

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

ÍNDEX

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

Pescar en aigües tèrboles

La inflació i l'evolució dels beneficis empresarials són les dues brúixoles que ens han d'orientar en la navegació dels mercats durant els mesos vinents.

I no marquen un camí de roses, precisament. La inflació hauria de ser més difícil de domar als Estats Units que a Europa, tenint en compte que els salaris creixen molt més a l'altra banda de l'Atlàntic i que a Europa pesen més els factors temporals, com ara l'escalada del preu de l'energia. En els dos casos exigirà duresa per part de les autoritats monetàries.

El BCE va a rebuflar de la Fed, molt més agressiva perquè ho ha de fer i perquè pot (l'economia és molt més sòlida). És difícil pensar que l'enduriment de les condicions financeres no desemboqui en una recessió, que a la zona de l'euro semblava, tanmateix, inevitable. També hem d'assumir que la xarxa de seguretat que els bancs centrals han posat sota els mercats aquestes últimes dècades ja no hi és, o està molt més avall. No vindran al rescat, com acostumaven a fer, quan les pèrdues s'acumulin. El seu cavall de batalla és ara la inflació i no es poden permetre cap pausa mentre estigui, com està, a nivells estratosfèrics.

Un entorn d'inflació tossudament alta amb una recessió que sembla imminent i inevitable i en què el superheroi dels mercats (els bancs centrals) porta penjat un collaret de kriptonita (la inflació) no és precisament la carta als Reis d'Orient que un escriuria. O sí? Pensin-ho bé.

Per a l'inversor pacient (memoritzin aquestes dues paraules), que té com a objectiu maximitzar els estalvis a llarg termini, l'entorn d'on venim segur que no era el millor. A la renda fixa, dècades de pujades de preu van maquillar un cupó decreixent fins a nivells absurds (fins a «cobrar» tipus d'interès negatius!). No hem d'oblidar que

aquest cupó ha de ser el principal atribut de la part més conservadora d'una cartera: aspirem que ens distribueixi un flux d'ingressos recurrent sense que minvi el capital que hi aportem. En perspectiva, estem molt millor ara, quan per fi sembla que podrem treure rèdit dels nostres estalvis, absent aquests darrers anys.

Per a l'inversor de renda variable, l'excés d'entusiasme acostuma a anar acompanyat d'uns preus igualment excessius. Però també, molt de tant en tant, l'humor canvia al pànic i porta a preus pel terra. Creiem que venim del primer i que ens dirigim cap al segon. Un inversor pacient (una altra vegada) hauria de preferir aquest darrer entorn per construir la cartera amb què poder pagar necessitats o capricis il·lunyanys en el temps. Segur, ben segur, que uns bons preus portaran a retorns millors a mitjà termini.

Aquestes dues paraules, *inversor* i *pacient*, haurien de distingir els que avui han d'estar preocupats pels estalvis dels que no ho estan. Qui busca beneficis a curt termini no inverteix, especula (ningú, absolutament ningú, sap del cert què passarà demà). I de la paciència, Warren Buffett en diu que és el principal atribut de qui vulgui obtenir èxit en això de fer créixer el capital. Per alguna cosa deu ser.

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

Estratègia

Assignació d'actius (2022 4T)

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

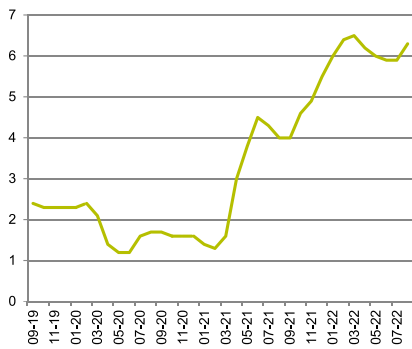
Petroli	▶
Or	▶

Divises

EUR/USD	▶
JPY/USD	▶

Situació macroeconòmica

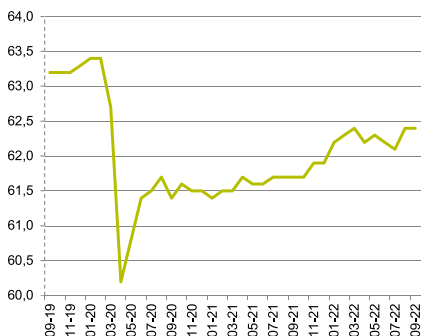
IPC dels EUA sense alimentació i energia



Font: Bloomberg

L'IPC subjacent, que exclou els aliments i l'energia, s'ha accelerat fins al 6,3% interanual des del 5,9%.

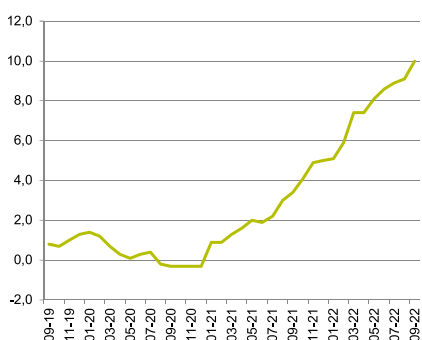
La taxa de participació laboral als EUA



Font: Bloomberg

Tot i que la taxa de participació s'ha anat recuperant, encara està un punt percentual per sota dels nivells previs a la pandèmia.

IPC de la zona euro



Font: Bloomberg

A la zona euro, la inflació està a màxims històrics.

Empitjoren les perspectives econòmiques

La inflació ha continuat sorprenent a l'alça amb les pressions dels preus que s'amplien en totes les categories. Alhora, una inflació superior a l'esperada ha reforçat el compromís dels bancs centrals amb polítiques monetàries restrictives i, a mesura que els països de tot el món augmenten simultàniament els tipus d'interès, la probabilitat d'una recessió global creix.

La inflació nord-americana va sorprendre a l'alça per l'IPC subjacent, que exclou els aliments i l'energia, que s'ha accelerat fins al 6,3% interanual des del 5,9%. La fortalesa de la inflació subjacent va ser liderada pel sector serveis, on la inflació salarial sol ser capdavantera. Això no hauria de sorprendre, atesa la contínua rigidesa del mercat laboral nord-americà. Tot i que el creixement de l'ocupació s'ha alentit i que la taxa d'atur ha augmentat, el creixement absolut continua sent fort i el creixement mitjà del salari per hora ha estat superior al 5% des de principi d'any. El mercat laboral continua fonamentalment desequilibrat, amb una demanda de mà d'obra significativament més gran que l'oferta disponible. Actualment, hi ha uns 6 milions d'aturats però més de 10 milions d'ofertes de feina, segons les últimes dades de JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey). Tot i que la taxa de participació (la proporció de la població més gran de 16 anys que treballa o busca feina activament) s'ha anat recuperant, encara està un punt percentual per sota (o 1,6 milions de persones) dels nivells previs a la pandèmia, cosa que també explica la tensió del mercat laboral.

La fortalesa del mercat laboral ha obligat la Reserva Federal a actuar amb més contundència, en afirmar clarament que la lluita contra la inflació no estarà exempta de dolor i que, per tant, suggereix més probabilitat de recessió. El fet és que la Reserva Federal necessita veure un augment de l'atur i una disminució de la demanda per poder frenar la inflació.

La Reserva Federal necessita veure un augment de l'atur i una disminució de la demanda per poder frenar la inflació

La zona euro, on no només la inflació està a màxims històrics i el BCE es troba en un cicle de pujades de tipus, també s'enfronta a una de les pitjors crisis energètiques de la història. Sense previsió d'alto el foc, no sembla que hi hagi una sortida fàcil a la crisi

energètica, i l'annexió russa de quatre regions d'Ucraïna, el sabotatge dels gasoductes Nord Stream 1 i 2 i les noves sancions apunten a una escalada del conflicte. Si el subministrament de gas rus a Europa continua tallat durant un llarg període, és probable que les empreses es vegin obligades a frenar les activitats que utilitzen el gas de forma intensiva, seguides d'interrupcions de les cadenes de subministrament, fet que provocaria una recessió més profunda a tota l'eurozona.

Cal més temps per trobar alternatives al gas i al petroli russos. Tot i que Europa està invertint en energies alternatives i construint gasoductes de gas natural líquid per importar més gas d'altres regions, el temps necessari fins que n'hi hagi més capacitat disponible suposa no poder evitar pressions econòmiques a curt termini. La Unió Europea ha estat omplint les reserves de gas més ràpidament del que s'esperava, però seran insuficients per cobrir la demanda de l'hivern.

El sentiment negatiu dels consumidors, cada cop més fort, és un altre factor de risc enmig de l'augment del cost de la vida. La Comissió Europea ha anunciat un paquet de mesures d'emergència, que inclou un impost sobre els beneficis extraordinaris a les empreses energètiques, suport de liquiditat per a les empreses elèctriques i mesures fiscals per intentar suavitzar el cop per als consumidors de molts països, però probablement no aconseguiran evitar la recessió.

L'evolució de l'economia a partir d'aquí depèn en gran mesura de cap a on vagi la inflació i de la rapidesa amb què un enduriment de les condicions financeres pugui tornar a alinear la demanda amb l'oferta a mesura que s'ajusten els mercats laborals. A Europa, el conflicte suposa una limitació més. Com sempre, els bancs centrals s'enfronten a un acte d'equilibri difícil, però aquesta vegada han deixat ben clar que la seva prioritat és controlar la inflació encara que això signifiqui renunciar al creixement econòmic.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestió Multiactiu i Clients Institucionals

Renda fixa

Buscant el pic

El nou curs als mercats financers va començar amb la tradicional reunió dels banquers centrals a Jackson Hole a final d'agost. El president de la Fed, Jerome Powell, va reiterar la seva posició ferma contra la inflació i va generar el temor en els mercats d'un aterratge brusc, en augmentar els tipus d'interès de manera més agressiva.

Els bancs centrals, decidits a controlar la inflació i a evitar els errors dels anys setanta, apujaran els tipus d'interès fins on calgui per afectar la demanda i amb independència de l'impacte que la mesura tingui en el creixement econòmic, fins i tot si acaba provocant una recessió. El canvi alcista del cicle de la política monetària es fa evident amb les pujades continuades de tipus. Més de quaranta bancs centrals han augmentat els tipus de referència almenys un 0,75% d'un sol cop (*jumbo hike*) –el Riskbank de Suècia els va pujar 100 punts bàsics en l'última reunió.

Si es descompta que els bancs centrals arriben al pic de pujades, hi haurà una reducció de la volatilitat dels tipus d'interès

Segons la dita, no és la bala la que mata sinó la velocitat, i els bancs centrals no havien anat mai tan de pressa a pujar els tipus: aquest ha estat el principal factor que ha provocat la venda massiva dels actius de renda fixa, que han posat fi a un mercat alcista de quatre dècades.

Probablement ha estat una correcció necessària després d'un període de rendiments ultrabaixos que s'han demostrat insostenibles. Aquest fet, històric, amb els principals índexs globals de renda fixa retrocedint entre un 12% i un 20% aquest any, deixa un escenari més propici a estudiar la inversió en aquesta classe d'actius. Segurament, l'augment de les rendibilitats és una oportunitat per afegir durada a mesura que la inflació assoleix el punt màxim i el creixement es desaccelera.

Un dels avantatges de la renda fixa és que coneixem *a priori* la rendibilitat de la inversió si la mantenim fins al venciment, independentment dels moviments del mercat durant el període i llevat d'un esdeveniment creditici. Aquesta característica ens permet observar que, ara sí, es poden fer inversions en diverses tipologies de bons

amb una rendibilitat que compensa la inflació esperada pel BCE (5,5% el 2023 i 2,3% el 2024), i que permet mantenir el poder adquisitiu del diner i generar alguns guanys.

A final d'octubre i principi de novembre tindrà lloc la nova reunió del BCE i de la Reserva Federal, respectivament. S'espera que continuïn pujant els tipus d'interès, i els tipus implícits se situen, a principi d'octubre, en el 2,5% en el cas del BCE i el 4,5% en el de la Fed, cosa que implica encara una pujada de +1,25% en els dos casos abans d'aquestes reunions. De la seva banda, l'RBA (Reserve Bank of Australia) va donar una sorpresa moderada en la seva última decisió apujant els tipus de referència 25 pb menys del que s'esperava, cosa que va alimentar el debat que els bancs centrals s'estan acostant als màxims de les seves taxes de referència. Els inversors esperen que els bancs centrals l'encertin a l'hora de prendre decisions i evitin el *policy mistake* (error de política), per minimitzar l'impacte en l'economia amb un aterratge suau.

Fins que no vegem més clarament que els bancs centrals arriben al tipus terminal (sense dubte, unes millors expectatives d'inflació hi ajudarien) no es reduirà la volatilitat dels tipus d'interès i no es normalitzaran els diferencials i els preus. També seria important per a aquesta tipologia d'actiu que es posés el focus des de la inflació cap al creixement, ja que en el cas d'una recessió econòmica, els actius de renda fixa servien de font de diversificació, amb entrades de fluxos que donarien suport als preus.

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

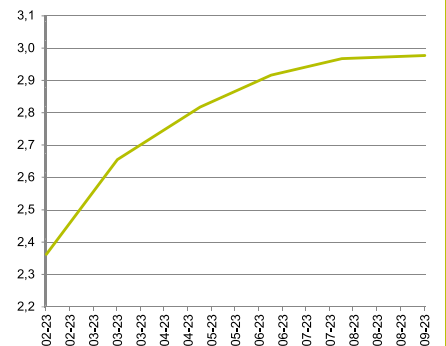
Índex Bloomberg EuroAgg



Font: Bloomberg

Evolució de la rendibilitat al venciment de l'índex Bloomberg EuroAgg, que se situa en nivells no vistos en una dècada.

BCE



Font: Bloomberg

Els tipus implícits del BCE donen per descomptat actualment un tipus terminal de prop del 2,5% el març de 2023.

Renda variable

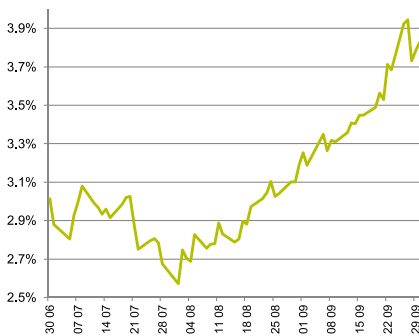
► S&P 500 2022 des de l'inici de l'any



Font: Bloomberg

L'S&P 500 ha tornat als mínims que vam veure al juny.

► Rendiment del Tresor dels EUA a 10 anys



Font: Bloomberg

El 4% serà el pic?

Tipus més alts i ingressos més baixos

L'entorn de les accions s'ha tornat més difícil amb les pujades de tipus de la Reserva Federal i els indicis que n'hi haurà més. Però també s'ha fet més competitiu perquè ha tornat a aparèixer el rendiment que faltava en el mercat del Tresor nord-americà durant un període anormal de tipus d'interès de baix cost.

En el trimestre anterior comentàvem que l'S&P 500 havia registrat el pitjor semestre des de 1970, amb una caiguda de més del 20%. El tercer trimestre ens ha portat el mateix, amb l'S&P 500 perdent el 5,3% mentre els tipus d'interès han pujat i les estimacions d'ingressos de les empreses han baixat.

Aquest 2022 els tipus han augmentat notablement. El rendiment del Tresor dels EUA a 2 anys, que va començar l'any en el 0,73%, va acabar el tercer trimestre en el 4,17% i el rendiment del Tresor dels EUA a 10 anys ha passat de l'1,51% al 3,75%. Això contrasta fortament amb el rendiment de dividends de l'S&P 500, que se situa en un 1,8% i que si es compara, no sembla pas massa. Fins i tot amb la forta baixada del mercat de valors, el rendiment de dividends de l'S&P 500 està més de 200 punts bàsics per sota del rendiment del Tresor dels EUA a 2 anys.

“Crec que Powell hauria d'oferir al poble estatunidenc una disculpa per una política monetària tan pobre”, Jeremy Siegel

Normalment, el deute a 10 anys ofereix més rendiment que el deute a 2 anys, però no estem en un moment normal. La conjuntura ha variat perquè una inflació elevada ha requerit una normalització de la política monetària. La preocupació del mercat és que les presses de la Fed per normalitzar la política monetària vagin massa enllà i provoquin una desacceleració econòmica important, si no una recessió real. Per això el rendiment dels bons a 2 anys i a 10 anys s'ha invertit, i els primers n'ofereixen més que els segons.

Que els bons tornin a un rendiment significatiu són bones notícies per als inversors en renda fixa. També ho són per als inversors que busquen més equilibri en les seves carteres, però no són bones per al mercat de valors. Un tipus d'interès lliure de risc més elevat redueix el valor actual dels fluxos de caixa futurs, fet que provoca que

les accions (sobretot les d'alt creixement) valguin menys.

Aquest ha estat un factor clau en la contracció que l'S&P 500 ha sofert durant el 2022. A començament d'any, el PER de l'S&P 500 voltava el 21,2 i al final del tercer trimestre ja s'havia contret fins al 15,4. En l'àmbit de les inversions, valoracions més baixes de les accions creen millors oportunitats de rendibilitat a llarg termini. Actualment, el PER està per sota de 17, que és la mitjana dels bons a 10 anys. Encara que pogués ser un bon punt d'entrada en el mercat, hem de tenir en compte que les estimacions de beneficis futurs probablement continuen sent massa altes. Els analistes de Wall Street preveuen que el creixement dels beneficis sigui del 8% el 2023, un nivell de creixement que sembla especialment optimista quan molts economistes preduen que l'economia dels Estats Units experimentarà una recessió durant el 2023.

És probable la xifra de creixement dels beneficis baixi per al 2023, cosa que significa que el múltiple de mercat actual no és el valor real que sembla. Si així fos, apareixerien millors punts d'entrada quan les estimacions de beneficis es reduïssin encara més per reflectir l'entorn econòmic complex que es preveu. Aquest procés podria començar a desenvolupar-se durant la temporada de resultats del tercer trimestre.

Els analistes ja han preparat la destal de guerra per a les estimacions de beneficis del tercer trimestre, malgrat que la informació que proporcionin les empreses serà la clau per començar a reduir les previsions de beneficis per a l'any vinent. El 30 de juny, la taxa de creixement estimada de beneficis per al tercer trimestre era del 9,8%. Avui es troba en un insignificant 2,3%, és a dir que el llindar dels beneficis del tercer trimestre s'ha reduït considerablement. Tot i que les petites indicacions de les empreses que mouen el mercat poden resultar doloroses a curt termini, són part del procés per crear una configuració millor de la inversió a llarg termini.

Charles Castillo
Gestor sènior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

‘Game Changer’

Les regles del joc han canviat. Quan l'embargament europeu al petroli rus entri en vigor, la producció russa caurà per la dificultat que tinguin sortida tots els barrils i hi haurà més tibantor en el mercat.

És probable que les exportacions russes continuïn disminuint considerablement: els Estats Units, Corea del Sud i el Japó han reduït les importacions de petroli rus, d'un milió de barrils diaris a pràcticament cap en pocs mesos. Tanmateix, no és el cas de la Unió Europea, que continua important més de tres milions de barrils diaris. A aquestes altures, es dubta molt que l'Índia, Turquia i la Xina, que han incrementat les importacions de petroli rus una mica més d'un milió de barrils diaris, puguin o vulguin incrementar-les encara més. Per tant, un cop entri en vigor l'embargament d'importacions a la Unió Europea, les exportacions russes no tindran gaires alternatives.

D'altra banda, el preu del petroli ha caigut últimament a uns 85 dòlars des dels 120 de

fa tres mesos, entre altres coses pels temors d'una recessió econòmica mundial, l'augment dels tipus d'interès als Estats Units i la fortaleza del dòlar. El mercat sembla que es vol anticipar a una forta desacceleració de la demanda de petroli.

Així, no és estrany que l'OPEP+ hagi acordat retallar la producció en la seva última reunió. L'organització, que inclou l'Àrabia Saudita i Rússia, va sorprendre el mercat en proposar retallades de la producció de dos milions de barrils diaris, la més gran des de la pandèmia. Admeten que volen que el petroli cotitzi per sobre dels 90 dòlars.

És difícil justificar el fonament d'una decisió com aquesta, ja que el mercat del petroli pateix de qualsevol cosa menys de superàvit, però és clar que algun país petroler vol explotar el seu poder i augmentar la tensió als països consumidors de cru.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista d'inversions*

DIVISES

Un dòlar excepcionalment fort

Un dels pocs actius amb guanys des de començament d'any és el dòlar. El bitllet verd ha arribat a màxims de diverses dècades en comparació amb les monedes de la majoria dels països desenvolupats i també respecte de diverses monedes emergents. El dòlar nord-americà ha estat excepcionalment fort, i és difícil identificar què podria canviar a curt termini per fer-lo anar a la baixa.

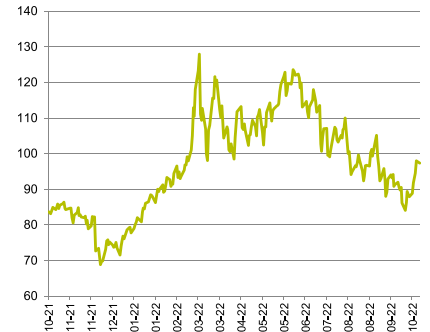
La Reserva Federal ha augmentat els tipus de manera més agressiva que d'altres bancs centrals i, malgrat que l'economia nord-americana es manté relativament resistent, té els mitjans per continuar augmentant-los, més i més ràpidament que altres bancs centrals, cosa que amplia l'avantatge dels tipus d'interès dels EUA. A més, és probable que l'euro es mantingui volàtil i sota pressió fins que no veiem converses d'alto el foc o signes que Europa ha aconseguit subministraments d'energia alternativa suficients. Alemanya ha anunciat plans per a una cinquena unitat de regasificació flotant que li permetrà importar més gas natural liquat d'arreu del món. Tanmateix, el retard en la disponibilitat de

més capacitats no permet evitar la pressió econòmica de la crisi energètica a curt termini.

Probablement, el dòlar només es començarà a debilitar quan es vegi més clarament el pic dels tipus d'interès nord-americans o si comencem a veure que la inflació baixa significativament, cosa que seria un indicador del primer. De fet, la Reserva Federal voldrà veure proves d'un refredament de la inflació i del mercat laboral abans de marcar un gir en la seva política monetària. Finalment, el dòlar es continuarà beneficiant del seu estatus de refugi si les tensions geopolítiques empitjoren, ja sigui per l'escalada de la guerra a Ucraïna o per la intensificació de les friccions entre els EUA i la Xina, o si seguim observant gran volatilitat als mercats. En aquests nivells, el dòlar sembla molt car però es podria mantenir fort durant un temps.

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

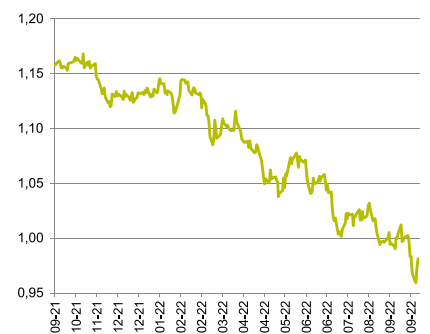
Petroli Brent



Font: Bloomberg

El petroli entre la manca d'oferta i la menor demanda.

Tipus de canvi euro dòlar

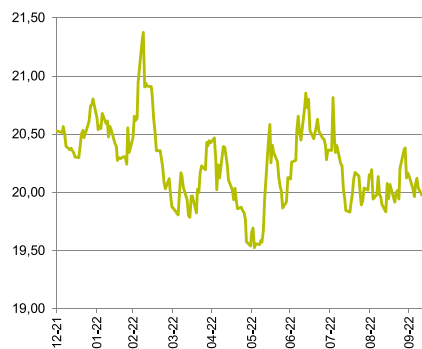


Font: Bloomberg

El dòlar ha pujat un 14% respecte de l'euro aquest any.

Llatinoamèrica

USD/MXN



Font: Bloomberg

El pes mexicà s'ha apreciat un 2% respecte del dòlar des de l'inici de l'any.

USD/BRL



Font: Bloomberg

El real brasiler s'ha apreciat un 7% respecte del dòlar des de l'inici de l'any.

Entre l'economia i la política

El Brasil i Mèxic, les principals economies de la regió, estan veient com les seves monedes mantenen el pols amb un dòlar fort i tipus d'interès reals positius.

El dòlar, en el nivell més alt dels últims vint anys, com sol ser habitual està passant factura als països emergents. En primer lloc, els que tenen un nivell elevat de deute en dòlars han vist com els costos de finançament els han augmentat notablement. En segon lloc, les nacions importadores netes d'energia i aliments en molts casos han de pagar en dòlars els seus subministraments enmig d'una crisi d'oferta global. Tot això ha provocat que aquests països hagin de fer ús massivament de les reserves en divisa estrangera, especialment en dòlars. Segons el Fons Monetari Internacional, no es veia un ritme de venda de reserves d'aquesta magnitud des del 2008.

El ritme de caiguda de reserves internacionals és el més alt des del 2008

Tot i això, les dues principals economies de Llatinoamèrica, el Brasil i Mèxic, estan escapant d'aquesta situació. El real brasiler s'ha apreciat prop d'un 7% enfront del dòlar des de començament d'any i el pes mexicà ho fa un 2% quan s'escriuen aquestes línies. Els motius són diversos.

En primer lloc, els dos països, juntament amb altres de la regió, van liderar globalment la pujada de tipus d'interès per fer front a la inflació. Els seus bancs centrals són experts a bregar amb pressions de preus i estan acostumats a conviure amb tipus alts. El resultat és que els dos països tenen en aquests moments tipus reals positius. Tots dos presenten una inflació del 8,7% anual en la seva última lectura, mentre que els tipus de referència respectius se situen en el 13,75% en el cas del Brasil, i en el 9,25% en el de Mèxic. Molt diferent de molts països emergents i no cal dir-ho d'alguns països desenvolupats, on els tipus reals es troben en terreny profundament negatiu. Tot i l'habitual inestabilitat política de la regió i l'auge del populisme, els bancs centrals de la zona han aconseguit mantenir certa independència i estabilitat. Al Perú, per exemple, el governador del banc central ha conservat el càrrec durant setze anys i ha sobreviscut a cinc presidents de diferents signes polítics.

Mèxic, que té una de les divises més líquides a escala global, rep enormes quantitats de dòlars en forma de remeses dels treballadors que viuen als Estats Units. Aquestes van créixer un 20% en els darrers dotze mesos. A més, és menys dependent en matèries primeres estrangeres que els seus veïns regionals.

El Brasil, per la seva banda, ha vist créixer quantiosament les exportacions agrícoles i energètiques, amb preus especialment elevats a causa de la guerra d'Ucraïna. Petrobras, l'empresa petrolera semiestatal, va obtenir beneficis rècord el darrer trimestre, va repartir 17.000 milions de dòlars en dividendes i va deixar a les arques de l'estat uns 6.200 milions. La companyia, gallina dels ous d'or del govern, seguirà amb tota probabilitat sent objecte de desig de control de qualsevol dels dos candidats que surti vencedor de la segona volta de les eleccions presidencials del proper 30 d'octubre. A la primera volta, l'expresident Lula da Silva es va imposar a l'actual mandatari, Jair Bolsonaro, encara que per menor marge del qual indicaven les enquestes.

Lula, que parteix amb l'avantatge que li atorguen 5 punts de diferència als resultats de la primera volta, va viure el *boom* de les matèries primeres durant el seu mandat, però els inversors són escèptics amb el seu programa econòmic, centrat en l'Estat com a motor de creixement. Bolsonaro, per la seva banda, ha liderat unes ambicioses reformes fiscals i de pensions, i és més partidari de privatitzacions i de lliure mercat, malgrat que no ha dubtat a fer ús del seu poder per influir en Petrobras i altres empreses estatals. El mercat està preparat per a qualsevol resultat, però seguirà de ben a prop l'evolució de les finances públiques brasileres per dilucidar si continua creient en el potencial carioca.

Juan Gestoso Ruiz
Analista d'inversions

Avís legal

Aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group.

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

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

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

Avís per a:

- **Inversors del Principat d'Andorra:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Crèdit Andorrà SA i/o Credi-invest SA, ambdues entitats autoritzades, regulades i supervisades per l'Autoritat Financera Andorrana (AFA).
- **Inversors d'Espanya:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Alcalá, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada pel Banco de España i per la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversors dels Estats Units:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Beta Capital Management LLC (IARD No. 154894), un assessor d'inversions registrat aprovat per operar a l'octubre de 2012, i autoritzat, regulat i supervisat per la US Securities and Exchange Commission (S.E.C.).
- **Inversors de Luxemburg:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banque de Patrimoines Privés, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **Inversors de Mèxic:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes SA de CV, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- **Inversors de Panamà:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia de Bancos i la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), i/o per Private Investment Management Advisors Panamá, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
