

# Informe trimestral

## La nostra visió dels mercats

### L'efecte àncora i la inflació

La renda fixa ha d'ésser part troncal de les carteres, però no podem oblidar que l'enemic a batre, per qualsevol estalviador, és la inflació.

Fa uns anys es va fer un experiment amb dos grups de jutges. A tots se'ls donava el mateix cas per separat. A la meitat se'ls recomanava una sentència molt baixa i a l'altra, una de molt més elevada, però se'ls donava llibertat absoluta per decidir. El resultat va ser que els primers van emetre una condemna que, de mitjana, era molt inferior a la dels segons.

Això no és pas un problema que pateixin només els jutges. El cervell fa servir les dades més recents com a punt de partida per fer aproximacions quan li falta informació, i de manera inconscient, sense avaluar si el punt de partida té sentit o no. (L'experiment d'abans el van repetir tirant un dau abans de prendre la decisió, i el número que va sortir també va tenir influència sobre la sentència final.)

Ara ens passa una cosa similar amb els tipus d'interès. Des del 2008 i fins fa ben poc, han estat la gran majoria del temps a zero (o en negatiu). Ara que es poden obtenir tipus positius en diversos instruments, ens tempta moltíssim conformar-nos-hi. El problema és que el nostre cervell els compara amb el zero. És a dir, amb res. Per suposat que, per irrisori que sigui, cobrar alguna cosa és millor que res, però això ens fa prendre males decisions. Els tipus no han estat pas zero normalment (aquesta darrera dècada ha estat una anomalia des del punt de vista històric).

Estalviar no és res més que posposar consum per al futur. Malauradament, la inflació dels propers anys, de mitjana, gairebé segur que serà molt més elevada del que ha estat des de principis de segle. Diversos factors que mantenen la inflació controlada s'han capgirat i actuen en direcció contrària. Expli-car-ho bé no cap en aquest text, però potser

un dels elements més poderosos és la reversió de la globalització, que, entre d'altres coses, pressiona el mercat laboral en molts països (hi ha escassetat de mà d'obra en molts llocs). Els preus també es veuran pressionats per quantitats enormes d'inversió, tant pública com privada, que s'hauran d'escometre els propers anys. S'han d'invertir molts diners en la transició i independència energètica (sovint la mateixa cosa), en automatització, en intel·ligència artificial o en defensa (per desgràcia), per donar uns pocs exemples. Així doncs, la inflació, gairebé segur, serà superior de mitjana als tipus que podem obtenir en productes que ens paguen un cupó fix sense gaire risc.

Què fem, doncs? Agafant sèries històriques molt llargues, en comptes de les dades recents amb què el cervell es deixa enganyar, podem prendre millors decisions. Des del 1800, la renda variable ha donat anualment gairebé un 7 % de mitjana, un cop descomptada la inflació (més del doble que la següent alternativa). Sembla doncs un actiu irrenunciable. Sempre, això sí, amb el percentatge que toqui al nostre perfil de risc. Si no, inevitablement, quan hi hagi davallades de la borsa —n'hi haurà segur periòdicament— ens agafarà mal de panxa i voldrem vendre en el pitjor moment.

En definitiva, tot i que ens temptin molt les solucions de tipus fix, penseu que l'efecte àncora potser us està jugant una mala passada. La inflació és l'enemic a batre per a qualsevol estalviador.




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

## ÍNDEX

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

## Estratègia

### Assignació d'actius (2024 1T)

- Monetari 
- Renda fixa 
- Renda variable 

### Renda fixa

- GOVERN
- EUA 
- Eurozona 

#### GRAU D'INVERSIÓ

- EUA 
- Eurozona 





#### HIGH YIELD

- EUA 
- Eurozona 

#### MERCATS EMERGENTS



### Renda variable

- EUA 
- Eurozona 
- Japó 
- Emergents 

### Matèries primeres

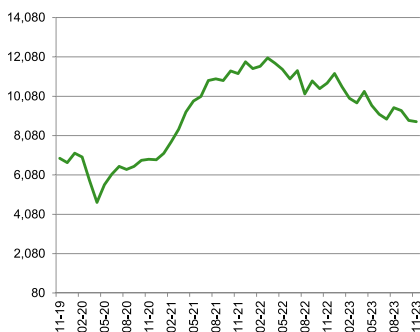
- Petroli 
- Or 

### Divises

- EUR/USD 
- JPY/USD 

# Situació macroeconòmica

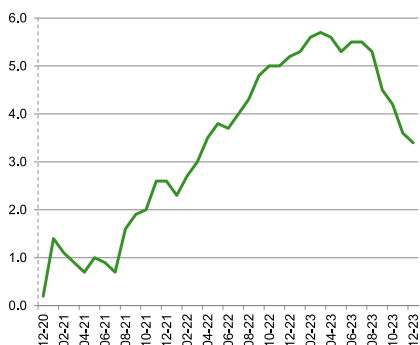
## Ofertes de feina per indústria als EUA



Font: Bloomberg

Les ofertes de feina han caigut significativament dels 12 milions de l'any passat als 8,7 milions.

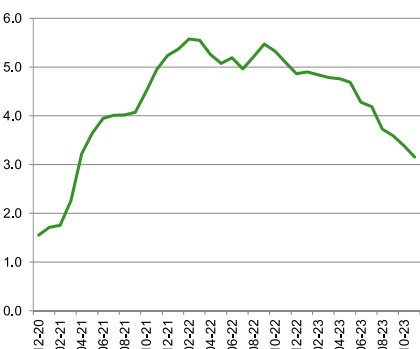
## Inflació subjacent a la zona euro



Font: Bloomberg

La inflació subjacent, que no inclou els preus del sector alimentari i energètic, va caure del 5,2 % al 3,6 % en la zona euro.

## La taxa anual de despeses bàsiques de consum personal als EUA



Font: Bloomberg

La despesa en consum bàsic personal als EUA va caure del 4,9 % d'inicis d'any al 3,2 % al novembre.

## Encara és aviat per cantar victòria

El 2023 segurament es recordarà com l'any en què la majoria dels economistes es van equivocar. A principis d'any, molts preveien una recessió per la inflació alta, el cicle d'austeritat dels bancs centrals i les tensions geopolítiques. Això no obstant, el creixement s'ha mantingut. De cara al 2024, la majoria preveuen un aterratge suau, però el temps ho dirà.

Al desembre, la Reserva Federal va reconèixer que s'estava produint una reducció esperançadora de les pressions inflacionistes i va anunciar el final de les pujades de les taxes d'interès i la possibilitat que hi hagués baixades el 2024, cosa que reforça la previsió de disminució suau del creixement. El canvi de to va sorprendre els mercats financers i, segurament, va fer que els economistes s'afanyessin a tenir prediccions més optimistes per al 2024.

La inflació continua sent el focus del relat macroeconòmic. En una economia gairebé amb plena ocupació, es pensava que només un creixement molt més feble podria rebaixar les pressions inflacionistes. Tot i això, el 2023, el creixement va sorprendre a l'alça, i els índexs de preus van baixar més del que s'esperava. Hi ha diversos factors que expliquen la fortalesa econòmica: l'impuls fiscal prolongat, el rendiment positiu dels mercats que ha compensat l'enduriment de les polítiques monetàries i els efectes retardats de la pandèmia (un comportament asíncron dels sectors i un nombre superior d'ofertes de feina que de demandants). Fins i tot es va mitigar l'efecte dòmino de la fallida d'alguns bancs regionals dels EUA el primer trimestre. Tot i la resiliència, la despesa en consum bàsic personal als EUA (el índex preferit d'inflació subjacent de la Fed) va caure del 4,9 % d'inicis d'any al 3,2 % al novembre. La caiguda va ser relativament ràpida a mesura que es van solucionar les interrupcions a les cadenes de subministrament, cosa que va frenar les pujades de preus d'alguns béns. Així i tot, per arribar a l'objectiu, s'haurà de produir un canvi més substancial en els serveis bàsics i d'habitatge. El darrer factor depèn en gran part de l'evolució dels mercats laborals. Tot i la reducció de les ofertes de feina, que han caigut dels 12 milions de l'any passat als 8,7 milions, al mercat laboral encara hi ha més ofertes que persones aturades. Si analitzem la història, l'últim tram de baixada de la inflació costa més, per tant, pot ser que encara es presentin alguns obstacles i que trigui abans d'arribar a l'objectiu.

A l'eurozona hi ha hagut menys optimisme perquè el creixement es va estancar

al tercer trimestre i la regió va entrar en recessió tècnica (creixement negatiu dos trimestres consecutius). Pel costat positiu, aquesta feblesa ha permès que la inflació baixés més ràpidament que als EUA. La inflació va caure del 9,2 % de principis d'any al 2,4 % al novembre, mentre que la inflació subjacent, que no inclou els preus del sector alimentari i energètic, va caure del 5,2 % al 3,6 %, ambdós per sota de les previsions. Tot i això, s'espera que la inflació general torni a pujar en els pròxims mesos pels efectes de base del preu de l'energia i de la supressió d'ajudes fiscals. A més a més, el BCE esperarà veure una desacceleració dels augments dels salaris abans d'abaixar les taxes d'interès.

## El canvi de to va sorprendre i, segurament, va fer que els economistes s'afanyessin a tenir prediccions més optimistes per al 2024

Molts factors que han impulsat el creixement en l'any anterior perdran força el 2024, i hi ha diversos riscos que podrien capgirar les prediccions favorables per a l'any. Amb les guerres a Ucraïna i l'Orient Mitjà, que no tenen un final a la vista, eleccions a tot el món que contribueixen a generar incertesa geopolítica i un endarreriment en la transmissió de les polítiques monetàries, la moderació de les pressions inflacionistes podria aturar-se o inclús recuperar força, i l'alentiment del creixement podria transformar-se en una lleugera recessió. Tot i que no preveiem una recessió profunda perquè s'espera que les empreses intentin retenir els seus treballadors a causa de la falta de personal qualificat, pensem que encara és molt aviat per cantar victòria.

Jadwiga Kitovitz, CFA  
Directora de Carteres Multiactius  
i Clients Institucionals

# Renda fixa

## El gir dels bancs centrals

Després de les reunions de desembre dels bancs centrals es produeix un canvi de paradigma. Van anunciar que estan preparats per començar a flexibilitzar la política monetària després de l'ajust més agressiu en dècades, i fins i tot es descompten retallades de tipus l'any 2024. L'evolució de la inflació i l'economia marcaran la magnitud d'aquestes baixades.

El mercat espera que el 2024 sigui l'any de la retallada dels tipus d'interès per part dels bancs centrals. La Fed als EUA va manifestar al desembre que està preparada per retallar els tipus després de contenir l'augment de la inflació sense acabar provocant una recessió o un cost significatiu per a l'ocupació. A la zona euro, les noves projeccions van mostrar que una economia feble suavitzava les perspectives d'inflació, i el BCE continuarà reduint el seu balanç i, per tant, la liquiditat del sistema. No es va debatre la baixada de tipus, però estaran molt pendents de les dades per executar el següent moviment.

Ara l'escenari base és, clarament, que ja no hi ha cap intenció d'apujar més. És cert que tot dependrà que la tendència de desinflació continuï i que les dades econòmiques no en surtin gaire vigoroses, ja que això dificultaria l'argument per a les retallades de tipus que el mercat ja dona per descomptat de manera sincronitzada. Bloomberg té un indicador agregat de taxes a tot el món que mostra una caiguda de 128 pb el 2024, liderada per les economies emergents (el Brasil, Xile, la República Txeca, Hongria o la Xina, entre altres, ja han iniciat el procés).

## La rendibilitat dels bons és atractiva i ara amb potencial de revaloració si baixen els tipus

Durant els últims mesos de l'any hi va haver una forta recuperació de la renda fixa que recollia aquesta expectativa de baixades de tipus i unes dades econòmiques avançades que mostraven una debilitat econòmica tant del sector manufacturer com del dels serveis. Potser el mercat està massa pessimista i podem esperar una rendibilitat dels bons més erràtica durant la primera part de l'any. Cal considerar l'impacte que pugui tenir en la inflació l'augment dels marges per part de les empreses i el resultat de l'augment salarial de les

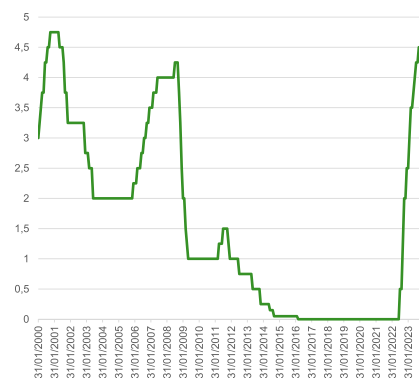
negociacions salarials. A més, cal veure com evoluciona la política fiscal, ja que el dèficit fiscal ha augmentat i la reactivació del Pacte d'estabilitat i creixement a partir del 2024 pot generar friccions. L'augment de la duració guanya adeptes si hom es posiciona per a un creixement més lent i rendiments més baixos o un augment del pendent en què guanyarien atractiu els trams més llargs.

Quant als bons corporatius i financers, l'entorn actual hi continua sent favorable, especialment pel que fa als bons d'elevada qualitat creditícia. Hi ha rendiments elevats i fonaments crediticis decents (elevat *cash*, baix palanquejament) i secundats per factors tècnics com ara l'elevada demanda dels inversors amb importants fluxos monetaris cap a la renda fixa. Les històries idiosincràtiques seran ara més freqüents i visibles (ja n'hem vist alguns exemples el 2023 amb Alstom, Siemens, Bayer, SBB, Credit Suisse...). Sobreponderem el sector financer vs. el corporatiu i els emissors amb un biaix més defensiu, especialment els que tenen fluxos de caixa recurrents com ara *utilities*, infraestructures, etc. Els sectors més cíclics poden tenir el seu moment si durant el segon semestre continua la desinflació i es confirmen les retallades de tipus que afavoririen les perspectives de creixement.

El 2024 hi va haver més volatilitat i hem d'estar preparats per gestionar activament les carteres en funció de l'escenari que es vagi confirmant. S'oscil·larà entre la preferència d'elegir noms amb bons fonamentals davant un risc idiosincràtic més gran i considerar els bons amb més beta si es redueix el cost de finançament.

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

## Evolució tipus refinançament BCE



Font: Bloomberg

Després de la pujada de tipus més ràpida i agressiva, s'espera que en comenci la retallada.

## Evolució inflació als EUA

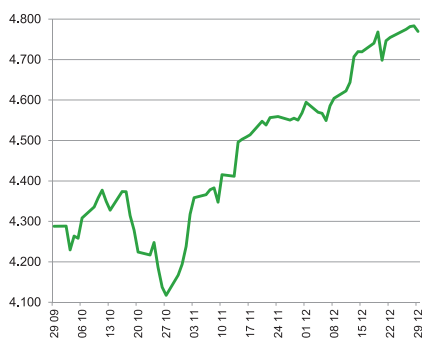


Font: Bloomberg

A escala global s'observa una tendència desinflacionista, cosa que permetria als bancs centrals començar la baixada de tipus.

# Renda variable

## S&P 500



Font: Bloomberg

La forta caiguda dels tipus d'interès va impulsar el mercat a l'alça.

## Rendiment del Tresor EUA a 10 anys



Font: Bloomberg

La caiguda del mercat va ser impulsada per una forta pujada dels tipus d'interès.

## Reflexions sobre el 2024

Molts estratègics de Wall Street pronostiquen un any moderadament bo per a l'S&P 500 el 2024. Veuen un aterratge suau per a l'economia dels EUA, una millora contínua de la inflació, una Fed que reduirà els tipus el 2024, un augment de dos dígitos en els guanys de l'S&P 500, i un altre bon any per a la borsa.

La recuperació de finals del 2023 s'ha basat en gran part en la idea que la Fed rebaixarà els tipus el 2024. No tant perquè hagi de respondre a un entorn econòmic que s'està deteriorant ràpidament, sinó que torna a fer baixar els tipus a causa de la inflació, retrocedint constantment cap a l'objectiu del dos per cent de la Fed. Normalment es pensa que les retallades de tipus són bones per a la borsa, però voleu que es facin retallades per les raons adequades. En aquest cas, la inflació seria tornar a l'objectiu de la Fed sense una recessió concomitant. Les recessions són dolentes per als guanys de les empreses i, per tant, per a les valoracions de la renda variable.

Abans de l'informe d'ocupació de novembre, millor del que s'esperava, el mercat de futurs de fons de la Fed havia posat el preu en cinc retallades de tipus abans de finals de 2024. Aquesta visió s'ha valorat tot i que en aquell moment, la majoria dels funcionaris de la Fed encara suggerien que no estaven pensant sobre les retallades de tarifes. El governador de la Fed, Waller, va ser el més a prop en dir que es podria reduir la taxa política si la inflació continua baixant durant uns quants mesos més.

### “L'oportunitat ve a la ment preparada”.

-Charlie Munger

Aquestes expectatives van retrocedir una mica les setmanes següents, però després es van desplaçar cap a més retallades després de la reunió del FOMC de desembre, que va deixar el mercat esperant sis retallades de tipus. En aquella fatídica reunió, el president de la Fed, Jerome Powell, va dir que la Fed havia iniciat discussions sobre quan seria oportú començar a reduir els tipus d'interès. Els rendiments del Tresor van baixar en picat i els preus de les accions van fer un altre pas parabòlic més alt que va enviar el Dow Jones Industrial Average a un màxim de tancament i l'S&P 500 a una distància sorprenent del seu propi rècord.

A més, no oblidem que el 2024 és un any d'eleccions presidencials als EUA. El rendiment del mercat durant els anys de les eleccions presidencials tendeix a ser molt positiu, amb un rendiment mitjà des de 1928 superior a l'11 %. A més, en totes les eleccions des de 1944 que van implicar un titular que es presentava a la reelecció, els rendiments del mercat van ser positius. Pel que sembla, el mercat aprecia l'estabilitat política amb un president que és conegut. Els actuals candidats a les eleccions del 2024 són l'actual titular (Joe Biden) i l'anterior titular (Donald Trump).

Per descomptat, no tots els estratègics són optimistes el 2024. Un parell són franca-ment baixistes, pensant que els efectes del cicle d'enduriment agressiu de la Fed es mostraran el 2024 i conduiran l'economia a una recessió. Això al seu torn significa que el mercat de treball es deteriorarà, els guanys de les empreses decebran i la borsa caurà. Tanmateix, aquestes opinions constitueixen una minoria molt petita. Un altre risc per al mercat és que la Reserva Federal, que va esperar massa per a pujar els tipus i va veure com la inflació es desbocava, esperi ara massa per a baixar-los per por de retallar-los massa aviat i inflamar de nou la inflació. El mercat probablement es veuria agitat per aquest pensament, sobretot si la inflació continua baixant, sent que hi hauria un major risc de recessió amb les taxes reals massa altes durant massa temps.

La bona notícia que contraresta almenys parcialment la tesi baixista és que la Fed té marge per retallar els tipus per donar suport al creixement econòmic, si cal, que és una mica de munició que li va faltar durant la major part dels últims 15 anys.

Charles Castillo  
Gestor sènior

# Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

## Geopolítica

Actualment, és difícil imaginar més conflictes internacionals impulsats per disputes pel petroli. Tanmateix, no és res de nou. En són exemples del passat, que van quedar marcats per als llibres d'història i que molts comparen amb el moment actual, la primera guerra del Golf el 1991, la invasió de l'Iraq el 2003, el cop d'estat a l'Iran el 1953 o la situació que s'hi va viure el 1973, i la guerra del Yom Kippur.

Són només alguns exemples, però la llista de conflictes en zones clau per a països productors de petroli és llarguíssima. Per això, es pot obtenir un patró del que sol passar amb el preu del petroli en moments així: sol repuntar quan es coneix el conflicte, i després va retrocedint cap al preu previ al conflicte a mesura que s'aclareix la situació.

L'Agència Internacional de l'Energia va temperar els ànims en el seu informe del mes d'octubre, quan va marcar distàncies entre la situació actual i la del 1973. «Cinquanta anys després del primer xoc petrolíer, el món té solucions duradores

per fer front a la inseguretat energètica que també poden ajudar a aturar la crisi climàtica», assegura. Segons l'opinió de l'Agència, i davant un entorn de noves tensions geopolítiques, els països tenen «una gamma molt més àmplia de tecnologies netes altament competitives i un cúmul d'experiència política per accelerar-ne el desplegament». En tot cas, les alternatives als combustibles fòssils no són fàcils ni immediates, com ja ho va demostrar el dràstic repunt del gas natural arran de la guerra d'Ucraïna, però és cert que avui els països són capaços d'obtenir alternatives.

Així, els gairebé 100 dòlars per barril que s'han vist últimament després dels atacs a Israel serien un sostre a mitjà termini per al Brent i és lògic que es vagi revertint a poc a poc.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Director d'Inversions de Creand  
Asset Management a Espanya*

DIVISES

## Tot depèn de qui retalli primer

Durant la major part de 2023, el tipus de canvi de l'eurodòlar s'ha mogut en un rang lateral d'entre 1,05 i 1,12. La força relativa del dòlar pot explicar-se, sobretot, pel diferencial en els tipus d'interès reals i la resiliència del creixement de l'economia dels Estats Units, que ha sorprès a més d'un. El tipus de canvi va tancar l'any en el segment superior de la banda de fluctuació, ja que les dades d'inflació positives i el sorprenent gir de la Fed al desembre van pressionar el dòlar, i van fer que el mercat descomptés un aterratge suau per a l'economia, la contínua moderació de les pressions inflacionàries i la retallada dels tipus abans de març. Un escenari d'allò més favorable.

Per tal que el dòlar continuï depreciant-se, s'ha de confirmar el gir de la Fed i que els Estats Units rebaixin els tipus més que altres regions. Per exemple, si el país entrés en recessió més ràpid del que s'espera. Tanmateix, el risc als nivells actuals de la cotització és que el cicle de relaxació de la Fed s'endarrereixi. A més a més, hi ha molt poca prima de risc d'actiu de refugi

reflectida en el dòlar malgrat els riscos geopolítics i, després d'un comportament extremament positiu dels mercats el 2024, les possibles correccions també afavoririen el dòlar. Però no es tracta solament del que passa als Estats Units. Tant el moment com la velocitat del canvi de política monetària de cada banc central exerciran una influència preponderant per a cada divisa el 2024. Si el BCE és el primer a rebaixar els tipus, el tipus de canvi podria assolir la paritat o nivells inferiors.

Predir quina trajectòria seguiran les divises sempre és una tasca àrdua (i, segurament, també un exercici va), ja que sempre existeixen riscos desconeguts. Tanmateix, el desenllaç més probable és que el dòlar es mantingui dins de la banda de fluctuació actual mentre continuem a l'espera de saber com evolucionarà la inflació i quines mesures adoptaran els bancs centrals.

*Jadwiga Kitovitz, CFA  
Directora de Carteres Multiactius  
i Clients Institucionals*

## Petroli Brent



Font: Bloomberg

El preu del petroli Brent va fer màxims a l'Octubre.

## Tipus de canvi euro dòlar



Font: Bloomberg

Durant la major part de 2023, el tipus de canvi de l'eurodòlar s'ha mogut en un rang lateral d'entre 1,05 i 1,12.

## YPF S.A - ADR



# Avís legal

---

Aquest document ha estat elaborat per Crèdit Andorrà, SA i es posa a la seva disposició únicament amb finalitats informatives; no constitueix cap oferta o sol·licitud de compravenda de cap producte o servei. El document conté únicament informació general dels productes, serveis i entorn de Crèdit Andorrà, SA. Tot i que la informació s'ha obtingut de fons considerades fiables, Crèdit Andorrà, SA no garanteix que sigui completa o actualitzada, i haurà de ser contrastada amb altres fonts abans d'adoptar qualsevol decisió, que en tot cas serà per compte i risc exclusiu de l'usuari.

Aquest document es pot distribuir únicament de la manera que ho permet la normativa aplicable. No es permet la seva distribució a cap persona o entitat que sigui ciutadana o resident de qualsevol jurisdicció on la distribució, publicació, disponibilitat o ús sigui contrari a la normativa aplicable, o que faci que Crèdit Andorrà, SA quedi subjecte a algun requeriment de registre o llicència a l'esmentada jurisdicció.

Aquest document no constitueix una oferta per part de Crèdit Andorrà, SA ni tampoc dels seus empleats, i no podrà ser en cap cas considerat com una recomanació personal de cap tipus. La informació que s'hi reproduïx no ha estat preparada en consideració a les circumstàncies personals ni a la situació financera particular de cap inversor. Alguns dels productes que s'hi exposen poden no ser adequats per a tots els inversors.

Tots els continguts que apareixen en aquest document estan subjectes a canvis o modificacions per part de Crèdit Andorrà, SA, sense cap comunicació prèvia. Els drets de propietat intel·lectual d'aquest document pertanyen a Crèdit Andorrà, SA, i se'n prohibeix la transmissió, reproducció, divulgació o modificació, total o parcial, sense l'autorització prèvia i per escrit de Crèdit Andorrà, SA. Les informacions sobre rendiments històrics, tendències o previsions són merament indicatives.