un elefant en una deixalleria -amb molt soroll i de forma amenaçant- per després rebaixar el to de forma considerable. Serveixin d'exemple les exempcions dels aranzels als seus socis del NAFTA (el mateix que promet trencar a trossos a cop de tuit), o que pròximament s'asseurà a xerrar amb el seu homòleg a Corea del Nord després que ambdós es prometessin destrucció mútua. Afegeixin que els aranzels anunciats ho són en molts casos sobre productes d'empreses americanes manufacturats a la Xina, fet pel qual la resistència interna a les mesures promet ser àrdua. La Xina tampoc ha entrat al joc, molt probablement perquè sap que haurà de fer alguna concessió de la qual Trump pugui presumir-ne davant el seu electorat, doncs no oblidin que al novembre tenim unes eleccions als EUA en què es renoven la meitat dels escons. Adornat de més o menys soroll intermedi, creiem que aquest és l'escenari més probable. Quan la polseguera que ha aixecat Trump s'aposeni, els inversors no veuran cap altra cosa que sòlids beneficis empresarials i bona macro. El que no veuran seran els preus que hi ha ara: aprofitin-los.

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 (2018 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

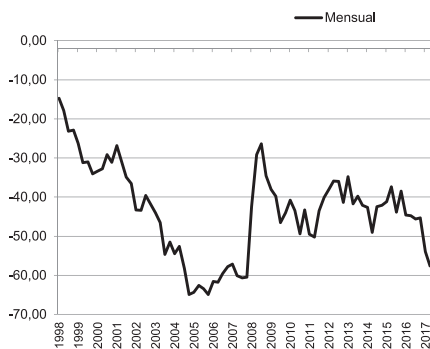
Petroli	▼
Or	▼

### Divises

EUR/USD	▶
JPY/USD	▼

# Situació macroeconòmica

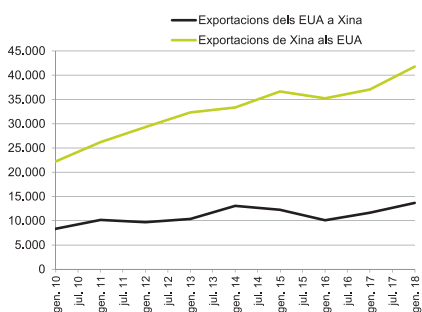
## Déficit comercial dels Estats Units



Font: Bloomberg

Els EUA tenen un déficit comercial global de 57.000 milions de dòlars, i una de les promeses de campanya del president Trump fou renegociar els acords comercials per reduir el déficit.

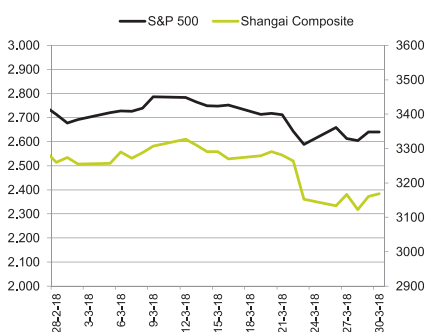
## Volum comercial



Font: Bloomberg

L'economia exportadora de la Xina és molt dependent dels EUA, i una guerra comercial podria danyar més a la Xina que als EUA.

## Evolució de l'S&P 500 i el Shanghai Composite



Font: Bloomberg

Tant els mercats dels EUA com els de la Xina van caure durant el mes de març per la por dels inversors a l'amenaça d'una guerra comercial.

## Trump i els aranzels

A principis de març, malgrat les objeccions dels seus consellers i de molts congressistes republicans, el president Trump va anunciar aranzels sobre l'acer i l'alumini. Les pors a una guerra comercial mundial van colpejar fortament els mercats de renda variable, però els EUA ja han indultat a molts dels seus principals socis comercials. L'excepció és la Xina...

**Presagi polític: Mort per la Xina.** Assistent del President. Com a assessor de política comercial, el Sr. Navarro informava directament l'Assessor Econòmic de la Casa Blanca Gary Cohn. És ben conegut que el Sr. Navarro (un economista format a Harvard que va escriure un llibre anomenat *Mort per la Xina*) té unes idees molt proteccionistes, mentre que el Sr. Cohn és un defensor del lliure comerç. El Sr. Cohn feia de barrera entre el Sr. Navarro i el president Trump, però ara que s'ha eliminat aquesta barrera, creiem que s'aproximen polítiques comercials més extremes.

En menys d'un mes, la influència del Sr. Navarro sobre el president Trump s'ha fet més que evident, doncs el Sr. Cohn va dimitir del seu càrrec per la frustració de no haver aconseguit convèncer el president Trump de no prosseguir amb els aranzels sobre l'acer i l'alumini. Els mercats de renda variable van patir una correcció immediata després de l'anunci de la dimissió del Sr. Cohn, ja que els inversors temien que els EUA es tornessin encara més proteccionistes sense la influència de les seves idees més globalistes.

**“No estem en guerra comercial amb la Xina, aquesta guerra vam perdre ja fa molts anys...”**  
-President Trump

**Això ja va succeir abans.** El 2002, l'administració de George W. Bush va implantar uns aranzels sobre els productes d'acer que anaven del 15 al 30% en un intent de salvar la indústria de l'acer estatunidenc. En aquell temps, alguns productors d'acer s'havien declarat en fallida enmig de l'auge de les importacions d'acer. El govern va decidir que necessitava protegir la indústria de l'acer durant un període de tres anys per donar així temps a les companyies per reestructurar-se. Com ara, Canadà i Mèxic (gràcies al Tractat de Lliure Comerç d'Amèrica del Nord) foren exclosos dels aranzels el 2002.

Gairebé a l'instant, la Unió Europea va implementar aranzels com a represàlia dirigits a productes d'estats políticament

sensibles. La UE i altres països van presentar demandes davant l'OMC contra els EUA que es van resoldre amb èxit. Després de les reaccions internacionals i els resultats decebedors en l'economia, el president Bush va suprimir els aranzels només 18 mesos després de la seva implementació.

**La Xina s'anticipa, però encara hi ha esperances d'un acord.** El 22 de març, l'administració Trump va anunciar els resultats de la investigació de la Secció 301 sobre la Xina i el seu tractament de la propietat intel·lectual. No només els EUA van acusar a la Xina de forçar requisits de participació empresarial que faciliten la transferència de tecnologia cap a companyies xineses, sinó que també van afirmar que “en aquests últims anys, el robatori cibernètic s'ha convertit en un dels mètodes preferits de la Xina per obtenir informació comercial”.

El president Trump ha anunciat la imposició d'aranzels per valor de 50.000 milions de dòlars, en línia amb les estimacions de l'administració dels danys econòmics soferts per l'apropiació indeguda de la propietat intel·lectual per part de la Xina. Els EUA ja han publicat una llista preliminar de productes considerats candidats per als aranzels que inclou de tot, des de televisors i components aeroespacials fins a vacunes. El govern xinès ha respost amb els seus propis plans d'assenyalar productes estatunidencs per un valor de 50.000 milions de dòlars com a objecte d'aranzels en represàlia. Els béns assenyalats inclouen molts productes agrícoles, automòbils i alguns models d'avions. El més important és que els xinesos han indicat que no implementaran cap aranzel a menys que els EUA ho facin primer, donant així una mica de temps perquè els negociadors d'ambdós països arribin a un acord. Amb aquesta finalitat, el Secretari del Tresor dels EUA Steve Mnuchin ha dit que se sent “cautelosament esperançat” que es podrà arribar a un acord.

Charlie Castillo  
Gestor Sènior

# Renda fixa

## Els bons del govern

En l'última dada coneguda que va publicar l'Institut Internacional de Finances (IIF), el deute global ascendia al nivell rècord de 193,3 bilions d'euros, el qual representa un 318% en relació al PIB mundial. Del total, un 26,95% correspon als governs.

El deute global ha augmentat i s'observa una tendència creixent en els últims anys. La política monetària expansiva dels principals bancs centrals (que ha dut a retallar els tipus d'interès fins a zero o fins i tot negatius) hi té molt a veure. Ha permès un finançament barat que ha estat aprofitat principalment per les empreses. I els inversors, davant un entorn d'excés de liquiditat i una baixa taxa d'impagament, han assumit aquestes noves emissions, que generalment han estat molt sobre demandades. **En el cas concret dels bons de govern, a més han tingut la demanda addicional provocada pels diferents programes de compres dels principals bancs centrals.**

Davant aquest punt de partida, **què podem esperar de l'evolució futura d'aquesta classe d'actiu?** Vegem algunes de les claus que afecten les principals zones econòmiques:

**El final de la flexibilització quantitativa (QE) marcarà, sense dubte, un abans i un després.** Sembla que les extremes mesures monetàries adoptades en l'actual entorn no són necessàries, i els bancs centrals seran més actius via reducció de balanç. **En relació a les emissions netes de bons, el BCE ha estat comprant en els últims anys una**

**L'evolució futura d'aquesta classe d'actiu vindrà determinada per la fi de les polítiques de flexibilització quantitativa (QE).**

**quantitat que ha arribat gairebé a les 7 vegades.** No així la Reserva Federal, el volum de compres de la qual ha estat sempre per sota de les emissions netes. Això ens fa esperar un impacte més gran en la pujada de rendibilitat dels bons a la zona euro.

Geogràficament, degut a la recerca de rendibilitat i en un entorn de debilitat del dòlar i tipus a llarg termini dels bons estatunidencs més continguts, continuaran els fluxos d'entrada cap als bons del govern dels països

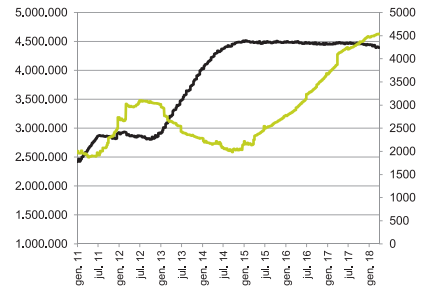
**emergents**, que ofereixen rendibilitats més interessants que les dels països desenvolupats i segueixen millorant en línia amb les bones dades macro que veiem a nivell global, igual que milloren en el balanç per compte corrent i augmenten l'acumulació de divises.

**El rati d'endeutament sobre el PIB és un altre factor a considerar.** Els països desenvolupats presenten un percentatge més gran. Aquí és clau considerar en mans de qui és el deute. Per exemple, a països com ara el Japó (amb un rati del 223,8%) o Itàlia (131,2%) el deute es troba majoritàriament en mans domèstiques, un fet que redueix el risc de contagi: els estalviadors japonesos o italians van recomprant els venciments de manera continuada sense que això els generi una especial inquietud. Els inversors hauran de tenir molt en compte la variable de l'endeutament a l'hora de seleccionar les inversions i exigir la rendibilitat adequada al risc.

Un cas paradigmàtic és el deute estatunidenc. Actualment un 38,1% del total és en mans estrangeres, i d'aquest percentatge la Xina en té el 18,66% i el Japó el 17,02%, seguit ja a distància per Irlanda, Brasil i Suïssa amb el 5,23%, 4,24% i 4,01% respectivament. Aquesta estadística cobra una rellevància més gran en un context de guerra comercial entre els EUA i la Xina, ja que aquests tenen en el seu haver 1,1682 bilions de dòlars. **Si la Xina decidís iniciar la venda del deute estatunidenc que té en el seu poder, generaria un encariment del cost de finançament dels EUA** en un moment en què a més la Fed ha iniciat un procés de normalització de tipus. Recordem que a principis d'any ja es va generar una tensió en el preu dels bons del govern dels EUA només amb el comentari d'un alt funcionari del govern xinès que pensaven reduir les compres d'aquests bons, una afirmació que posteriorment fou desmentida però que va tenir l'efecte de fer repuntar les rendibilitats dels bons. També és cert que aquests hauran de decidir si estan disposats a que una caiguda dels preus del deute impacti en la valoració de la seva pròpia cartera, ja que el dòlar continua sent la divisa dominant de les divises estrangeres que posseeix.

Josep M Pon, CIIA  
Responsable de Renda Fixa

## Balanç de la Fed i del BCE



Font: Bloomberg

Amb la finalització del QE els bancs centrals aniran reduint el seu balanç, el qual havien augmentat molt significativament amb els programes de compres.

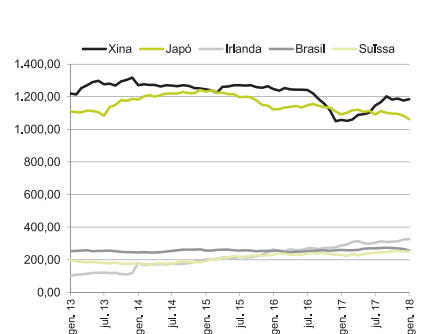
## Deute i CDS per països

País	Deute (MM)	CDS 5 anys
Grècia	374.412	317.43
Itàlia	2.396.319	100.50
Portugal	259.908	63.21
Espanya	1.254.590	37,81
Irlanda	216.642	19,99
EUA.	14.981.755	19,42
França	2.400.367	17,31
Regne Unit	2.168.909	16,31
Austràlia	402.538	14,48
Bèlgica	456.750	14,05

Font: Bloomberg

El rati de deute sobre PIB ha anat augmentant sobretot als països desenvolupats, amb el Japó al capdavant, tot i que la seva tinença es troba majoritàriament en mans domèstiques.

## Deute extern dels EUA per països

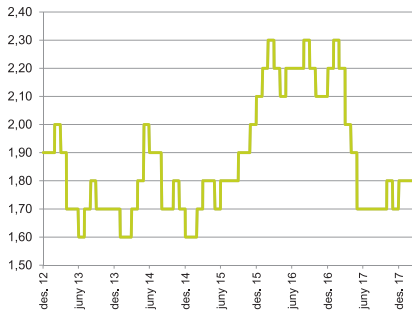


Font: Bloomberg

La Xina té 1,1682 bilions de dòlars en bons de l'estat dels EUA. És el país estranger que més en té i representa un 18,66% del total de deute en mans estrangeres.

# Renda variable

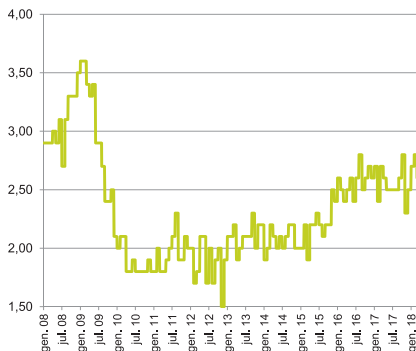
## Índex Preus del Consum dels EUA



Font: Bloomberg

La inflació està repuntant degut als augments salarials i a l'increment de preus de les matèries primeres.

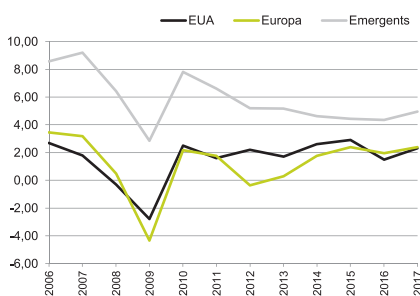
## Salari mitjà/hora als EUA



Font: Bloomberg

El salari mitjà per hora als EUA ha anat augmentant de forma progressiva.

## Creixement del PIB als EUA, Europa i Emergents



Font: Bloomberg

L'economia mundial està experimentant la seva expansió més sincronitzada, reflectint la bonança econòmica.

## Volatilitat en renda variable: inflació

**La volatilitat en la renda variable s'ha despertat. El desencadenant sembla haver estat la inflació i el seu impacte en els tipus d'interès.**

Des del mes de febrer hem assistit a un repunt considerable de la volatilitat en els mercats de renda variable, que sembla haver estat provocat per un augment modest de les expectatives d'inflació als Estats Units (IPC subjacent a l'1,8% al gener des de l'1,7% al desembre, i IPC al 2,1% enfront de l'1,9% esperat), fet que al seu torn genera pressions alcistes en els tipus d'interès a llarg termini, base de referència en tots els models de valoració dels actius financers. Un increment dels tipus d'interès genera increments en les taxes de descompte i ajustaments a la baixa en els múltiples a aplicar sobre les diferents mètriques de comptes de resultats.

### La inflació no és negativa per a la renda variable, sinó més aviat el contrari

Les preguntes clau serien dues:

1. Hi ha realment **indicis que la inflació hagi entrat en terreny de recuperació sostinguda?**

Creiem que efectivament la inflació està repuntant, principalment gràcies als encara molt modestos augments de salaris i a l'increment dels preus de les matèries primeres.

Teniendo en cuenta que los precios del petróleo están un 35% por encima de los niveles de junio 2017 y su gran peso en el IPC, un repunte en la inflación no debería sorprender tanto al mercado.

Tenint en compte que els preus del petroli estan un 35% per sobre dels nivells de juny del 2017 i el seu gran pes en l'IPC, un repunt en la inflació no hauria de sorprendre tant el mercat.

A més, i tenint en compte que la inflació és un indicador retardat dels cicles econòmics (als EUA s'estima que la inflació va amb uns 6 trimestres de retard respecte al creixement del PIB real), interpretem el recent repunt de la inflació como un reflex del fort cicle econòmic que va començar ja fa temps.

Un fort cicle no només als Estats Units sinó també a Europa, on veiem com la utilització de la capacitat de la seva economia es troba en nivells bastant superiors als de la seva mitjana històrica (nivells de 84% enfront del 81% de mitjana des de l'any 1985).

2. En segon lloc, i el que més ens hauria de preocupar per posar en context les caigudes de fa tres setmanes, **com s'hauria d'interpretar una possible recuperació de la inflació des del punt de vista de la inversió en renda variable?**

Creiem que mentre dita recuperació es realitzi de forma progressiva, la renda variable no hauria de posar-se massa nerviosa. Tradicionalment la renda variable ha generat els millors retorns amb inflacions d'entre l'1% i el 3%, tot i que acostuma a precipitar-se a la baixa en moments d'hiperinflació.

També pensem que els marges operatius (i encara més a Europa degut al palanquejament operatiu) són més sensibles a les vendes esperades (incrementant-se de forma consistent) que als salaris (donada la preocupació existent sobre les potencials pujades de salaris que començaran a materialitzar-se en el món corporatiu).

Però és que, a més, creiem que quan els salaris comencin a pujar, això és consistent amb un *momentum* de fortaleza econòmica i amb que el creixement comença a tornar-se més sostenible (ja que el màxim contribuïdor de la majoria de PIB dels països desenvolupats no és altre que el consum).

En definitiva, podem concloure que la inflació, en la seva justa mesura, i el seu corresponent impacte en les rendibilitats dels bons a llarg termini, no és negativa per a la renda variable, sinó més aviat el contrari. És un reflex de la bonança econòmica i el seu trasllat als resultats empresarials.

Luis Buceta, CFA  
Responsable de Renda Variable



# Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

## I aparegué Trump a les matèries primeres

Els Estats Units establiran un aranzel del 25% sobre les importacions d'acer i del 10% sobre les importacions d'alumini. Així ho va anunciar el seu president i així es farà.

No obstant, aquests impostos són aplicables només per a la Xina. Per tots és conegut que el president utilitza la seva retòrica per negociar en aquells apartats on li interessa. Aquest cas no és diferent, donat que és el primer pas de pressió en les seves negociacions amb la Xina per reduir l'enorme dèficit comercial que els Estats Units mantenen amb aquell país.

El Sr. Trump sembla estar matant dos ocells d'un tret amb aquestes mesures.

D'una banda, continua abanderant el seu "America First" de cara a les eleccions *mid-term* que se celebraran al novembre. De fet, tot i que els Estats Units consumeix uns 110 milions de tones d'acer l'any i que només en produeix uns 80 milions de tones, la capacitat d'utilització de les seves fàbriques està només al 74%, en una demostració de la ineficiència de la indústria siderúrgica americana. S'estima que amb aquestes mesures la capacitat d'utilització pugi al 86%.

D'altra banda, comença a pressionar la Xina per reduir en 100.000 milions de dòlars el dèficit comercial que té amb el país de la Gran Muralla. Però és aquí on quantifiquem l'impacte, que és el que ens concerneix.

Els Estats Units representen el 16% de les exportacions totals d'alumini de la Xina, i només el 2% de les d'acer. L'impacte no és material i, per tant, no canviaran les regles del joc en el mercat de l'alumini i de l'acer: no hauria d'afectar el seu preu ni les empreses productores d'aquests materials que tenim en cartera.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista d'inversions*

DIVISES

## Massa aviat per descomptar el *tapering*!

El ien ha estat una de les monedes que millor s'ha comportat aquest any i molts creuen que encara li queda camí per recórrer. Amb l'esperança d'estimular l'economia i avivar la inflació, el Banc del Japó ha estat el banc central més innovador pel que fa a la flexibilització monetària. No només ha comprat bons governamentals i corporatius, sinó que també ha implementat tipus d'interès a curt termini negatius i un control sobre la rendibilitat del bo a 10 anys, a més de comprar actius japonesos com ara REIT, ETF de renda variable, préstecs i d'altres. El total d'actius suma un 96% del PIB japonès, mentre que el balanç de la Fed només suma un 23% del PIB estatunidenc.

Quan a principis d'any l'autoritat monetària va retallar les seves compres de bons, alguns inversors van especular que el Banc del Japó rebaixaria la seva política ultra laxa i el ien es va enfortir. El 2 de març el governador del Banc del Japó donava la raó als "especuladors del tapering" en deixar caure el primer indicatiu de la sortida dels estímuls monetaris. No obstant, Kuroda també va dir que considerarien i debatrien sobre una sortida al voltant de l'any fiscal 2019, el qual acaba el març del 2020. Això sembla estar massa lluny com per començar

a descomptar-ho! El governador també va afegir que qualsevol sortida dependrà de si s'arriba a l'objectiu d'inflació del 2% i el Japó segueix lluny d'aquest nivell: exclouent l'alimentació fresca i l'energia, els preus van pujar un 0,5% el febrer comparant-los amb l'any passat. Finalment, un ien fort seria contraproductiu, ja que no només faria mal a les exportacions sinó que minvaria la inflació a través dels preus de les importacions.

Per tant, creiem que els mercats han estat previnguts, i vendriem el ien en nivells actuals de 105 contra el dòlar. Únicament un deteriorament en el sentiment de risc o un ràpid creixement de la inflació podrien fer-nos qüestionar la nostra opinió.

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

## ● Evolució del preu de l'acer



Font: Bloomberg

Alta volatilitat en l'acer des que Trump va anunciar les seves intencions.

## ● Tipus de canvi USD/JPY

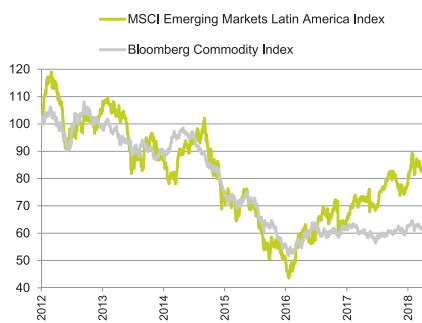


Font: Bloomberg

El ien ha estat una de les divises amb millor comportament aquest any gràcies a les especulacions sobre el tapering.

# Llatinoamèrica

## Índex MSCI Mercats emergents vs. Matèries primeres de Bloomberg



Font: Bloomberg

La crisi de les matèries primeres vista des de l'any 2012 a l'any 2016 va afectar en gran proporció a la renda variable llatinoamericana.

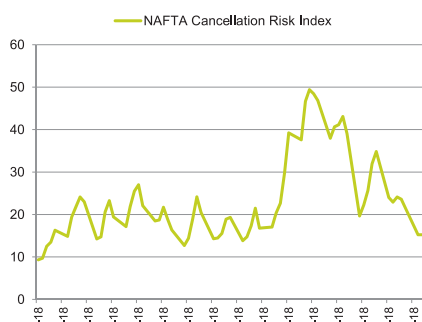
## Exportacions i importacions a Llatinoamèrica



Font: Comissió Econòmica per a Llatinoamèrica i el Carib (CEPAL)

S'espera que l'any 2017 sigui el punt d'inflexió per a les exportacions i importacions de la regió.

## Índex de risc de cancel·lació del TLCAN



Font: Bloomberg

Possiblement durant els pròxims dies s'arribarà a un acord preliminar en la renegociació del TLCAN; un escenari de risc és molt poc probable.

## La calma dura poc

El recent repunt de les matèries primeres va donar un respir al mal acompliment comercial de Llatinoamèrica vist entre els anys 2012 i 2016. Ara, les preocupacions davant una possible guerra comercial creen més obstacles per assolir una recuperació sostenible.

Llatinoamèrica s'ha caracteritzat durant molt de temps per ser una regió on el seu principal patró exportador són les matèries primeres. Avui dia, prop del 44% de les exportacions són béns primaris i es concentren en 15 productes (petroli, metalls i llavors, entre d'altres). D'acord amb les dades esperades per la Comissió Econòmica per a Llatinoamèrica i el Carib, les exportacions i importacions de Llatinoamèrica creixerien un 10% i un 6,1% el 2017 respectivament: després d'un període de contracció veiem fum blanc. Aquest punt d'inflexió s'ha donat per factors externs com ara l'augment de preus de productes bàsics, però encara amb un tímid creixement en la quantitat d'intercanvis comercials.

**La dependència de les matèries primeres és el gran taló d'Aquil·les de la regió**, però la fi de la crisi va injectar un alleujament temporal a Llatinoamèrica. Addicionalment, els rumors d'una possible reflació han dut els inversors a posar les matèries primeres en el seu radar i així cobrir naturalment aquest risc. D'altra banda, un creixement econòmic més gran a escala global, principalment als EUA (un dels socis comercials més rellevants de la regió), impulsarà la dinàmica comercial, afavorint així l'entorn econòmic de Llatinoamèrica.

En la recerca d'una recuperació duradora i sostenible, la regió s'ha trobat amb una altra pedra dins la sabata: **l'augment de polítiques proteccionistes i populistes impulsades principalment pel president dels EUA Donald Trump**, sota l'argument d'un comerç deslleial i desigual. Trump ha donat un cop sobre la taula per demanar atenció i ha posat obstacles al lliure comerç a través d'aranzels a productes importats des dels EUA. Després decideix seure a negociar i calmar els fums com ja ho va fer en excloure alguns països dels recents aranzels sobre l'acer i l'alumini, entre ells països llatinoamericans com ara Mèxic i Brasil, que són grans actors comercials de la regió. Com diu el famós refrany, "confon i regnaràs".

Aquest comportament ha despertat la por a una possible guerra comercial al món, ja que participants importants del comerç internacional com ara Europa i la Xina s'han pronunciat al respecte amb represàlies, posant en escac i en avaluació la importància

del comerç internacional. Fins ara és més el soroll generat que no pas el seu impacte, però en **cas d'escalar, podria ser un problema rellevant per a la regió i el seu creixement econòmic, i més encara per a economies petites en què el camí per créixer econòmicament és el comerç exterior.**

La renegociació de tractats comercials com ara el TLCAN ha estat una altra de les seves armes. Aquest acord es va signar fa 24 anys entre Mèxic, Canadà i els EUA. Avui la seva renegociació s'ha centrat en tres pilars: modernització; accés de mercat i protecció dels drets de propietat intel·lectual; i "problemes pendents", com ara les regles d'origen que es refereixen al contingut local que han de tenir els productes que s'intercanvien entre els països perquè estiguin lliures d'aranzels. Recentment Trump va cedir en no exigir que els productes negociats continguin almenys un 50% d'inputs estatunidencs, un punt delicat en l'agenda de negociació que ha calmat les preocupacions. La setena ronda oficial de negociació es va fer a principis de març i s'hi acordaren 6 capítols i 4 annexos.

## Continuem veient vents favorables per als mercats emergents, especialment a Llatinoamèrica.

Falten 30 capítols més, el temps s'esgota i tot sembla indicar que l'acord arribarà en pocs dies.

Aquestes preocupacions s'han materialitzat als mercats financers, la volatilitat ha pres partit i la incertesa és el catalitzador dels forts vaivens vistos en els actius. Per als mercats emergents, puntualment Llatinoamèrica, continuem veient vents favorables en l'actual entorn macroeconòmic. **Com diu el conegut inversor Warren Buffett, "només quan baixa la marea se sap qui nedava despulat"**.

Diego Fernando Agudelo López  
Analista Latam

# Avís legal

Aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group.

Aquest document serveix únicament per ser distribuït en forma permesa en dret. No està adreçat a la distribució ni a l'ús de cap persona o entitat que sigui ciutadà o resident de qualsevol jurisdicció on la distribució, publicació, disponibilitat o ús fossin contraris a les lleis o regulacions, o fes que Crèdit Andorrà Financial Group quedés subjecte a qualsevol requeriment de registre o llicència dins de la jurisdicció esmentada. La informació continguda en aquest document representa l'opinió dels analistes de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercats i podrà ser modificada i/o actualitzada sense cap avís previ. Aquest document conté únicament informació general, i tot i haver obtingut aquesta informació de fonts considerades fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni els seus analistes garanteixen ni es responsabilitzen de que la informació continguda sigui completa o exacta. Els analistes financers i les altres persones competents que poguessin estar implicades en l'elaboració i difusió d'aquest document són independents de les que tinguin un interès rellevant amb l'objecte de l'informe en qüestió. En cap cas no existeix compromís ni cap vinculació amb els emissors per elaborar informes favorables. Les declaracions incloses en aquest document en cap cas no han de ser considerades com a fets fàctics i contrastats, alhora que les projeccions i estimacions sobre condicions econòmiques i previsions sobre el desenvolupament de la indústria queden subjectes a canvis sense cap notificació prèvia. Certa informació inclosa en aquest document fa referència a "projeccions de futur" que poden ser identificades per l'ús de formes verbals com ara "podrà", "hauria de", "s'espera", "s'estima" o mitjançant terminologia semblant, tant en positiu com en negatiu. A causa de diversos riscos i incerteses, certs esdeveniments, resultats o llur acompliment real podran variar substancialment d'aquells reflectits o previstos en les esmentades projeccions de futur incloses en aquest informe. Els resultats obtinguts en el passat, haguessin estat positius o negatius, no es garanteix que es compleixin en el futur, per la qual cosa no poden servir com a indicador fiable de possibles resultats futurs ni com a garantia d'aconseguir aquests resultats. Les dades relatives a resultats dels instruments financers, índexs financers, mesures financeres o dels serveis d'inversió que aquest document pugui contenir, poden estar condicionades per l'efecte que deriva de les comissions, honoraris, impostos, despeses connexes i taxes que puguin suportar dits resultats bruts, cosa que pot provocar, entre d'altres efectes, una disminució d'aquests resultats, que podrà ser major o menor depenent de les circumstàncies particulars de l'inversor de qui es tracti.

Aquest document no constitueix cap oferta per part de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoc dels seus analistes i no podrà ser en cap cas considerat com una recomanació personal de compra o venda d'actius; tampoc no es podrà considerar que qualsevol estratègia d'inversió o recomanació realitzades en aquest document és idònia o apropiada per a les circumstàncies individuals d'un inversor. Ni aquest document ni el seu contingut no 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'*Institut Nacional Andorrà de Finances* (INAF).
- **Inversors d'Espanya:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Alcalá, entitat autoritzada, regulada i supervisada pel *Banco de España* i per la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.
- **Inversors dels EUA:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Beta Capital Management LLC (IARD No. 154894), un assessor d'inversions registrat aprovat per operar a l'octubre de 2012, i autoritzat, regulat i supervisat per la *US Securities and Exchange Commission* (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 a 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, S.A., entitat autoritzada, regulada i supervisada per la *Superintendencia del Mercado de Valores* (SMV).



**Research**

Crèdit Andorrà Financial Group



# Research

Crédit Andorrà Financial Group

---