

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

Quan llueix el sol

Ser prudent quan tot puja sense descans no és agradable, però creiem que és una bona recepta en temps d'eufòria. Perdre fa més mal que deixar de guanyar.

Els beneficis empresarials han sorprès tothom i han superat els més optimistes. Aquest és, potser, el punt que aporta més solidesa a una pujada que, sobretot en mig d'una pandèmia, no està sent tan fràgil com es pensava. Les caigudes borsàries, quan es produeixen, duren hores. La liquiditat injectada per part dels bancs centrals, la recuperació econòmica i la falta d'alternatives per als inversors conservadors han portat a fluxos d'entrada majúsculs a la renda variable, que acumulen rendiments a doble dígit.

Això no obstant, hi ha massa núvols per a tants inversors en banyador. Pot ser que el núvol més fosc sigui el repunt de la inflació, que els bancs centrals prometen com a temporal. No hi ha semiconductors per a tothom (es calcula que s'han perdut 210.000 milions en vendes perquè no s'ha pogut satisfer la demanda de tauletes, consoles o cotxes, entre d'altres coses). Els vaixells fan cua per poder descarregar o carregar la mercaderia a ports que no donen l'abast. Els trens són incapaçs de portar a temps tot allò que se'ls demana. A més, la falta de camioners dificulta molt el transport terrestre. Anglaterra és el principal exponent de tot això, amb supermercats desproveïts o l'exèrcit que reparteix gasolina perquè proveir-se de carburant s'ha convertit en una tasca àrdua per als ciutadans.

Mentrestant, les matèries primeres són un caos. D'una banda, per l'impuls de les polítiques ambientals, cosa que celebrem, i de l'altra per una miriada de factors, tots a la vegada. El preu del gas natural s'ha disparat i ha arrossegat el de l'electricitat, la qual cosa fins i tot ha provocat greus interrupcions de subministrament a la Xina. El carbó o el petroli han seguit el camí del gas. El fet que no plugui aquí, no bufi el vent allà, no arribi el

transport o s'incendiï una fàbrica en un altre lloc afecta moltes més matèries primeres.

A més, hi ha molta escassetat de mà d'obra. Si comencen a pujar els salaris, ja veurem si els bancs centrals aguanten el pols a la inflació, que es troba a nivells mai vists en dècades en molts indrets. Noruega i Nova Zelanda han estat els primers països a cedir. Anglaterra no tardarà. L'excés de liquiditat era un dels puntals dels mercats. A més, les valoracions no deixen marge per a sorpreses.

Ésser prudent no ha estat un bon negoci aquest any. No acostuma a ser-ho, en temps d'eufòria. Això no obstant, l'eufòria acostuma a ser una mala companya de viatge d'una bona inversió. Amb la perspectiva suficient, els preus mai no són els millors quan als compradors els sobren diners. Nedeu i deuseu la roba. Invertiu quirúrgicament, amb molt de compte, molt selectivament, sempre hi ha oportunitats.

Tenir els comptes corrents plens tampoc no és el millor negoci, menys encara si s'accelera la inflació. No creieu els endevins que pronostiquen el judici final. Tampoc aquelles persones que prometen un cel clar per sempre més. De vegades, plou.

De la mateixa manera que al bell mig d'una tempesta sabem que tard o d'hora tornarà a lluir el sol, el contrari també és cert. Fa massa temps que no cau una gota. Paga la pena portar paraigua, per si de cas.

David Macià, CFA
 Director d'Inversions CAAM

ÍNDEX

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

Estratègia

Assignació d'actius (2021 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

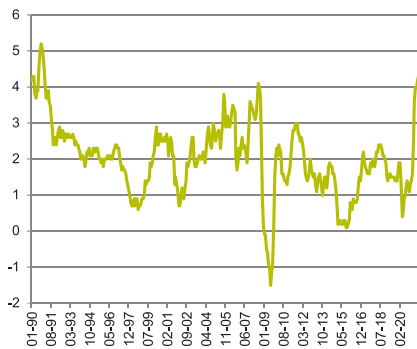
Petroli	▶
Or	▲

Divises

EUR/USD	▶
JPY/USD	▲

Situació macroeconòmica

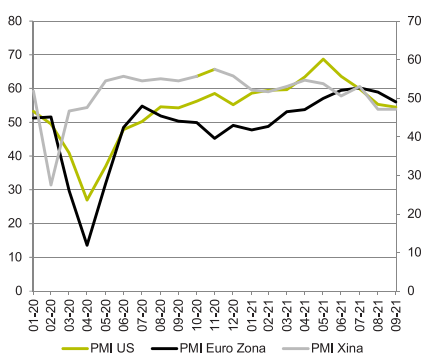
Indicador de preus de les despeses de consum personal als EUA



Font: Bloomberg

L'indicador de preus de les despeses de consum personal, que la Fed utilitza per al seu objectiu d'inflació, va augmentar un 4,3% respecte de l'any anterior, l'increment anual més gran des de 1991.

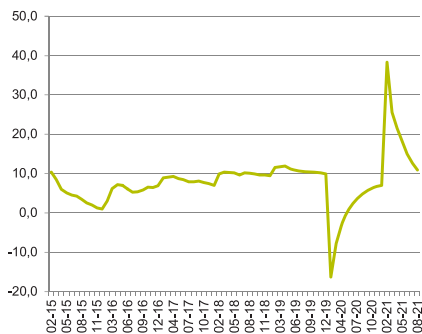
PMI (Purchasing Managers Index)



Font: Bloomberg

Els PMI dels principals països desenvolupats i emergents van caure al setembre, la qual cosa indica una desacceleració de l'activitat econòmica.

Inversió completada en el sector immobiliari a la Xina



Font: Bloomberg

La inversió en el sector immobiliari a la Xina seguia caient a l'agost.

El creixement mundial ha tocat sostre?

Diversos indicadors mostren que el creixement econòmic mundial probablement va assolir el pic a l'estiu. Amb la variant delta sota control, els països aixequen les restriccions encara vigents i reobren completament les seves economies, per així permetre que la demanda es recuperi. Altres núvols nous a l'horitzó, però, podrien obstaculitzar aquest creixement.

Els PMI del setembre van caure i no van estar a l'altura de les expectatives per a les economies desenvolupades i emergents, la qual cosa indica que podríem haver arribat al pic d'activitat. L'economia xinesa ja s'estava desaccelerant a causa de la petita onada de casos de covid durant l'estiu, que va donar lloc a restriccions de mobilitat generalitzades –tot i que temporals.

Pekín també està constantment en els titulars pel seu afany per orquestrar un creixement més sostenible, abordar la desigualtat social i controlar els riscos financers i socials. Aquest nou plantejament normatiu ha tingut impacte, especialment en el sector immobiliari, un motor clau del creixement de l'economia xinesa. La construcció s'ha alentit, en part com a resultat de polítiques que busquen limitar el palanquejament entre els promotors, frenar les compres especulatives d'habitatge i contenir la inflació dels preus de la propietat. Veurem si el Banc Popular de la Xina adopta més mesures de relaxació, però, en qualsevol cas, una economia xinesa desaccelerant-se no és una bona notícia per a la resta de món.

La inflació està assolint nous màxims, però els bancs centrals i la majoria dels inversors encara creuen que es tracta d'una situació transitòria. No obstant això, admeten que probablement continuarà sent elevada durant molt de temps i en segueixen atentament l'evolució. De fet, en els últims mesos hem vist més exemples d'interrupcions en la cadena de subministrament i la pujada recent de l'electricitat, el gas natural i el carbó han augmentat la pressió. Sense oblidar el cru, que segueix pujant després del seu gran ascens en el primer semestre de l'any.

L'augment pronunciat dels preus de l'energia s'ha vist impulsat per una combinació de factors: una demanda més elevada a mesura que es reobren les economies, un impuls cap a la reducció de les emissions de carboni, menys vent a Europa i una sequera al Brasil, juntament amb el tancament de les aixetes de gas per Rússia. Cal tenir en compte que això succeeix abans que l'hemisferi nord entri a l'hivern, amb demanda màxima. A mesura que el món transita cap a una energia més neta, es torna més dependent del clima, i això

probablement suggereix uns costos d'energia més volàtils i més alts en el futur. Veurem quin impacte té en la demanda la multiplicació per dos o per tres de la factura de consum de combustible durant els propers mesos.

Els bancs centrals hauran de trobar l'equilibri entre la inflació sota control i no ofegar la recuperació

Encara no s'han presentat els pressupostos públics per al 2022, però hem d'esperar alguna forma de consolidació fiscal l'any vinent, a mesura que els països vagin retirant les mesures de suport pandèmic i tractin de controlar els seus deutes creixents. Creiem que els estats han après la lliçó i que no hauríem de veure una repetició de la recessió en l'eurozona del període 2011-2012 causada per un excés d'austeritat fiscal, però això no contradïu el fet que l'estímul fiscal es resti del creixement de la demanda agregada per al proper any. A més, els principals bancs centrals ja han anunciat la intenció de començar a reduir les compres d'actius a finals d'aquest any o durant el proper. Tot i que això no significa que ja no injectaran liquiditat en el sistema, sí que vol dir que ho faran a un ritme més lent.

Cal esperar que governs i autoritats monetàries puguin gestionar la futura retirada d'estímul pel benestar de totes les parts. Els bancs centrals hauran de fer un gran esforç per mirar de trobar un equilibri entre mantenir la inflació sota control i no ofegar la recuperació econòmica.

Per tant, seguim esperant un creixement sòlid a mesura que els consumidors recuperin la normalitat, però creiem que ens trobem en l'última part del cicle.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestió Multiactiu
i Clients Institucionals

Renda fixa

La retirada gradual dels bancs centrals

Iniciem una nova situació en el mercat, en la qual un dels principals 'drivers' que li han donat suport, l'acció coordinada dels principals bancs centrals implementant una política monetària ultraexpansiva, s'anirà reduint de forma gradual.

Una de les paraules que més està influenciant en els mercats és *tapering*. De què es tracta? És la retirada progressiva dels estímuls econòmics plantejats pels principals bancs centrals per donar resposta en moments de crisi, com la crisi financera de 2008, o la més recent de la pandèmia de la covid-19 el 2020. Però això no vol dir que deixin de comprar actius en els seus programes ideats per a aquesta finalitat, sinó que ho faran a un ritme més baix i el seu balanç seguirà creixent, però a una velocitat menor que dependrà de l'evolució de la inflació i de la confirmació que l'economia es recupera.

Alguns exemples recents de com els principals bancs centrals s'estan movent cap a aquest *tapering* que comentàvem els tenim en la Reserva Federal, que, a la seva última reunió, va reconèixer que l'economia estava progressant cap als objectius d'inflació i plena ocupació. Va apuntar cap a un inici del *tapering* gradual el mes de novembre, que s'allargaria durant poc més d'un any. També s'espera que pugin els seus tipus de referència en algun moment de l'any 2022.

Més preferència pel crèdit vs. durada, per l'alfa vs. la beta i per decisions d'inversió basades en criteris ASG

De la seva banda, el Banc d'Anglaterra va restar importància als repunts d'inflació i va atribuir als problemes de subministrament globals les sorpreses negatives en les últimes dades de creixement. Recentment hem conegut que el Banc de Noruega ha pujat el seu tipus de dipòsit fins al 0,25%, el primer increment d'un banc central del G10 des de l'inici de la pandèmia.

Les claus de la rapidesa en què apliquin el *tapering* les trobem en l'evolució dels tipus reals, que segueixen en terreny clarament negatiu, i la inflació, que, amb l'augment del preu de l'energia, suposa un nou rept. Els inversors semblen compartir la visió dels bancs centrals i els analistes, segons la qual les pressions de preus seran transitòries i, si no s'apugen els salaris, com a

efecte de segona ronda, la inflació hauria d'anar remetent.

Com afectarà els mercats de renda fixa aquesta nova situació? Cal dir que els bancs centrals fa temps que preparen el mercat amb els seus missatges i que la gradualitat farà que l'impacte sigui menor. Pel que fa als tipus, el més probable és que repuntin cap als nivells en què se situaven abans de la pandèmia. No ens semblaria estrany veure el Treasury amb venciment a 10 anys cap al 2% o el Bund entorn del 0%. L'efecte flux, amb emissions netes dels governs que ja seran positives, suposa un factor tècnic que els hauria d'empènyer a l'alça.

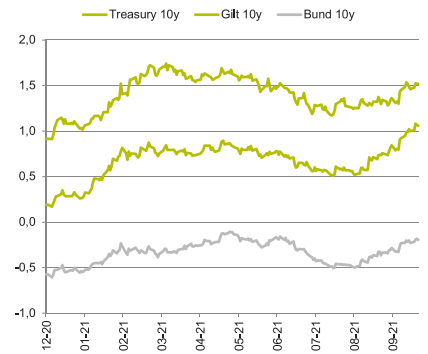
En l'apartat de la renda fixa privada, els resultats empresarials que es van publicant i una millora de les ràtios creditícies (amb pujades més grans que baixades), amb un menor palanquejament i amb l'aprofitament del refinançament a uns tipus més baixos, segueixen sent la millor carta de presentació.

En aquest entorn, descartaríem una preferència més gran pel crèdit vs. la durada. Episodis com el d'Evergrande són una crida a l'atenció, un recordatori que el risc de crèdit existeix i que, per tant, l'alfa (mesurada com la destresa de l'equip gestor del fons en la seva selecció de les inversions) haurà de tenir més importància que la beta (definida com la sensibilitat del fons en relació amb els moviments de mercat).

Segueix l'interès pels bons verds: la venda de bons sota etiquetes ambientals, socials i de governança (ASG) supera el 25% del total de bons emesos gràcies a l'impuls del sector públic. S'espera que aquest percentatge augmenti amb les noves emissions de bons verds de la Unió Europea que tindran lloc pròximament. La inversió ASG s'està incorporant en el procés d'inversió i previsiblement es comportarà millor que els bons convencionals. De fet, el *greenium* (com es coneix la prima de la corba dels bons ASG respecte dels convencionals), que va començar sent positiva, ara se situa per sota.

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

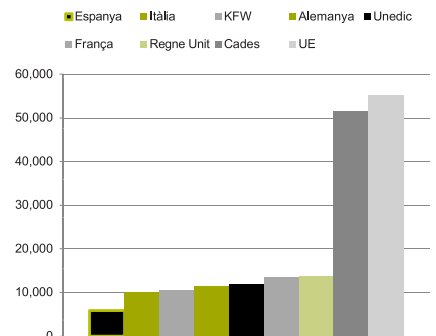
Rendibilitat bons



Font: Bloomberg

Els bons del govern repunten animats per uns bancs centrals que aposten pel *tapering* gradual.

Principals emissions bons ASG 2021

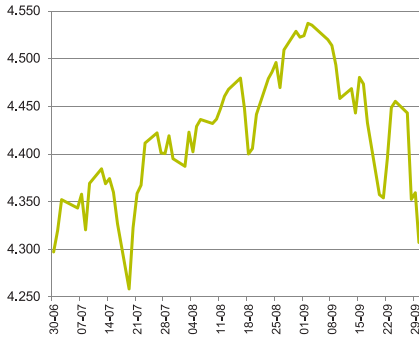


Font: Bloomberg

Segueix l'interès pels bons verds: principals bons ASG venuts enguany.

Renda variable

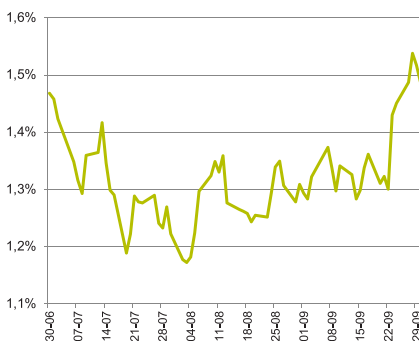
● S&P 500 3T 2021



Font: Bloomberg

Les pèrdues del setembre van deixar l'S&P relativament pla en el trimestre.

● Rendiment del Tresor dels EUA a 10 anys



Font: Bloomberg

Els tipus es van disparar a la fi del trimestre.

Escalar el mur de la preocupació

Al cim de la temporada de resultats del tercer trimestre, esperem veure moltes bones notícies relatives a la demanda, però també es parla molt dels problemes a la Xina, els tipus d'interès, les limitacions de l'oferta i l'augment dels costos. Podran els inversors escalar el mur de la preocupació i impulsar el mercat a l'alça?

Setembre va ser el pitjor mes per a l'S&P 500 des del març de 2020 o, bàsicament, des que la covid-19 va aturar l'economia mundial. Des de l'últim mes de març, l'S&P havia crescut d'un mínim de 2.237 a un màxim de rècord de 4.537 a principi de setembre, abans de caure un 5% a final de mes. Això ha fet que l'S&P es mantingui sense canvis relativament al tercer trimestre. Ara que hem deixat enrere el mes de setembre, podem centrar-nos en els guanys del tercer trimestre i ignorar els comentaris sobre els cracs borsaris que van tenir lloc a l'octubre (1929 i 1987). Hauria de ser una temporada de guanys apassionant perquè els analistes preveuen que les empreses de l'S&P 500 mostrin un creixement dels ingressos del 14,9% i dels guanys del 27,6%. Aquestes xifres se situen bastant per sobre de la tendència històrica, igual que els dos últims trimestres. Les xifres del tercer trimestre també han mostrat una tendència a l'alça i han millorat des de la posició on es trobaven a finals del segon trimestre (12,6% i 24,2%, respectivament).

“La meva opinió és que s'ha complert la prova de progrés substancial per a la inflació”, Jerome Powell, president de la Fed

Aquest espectacular creixement és la conseqüència d'una comparació relativament fàcil amb el 2020, que es va veure afectat per la covid-19, però indica una fortlesa econòmica general als Estats Units. S'espera que 10 dels 11 sectors de l'S&P 500 experimentin un creixement dels guanys, amb l'única excepció dels serveis públics. Els analistes preveuen que els sectors de l'energia, les matèries primeres i la indústria siguin els que més creixin. Això evidencia la fortlesa de la recuperació econòmica.

Aquesta hauria de ser una situació favorable per al mercat, però actualment no sembla que els inversors siguin massa optimistes.

El nerviosisme de molts d'aquests inversors sembla no concordar amb la probable temporada de guanys que s'apropa.

Perquè passa això? Ens venen al cap alguns motius. En primer lloc, hi ha una preocupació constant per les mesures reguladores severes de la Xina, el possible risc sistèmic de l'impagament d'Evergrande i l'alentiment de l'economia xinesa, que podrien condicionar el creixement de l'economia mundial.

Encara és més important la previsió dels inversors que la política monetària serà cada vegada menys conciliadora. A més, hi ha la possibilitat que la Fed reaccioni amb lentitud davant de la inflació (malgrat les afirmacions de Powell en sentit contrari). Per això es tem que les taxes d'interès augmentin bruscament i tinguin un impacte desmesurat en el capital a llarg termini. Això pot afectar especialment les accions de les grans i més conegudes empreses tecnològiques, que s'han vist especialment castigades durant el setembre. No hi ha gaire fe que els dos partits del Congrés dels Estats Units arribin a un compromís conjunt per tirar endavant algun dels projectes de llei d'infraestructura proposats. Per últim, ha preocupació per la pressió que puguin exercir les limitacions en la cadena de subministrament als marges de beneficis.

Si les empreses poden encaminar-se cap a la continuïtat de la forta demanda i la capacitat de transmetre els alts costos als clients, els inversors podrien tranquil·litzar-se i molts dels problemes mencionats anteriorment podrien obviar-se, encara que probablement no s'oblidaran del tot.

Charles Castillo
Gestor sènior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

50 anys enrere

Una vegada i una altra en aquestes pàgines hem comentat que el preu de les matèries primeres és un reflex fidel de la llei de l'oferta i la demanda. És cert que ens inunden de titulars sobre factors que poden influir sobre el preu de les matèries primeres, però la realitat és que, al final, el que prepondera és l'oferta disponible i la demanda d'aquestes matèries primeres.

Això explica que el preu del gas estigui pujant en línia recta (per oferta reduïda) o també que els preus del petroli arribessin a cotitzar en negatiu —sí, en negatiu!— l'any passat, quan mig món estava confinat (no hi havia demanda). A més, en aquests mercats, la sensibilitat del preu als petits canvis en l'oferta o en la demanda és molt gran.

La reducció de la inversió en el subministrament de combustibles fòssils, en part com a resultat de les polítiques per pal·liar el canvi climàtic, ha actuat com un llast per a l'oferta. Alhora, la demanda s'ha incrementat com a resultat de la reobertura econòmica després de la pandèmia. D'aquesta manera, s'estima que

els mercats energètics globals estan operant amb reserves limitades.

Aleshores, ¿es podria repetir un episodi com el dels anys 70 del segle passat, en què els preus de l'energia es van multiplicar per quatre i van portar a una inflació desbocada?

El més normal seria que la situació s'alleugís en les setmanes vinents. A mitjà termini alguns mercats a escala global estaran més ajustats en comparació d'anys recents, però la situació actual no té res a veure. Les economies desenvolupades tenen al voltant d'un terç de la intensitat energètica que tenien a principi de la dècada dels 70. A més, hi ha alternatives, és a dir, altres fonts d'energia, incloses les nuclears i les renovables. D'altra banda, els països productors poden incrementar l'oferta més fàcilment avui dia. Això sí, en aquest procés hi pot tenir cabuda algun ensurt que sigui portada als diaris.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista d'inversions*

DIVISES

Falta de convicció

L'eurodòlar cotitza a la banda estreta des de principis d'any. Durant l'estiu, el dòlar es va apreciar cap a la banda baixa, ja que els inversors van reduir les seves apostes contra la divisa, a l'espera d'un canvi de biaix més agressiu per part de la Reserva Federal (Fed). De cara al futur, sembla que hi ha més equilibri entre els pros i contres d'un dòlar més fort.

Com calia esperar, la Fed va anunciar que, si les dades econòmiques continuen mostrant avenços positius, començarà a retallar compres d'actius a finals d'aquest any, i la meitat dels membres del banc central van pronosticar un augment dels tipus oficials per a finals de 2022. La Fed no ha estat pionera en aquest canvi de postura. Molts altres bancs centrals s'han tornat menys acomodaticis, com el Royal Bank of New Zealand, el Royal Bank of Canada o el Bank of England, i Noruega ja ha elevat els tipus d'interès. Tot això posa en perspectiva la fortalesa del dòlar.

Tot i que les autoritats monetàries insisteixen que el fort augment de la inflació és temporal, en seguiran atentament l'evolució. Des d'aquesta

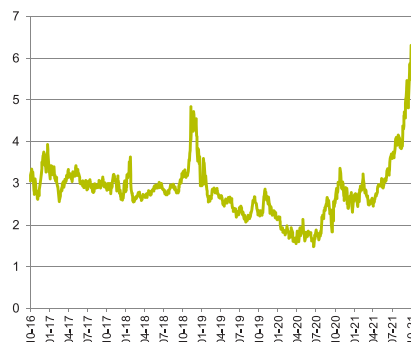
perspectiva, el BCE sembla tenir més espai per mantenir-se'n al marge. Malgrat que la inflació ha augmentat a l'eurozona, encara es troba en nivells molt més baixos. Però aquest diferencial en la posició de la política monetària sembla que ja està descomptat.

A favor del dòlar hi ha la confirmació que el creixement mundial perd impuls, però segueix en nivells alts, i Europa continua atraient fluxos d'inversors. En aquest sentit, tot i que probablement hagin arribat al màxim, l'alt nivell dels dèficits bessons dels Estats Units també segueix apuntant cap a un dòlar més feble.

Per veure un dòlar més alt, caldria preveure que la Fed ha de fer més passos —si la inflació es torna més estructural— o que el creixement mundial es desaccelerará més ràpidament del que s'esperava. Encara no estem en aquest punt.

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

Gas natural



Font: Bloomberg

Pujada en vertical del gas natural.

Tipus de canvi EUR/USD

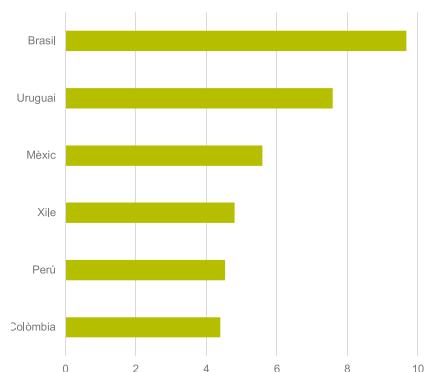


Font: Bloomberg

El dòlar s'ha apreciat cap a la banda baixa del rang, ja que els inversors han reduït les seves apostes contra la divisa.

Llatinoamèrica

Taxes d'inflació interanual, agost 2021



Font: Bloomberg

Als principals països de la regió s'observen taxes d'inflació superiors als rangs objectius.

Tipus d'interès de referència del Brasil



Font: Bloomberg

El Banc Central del Brasil ha pujat els tipus de referència fins al 6,25%, només 25 punts bàsics per sota dels nivells previs a la pandèmia.

Dilema monetari

Els bancs centrals han redreçat la seva política monetària per lluitar contra una inflació creixent a la regió.

La inflació continua a l'alça a Llatinoamèrica. La causa més evident la trobem en l'increment del preu de les matèries primeres. La reobertura de les economies, unida a les polítiques d'expansió monetària i fiscal per part de bancs centrals i de governs, ha propiciat un entorn en què la demanda creix amb força, tant que l'oferta, més inelàstica i abandonada durant mesos, no és capaç de satisfer la primera. Els confinaments intermitents a bona part de Llatinoamèrica han estat l'estocada a una ja de per si tocada cadena de subministrament.

Els bancs centrals de vegades es veuen obligats a prendre decisions precipitades per calmar el descontentament social

Els elements més volàtils en el càlcul de la inflació són sovint exclosos per oferir-ne una imatge més amable. Parlem de l'energia i dels aliments, components més difícils de separar als països emergents, on el cost de les matèries primeres sobre el valor afegit dels bens i serveis és molt superior al dels països desenvolupats. L'alça dels preus del petroli no tan sols afecta la butxaca dels consumidors quan omplen de carburant el dipòsit del cotxe, sinó també de manera indirecta, en veure que en un gran nombre de productes s'incrementen els costos de producció.

D'altra banda, el pes dels aliments en països com el Brasil suposa prop del 25% de la cistella de preus al consum. I per si tot això fos poc, diversos països de la zona, com Mèxic o el Brasil mateix, han patit sequeres aquest any, cosa que ha afectat la producció agrícola i ramadera, i de retruc ha pressionat a l'alça el preu dels aliments.

La majoria de països estan veient nivells d'inflació per sobre dels rangs objectius respectius. A Mèxic la taxa d'inflació interanual va arribar a l'agost al 5,59%. Perú va veure com els preus augmentaven el 4,53% durant els últims dotze mesos. Colòmbia també va superar el rang objectiu del 4% del Banc de la República, amb un

increment del 4,4%, i Xile es va situar en el 4,8% en el vuitè mes de l'any. El Brasil, primera economia de la zona, va presentar alces dels preus del 9,68% a l'agost.

Els bancs centrals de la regió es van apresar a baixar tipus d'interès per lluitar contra els efectes de la pandèmia en les economies, però els nivells d'inflació recents els han obligat a com a mínim redreçar el volant monetari. A Mèxic la taxa oficial ha pujat fins al 4,75% des del 4%; també el Perú encadena increments acumulats de 75 punts bàsics que deixen els tipus al setembre en l'1%. Al lector no el sorprendrà que el Banc Central del Brasil hagi estat el més agressiu els darrers mesos, en portar els tipus de referència fins al 6,25% des de mínims del 2% durant la pandèmia i pràcticament arribant als nivells del 6,50% previs. Xile ha augmentat els tipus de 100 punts bàsics; el Banc de la República de Colòmbia ha estat el darrer a actuar i finalment ha agregat 25 punts bàsics, fins al 2%.

Tanmateix, els bancs centrals s'enfronten a alguns obstacles per aconseguir moderar la inflació més enllà de les pujades de tipus. Les dimensions de l'economia informal, amb nivells baixos de préstecs i on bona part de la població ni tan sols disposa de compte bancari, són exemples de situacions a les quals les autoritats monetàries no arriben fàcilment. A més, els bancs centrals de vegades es veuen obligats a prendre decisions precipitades per calmar el descontentament social provocat per l'augment dels preus. És per això que aquests països han de fer front a un dilema monetari important –un cop més–, tenint en compte que les economies encara tenen un llarg camí per fer per recuperar nivells de producte interior brut anteriors a la pandèmia.

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
