

# Informe trimestral

## La nostra visió dels mercats

### TINA

**Convé tenir carteres balancejades, ja que hi ha nombrosos fronts oberts que podrien injectar volatilitat en els mercats. Però no oblidin que hi ha poques alternatives a la renda variable.**

El calendari que fem actualment a gairebé tot el planeta el va instaurar el papa Gregori XIII a final del segle XVI per homogeneïtzar les diferents celebracions religioses. Fa tant de temps que fem creu i ratlla al gener, que acostumem a oblidar anys passats. El 2019 està sent magnífic però si Gregori XIII hagués començat els anys a l'octubre no hi hauria tant per celebrar, ja que el 2018 vam tenir un últim trimestre nefast.

Es pot repetir la història? Potser sí (però ho dubtem). Hi continuen presents molts ingredients. Trump no ha tancat la guerra comercial amb la Xina, el Brexit segueix inconclús i l'economia està molt pitjor que llavors. I s'han obert nous fronts. El polvorí de l'Orient Mitjà ho és encara més des que els Estats Units no en necessiten el petroli. No hi ajuda que Trump hagi rebotat l'acord nuclear amb l'Iran i que mentrestant Netanyahu prometi annexionar-se part de Jordània. A Àsia no s'aturen les protestes a Hong Kong i l'actitud de l'Índia envers la regió del Caixmir extrema les tensions amb el veí Pakistan.

Però hi ha un ingredient crític que ha desaparegut per complet. Els bancs centrals ja no estan disposats a *normalitzar* la política monetària. Fa un any, la Fed pujava els tipus mentre els mercats especulaven quan ho faria el BCE. Creiem que això, molt més que tot l'anterior, va ser el que va causar les caigudes borsàries. Ara estem justament a l'altre extrem. Fins i tot el BCE, sense gaire marge per a més, ha tornat a reduir tipus i ha reprès les compres d'actius. El percentatge de la renda fixa en terreny negatiu va de rècord en rècord. El millor actiu aquest any és un bo sobirà austríac a 100 anys. Que algú estigui disposat a acceptar un tipus d'interès

inferior a l'1% durant un segle diu molt de l'entorn enormement complicat en què es mouen els inversors més conservadors.

Obtenir rendiments acceptables és impensable sense assumir riscos fins a nivells que semblen poc raonables. I és aquí on la renda variable cobra força, en relatiu. Sempre que no hi hagi recessió; això és crític, i, malgrat que a Europa la desaceleració comença a ser una mica preocupant, continuem pensant que no serà el cas. Atès que el valor teòric d'una acció avui dia és el valor present de tots els seus fluxos futurs l'entorn actual de tipus baixíssims hauria de suposar l'expansió dels múltiples a què cotitza la renda variable. Fins i tot amb una lleugera contracció de beneficis, les borses haurien de pujar. Ens podem equivocar. Pensin en l'escenari contrari. Imaginin una pujada de tipus. La renda variable també ho faria molt millor que la renda fixa –diversos sectors, com el financer, resen cada dia perquè això passi–. Només en una recessió greu estariem encara millor en renda fixa i ens faria reconsiderar el nostre posicionament.

Creiem que les carteres han d'estar balancejades, amb liquiditat suficient per aprofitar oportunitats millors, si algun dels riscos abans esmentats es materialitza (això no està al nostre escenari base, per motius que no caben en aquest text). Però encara que sigui molt temptador recollir guanys, convé fer-ho amb moderació: pensem que la renda variable té poca i mala alternativa. Entre els inversors hi ha un acrònim cada vegada més emprat: TINA (*there is no alternative*). Potser és una mica exagerat (ningú no ha d'assumir més risc que el que concorda amb el seu perfil d'inversió). Però no gaire.




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 (2019 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

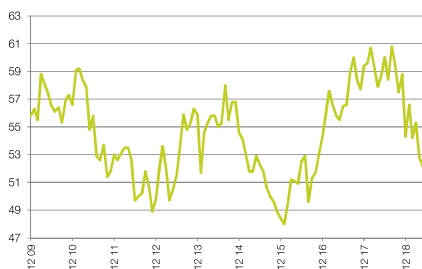
- Petroli 
- Or 

#### Divises

- EUR/USD 
- JPY/USD 

# Situació macroeconòmica

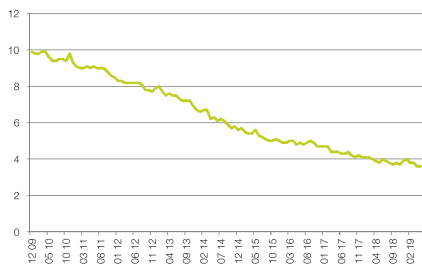
## ISM manufacturer



Font: Bloomberg

El sector manufacturer dels Estats Units es continua desaccelerant i l'indicador ISM manufacturer cau a 49 des d'un pic de 61.

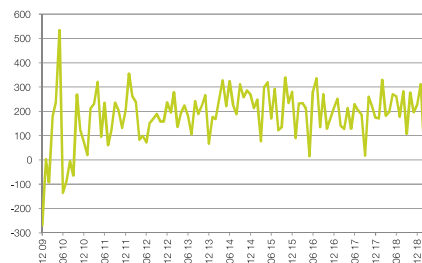
## Taxa d'atur americana



Font: Bloomberg

La taxa d'atur dels Estats Units es manté a prop de mínims cíclics.

## Creació de llocs de treball als EUA



Font: Bloomberg

La incorporació de nòmines ha disminuït d'una mitjana de 200.000 a una de 150.000 al llarg dels últims sis mesos.

## La guerra comercial afecta el creixement

**El creixement global es manté en equilibri fràgil. La guerra comercial continua sent el risc principal i els bancs centrals s'estan quedant sense opcions per contrarestar-ne l'impacte. Però a mesura que ens acostem a les eleccions presidencials dels EUA creix la pressió per a la treva, tot i que les perspectives d'entesa semblen encara llunyanes.**

El sector manufacturer es continua desaccelerant als Estats Units i l'indicador manufacturer ISM cau des d'un màxim de 61 de l'agost del 2018 a un mínim de 49, cosa que indica contracció. És el nivell més baix des del gener del 2016, quan va arribar a un mínim després de les crisis del dòlar i el petroli i els temors del mercat respecte de la Xina. No obstant això, les dades del mercat immobiliari encara són sòlides i les vendes minoristes i altres indicadors de despesa del consumidor continuen sorprenent a l'alça, cosa que subratlla la fortalesa de l'economia domèstica. A més, si bé el creixement de l'ocupació s'ha desaccelerat i la incorporació de nòmines ha baixat d'una mitjana de 200.000 a una de 150.000 aquests últims sis mesos, la taxa d'atur del 3,7% encara es troba a prop del mínim cíclic del 3,6%.

## L'economia global continua dependent força dels tuits de Trump i de les mesures de la Fed

A la zona euro el patró és molt similar, ja que el PIB s'ha desaccelerat i l'economia es divideix entre una demanda externa dèbil (que afecta sobretot el sector manufacturer) i una demanda interna sòlida. Els riscos, però, continuen sent més grans a la zona euro que als EUA, ja que el Brexit, les tensions renovades pel que fa al pressupost italià i la possible aplicació d'aranzels dels EUA als automòbils produïts a la UE podrien fer empitjorar les perspectives econòmiques.

Així, doncs, com creiem que es desenvoluparà la situació en el futur a mesura que s'acosten les eleccions presidencials dels EUA? D'una banda, Trump continuarà lluitant contra un comerç injust, ja que té el suport d'ambdós partits. Alhora, això evitarà probablement que arribi a un acord a curt termini si per fer-ho ha de donar avantatge a la Xina. D'altra banda, Trump també ha d'estar molt atent a la repercussió de les seves accions sobre el creixement econòmic. Tal com deia Deutsche Bank en un dels seus informes, en general tothom està d'acord que l'economia és un dels factors clau (per no dir el més

important) que determinen el resultat de les eleccions presidencials. A més, la percepció dels votants sobre la direcció de l'economia és més important que el seu estat real. Això explica les contínues crítiques de Trump a la política monetària de la Reserva Federal i és la raó per la qual pressiona el banc central perquè abaixi encara més els tipus d'interès. Això, però, també podria ser contraproduent, ja que la Fed actuarà perquè no quedi en dubte la seva independència. El comportament del mercat de valors també ha estat un factor important per determinar la intensitat de les hostilitats entre els Estats Units i la Xina. Quan el mercat s'apropa a màxims, un tuit de Trump sobre el comerç provoca una correcció dels mercats. Seguidament, arriben els comentaris de l'administració per reduir les tensions. I llavors, a mesura que els mercats es van recuperant, sant tornem-hi! Aquest joc s'haurà d'acabar en algun moment, atès que, amb el pas del temps, la incertesa del resultat final afectarà la despesa corporativa i aviat els consumidors notaran les conseqüències dels aranzels en forma de preus més alts.

Per tant, l'economia global continua dependent en gran manera dels tuits de Trump i de les mesures de la Fed que se'n deriven. La probabilitat d'un acord en la guerra comercial entre els EUA i la Xina sembla encara molt llunyana, perquè les dues parts són reticents a cedir terreny en els seus objectius. No obstant això, a mesura que ens apropem al dia de les eleccions, Trump haurà d'acabar capitulant en la seva política comercial per contrarestar la desacceleració. Així, doncs, el resultat més probable i beneficiós per a l'economia continua sent un alto el foc prolongat.

Jadwiga Kitovitz, CFA  
Directora Gestió Multiactiu  
i Clients Institucionals

# Renda fixa

## Aplicació pràctica de com més malament, millor

**El comportament de la renda fixa durant l'any, que ha pivotat principalment entre l'alentiment de l'economia mundial i el soroll al voltant de la guerra comercial i el Brexit (això ha estat el pitjor), ha fet que els bancs centrals tornin a assumir una postura de suport (el millor per a l'evolució dels actius).**

Des de començament d'any assistim a un fort repunt en els mercats mundials de renda fixa. El gir acomodatiu de la política monetària dels bancs centrals a escala global, especialment la Fed –encara que a Trump, tenint en compte els seus tuits dirigits a Jerome Powell, no li semblava suficient– i el BCE amb Draghi, que en la seva última reunió va reduir 10 punts bàsics el tipus dipòsit i va presentar un nou QE sense termini amb 20 bn/mes, hi han contribuït de manera decisiva.

## Fort repunt de la renda fixa, amb valoracions que poden ser excessives i exigir una gran selectivitat en les inversions

S'ha produït un *rally* dels bons del govern. Aquests actius han actuat com a valor refugi davant la guerra comercial entre els EUA i la Xina i pel Brexit, que ha elevat el risc d'alentiment econòmic. El suport posterior dels bancs centrals ha contribuït a alimentar aquest fort repunt. Aquest escenari ha portat els tipus de govern a mínims històrics; el Bund alemany a 30 anys ha arribat a presentar una rendibilitat negativa a l'agost i el Treasury amb venciment a 10 anys és a prop dels mínims del 2012 i el 2016.

En un dels seus famosos tuits (n'ha escrit més de deu mil des del començament de la seva presidència) Trump escrivia fa poc que Powell hauria d'abaixar els tipus al zero i aprofitar per refinançar el deute. Fent política monetària ficció, si els EUA poguessin refinançar el total del seu deute al 0%, podrien rebaixar el seu endeutament un 20%. Alemanya, considerant la vida mitjana del seu deute, que és de 9 anys, i aplicant el tipus actual a aquest termini (-0,63%), aconseguiria reduir el seu endeutament un 23,1%. Aquest és un exemple que els bons del govern apareixen amb valoracions extremes.

Els baixos rendiments dels bons governamentals fan que el deute corporatiu sembli més atractiu. Fins al setembre, tots els sectors presenten un estrenyiment dels

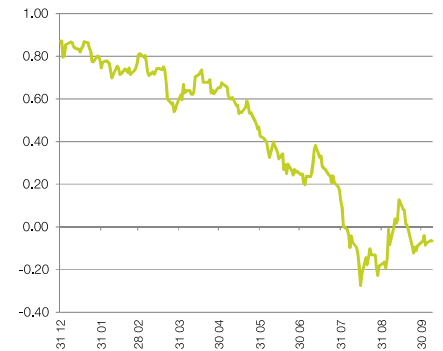
seus diferencials de crèdit. Els sectors més cíclics i correlacionats amb el comerç internacional han caigut amb més força davant de sectors com el financer o més defensius, com *utilities* o telecom. La cerca de *yield* ha fet que s'incrementin els fluxos cap a aquesta tipologia d'actius. A més, els inversors estan ampliant durada i reduint la seva qualitat creditícia en la seva selecció dels bons. Per exemple, en les últimes emissions de bons *investment grade*, més de la meitat ja s'emeten a 10 anys o més i en *high yield* s'arriba als 8 anys. Els emissors estan encantats d'emetre a un venciment més llarg, ja que es poden finançar a tipus més baixos.

Els mercats emergents tendeixen a beneficiar-se d'una liquiditat més alta, de tipus baixos als EUA i d'un dòlar feble. A més, alguns països tenen marge per retallar els tipus d'interès. En aquest entorn, els bons sobirans de mercats emergents han semblat més atractius per als inversors. El risc principal és que continuï l'escalada de tensió en la guerra comercial entre els EUA i la Xina, ja que podria tenir un efecte negatiu en aquests mercats.

El risc d'incertesa continua sent elevat, atès que l'escenari futur seguirà depenent dels mateixos factors: 1) l'evolució de les negociacions comercials, amb l'octubre com a mes clau. El 31 és la data prevista per a la sortida del Regne Unit de la UE i està previst que es reobrin les converses entre els EUA i la Xina; 2) l'actuació dels bancs centrals, amb la Fed a priori amb més munició per ajudar a frenar la desacceleració, o almenys amb més marge que el BCE. Potser per això pensem que a la zona euro sentirem a parlar de política fiscal expansiva a Alemanya a partir del 2020. En qualsevol cas, si continua la política d'*easing*, les valoracions dels mercats de renda fixa poden resultar excessives i exigiran, per tant, una gran selectivitat a l'hora de decidir la inversió.

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

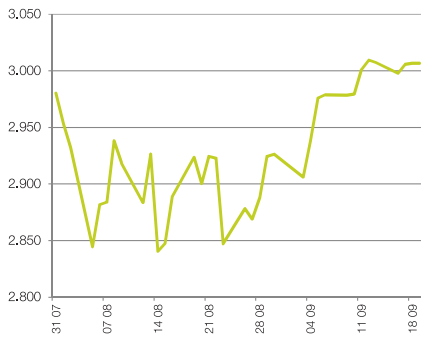
## ● Evolució rendibilitat bund 30 anys



El bo alemany a 30 anys ha arribat a presentar una rendibilitat negativa.

# Renda variable

## ● S&P 500



Font: Bloomberg

Després d'un agost molt volàtil, al setembre l'S&P 500 es va recuperar.

## ● Rendiment del Tresor dels Estats Units a 10 anys



Font: Bloomberg

El rendiment del Tresor a 10 anys es va recuperar al setembre, després de la caiguda de l'agost.

## El Dow Jones en la guerra comercial

**L'escalada en la guerra comercial entre els EUA i la Xina ens va dur un agost que molts inversors voldrien oblidar. De fet, va ser tan dolent que fins i tot el president Trump se'n va adonar i va prendre mesures per estimular el mercat.**

L'agost va ser un mes molt volàtil en el mercat de valors nord-americà, afectat contínuament per les notícies sobre la guerra comercial i per les piulades del president. L'S&P 500 va caure tres dies més d'un 2,5% i onze dies més es va moure (amunt o avall) més d'un 1%. Per sort, aquesta gran volatilitat es va acabar, el mercat va començar a recuperar-se i a mitjan setembre l'S&P 500 arribava a poc menys d'un 1% del màxim històric.

Sorprenentment, aquest repunt va comportar un increment dels tipus d'interès que va fer que el rendiment del bo del Tresor dels EUA a deu anys passés d'un 1,42% a ser breument superior a l'1,90%. La recuperació de les accions pot semblar contradictòria, ja que en general pugen quan els tipus baixen; però en aquest cas la tendència alcista és deguda al renovat optimisme sobre un final proper de la guerra comercial. Això implicaria bones perspectives per a l'economia i va fer que poguessin tant la renda variable com els tipus.

**“Volen arribar a un acord, i això és genial”, ha dit Trump en referència als xinesos**

Ja hem parlat en altres ocasions de la Reserva Federal i el seu efecte sobre el mercat. Aquest últim trimestre, el *Trump put* ha eclipsat la *Fed put*. Cal recordar que ambdós valors fan referència a la creença que si el mercat cau, la Fed o l'administració Trump (en cas de *Trump put*) prendrien mesures per impulsar la renda variable.

La volatilitat de l'agost va ser deguda a una escalada de la guerra comercial i va arribar al màxim amb les piulades de Trump, que anunciava nous aranzels als productes xinesos i demanava a les companyies dels EUA que busquessin alternatives a la Xina. La situació era crítica i l'índex Dow Jones va perdre quasi 2.000 punts en un parell de setmanes. Pot ser que Trump no faci gaire cas als seus assessors i que ignori del tot el Congrés, però sí que presta atenció al Dow Jones. De fet, pot ser és l'únic control significatiu de les polítiques comercials del president nord-americà.

Com a conseqüència, la caiguda de l'agost va fer patir més el mercat que el que el president Trump estava disposat a assumir. Ràpidament va canviar d'estratègia i va declarar que la Xina havia demanat als seus representats comercials als EUA que expressessin el desig de reprendre les negociacions. No li va importar que el ministre d'Afers Exteriors xinès desmentís aquesta trucada: la maniobra de Trump havia fet efecte. Els inversors ho van rebre amb alegria i van deduir amb la trucada (fos certa o no) que el fi de la guerra comercial era possible.

Trump va anar més enllà i va endarrerir un increment programat dels aranzels, a més de dir que es plantejaria alguna mena d'acord provisional amb la Xina. El resultat va ser una reacció positiva dels mercats de renda variable, ja que els experts calculaven que les dues parts podrien arribar fàcilment a un acord provisional que deixés de banda els temes més espinosos, com ara la protecció de la propietat intel·lectual. Als inversors els encantaria qualsevol acord comercial que aturés més pujades d'aranzels, i tan sols esperen el dia en què puguin oblidar aquest afer i deixar de preocupar-se per cada nou titular o nova piulada. La pregunta és si Trump es podrà contenir.

En ser preguntat per aquests canvis tan bruscos en la seva postura comercial, Trump va respondre: “Ho sento, és la meua manera de negociar”.

Charles Castillo  
Gestor sènior

# Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

## Traient petroli dels atacs al petroli

Els últims atacs amb drons que s'han produït a l'Àrabia Saudita han provocat la pujada diària més forta del preu del petroli dels darrers trenta anys (augment del 14%), però és difícil que representin una oportunitat a l'alça a mitjà termini, sinó més aviat el contrari.

Per quantificar-ho una mica, els atacs a les refineries de Khurais i Abqaiq han retallat la capacitat de producció de l'Àrabia Saudita en gairebé sis milions de barrils diaris i n'han reduït la producció a la meitat. Per posar-ho en context, quan l'OPEP organitza les seves reunions i se sent, amb moltíssima repercussió, que ha acordat retallar la producció, solen ser acords de retallades d'entre un i dos milions de barrils diaris, o sigui que aquest atac és, en principi, greu.

L'Àrabia Saudita és la principal productora mundial de cru, per la qual cosa aquest *contratemp* a priori hauria de fer saltar les alarmes. Tanmateix, l'Àrabia Saudita té existències per cobrir la producció retallada uns 33 dies, per la qual cosa l'impacte a curt termini hauria de ser limitat fins que se

sàpiga amb certesa quant s'allarguen les reparacions.

D'altra banda, tant l'Àrabia Saudita com els seus socis no operen al 100% de la capacitat a causa dels acords de retallada de producció vigents avui dia. És a dir, que potencialment, un cop resolt els problemes, podrien produir molt més del que ho feien i així equilibrar la manca de producció d'aquests dies. És per això que, considerant només aquest fet, més que una oportunitat a l'alça, la pujada d'un únic dia en el preu del petroli podria ser una oportunitat a la baixa.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista d'inversions*

DIVISES

## Forces oposades mantenen l'euro en un rang

Teníem una opinió positiva sobre l'euro, però el curs dels esdeveniments ens ha portat a creure ara que la moneda es negociarà sense canvis durant els mesos vinents. Diversos factors hi han jugat en contra al llarg del primer semestre de l'any. En primer lloc, unes dades macro decebedores a la zona euro continuaven indicant una desacceleració a la regió. I en segon lloc, l'increment de les incerteses polítiques, incloses la imminent sortida del Regne Unit i la disputa sobre el pressupost italià, també va influir en el debilitament de la moneda.

Les forces que actuen sobre les divises són diverses i l'efecte de cadascuna pot variar segons el moment. Els factors principals són actualment els diferencials de tipus d'interès, les taxes de creixement i els riscos polítics. Quan la Fed va canviar de rumb inesperadament a començament d'any amb l'adopció d'una postura més moderada i la posterior reducció dels tipus d'interès oficials dues vegades, era previsible que el dòlar es debilités. Aquestes mesures, però, també van exercir més pressió sobre el BCE perquè aplicés més mesures d'estímul, que van pesar sobre l'euro. A més, la situació econòmica

a la zona euro és probablement més fràgil que als Estats Units, a causa del pes més gran del sector manufacturer, que es troba en contracció a escala mundial. Els riscos també semblen més grans des del punt de vista polític, amb el venciment del termini del Brexit del 31 d'octubre i el risc que els EUA imposin aranzels a la producció d'automòbils a la UE. Finalment, amb els tipus d'interès oficials ja en territori negatiu, el BCE té molta menys munició que els EUA per poder estimular l'economia. En resum, tot i que encara creiem que el dòlar és car, ara som neutrals pel que fa al tipus de canvi i esperem que a curt termini es mantingui dins del rang.

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

## Preu del petroli



Font: Bloomberg

Pujada diària més forta del petroli dels últims 30 anys.

## Tipus de canvi EUR/USD

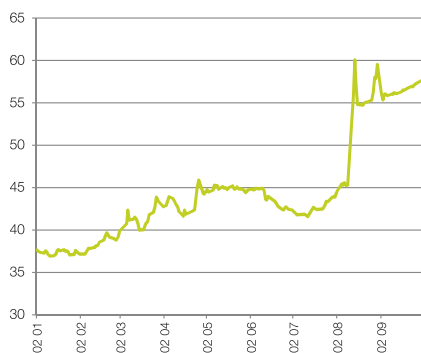


Font: Bloomberg

Des de començament d'any l'euro ha perdut més del 4% davant el dòlar a causa de diversos factors que han jugat contra la moneda.

# Llatinoamèrica

## Tipus de canvi USD/ARS



El pes argentí es va desplomar després dels esdeveniments polítics i només ha trobat suport amb la imposició del control canviari per part del Govern.

## Reserves internacionals en USD (milers de milions)



En menys de sis mesos, les reserves en moneda estrangera del Banc Nacional de la República Argentina es van reduir en 28.500 milions d'USD, un 37% per sota dels màxims.

## L'Argentina i l'ombra d'una nova fallida

**L'Argentina s'enfronta a una nova crisi financera i canviària, desencadenada després de les eleccions primàries de l'agost passat, que deixa el país en una situació summament delicada i amb poc marge de maniobra.**

El 13 d'agost passat van tenir lloc les eleccions primàries a l'Argentina (PASO), que van donar una victòria incontestable al partit de l'oposició, liderat per Alberto Fernández i amb Cristina Fernández de Kirchner com a candidata a vicepresidenta, davant el partit oficialista de Mauricio Macri per més de 15 punts de diferència (47% sobre 32%). Per bé que encara cal esperar els comicis generals del 27 d'octubre, *els Fernández* ho tenen tot a favor per ocupar la Casa Rosada durant els anys vinents.

La reacció dels mercats va ser contundent: el peso argentí va caure un 25% i va superar el nivell de 60 pesos per dòlar, l'índex Merval es va contreure un 38% en només un dia i el mercat de renda fixa va seguir els mateixos passos, amb l'enfonsament de les emissions governamentals i corporatives. I és que, a l'Argentina, l'ombra de la fallida és allargada. Des de pràcticament la seva constitució com a nació, la història del país austral ha anat acompanyada de diversos episodis d'impagaments del deute.

La depreciació del peso i la fugida dels inversors van provocar una situació de fort estrès que va obligar el govern a fer un "reperfilament del deute", que no era res més que allargar els venciments de certs bons. L'agència S&P hi va respondre degradant la qualificació fins a "impagament selectiu", que després pujaria fins a CCC- i C per a les emissions a llarg i curt termini, respectivament, un cop constatada l'aplicació immediata de la mesura.

Les accions del govern per sostenir la crisi no es van quedar aquí. Després de diverses mesures directes d'ajuda, com l'exempció de l'IVA a certs productes bàsics, l'emissió de xecs d'efectiu als contribuents o la pujada del salari mínim, el president Macri va haver de rendir-se i aplicar una de les mesures que més havia criticat al peronisme: el control canviari. El decret restringia la llibertat d'empreses i bancs per comprar dòlars, obligava les exportadores a liquidar al país els seus ingressos en moneda estrangera i limitava la compra mensual de divises a 10.000 dòlars per als particulars. Tot això va tenir un impacte negatiu sobre les borses de valors, però almenys va aconseguir l'objectiu principal, que era frenar l'enfonsament del

peso (com a mínim en el mercat oficial). En aquest cas, la necessitat va poder més que els principis.

**Per frenar la caiguda del peso, Macri no va tenir cap més remei que aplicar el control canviari que tant havia criticat**

D'altra banda, el mercat ha estat molt atent als moviments d'Alberto Fernández, el presumible nou president. El seu to inicial va ser agressiu. Després d'una reunió amb representants del Fons Monetari Internacional, principal creditor de l'Argentina, el polític va culpar directament tant el govern com l'FMI mateix de la crisi actual, i va afegir-hi que bona part del finançament de l'organisme s'havia dedicat a finançar sortides de capital cap a l'estranger. Els últims dies el to s'ha suavitzat, i fins i tot ha arribat a acords amb el govern, com el recent d'emergència alimentària.

La inflació s'ha tornat a disparar. A l'agost els preus van pujar més d'un 4% i van arribar al 54,5% interanual. El ministre d'Hisenda, Hernán Lacunza, va presentar els pressupostos de 2020, en què preveu, entre altres coses, una reducció de la inflació fins al 34%, un augment en les exportacions del 7% i un creixement de l'1%. L'FMI, que ha reiterat la seva disposició a donar suport a l'Argentina, també ha qualificat de "fosques" les expectatives sobre el país llatinoamericà.

El programa de Fernández inclou polítiques d'augment de la despesa pública que agradaran —o disgustaran menys— a molts argentins, però no tant als inversors. Tot això, juntament amb el que s'ha exposat, ens fa pensar que l'Argentina s'enfrontarà a més situacions no d'insolvència total, però sí de manca d'efectiu puntuals a curt termini.

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 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'Autoritat Financera Andorrana (AFA).
- **Inversors d'Espanya:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Alcalá, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada pel Banco de España i per la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversors dels Estats Units:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Beta Capital Management LLC (IARD No. 154894), un assessor d'inversions registrat aprovat per operar a l'octubre de 2012, i autoritzat, regulat i supervisat per la US Securities and Exchange Commission (S.E.C.).
- **Inversors de Luxemburg:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banque de Patrimoines Privés, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **Inversors de Suïssa:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Private Investment Management, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per l'Association Suisse des Gérants de Fortune. Aquest document no és producte de cap "Financial Research Unit" i no està subjecte a les "Directives on the Independence of Financial Research" de l'Associació de Bancs Suïssos. Aquest document no ha estat preparat d'acord amb els requisits legals i regulatoris per promoure la independència del research i no està subjecte a cap prohibició en referència a la seva difusió. Per tant, les restriccions regulatòries sobre Crèdit Andorrà Financial Group en relació amb qualsevol instrument financer mencionat en qualsevol moment abans de la seva distribució no seran d'aplicació.
- **Inversors de Mèxic:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes SA de CV, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- **Inversors de Panamà:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia de Bancos i la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), i/o per Private Investment Management Advisors Panamá, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).



**Research**

Crèdit Andorrà Financial Group



# Research

Crédit Andorrà Financial Group

---