

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

ÍNDICE

- 2 Situación macroeconómica
- 3 Renta fija
- 4 Renta variable
- 5 Materias primas y divisas
- 6 Latinoamérica

Quando luce el sol

Ser prudente cuando todo sube sin fin no es placentero, pero creemos que es una buena receta en tiempos de euforia. No duele lo mismo perder que dejar de ganar.

Los beneficios empresariales han sorprendido a propios y extraños, y han batido al más optimista de los analistas. Ese es, tal vez, el punto que aporta mayor solidez a una subida que, más si cabe en medio de una pandemia, se antojaba más frágil de lo que está siendo. Las caídas bursátiles, cuando las hay, duran horas. La liquidez inyectada por los bancos centrales, la recuperación económica y la falta de alternativas atractivas para los inversores conservadores han llevado a flujos de entrada mayúsculos a la renta variable, que atesoran rendimientos a doble dígito.

Sin embargo, los cielos no están lo suficientemente despejados para tanto inversor en bañador. Tal vez el mayor nubarrón sea el repunte de la inflación, que los bancos centrales prometen temporal. No hay semiconductores para todos (se calcula que se han perdido 210 000 millones en ventas por no haber podido satisfacer la demanda de tabletas, consolas o coches, entre otras muchas cosas). Los barcos hacen cola para poder descargar o cargar mercancías en puertos que no dan abasto. Los trenes son incapaces de llevar a tiempo todo lo que se les pide. Además, la falta de camioneros dificulta mucho el transporte terrestre. Inglaterra es el mayor exponente de lo anterior, con supermercados desabastecidos o el ejército repartiendo gasolina porque repostar se ha convertido en una ardua tarea para los ciudadanos.

Mientras tanto, las materias primas son un caos. En parte, por el impulso de políticas medioambientales, que celebramos, en parte por una miriada de factores, todos a la vez. El precio del gas natural se ha disparado y se ha llevado consigo el de la electricidad, lo que ha provocado incluso graves cortes

de suministro en China. El carbón o el petróleo han seguido la estela del gas. No llueve aquí, no sopla el viento allá, no llega su transporte o se incendia una fábrica en otro lugar, hechos que afectan a muchas otras materias primas. Además, la mano de obra es muy escasa. Si empiezan a subir los salarios, veremos si los bancos centrales aguantan el pulso que les está echando la inflación, a niveles no vistos en décadas en muchas partes. Noruega y Nueva Zelanda han sido los dos primeros países en dar su brazo a torcer. En Inglaterra no tardarán. El exceso de liquidez era uno de los puntales de los mercados. Además, las valoraciones no dan margen para sorpresas.

Ser prudente no ha sido este año el mejor de los negocios. No suele serlo en tiempos de euforia. Sin embargo, la euforia suele ser mala compañera de viaje de una buena inversión. Con la perspectiva suficiente, los precios no son nunca los mejores cuando les sobra el dinero a los compradores. Naden y guarden la ropa. Inviertan quirúrgicamente, con cuidado, muy selectivamente, siempre hay oportunidades.

Tener las cuentas corrientes repletas tampoco es el mejor negocio, aún menos si se acelera la inflación. No crean a los agoreros que pronostican el juicio final, pero tampoco a quien promete cielos soleados por los siglos de los siglos. A veces, llueve.

Del mismo modo que en medio de una tormenta sabemos que tarde o temprano volverá a lucir el sol, lo contrario es cierto también. Hace demasiado tiempo que no cae una gota. Vale la pena llevar paraguas, por si acaso.

David Macià, CFA
Director de Inversiones CAAM

Estrategia

Asignación de activos (2021 4T)

Monetario	▲
Renta fija	▶
Renta variable	▼

Renta fija

GOBIERNO	
EE. UU.	▼
Eurozona	▶

GRADO DE INVERSIÓN

EE. UU.	▶
Eurozona	▶

HIGH YIELD

EE. UU.	▶
Eurozona	▶

EMERGENTES

	▲
--	---

Renta variable

EE. UU.	▶
Eurozona	▶
Japón	▲
Emergentes	▶

Materias primas

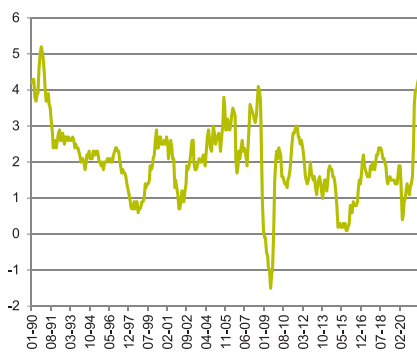
Petróleo	▶
Oro	▲

Divisas

EUR/USD	▶
JPY/USD	▲

Situación macroeconómica

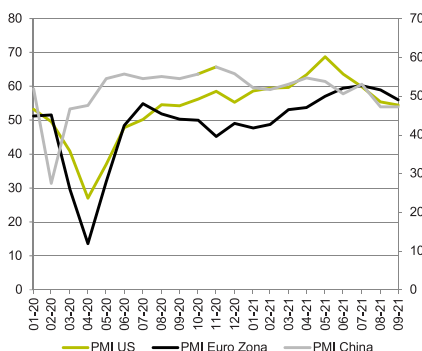
Indicador de precios de los gastos de consumo personal en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

El indicador de precios de los gastos de consumo personal, que la Fed utiliza para su objetivo de inflación, aumentó un 4,3% en relación con el año anterior, el mayor incremento anual desde 1991.

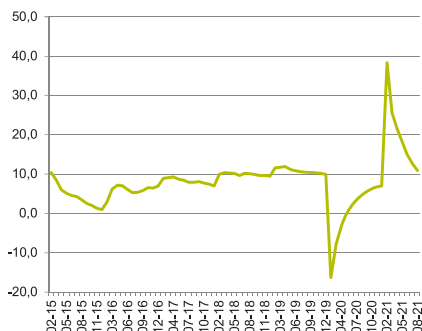
PMI (Purchasing Managers Index)



Fuente: Bloomberg

Los PMI de los principales países desarrollados y emergentes cayeron en septiembre, lo cual indica una desaceleración de la actividad económica.

Inversión completada en el sector inmobiliario en China



Fuente: Bloomberg

La inversión en el sector inmobiliario en China seguía cayendo en agosto.

¿El crecimiento mundial ha tocado techo?

Varios indicadores muestran que el crecimiento económico mundial quizás alcanzó su pico en verano. Con la variante delta bajo control, los países levantan las restricciones todavía en vigor y reabren completamente sus economías, lo que permite que la demanda se recupere. Sin embargo, otras nuevas nubes en el horizonte podrían obstaculizar este crecimiento.

Los PMI de septiembre cayeron y no estuvieron a la altura de las expectativas para las economías desarrolladas y emergentes, lo cual indica que podríamos haber llegado al pico de actividad. La economía china ya se estaba desacelerando debido a la pequeña ola de casos de COVID en verano, que dio lugar a restricciones de movilidad generalizadas –aunque temporales.

Pequín también protagoniza los titulares por su empeño en orquestar un crecimiento más sostenible, abordar la desigualdad social y controlar los riesgos financieros y sociales. Este nuevo planteamiento normativo ha tenido su impacto, especialmente en el sector inmobiliario, un motor clave del crecimiento de la economía china. La construcción se ha ralentizado, en parte como resultado de políticas que buscan limitar el apalancamiento entre los promotores, frenar las compras especulativas de vivienda y contener la inflación de los precios de la propiedad. Veremos si el Banco Popular de China adopta más medidas de relajación, pero, en cualquier caso, una economía china desacelerándose no es una buena noticia para el resto del mundo.

La inflación está alcanzando nuevos máximos, pero los bancos centrales y la mayoría de los inversores todavía creen que se trata de una situación transitoria. Sin embargo, admiten que probablemente continuará siendo elevada durante largo tiempo y están siguiendo de cerca su evolución. De hecho, en los últimos meses hemos visto más ejemplos de interrupciones en la cadena de suministro y la reciente subida de la electricidad, el gas natural y el carbón han aumentado la presión. Sin olvidar el crudo, que sigue subiendo tras su gran ascenso en el primer semestre del año.

El pronunciado aumento de los precios de la energía se ha visto impulsado por una combinación de factores: una mayor demanda a medida que se reabren las economías, un impulso hacia la reducción de las emisiones de carbono, menos viento en Europa y una sequía en Brasil, junto con el cierre de los grifos de gas por Rusia. Hay que tener en cuenta que esto sucede antes de que el hemisferio norte entre en el invierno, de demanda máxima. A medida que el mundo transita hacia una energía más

limpia, se vuelve más dependiente del clima, y ello probablemente sugiere unos costes de energía más volátiles y más altos en el futuro. Veremos qué impacto tiene en la demanda la multiplicación por dos o por tres de las facturas de consumo de combustible durante los próximos meses.

Los bancos centrales tendrán que encontrar el equilibrio entre inflación bajo control y no ahogar la recuperación

Todavía no se han presentado los presupuestos públicos para 2022, pero debemos esperar alguna forma de consolidación fiscal el próximo año, a medida que los países vayan retirando las medidas de apoyo pandémico y traten de controlar sus crecientes deudas. Creemos que los estados han aprendido la lección y que no deberíamos ver una repetición de la recesión en la eurozona de 2011-2012 causada por un exceso de austeridad fiscal, pero eso no contradice el hecho de que el estímulo fiscal se vaya a restar del crecimiento de la demanda agregada para el próximo año. Además, los principales bancos centrales ya han anunciado su intención de empezar a reducir las compras de activos a finales de año o durante el próximo. Aunque esto no significa que ya no inyectarán liquidez en el sistema, sí quiere decir que lo harán a un ritmo más lento.

Es de esperar que los gobiernos y las autoridades monetarias puedan gestionar la futura retirada de estímulos para el bienestar de todas las partes. Los bancos centrales deberán hacer un gran esfuerzo para tratar de encontrar un equilibrio entre mantener la inflación bajo control y no ahogar la recuperación económica.

Por lo tanto, seguimos esperando un crecimiento sólido a medida que los consumidores recuperen una vida más normal, pero creemos que estamos en la última parte del ciclo.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales

Renta fija

La retirada gradual de los bancos centrales

Iniciamos una nueva situación en el mercado. Uno de los principales 'drivers' que le ha dado soporte, la acción coordinada de los principales bancos centrales implementando una política monetaria ultraexpansiva, se va a ir reduciendo de forma gradual.

Una de las palabras que más está influenciando en los mercados es el *tapering*. ¿De qué se trata? Es la retirada progresiva de los estímulos económicos planteados por los principales bancos centrales para dar respuesta en momentos de crisis, como la financiera de 2008 o la más reciente por la pandemia del COVID-19 en 2020. Pero no quiere decir que dejen de comprar activos en sus programas ideados para esta finalidad, sino que lo harán a un ritmo más bajo, y su balance seguirá creciendo, pero a una velocidad menor, que dependerá de la evolución de la inflación y de la confirmación de que la economía se recupera.

Algunos ejemplos recientes de cómo los principales bancos centrales se mueven hacia este *tapering* que comentábamos los tenemos en la Reserva Federal, que en su última reunión reconoció que la economía estaba progresando hacia los objetivos de inflación y pleno empleo. Apuntó hacia un inicio del *tapering* gradual en noviembre que se extendería durante poco más de un año. También se espera que suban sus tipos de referencia en algún momento del año 2022.

Mayor preferencia por el crédito vs. duración, por el alfa vs. la beta y por decisiones de inversión basadas en criterios ASG

Por su parte, el Bank of England restó importancia a los repuntes de inflación y atribuyó a los problemas de suministros globales las sorpresas negativas en los últimos datos de crecimiento. Recientemente hemos conocido que Banco de Noruega ha subido su tipo de depósito hasta el 0,25%, la primera de un banco central del G10 desde el arranque de la pandemia.

Las claves de la rapidez en que apliquen el *tapering* las encontramos en la evolución de los tipos reales, que siguen en terreno claramente negativo, y en la inflación, que, con el aumento del precio de la energía, supone un nuevo reto. Los inversores parecen compartir la visión de los bancos centrales y analistas según la cual las presiones de precios serán transitorias y, si

no se dan alzas de salarios, como efecto de segunda ronda, la inflación debería ir remitiendo.

¿Cómo afectará a los mercados de renta fija esta nueva situación? Hay que decir que los bancos centrales llevan tiempo preparando al mercado con sus mensajes y que el hecho de que sea gradual tendrá un impacto menor. En el apartado de tipos, lo más probable es que repunten hacia los niveles donde se situaban antes de la pandemia. No nos parecería extraño ver al Treasury con vencimiento a 10 años hacia el 2% o el Bund en torno del 0%. El efecto flujo, con emisiones netas de los gobiernos que ya serán positivas, supone un factor técnico que los debería empujar al alza.

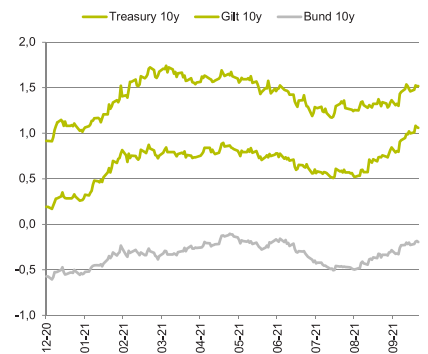
En el apartado de la renta fija privada, los resultados empresariales que se van publicando y una mejora de las ratios crediticias (con mayores subidas que bajadas), con un menor apalancamiento y aprovechándose de la refinanciación a unos tipos más bajos, siguen siendo su mejor carta de presentación.

En este entorno, destacaríamos una mayor preferencia por el crédito contra la duración. Episodios como el de Evergrande son una llamada a la atención, un recordatorio de que el riesgo de crédito existe y que, por tanto, el alfa (medido como la destreza del equipo gestor del fondo en su selección de las inversiones) deberá tener una mayor importancia que la beta (definida como la sensibilidad del fondo en relación con los movimientos de mercado).

Sigue el apetito por los bonos verdes: la venta de bonos bajo etiquetas ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) supera el 25% del total de bonos emitidos gracias al impulso del sector público. Se espera que este porcentaje aumente con las nuevas emisiones de bonos verdes de la Unión Europea que se realizarán próximamente. La inversión ASG se está incorporando en el proceso de inversión y previsiblemente se comportará mejor que los bonos convencionales. De hecho, el *greenium* (la prima de la curva de los bonos ASG ante los convencionales), que ahora se sitúa por debajo.

Josep Maria Pon, CIIA
Director de Renta Fija y Activos Monetarios

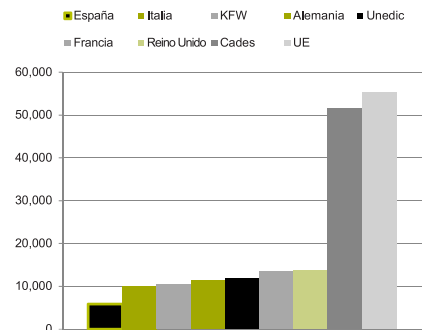
Rentabilidad bonos



Fuente: Bloomberg

Los bonos del gobierno repuntan alentados por unos bancos centrales que apuestan por el *tapering* gradual.

Principales emisiones ASG 2021

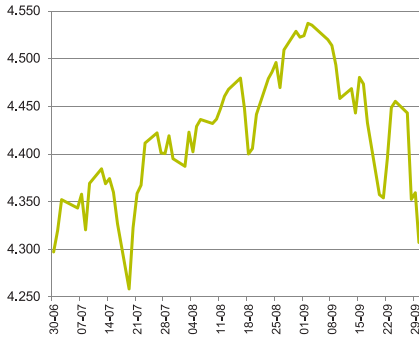


Fuente: Bloomberg

Sigue el apetito por los bonos verdes: principales bonos ASG vendidos este año.

Renta variable

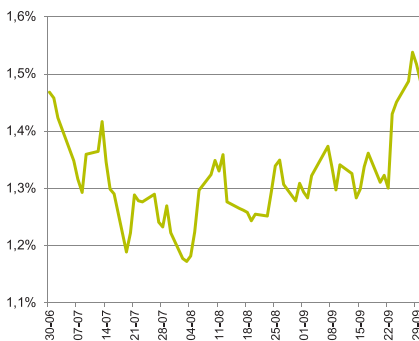
● S&P 500 3T 2021



Fuente: Bloomberg

Las pérdidas de septiembre dejaron al S&P relativamente plano en el trimestre.

● Rendimiento del Tesoro EE. UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg

Los tipos se dispararon al final del trimestre.

Escalar el muro de la preocupación

En la cúspide de la temporada de resultados del tercer trimestre, esperamos ver muchas buenas noticias relativas a la demanda, pero también se habla mucho de los problemas en China, los tipos de interés, las limitaciones de la oferta y el aumento de los costes. ¿Podrán los inversores escalar el muro de la preocupación e impulsar el mercado al alza?

Septiembre fue el peor mes para el S&P 500 desde marzo de 2020 o, básicamente, desde que la COVID-19 paró la economía mundial. Desde el último mes de marzo, el S&P se había disparado de un mínimo de 2.237 a un máximo de récord de 4.537 a principios de septiembre, antes de caer un 5% a finales de mes. Esto ha hecho que el S&P se mantenga sin cambios relativamente en el tercer trimestre. Ahora que septiembre ha quedado atrás, podemos centrarnos en las ganancias del tercer trimestre e ignorar los comentarios sobre los colapsos bursátiles sucedidos en octubre (1929 y 1987). Debería ser una temporada de ganancias apasionante, ya que los analistas prevén que las empresas del S&P 500 muestren un crecimiento de los ingresos del 14,9% y de los beneficios del 27,6%. Estas cifras están bastante por encima de la tendencia histórica, igual que los dos últimos trimestres. Las cifras del tercer trimestre también han mostrado una tendencia alcista y han mejorado desde la posición en la que estaban a finales del segundo trimestre (12,6% y 24,2% respectivamente).

“Mi opinión es que se ha cumplido la prueba de progreso sustancial para la inflación”, Jerome Powell, presidente de la Fed

Este crecimiento llamativo es la consecuencia de una comparación relativamente fácil con el año 2020, afectado por la COVID-19, pero indica una fortaleza económica general en EE. UU. Se espera que 10 de los 11 sectores del S&P 500 experimenten un crecimiento de las ganancias, con la única excepción de los servicios públicos. Los analistas prevén que los sectores de la energía, las materias primas y la industria sean los que crezcan más, lo que evidencia la fortaleza de la recuperación económica.

Esta debería ser una situación propicia para el mercado, pero en la actualidad no parece que los inversores sean demasiado optimistas.

El nerviosismo de muchos de ellos parece no estar en consonancia con la probable temporada de ganancias que se acerca. ¿Por qué sucede esto? Se nos ocurren algunos motivos. En primer lugar, existe una preocupación constante por las medidas reguladoras severas de China, el posible riesgo sistémico del impago de Evergrande y la ralentización de la economía china, que podrían pesar en el crecimiento de la economía mundial.

Más importante aún es la previsión de los inversores de que la política monetaria va a ser cada vez menos conciliadora. Además, existe la posibilidad de que la Fed reaccione con lentitud ante la inflación (a pesar de las afirmaciones de Powell en sentido contrario). Por ello se teme que los tipos de interés aumenten con brusquedad y tengan un impacto desmesurado en el capital a largo plazo. Esto puede afectar especialmente a las acciones de las grandes y más famosas empresas tecnológicas, que se han visto especialmente castigadas en septiembre. No se tiene mucha fe en que los dos partidos del Congreso de los EE. UU. alcancen un compromiso conjunto y saquen adelante alguno de los proyectos de ley de infraestructura propuestos. Por último, existe una preocupación por la presión que puedan ejercer en los márgenes de beneficio las limitaciones en la cadena de producción.

Si las empresas pueden encaminarse hacia la continuidad de la fuerte demanda y la capacidad de transmitir los altos costes a los clientes, los inversores podrían tranquilizarse y muchos de los problemas mencionados anteriormente podrían pasarse por alto, aunque probablemente no se olvidarán del todo.

Charles Castillo
Gestor sénior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

50 años atrás

Una y otra vez en estas páginas hemos comentado que el precio de las materias primas es un fiel reflejo de la ley de la oferta y la demanda. Es cierto que nos inundan de titulares sobre factores que puedan influir sobre el precio de las materias primas, pero la realidad es que al final lo que prepondera es la oferta disponible y la demanda de las mismas.

Esto es lo que explica que el precio del gas esté subiendo en línea recta (por oferta reducida) o también que los precios del petróleo llegasen a cotizar en negativo –sí, ¡en negativo!– el año pasado, cuando medio mundo estaba confinado (no había demanda). Además, en estos mercados la sensibilidad del precio a los pequeños cambios de la oferta o la demanda es muy grande.

La reducción de la inversión en el suministro de combustibles fósiles, en parte como resultado de políticas para paliar el cambio climático, ha actuado como un lastre para la oferta. Al mismo tiempo, la demanda se ha incrementado como resultado de la reapertura

económica tras la pandemia. De este modo, se estima que los mercados energéticos globales están operando con reservas limitadas.

Entonces, ¿puede repetirse un episodio como el de los años 70 del siglo pasado, en el que los precios de la energía se multiplicaron por cuatro y llevaron a una inflación desbocada? Lo normal es que la situación se alivie en las próximas semanas. A medio plazo, algunos mercados a nivel global estarán más ajustados en comparación con años recientes, pero la situación ahora no tiene nada que ver. Las economías desarrolladas tienen alrededor de un tercio de intensidad energética que tenían a principios de la década de 1970. Además, existen alternativas, es decir, otras fuentes de energía, incluidas las nucleares y renovables. Por otro lado, los países productores pueden incrementar la oferta más fácilmente hoy en día. Eso sí, en este proceso algún susto por el camino que sea portada de periódico sí tiene cabida.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

Falta convicción

El eurodólar cotiza en una banda estrecha desde principios de año. Durante el verano, el dólar se apreció hacia la banda baja, ya que los inversores redujeron sus apuestas contra la divisa, a la espera de un cambio de sesgo más agresivo por parte de la Reserva Federal (Fed). Mirando hacia el futuro, parece haber un mayor equilibrio entre los pros y contras de un dólar más fuerte.

Como era de esperar, la Fed anunció que, si los datos económicos siguen mostrando avances positivos, empezará a recortar compras de activos a finales de este año, y la mitad de los miembros del banco central pronosticaron un aumento de los tipos oficiales para finales de 2022. La Fed no ha sido pionera en este cambio de postura. Muchos otros bancos centrales se han vuelto menos acomodaticios, como el Royal Bank of New Zealand, el Royal Bank of Canada o el Bank of England, y Noruega ya ha elevado los tipos de interés. Todo esto pone en perspectiva la fortaleza del dólar.

Aunque las autoridades monetarias insisten en que el fuerte aumento de la inflación es tempo-

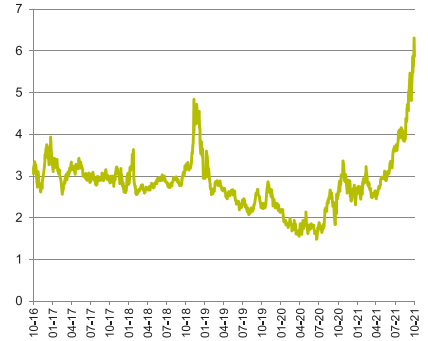
ral, seguirán de cerca su evolución. Desde esta perspectiva, el BCE parece tener más espacio para mantenerse al margen. Aunque la inflación ha aumentado en la eurozona, todavía se encuentra en niveles mucho más bajos. Pero este diferencial en la posición de la política monetaria parece estar ya descontado.

A favor del dólar está la confirmación de que el crecimiento mundial pierde impulso, pero sigue en niveles altos, y Europa sigue atrayendo flujos de inversores. En este sentido, aunque probablemente hayan alcanzado su máximo, el alto nivel de los déficits gemelos de Estados Unidos también sigue apuntando hacia un dólar más débil.

Para ver un dólar más alto, se debería prever que la Fed deberá dar más pasos –si la inflación se vuelve más estructural– o que el crecimiento mundial se desacelerará más rápidamente de lo esperado. Todavía no estamos en este punto.

*Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales*

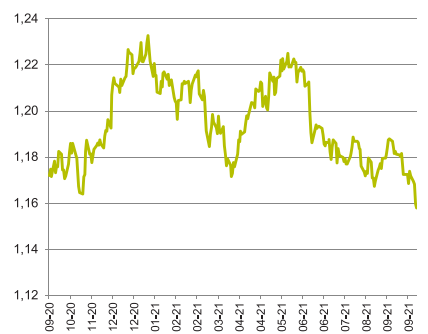
Gas natural



Fuente: Bloomberg

Subida en vertical del gas natural.

Tipo de cambio EUR/USD

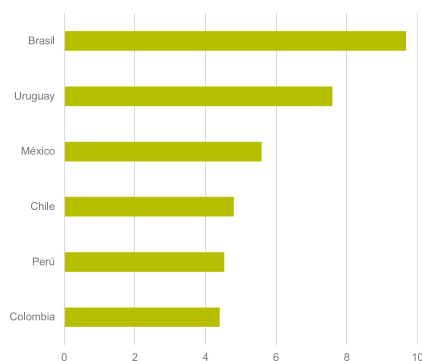


Fuente: Bloomberg

El dólar se ha apreciado hacia la banda baja del rango, ya que los inversores han reducido sus apuestas contra la divisa.

Latinoamérica

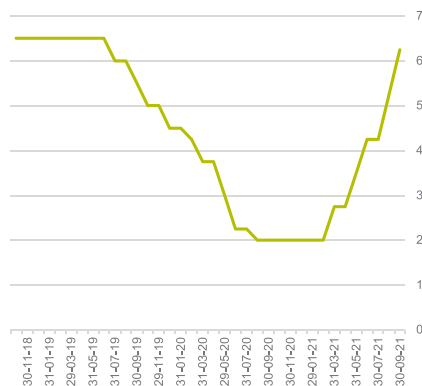
Tasas de inflación interanual, agosto 2021



Fuente: Bloomberg

Los principales países de la región observan tasas de inflación superiores a sus rangos objetivos.

Tasa de interés de referencia de Brasil



Fuente: Bloomberg

El Banco Central de Brasil ha subido la tasa de referencia hasta el 6,25%, solo 25 puntos básicos por debajo de los niveles previos a la pandemia.

Dilema monetario

Los bancos centrales han enderezado su política monetaria para luchar con una creciente inflación en la región.

La inflación continúa al alza en Latinoamérica. La causa más evidente la encontramos en el incremento del precio de las materias primas. La reapertura de las economías, unida a las políticas de expansión monetaria y fiscal por parte de bancos centrales y de gobiernos, ha propiciado un entorno en el que la demanda crece con fuerza, tanto que la oferta, más inelástica y abandonada durante meses, no es capaz de satisfacer la primera. Los confinamientos intermitentes en buena parte de Latinoamérica han dado la puntilla a una ya de por sí doliente cadena de suministro.

Los bancos centrales en ocasiones se ven obligados a tomar decisiones apresuradas para calmar el descontento social

Los elementos más volátiles en el cálculo de la inflación son a menudo excluidos para contar con una imagen más estable de la misma. Hablamos de la energía y los alimentos, componentes más difíciles de separar en los países emergentes, donde el coste de las materias primas sobre el valor añadido de los bienes y servicios es muy superior al de los desarrollados. El alza de los precios del petróleo no sólo afecta al bolsillo de los consumidores cuando llenan de gasolina los depósitos de sus coches, sino también de forma indirecta al ver cómo infinidad de productos ven incrementados sus costes de producción. Por otro lado, el peso de los alimentos en países como Brasil supone cerca del 25% de la cesta de precios al consumo. Por si todo ello fuera poco, varios países de la región como México o Brasil han sufrido sequías este año, lo que ha afectado a la producción agrícola y ganadera, y por ende ha presionado al alza los precios de los alimentos.

La mayoría de los países están viendo niveles de inflación por encima de sus rangos objetivos. En México la tasa de inflación interanual alcanzó en agosto el 5,59%. Perú vio como los precios

aumentaron el 4,53% durante los últimos doce meses. Colombia también superó el rango objetivo del 4% del Banco de la República, con un incremento del 4,4%, y Chile se situó en el 4,8% en el octavo mes del año. Brasil, primera economía de la región, presentó alzas en los precios del 9,68% en agosto.

Los bancos centrales de la región se apresuraron a bajar los tipos de interés para luchar contra los efectos de la pandemia en las economías, pero los niveles de inflación recientes los han obligado a al menos enderezar el volante monetario. En México la tasa oficial ha subido hasta el 4,75% desde el 4%; también Perú encadena incrementos acumulados de 75 puntos básicos que dejan los tipos en septiembre en el 1%. Al lector no le sorprenderá que el Banco Central de Brasil haya sido el más agresivo en los últimos meses, al llevar los tipos de referencia hasta el 6,25% desde mínimos del 2% durante la pandemia y prácticamente alcanzando los niveles del 6,50% previos a la misma. Chile ha aumentado los tipos en 100 puntos básicos; el Banco de la República de Colombia ha sido el último en actuar y finalmente ha agregado 25 puntos básicos, hasta el 2%.

Sin embargo, los bancos centrales enfrentan algunos obstáculos para conseguir moderar la inflación más allá de las subidas de tipos. El tamaño de la economía informal, con niveles bajos de préstamos y donde buena parte de la población ni tan siquiera tiene cuenta bancaria, son ejemplos de situaciones donde las autoridades monetarias no llegan con facilidad. Además, los bancos centrales en ocasiones se ven obligados a tomar decisiones apresuradas para calmar el descontento social provocado por el aumento de precios. Es por ello que estos países enfrentan un dilema monetario importante -una vez más-, teniendo en cuenta que las economías aún cuentan con un largo camino por recorrer para recuperar niveles de producto interior bruto anteriores a la pandemia.

Juan Gestoso Ruiz
Analista de inversiones

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group.

Este documento sirve únicamente para su distribución en forma permitida en derecho. No está dirigido a distribución ni uso de ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier jurisdicción donde la distribución, publicación, disponibilidad o uso fuere contrario a las leyes o regulaciones, o hiciera que Crèdit Andorrà Financial Group quede sujeto a algún requerimiento de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción. La información contenida en este documento representa la opinión de los analistas de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercados y podrá ser modificada y/o actualizada sin previo aviso. Este documento contiene únicamente información general, y si bien se ha obtenido esta información de fuentes consideradas fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni sus analistas garantizan ni se responsabilizan de que la información contenida en el mismo sea completa o exacta. Los analistas financieros y las otras personas competentes que pudieran estar implicadas en la elaboración y difusión de este documento son independientes de aquellas que tengan un interés relevante en el objeto del informe en cuestión. En ningún caso media compromiso o vinculación alguna con los emisores para elaborar informes favorables. Las declaraciones incluidas en el presente documento en ningún caso deben considerarse como hechos fácticos y contrastados, quedando aquellas proyecciones y estimaciones sobre condiciones económicas y previsiones sobre el desarrollo de la industria sujetas a cambios sin notificación previa. Cierta información incluida en el presente documento hace referencia a "proyecciones de futuro" que pueden identificarse por el uso de formas verbales tales como "podrá", "debería", "se espera", "se estima" o mediante terminología similar, tanto en positivo como en negativo. Debido a varios riesgos e incertidumbres, ciertos eventos, resultados o el desempeño real de los mismos podrán variar sustancialmente de aquellos reflejados o contemplados en las citadas proyecciones a futuro incluidas en este informe. Los resultados obtenidos en el pasado, ya fueren estos positivos o negativos, no está garantizado que se cumplan en el futuro y, por lo tanto, no pueden servir como indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o de los servicios de inversión que el presente documento pueda contener, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos, una disminución en los mismos, que podrá ser mayor o menor dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate.

Este documento no constituye una oferta por parte de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoco de sus analistas y no podrá ser en ningún caso considerado como una recomendación personal de compra o venta de activos. Tampoco se podrá considerar que cualquiera de las estrategias de inversión o recomendaciones realizadas en el presente documento es idónea o apropiada para las circunstancias individuales de un inversor. Ni este documento ni su contenido constituirán la base de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los lectores del presente documento deberán tomar sus decisiones de inversión basándose en su propio análisis así como en la recomendación de asesores independientes que consideren apropiados. En ningún caso podrá entenderse que mediante la distribución de este documento Crèdit Andorrà Financial Group o sus analistas, están realizando recomendaciones personalizadas de inversión. La negociación en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere un seguimiento constante de las posiciones actuales. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas, empleados o directores asumen ninguna responsabilidad por ninguna inversión o desinversión realizada con base en este documento, ni por ninguna pérdida que pudiera resultar por una inversión o desinversión basada en este documento. Cualquier declaración contenida en este documento que haga referencia a información, opiniones o datos emitidos por una tercera entidad representará en todo caso la interpretación de los mismos realizada por Crèdit Andorrà Financial Group, a los cuales ha tenido acceso por ser de carácter público o bien a través de un servicio de suscripción. Este uso e interpretación no ha sido revisado por la mencionada tercera entidad, por lo tanto, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas ofrece ninguna garantía, ni expresa ni implícita, de que sean exactos, íntegros o correctos.

La información contenida en esta publicación es estrictamente confidencial. Ni la totalidad ni parte de esta publicación puede ser reproducida, transformada, distribuida, publicada, reenviada o usada de ninguna manera sin el previo permiso por escrito del autor. Ninguna publicación, modificación o actualización de este material está sujeta a periodicidad y no implica ninguna obligación por parte de Crèdit Andorrà Financial Group.

Aviso para:

- **Inversores del Principado de Andorra:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà, SA y/o Credi-invest, SA., ambas entidades autorizadas, reguladas y supervisadas por la Autoritat Financera Andorrana (AFA).
- **Inversores de España:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Alcalá, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversores de EE.UU.:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Beta Capital Management, LLC (IARD No. 154894), un asesor de inversiones registrado aprobado para operar en octubre de 2012, y autorizado, regulado y supervisado por la U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.).
- **Inversores de Luxemburgo:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banque de Patrimoines Privés, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **Inversores de México:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes, SA de CV., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- **Inversores de Panamá:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA entidad autorizada, regulada y supervisada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), y/o por Private Investment Management Advisors Panamá, S.A., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
