

# Informe trimestral

## La nostra visió dels mercats

### 1379

**Tant les guerres comercials de Trump com el govern populista italià han eclipsat el que hauria de ser un bon entorn per als mercats financers. L'economia global continua sent molt sòlida, igual com els beneficis empresarials, mentre els bancs centrals retiren de moment estímuls amb timidesa.**

Mil tres-cents setanta-nou. Aquest és el nombre de piulades enviades per Trump aquest any, més popular ja que Shakira (el 18è del rànquing). No hauria de ser més que una anècdota, però com el president americà ha decidit iniciar una guerra comercial amb mig planeta, els mercats financers han anat ballant al ritme dels seus missatges a la xarxa social. Continuem pensant que cal contextualitzar les provocacions de Trump en clau a les pròximes eleccions el mes de novembre, d'una banda, i a un estil de negociació molt particular, de l'altra. Quant al primer, no podem oblidar que bona part de l'electorat que el va portar a la presidència és víctima indirecta de la globalització. Els agrada creure que a cop d'aranzel es pot revertir la deslocalització de la indústria. Però a aquests mateixos votants no els ve de gust veure com puguen els preus de molts béns importats que consumeixen habitualment. És molt difícil afegir aranzels sense que això passi, superats aquells que estan ara en discussió, de caràcter testimonial. Trump trenca esquemes quant a les maneres de negociar d'antany (primer amenaça i després busca obtenir alguna concessió per vendre-la com a èxit personal). Però busca sempre el seu propi benefici, aquesta vegada en forma de vots al novembre. No pensem que permeti que els mercats es posin més nerviosos del compte, ni que les seves batalles comercials acabin impactant de manera rellevant en el bon moment econòmic ni en la butxaca del consumidor. Tampoc no creiem que sigui tan il·lús com per creure que pot acabar sortint guanyador de guerres comercials. Només amb la devaluació del iuan, que ell mateix ha provocat, i que empitjora clarament la balança comercial entre la Xina i els EUA, els seus aranzels són paper mullat.

Trump és només una de les conseqüències de la desaparició de la classe mitjana dels

països desenvolupats, que continua mutant cap a un populisme cada cop més ferotge. Els italians també s'han deixat seduir pels cants de sirena dels qui prometen solucions impossibles, i són ara governats per una improbable coalició entre l'extrema dreta i esquerra. Però no es deixin enganyar pels titulars. Els italians no volen en cap cas sortir de l'euro, i tant la Lliga Nord com l'M5S ho saben bé, i mai no van fer campanya sota aquesta promesa. Podrem veure provocacions a Brussel·les en forma de pressupostos més folgats del que cal, però el deute italià, per voluminós que sigui, té venciments llargs i tipus baixos mitjans, raó per la qual el seu servei és assumible durant més temps del que és probable que aguantí el govern actual (a Itàlia no solen sobreviure més d'un any de mitjana), per tant no esperin cap implosió. Que el deute italià a dos anys arribés a pagar un 2,5% poques setmanes després de cotitzar en negatiu és una estranya oportunitat que cal aprofitar per afegir a les carteres, la qual cosa hem fet amb la deguda moderació.

Mentre la macro global continuï sent sòlida (als EUA, excepcionalment sòlida, sense que hàgim vist encara els efectes de la rebaixa impositiva), els beneficis empresarials mantinguin la fortalesa actual i als bancs centrals no se'ls vagi la mà retirant estímuls (no ho sembla en absolut), les piulades de Trump no haurien de confondre els inversors. Utilitzin-los per afegir posicions a les seves carteres.

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 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

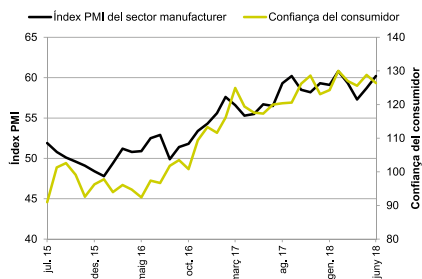
Petroli	▼
Or	▲

### Divises

EUR/USD	▲
JPY/USD	▲

# Situació macroeconòmica

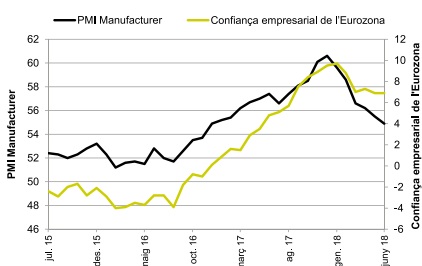
## Índex PMI del sector manufacturer i confiança del consumidor als EUA



Font: Bloomberg

L'índex PMI manufacturer i la confiança del consumidor es troben prop de màxims històrics.

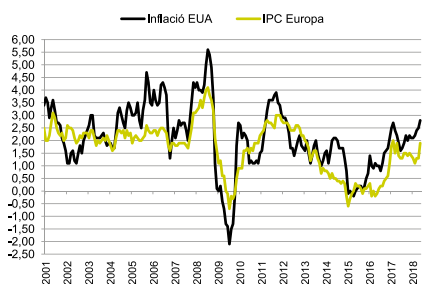
## PMI Manufacturer i Índex de confiança empresarial de l'Eurozona



Font: Bloomberg

Els PMI i la confiança empresarial s'allunyen dels màxims assolits el mes de gener, si bé continuen sent sòlids.

## Inflació EUA i Europa



Font: Bloomberg

La inflació a Europa es troba dins de l'objectiu del BCE, mentre que als EUA sembla haver-se consolidat la tendència alcista.

## Sense fosques nuvolades a l'horitzó

**Romanen les perspectives positives en el creixement econòmic global. D'una banda, els EUA continuen liderant el creixement econòmic dels principals països desenvolupats. De l'altra, Europa, si bé ha perdut una mica de força, segueix comptant amb fonamentals sòlids que continuen evolucionant favorablement.**

Quan pensem en el creixement del PIB d'un país és important separar les variables que el componen. Normalment, quan desglossem el PIB parlem de la suma total del consum, inversió, despesa pública i balança comercial (exportacions menys importacions).

Si analitzem el creixement dels EUA, el consum, el principal motor de l'economia americana amb un 70% de pes, va créixer un 0,9% el darrer trimestre, suportat per les retallades d'impostos i pel creixement dels salaris. A més, l'economia es troba gairebé en plena ocupació, amb una taxa d'atur per sota del 4% i la inflació general es va situar en el 2,8% el mes de maig. Aquesta tendència a l'alça es mantindrà els propers mesos. Quant a la inversió, les retallades tributàries han tingut poc impacte fins ara en les inversions de les companyies, si bé la recent pujada del preu del petroli està afavorint les inversions en el sector de l'energia. La despesa pública no es queda enrere i s'espera que la reforma fiscal, inclosos els estalvis d'impostos, afegeixi un creixement extra del 0,7% per al 2018. Quant a la balança comercial, el dèficit continua amb un 4,45%. Per a aquest 2018, s'espera que el creixement del PIB se situï al voltant del 3%, amb un increment significatiu en el segon trimestre d'un +4%.

### Si bé hem vist una certa desacceleració, el creixement a Europa continua sent robust.

Amb tot això, els indicadors avançats i de confiança han repuntat el mes de maig i es mantenen en nivells molt elevats, prop de màxims històrics. És el cas de l'ISM manufacturer i la confiança del consumidor. La nuvolada més important que veiem i que més incertesa provoca és la guerra comercial. Continuem pensant que no anirà més enllà de provocar una certa inestabilitat a curt termini, ja que una guerra comercial no és bona per a ningú.

No podem deixar de banda que l'economia americana porta nou anys continuats de creixement. Les perspectives per als propers mesos són positives, apuntant a una clara continuïtat del bon camí econòmic.

Quant a Europa, els fonamentals macroeconòmics, consum, inversió i despesa pública, evolucionen satisfactoriament. El mercat laboral es manté com una peça clau per al creixement, reduint-se del 9% al 8,4% tot i que persisteixen encara elevades diferències en la taxa d'atur entre els països membres de l'eurozona. Així, Espanya, per exemple compta amb una taxa d'atur del 16% i Alemanya del 3,4%. La inflació, actualment en el +1,9%, es manté dintre de l'objectiu del BCE i no s'aprecien pressions inflacionistes significatives. Finalment, les exportacions continuen millorant (un 2,7% des de l'inici d'any), ajudades per la depreciació de l'euro.

Si bé les dades d'activitat més recents mostren signes de fatiga i els PMI s'allunyen dels màxims assolits a començaments d'any, continuen en zona d'expansió. Principalment, el deteriorament dels índexs de confiança empresarial fa palesa la preocupació per la pujada del populisme a Itàlia i del proteccionisme. Considerem que el risc geopolític a Itàlia continuarà sent una font de soroll per als mercats. Està previst que el nou executiu presenti el seu pressupost el mes de setembre, en què segurament provarà d'elevat el dèficit públic per complir amb alguna de les seves promeses electorals, la qual cosa podria desembocar en un enfrontament amb la UE. Dit això, no cal oblidar que el ministre de finances, Giovanni Tria, ha fet múltiples declaracions que descarten la intenció per part d'Itàlia de sortir de la unió monetària i confirmen la voluntat de presentar una estratègia fiscal que promogui el creixement i que no arrisqui la sostenibilitat del deute.

Per tot això, pensem que no hi ha nuvolades importants a l'horitzó per a l'economia europea i les perspectives continuen sent favorables. Així, s'espera que aquest 2018 el PIB creixi al voltant d'un 2,1%.

Sergi Casòliva  
Analista Macroeconòmic

# Renda fixa

## Torna la volatilitat al deute sobirà

Hem observat fortes correccions als mercats de deute perifèric a causa de l'increment de la incertesa política arran de la creació del nou govern a Itàlia.

Itàlia ha acaparat l'atenció per la inestabilitat política provocada després de les eleccions. Finalment, la formació d'un govern de coalició dels partits (Moviment 5 estrelles i La Lliga Nord) ha fet saltar les alarmes, suscitant certa preocupació entre els inversors i més després de filtrar-se un esborrany en què es posava sobre la taula una possible sortida de l'Eurozona. Entre d'altres mesures, es demanava al BCE la cancel·lació dels 250.000 milions d'euros de deute italià, és a dir, la congelació i l'eliminació d'una part dels bons en mans del BCE, un punt que els estatuts de l'organisme que presideix el Mario Draghi prohibeixen de manera explícita, i que, en el seu dia, Grècia ja va intentar sense arribar a bon port.

Tot aquest còctel ha provocat que els rendiments dels bons italians hagin estat en una muntanya russa, en la qual la prima de risc va arribar a nivells de 290 pb, des dels 116 pb. Si bé la variació ha estat relativament modesta en comparació amb la història recent, cal destacar el fort repunt en rendibilitat dels curts terminis. I és que, quan es produeixen aquests episodis, la liquiditat sol desaparèixer i s'intensifica la volatilitat als preus. Cal destacar per exemple el bo a dos anys, que va tancar el trimestre amb una TIR de l'1% (una pujada

Les baixades que es produeixen per motius exclusivament polítics solen ser finestres d'oportunitat per entrar a valors sòlids.

de 125 punts bàsics YTD) vorejant en certs moments el nivell del 2,8%.

Provocarà la situació a Itàlia un contagi? Fins ara, almenys, la situació sembla estar continguda. Si bé els diferencials de rendiment dels bons governamentals a 10 anys d'altres països perifèrics sobre el Bund alemany han augmentat, els moviments han estat molt inferiors als d'Itàlia. Tampoc els diferencials no són particularment amplis segons els estàndards històrics. De fet, tots van ser

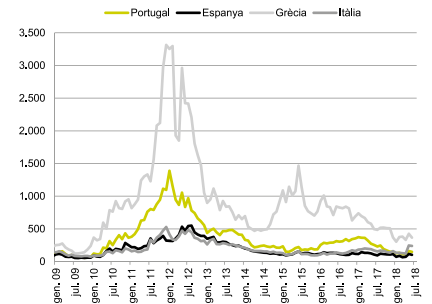
més alts fa només un any. Això suggereix que els inversors estan força segurs que la zona de l'euro en el seu conjunt podrà resistir l'actual incertesa política a Itàlia malgrat les ampliacions de mitjans del present any. Molt probablement, si les incerteses provocades per la guerra comercial, el Brexit i la situació política a Alemanya i Itàlia es van moderant, veurem un estrenyiment als spreads dels països perifèrics. Per la seva banda, el mes d'agost, després de 8 anys, Grècia ha acordat amb l'Eurogrup posar fi al programa de rescat. A més, S&P li ha millorat el ràting fins a B+ i es preveu que aviat emeti amb normalitat al mercat de capitals.

No tot són incerteses polítiques, atès que la preocupació dels inversors també s'ha centrat en l'alt grau d'endeutament. La ràtio deute públic sobre el PIB del país, en el cas d'Itàlia, es troba al nivell de 132%, mantenint-se estable des del nivell màxim del 2013, lluny de la mitjana de la zona euro del 87% i amb un objectiu del 60% establert al Pacte d'Estabilitat i Creixement. És normal que els inversors exigeixin una rendibilitat superior, encara que aquests han continuat positius en l'actiu per un esperat creixement més accelerat impulsat per les millores de la demanda interna, el superàvit per compte corrent que presenta des del 2012, la disminució dels costos dels interessos per l'impacte de la política monetària acomodaticia i per la certa estabilitat que li dona el fet que dues terceres parts del deute estigui en mans de residents.

No obstant això, esperem que la tensió geopolítica a Europa es redueixi i torni la tranquil·litat, si bé haurem de seguir molt de prop el principal repte a què s'enfrontarà: el final del QE. Haurem d'estar atents a com aquesta circumstància afectarà aquesta tipologia d'actius, malgrat que s'espera que el BCE continuï amb les reinversions durant un temps abans de reduir el balanç, la qual cosa limitaria l'impacte inicial.

Sergio Villadangos, FRM  
Gestor de Renda Fixa

## Primes de risc



Font: Bloomberg

Vam tornar a veure un repunt a les primes de risc dels països perifèrics, si bé continuen en un rang de mínims si les comparem amb l'històric.

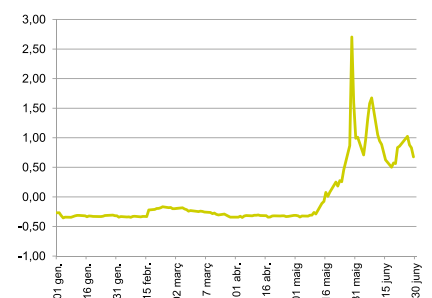
## Tenidors de bons italians



Font: Bloomberg

Només un terç del deute total d'Itàlia està en mans de no residents.

## TIR del bo d'Itàlia a 2 anys (%)

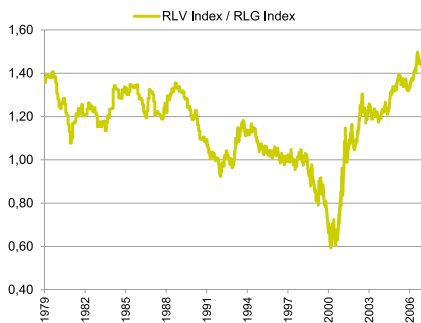


Font: Bloomberg

Atesa la inestabilitat política provocada després de les eleccions, la TIR del bo a dos anys va pujar fins a nivells del 2,8%.

# Renda variable

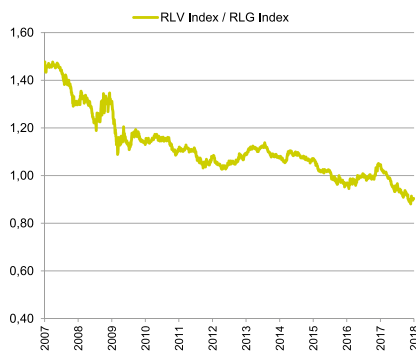
## Russell Growth Vs Russell Value (1979-2006)



Font: Bloomberg

Entre el 1979 i el 2006, l'estil valor va rendir una mica més que el de creixement i amb una volatilitat molt més baixa.

## Russell Growth Vs Russell Value (2007-2018)



Font: Bloomberg

Els darrers 11 anys, l'índex Russell 1000 Growth ha obtingut una rendibilitat considerablement superior a la del Russell 1000 Value. Això ha posat a prova la confiança dels inversors en valor.

## Ha mort la inversió en valor?

**Històricament, l'estil de valor ha rendit més que el de creixement. No obstant això, des de fa 11 anys, la situació és força diferent atès que el segon ha superat el primer. Significa això que la inversió en valor ha mort i que finalment Benjamin Graham s'havia equivocat?**

El premi Nobel Eugene Fama, conegut en general com el pare de les finances modernes, i el seu company professor universitari, Kenneth French, van col·laborar per mesurar millor els rendiments del mercat. El 1992 van publicar el Model de tres factors, en què un d'ells era que l'estil de valor rendeix més que el de creixement. (No es preocupin, aquest no serà un article tècnic). Per desgràcia per als inversors en valor, els últims 11 anys han posat a prova les seves conviccions.

## Les accions de creixement poden resultar barates i les de valor, cares. Bill Miller va batre l'S&P500 durant 15 anys consecutius

Quina pot ser la raó d'això? Bé, repassant l'última dècada, podem començar amb la Gran Recessió i l'actuació de la Reserva Federal durant la recuperació. En primer lloc, la Fed va reduir els tipus fins a gairebé zero, la qual cosa, a la pràctica, va neutralitzar un dels postulats de la inversió en valor: buscar empreses amb un balanç sòlid. Per què volien les empreses un balanç sòlid si endeutar-se era pràcticament gratis i podien invertir en oportunitats de creixement per al seu negoci? El mateix és aplicable per a la inversió en empreses amb un bon perfil de fluxos d'efectiu. El segon problema era el programa d'expansió quantitativa de la Fed (és a dir, inundar el mercat de liquiditat), que va fer que els inversors fossin molt menys exigents amb els seus diners. Aquests problemes són temporals (si bé 11 anys és força temps), atès que tots dos s'estan eliminant actualment perquè la Fed està apujant els tipus i ha deixat d'expandir el seu balanç. No hem d'oblidar que, des del 1928, l'estil de valor ha rendit més que el de creixement cada cop que s'apujaven els tipus.

Una cosa relacionada amb aquest cicle de tipus d'interès prolongat és el fet que el sector financer ha estat aquell que ha enregistrat el

pitjor comportament durant l'última dècada. I resulta que és el que té el pes més gran als índexs de valor. Entre les primeres posicions de qualsevol fons de l'estil de valor de gran capitalització, es veurà una combinació de JP Morgan, Wells Fargo, Citibank i Bank of America. I endevinen quin és el tercer sector més gran? Energia, el menys rendible dels últims cinc anys. El sector financer i el d'energia representen en conjunt un aclaparador 43% de l'índex Russell 1000 Value. El tecnològic, en canvi, únicament representa un 9% de l'índex de valor, però constitueix un terç del de creixement.

Potser calgui redefinir què vol dir invertir en valor. Una de les principals ràtios utilitzades per Fama i French per distingir entre les accions de valor i les de creixement és el preu/valor comptable (P/VC). En aquesta ràtio, "preu" es refereix simplement al valor de mercat de l'empresa, mentre que "valor comptable" són els actius menys els passius. Una baixa ràtio P/VC s'ha considerat històricament com un indicador d'una empresa infravalorada, però és això encara vàlid? La metodologia que s'utilitza per seleccionar els components de l'índex Russell 1000 Value està molt esbiaixada cap a les ràtios P/VC baixes. Per això l'índex és ple d'empreses financeres, i també per això sobrepondera les empreses industrials de la vella economia que tenen molts actius físics. En canvi, s'ignora en gran mesura les societats tecnològiques, perquè no solen tenir gaires actius. Un gran exemple d'aquest problema és Apple. El fabricant de l'iPhone sembla una acció de valor sobre la base de la seva rendibilitat, flux d'efectiu, balanç, etc., però donada la seva P/VC relativament elevada, es classifica a l'índex de creixement. Warren Buffett sembla estar d'acord amb el fet que Apple és una acció de valor, atès que fa poc la va convertir en la posició més gran de Berkshire Hathaway.

Així que potser no haurem d'esperar que s'apugin els tipus perquè l'estil de valor es recuperi.

Charlie Castillo  
Gestor Sènior

# Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

## Petroli, l'OPEP torna a escena

Per primer cop en una dècada, la corba de costos dels projectes de producció de petroli ha pujat. El fort increment del nombre de pous de petroli shale que vam veure en el passat amb els nivells actuals del preu del cru es frenarà en el futur (76 dòlars/barril de Brent mentre escrivim aquestes línies). Més costos, menor rendibilitat i menys ànsia per incrementar l'oferta.

A més, la vida estimada dels grans projectes de producció va caure per sota dels 40 anys, el progrés tecnològic fa que els recursos s'esgotin cada cop més ràpid i que tinguin una vida mitjana menor. A mesura que el shale augmenta el seu volum resulta més difícil que pugui continuar creixent. De fet, s'estima que a partir del 2020 es desacceleri, fins i tot assumint un increment de l'activitat mundial.

El 2020 serà necessari que l'OPEP incrementi la seva oferta. D'això es va parlar en la seva reunió del mes de juny, que va ser la més important dels dos últims anys. El preu del petroli va reaccionar prèviament amb caigudes en interpretar-se que s'estava davant d'un punt d'inflexió i

que l'oferta s'incrementaria després de les retallades dels últims anys.

Tanmateix, el mercat de cru corre el risc de veure's infraproveït si es mantenen els continus descensos de Veneçuela i s'uneix potencialment l'Iran. En part, això és el que ha empès el preu dels 45 als 80 dòlars en un sol any. Encara que l'OPEP decideixi incrementar la producció, serà necessari que l'augment encara més i que realitzi inversions per poder proveir de petroli al món en el pròxim lustre.

L'OPEP torna a escena, en aquest cas necessàriament i es produeix un punt d'inflexió que ara incrementarà la producció.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista d'inversions*

DIVISES

## Dissipació gradual de les dificultats

Cap a finals de l'any passat, quan l'euro estava a 1,20, pensàvem que encara li quedava recorregut; i així va ser, atès que a finals del mes de gener va arribar a 1,25, nivell entorn del qual va fluctuar fins a mitjans d'abril. En aquell moment no pensàvem que pujaria molt més ja que tots els factors positius semblaven ja estar descomptats i pràcticament tothom tenia posicions llargues en la moneda comuna. Des d'aleshores, el tipus de canvi ha retrocedit i actualment es negocia a 1,16. Aquesta correcció va respondre a diversos factors negatius. Així, per exemple, les dades econòmiques van decebre, apuntant a una desacceleració del creixement, mentre que la inflació va continuar feble. De la mateixa manera, la por a una guerra comercial mundial i els ensurts polítics a Itàlia, Alemanya i Espanya també van ajudar a accentuar la caiguda de l'euro. L'última escomesa va ser la reunió del BCE de juny, en què Draghi va confirmar que el programa de compres d'actius acabaria efectivament al desembre, però que la primera pujada de tipus no es produiria fins a l'estiu del 2019. Mentrestant, gràcies a les dades encara fortes i el repunt de la inflació la Fed, a diferència del seu homòleg europeu, ha elevat el seu to alcista, la qual cosa ha donat suport al bitllet verd.

Si bé els esdeveniments polítics podrien continuar sent notícia i provocar volatilitat, és més probable que les dades macroeconòmiques de la zona euro sorprenguin a l'alça, la qual cosa permetria al BCE tornar a adoptar un discurs no tan lax. D'altra banda, el mercat ja està descomptant futures pujades de tipus als EUA, per la qual cosa és poc probable que el dòlar rebí un estímul addicional de la Fed. Per acabar, el superàvit per compte corrent i la reducció del dèficit fiscal de la zona euro contrasten amb el deteriorament dels dèficits per compte corrent i fiscal dels EUA. Podria trigar encara un cert temps i l'euro podria caure més a curt termini, però preveiem que torni a recuperar terreny a mitjà termini.

*Jadwiga Kitovitz, CFA  
Responsable Gestió Multi-actiu  
i Clients Institucionals*

## Evolució del preu del Brent



Font: Bloomberg

Les tensions geopolítiques van pressionar el preu a l'alça.

## Tipus de canvi EUR/USD

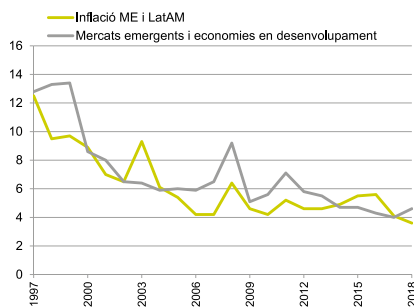


Font: Bloomberg

Podria trigar encara un cert temps i l'euro podria caure més a curt termini, però preveiem que torni a recuperar terreny a mitjà termini.

# Llatinoamèrica

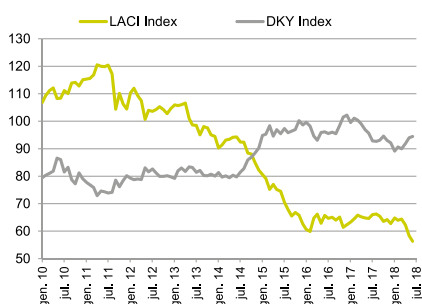
## Inflació LatAm i el Carib vs Inflació EM EMEA



Font: Fons Monetari Internacional (FMI)

La inflació als mercats emergents és històricament baixa, tot i que cal destacar que l'Amèrica Llatina no havia tingut mai una inflació tan baixa.

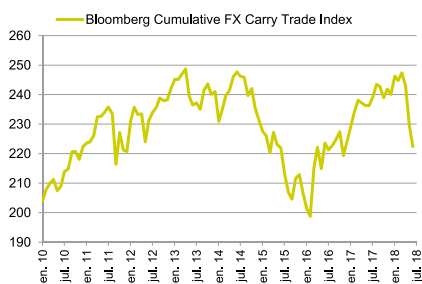
## Bloomberg JP Morgan LACI vs DXY Index



Font: Bloomberg

La fortalesa del dòlar és l'enemic principal dels mercats emergents. L'índex LACI, que pondera per liquiditat les principals monedes de LatAm, ha caigut prop d'un 10% YTD.

## Bloomberg Cumulative FX Carry Trade Index



Font: Bloomberg

La disminució al diferencial de les taxes entre els EUA i LatAm ha disminuït l'atractiu del carry trade.

## Llatinoamèrica: navegant en incertesa

**El segon trimestre de 2018 ens ha deixat insípidesa. Les fragilitats dels mercats emergents han sortit a la superfície principalment per una sobtada fortaleza del dòlar, i Llatinoamèrica no ha estat aliena a això. Potser, entre l'alta marea, ser selectius i avaluar els fonamentals ens guiarà cap al rumb correcte.**

Els mercats emergents van començar el 2T18 amb el peu esquerre. Un rebot sobtat del dòlar va causar estralls en les diferents economies. Tanmateix, aquest mal es va produir en diferents magnituds. Els països més castigats han estat els que tenen fonamentals més fràgils, amb més desequilibris i incerteses econòmiques i polítiques. El mercat de renda variable, que es pot considerar un indicador líder, ha deixat ben palès aquest fet i alguns mercats ja es troben en allò que teòricament es considera un bear market, com és el cas del Brasil, Turquia, la Xina o les Filipines, que han caigut un 20% o més des del seu nivell màxim més recent. A l'altra cara de la moneda, alguns índexs de renda variable en emergents s'han mostrat resilents a la conjuntura, com és el cas de Colòmbia, Perú, Índia, Rússia o Taiwan, entre d'altres, els quals han corregit un 6% des del màxim més recent. Un fenomen totalment sorprenent.

Observant Llatinoamèrica, el comportament ha estat molt similar, però l'efecte més brusc es va produir en els tipus de canvi. Tant el real brasiler com el pes mexicà i l'argentí van patir una forta depreciació, mentre que la magnitud patida pel pes colombià, el peruà i el xilè va ser inferior. El cas més sorprenent va ser el d'Argentina, en què es va viure un atac a la moneda, la qual cosa va portar el Banc Central a augmentar la taxa REPO al 40% i al president Macri a sol·licitar una línia de crèdit a l'FMI per valor de 50 mil milions de dòlars. En conèixer-se l'acord, les autoritats van anunciar una oferta per 5 mil milions de dòlars a ARS/USD 25; no obstant això, el tipus de canvi es va depreciar de nou fins a ARS/USD 28, i encara es troba sota pressió. El tipus de canvi flotant continuarà la seva tasca, i possiblement equilibrarà els desbalanços via depreciació. No obstant, torna a brillar el denominat carry trade a causa de les altes taxes d'interès que manté el país. És moment d'avaluar el risc/retorn i afegir Argentina al radar.

D'altra banda, ens trobem amb inflacions històricament baixes. Als mercats emergents, s'espera que la inflació per al 2018, d'acord amb l'FMI, sigui del 4,6%, i a LatAm del 3,6%, nivells històricament baixos. Com a conseqüència d'això, els bancs centrals han tingut una política monetària més flexible,

disminuint les taxes d'interès i reduint el carry trade que tant va ajudar a reduir la fragilitat de la regió -amb algunes excepcions, com el cas de l'Argentina. Una política més restrictiva als EUA enfosqueix encara més aquesta estratègia. Possiblement siguem molt a prop del punt d'inflexió en la política monetària de LatAm atès que el pass-through de la depreciació, juntament amb preus superiors del petroli, pesará en els preus. Tanmateix, la cerca de rendiment encara té un paper determinant i l'estratègia no es pot descartar.

La notícia positiva és que tenim eines per distingir les economies més atractives. En primer lloc, hem d'evitar aquells països que pateixen de dèficits bessons i/o desequilibris molt grans; en segon lloc, les matèries primeres van marcar pis i recentment s'han enfortit, la qual cosa hauria de beneficiar les economies exportadores d'aquests béns. Finalment, cal buscar economies subjectes a disciplina fiscal i que estiguin en el camí de realitzar els ajustaments econòmics necessaris. En conclusió, a LatAm preferim països com ara Colòmbia, el Perú i Xile, tant en RV com en RF, i cal mirar amb més deteniment Mèxic, Brasil i Argentina.

### A LatAm preferim països com ara Colòmbia, Perú i Xile, tant en renda variable com en renda fixa.

És possible que el segon semestre de l'any ens porti un viatge llarg i amb vertigen, ja que, en cas de continuar l'auge de les polítiques antiglobalització, les guerres comercials, una política monetària més restrictiva i una fortaleza més gran del dòlar, es generarà un escenari més pronunciat de risk-off.

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**

---