

Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

Quando baja la marea

Los mercados financieros se han quedado enquistados después del rebote de marzo, y parece que no saben decidir si seguir con los ascensos o deshacer parte de las ganancias. Creemos que se descuenta mucho ya, y toca ser prudentes, dentro del optimismo.

Si fuéramos capaces de rebobinar el tiempo e irnos a enero de este año (parece una eternidad, pero son solo unos meses), y alguien nos hubiera explicado que lo que acontecía en Wuhan pronto sería un fenómeno planetario, muy pocos hubieran conseguido traducir esa información en dinero. La devastación económica causada por el cierre a cal y canto de las economías ha tenido su contrapunto en un esfuerzo fiscal sin precedentes, financiado por los siempre dispuestos bancos centrales. Pero es innegable que las heridas que dejará la pandemia tardarán mucho en cicatrizar, y esto contando con una vacuna más o menos inminente que nos permita dejar atrás el denostado virus. La bolsa americana sube en lo que llevamos de año. La europea cae un 14 % en el acumulado anual –tampoco parece mucho, es lo que suelen corregir las bolsas por cosas mucho menos graves. ¿Es eso razonable?

Cierto es que no sube todo. Básicamente la pandemia ha dejado tres tipos de acciones. Las que se benefician de la narrativa posvirus (todo lo que huele a tecnología o comercio electrónico vale de repente mucho más que antes); las que no, pero se han comportado como si fuera el caso (cotizan a niveles prepandemia, a pesar de que sus beneficios van a tardar en recuperar niveles parejos); y las acciones cuyas cotizaciones reflejan las dificultades anteriores. En los tres grupos puede haber buenas oportunidades, pero hay que ser muy cuidadoso.

En el primero hay que rebuscar para encontrar empresas que, a pesar de parecer caras, realmente no reflejan todo el potencial que tienen. Es decir, que no sean solo

narrativa, sean realidad, y además tengan valoraciones razonables, una combinación muy escasa. El segundo grupo es el menos atractivo, y solo debemos tomar pequeñas posiciones en los líderes incontestables, para poder aumentar peso en correcciones. El tercero es el más atractivo, a la vez que seguramente es el que exija más cautela. Hay empresas que no saldrán bien paradas de la crisis, seguramente porque ya eran negocios poco atractivos de antemano. No debemos caer en la tentación de comprar algo malo solo por ser barato. Pero sí hay empresas que cotizan como si la pandemia fuera a ser permanente, cosa que no sucederá.

Esta pandemia, como todas las anteriores, pasará. No solo por las vacunas en marcha (hasta nueve en fase 3, parece muy probable que tengamos confirmación positiva de alguna antes de terminar el año). Tendremos mejores medicamentos que eviten los casos más graves, y estamos mejor preparados para convivir con el virus mientras esté con nosotros. Pero eso no implica que podamos comprar el mercado ciegamente. Si no discriminamos bien dónde invertimos, a los niveles actuales, no ganaremos dinero cuando venzamos definitivamente a la COVID-19. Decía Warren Buffett que solo se sabe quién ha estado nadando desnudo cuando baja la marea. Toca nadar, pero bien enfundados en un traje de neopreno.




David Macià, CFA
Director de Inversiones CAAM

ÍNDICE

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

Estrategia

Asignación de activos (2020 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

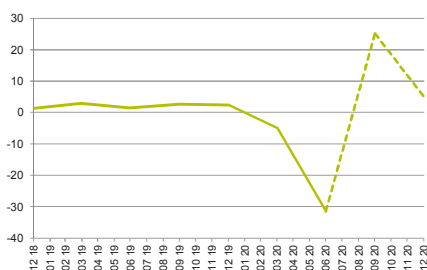
- Petróleo 
- Oro 

Divisas

- EUR/USD 
- JPY/USD 

Situación macroeconómica

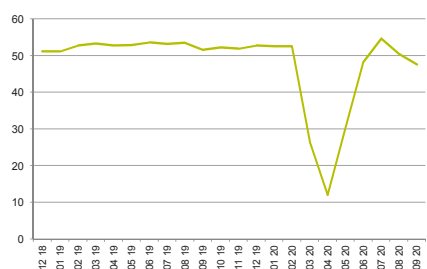
Crecimiento trimestral del PIB americano y previsto



Fuente: Bloomberg

La economía ha vivido como en una montaña rusa: se sumió en una profunda recesión al final del invierno y luego se recuperó.

Índice de PMI de servicios Markit, zona euro



Fuente: Bloomberg

Los PMI más recientes en Europa cayeron por debajo de 50 a medida que los consumidores se preocupaban por una nueva ola del coronavirus y los gobiernos restablecían las restricciones.

IPC anual americano



Fuente: Bloomberg

El IPC se sitúa ahora en el 1,3%, muy lejos del umbral del 2%.

La recuperación completa todavía está lejos

La economía ha vivido como en una montaña rusa: se sumió en una profunda recesión al final del invierno y luego se recuperó cuando finalizó el confinamiento y se implementaron estímulos. Entramos en el cuarto trimestre, varias señales apuntan a una ralentización de la recuperación y el camino parece estar lleno de incertidumbres, pero también de promesas.

La liberación inicial de la demanda acumulada ha empezado a disminuir y existe un riesgo creciente de que sea necesario aplicar nuevas limitaciones a medida que aumentan las infecciones, lo que vuelve a frenar la recuperación. Este fue el caso durante el verano en los Estados Unidos, y ahora está sucediendo en Europa, ya que las escuelas han reabierto. De hecho, los PMI más recientes en Europa cayeron por debajo de 50 a medida que los consumidores se preocupaban por una nueva ola del coronavirus y los gobiernos restablecían las restricciones. Sin embargo, aunque el número de casos sigue creciendo, la tasa de mortalidad disminuye, ya que las nuevas infecciones afectan a personas más jóvenes y menos vulnerables, y cabe destacar que estamos mejor preparados para controlar la propagación.

Según el resultado electoral en EE. UU., el apoyo fiscal en los próximos trimestres podría ser muy diferente

Pero, una vez más, los gobiernos se enfrentan a la difícil tarea de elegir entre la salud pública o una economía robusta. Aunque es muy difícil, las autoridades intentan lograr ambos objetivos, ya que ahora son plenamente conscientes de los daños económicos y han aprendido a tratar y gestionar mejor el virus. No obstante, este equilibrio no es nada fácil y las consecuencias de inclinarse más hacia un lado que hacia el otro seguro que chocan con la dura opinión pública.

Seguimos creyendo que el impacto de una segunda ola no será tan grave debido a un mejor tratamiento de la infección y, sobre todo, a la realización de pruebas que no solo permiten un aislamiento adecuado de los infectados, sino también que las personas vuelvan al trabajo antes. Además, podría aprobarse una nueva vacuna a finales de este año o principios del próximo que, aunque no resuelve el problema de la producción a gran escala, abre el camino hacia la normalización de la actividad.

Sin embargo, otros riesgos podrían nublar la recuperación. El apoyo fiscal en Europa y los Estados Unidos es casi el doble de los estímulos aplicados durante la crisis de 2008-2009 y la gran pregunta que se plantea es con qué rapidez se retirará este apoyo. Varias ayudas clave en los EE. UU. vencieron a finales de julio y la caída de los ingresos de los consumidores ya ha empezado a tener un efecto negativo en la economía. El nuevo paquete fiscal sigue siendo objeto de debate, ya que ambos partidos se muestran reacias a llegar a un acuerdo antes de las elecciones. Según el resultado electoral, el grado de apoyo de la política fiscal en los próximos trimestres podría ser muy diferente no solo en las dimensiones sino también en los medios. Una presidencia de Biden con los demócratas tomando el Senado probablemente vería un riesgo alcista mientras que un triunfo de Trump y un congreso dividido probablemente llevaría a un bloqueo y a un riesgo bajista.

Por último, los bancos centrales han anunciado que mantendrán la actual postura acomodaticia durante los próximos años, lo cual es positivo, aunque su capacidad para añadir más estímulos es limitada. La Fed también ha anunciado que está dispuesta a permitir que la inflación sobrepase su objetivo anterior del 2%. No obstante, las fuerzas inflacionistas no parecen ser el principal riesgo: aunque hemos visto un cierto rompimiento de la medida en los últimos meses, el IPC se sitúa ahora en el 1,3%, muy lejos del umbral del 2%.

En conclusión, sigue habiendo cierta incertidumbre en cuanto a los estímulos fiscales y monetarios, la propagación del virus y la gravedad de las restricciones resultantes y, por último, la eventual aprobación de una vacuna y su posible aplicación. A medida que se desvelen estas cuestiones, las previsiones económicas se revisarán significativamente al alza o a la baja.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestión Multiactivo
y Clientes Institucionales

Renta fija

El verde es el color de moda

La llamada “transición verde” se está convirtiendo en una nueva tendencia en la política y en los mercados financieros. La crisis de la Covid-19 ha provocado que los paquetes de estímulos se estén dirigiendo hacia una recuperación verde, social y sostenible impulsando el desarrollo de los llamados bonos ESG.

Los bonos ESG, por sus siglas en inglés de ambiental, social y buen gobierno, se han convertido en los instrumentos más adecuados en el actual entorno ya que la financiación obtenida por la emisión de estos bonos se destina a financiar proyectos ecológicos (energías renovables, edificios eficiencia energética), sociales (ayudas al empleo, igualdad de género, temas relacionados con la salud) o sostenibles, que sería una combinación de ambos.

Ya no es una estrategia nicho en el universo de la renta fija, con enormes flujos que reciben estos instrumentos

El impulso de las instituciones significa un soporte más para este activo. La UE está convirtiendo los bonos ESG en la piedra angular de su plan de recuperación con los 225.000 millones de euros que tiene previsto emitir. Para ponerlo en perspectiva, el importe es igual a lo emitido en estos instrumentos en todo 2019 y significa un 22,5% de las emisiones vivas actuales. La importancia también radica que a medida que vaya emitiendo irá conformando una nueva curva verde soberana en el mercado. La UE también aprobó en 2019 un sistema de clasificación conocida como taxonomía para determinar lo que se considera sostenible (no todo vale para que un bono se pueda etiquetar como ESG) y el BCE ha sido más activo en la compra de estos bonos para sus programas de compras y recientemente ha anunciado que aceptará los bonos con cupones vinculados a objetivos de sostenibilidad como elegibles a partir del 2021. Pero no sólo en la zona euro encontramos ejemplos, el candidato demócrata a la presidencia de EE. UU. Joe Biden se ha comprometido a iniciar la senda para conseguir una energía 100% limpia para el 2050 o el Reino Unido con su estrategia a favor del hidrógeno.

El auge de los bonos ESG se puede ver en los flujos que reciben de los inversores. En el mercado primario son los bonos más

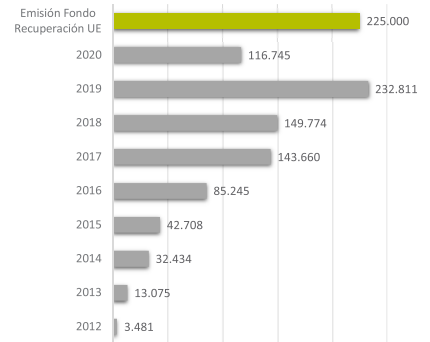
demandados y hace que los emisores puedan reducir su prima de emisión en mayor cuantía en comparación a los tradicionales. Según Bloomberg, los flujos de ETF's centrados en ESG han experimentado los mayores flujos de entrada durante cada mes del 2020. Otros datos relevantes que ofrece el Banco de Santander son que este año hasta septiembre y en relación al año anterior, la emisión de bonos sociales se ha multiplicado por 10 y la de bonos verdes, un 54%. Por sectores destacan el soberano, el financiero y el eléctrico junto con energía y por países los más activos están siendo Francia seguido de Alemania.

Que resulte una moda o se convierta en una exitosa tendencia a largo plazo dependerá en buena parte, no solo de que el inversor sienta que cumple con su conciencia social, sino de la rentabilidad que se obtenga. En este sentido, el nacimiento de los nuevos bonos ODS (objetivos de desarrollo sostenible), que cada vez son más frecuentes y vinculan la rentabilidad a los objetivos de sostenibilidad planteados, puede ser una buena línea para su futuro desarrollo. Un ejemplo reciente es la emisión de la farmacéutica Novartis de 1.850 millones de euros con un vencimiento a 8 años, donde se compromete a aumentar el cupón en 0,25% los tres últimos años si no cumple con el objetivo marcado de aumentar el acceso a medicamentos de pacientes con bajos ingresos para el año 2025.

Lo que sí parece es que con la cantidad de recursos que se están asignando a estas áreas, se vislumbra un futuro, podríamos decir, más ESG: la energía provendrá principalmente de energías renovables y habrá menos trabajadores en industrias peligrosas que dañan el medio ambiente, con el auge de los coches eléctricos se necesitará más cobre y menos petróleo, a la vez que nuevas sinergias surgirán entre las industrias de autos tradicionales y las empresas tecnológicas para impulsar por ejemplo, el vehículo autónomo.

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

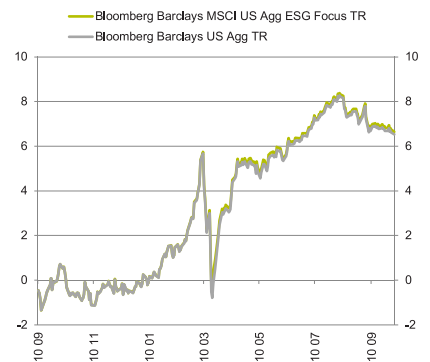
Emisión global de bonos verdes (millones)



Fuente: Bloomberg

La emisión prevista por la UE como parte del plan de recuperación podría aportar un gran impulso al mercado global de bonos verdes.

Bloomberg Barclays MSCI US Agg ESG Focus vs Bloomberg Barclays US Agg



Fuente: Bloomberg

Hasta ahora el rendimiento de los bonos ESG y los tradicionales han tenido un comportamiento similar. En la gráfica podemos observar el caso del mercado americano.

Renta variable

● S&P 500 2020 YTD



Fuente: Bloomberg

El mercado ha tardado sólo 6 meses en recuperarse del COVID-19.

● S&P 500 01/2008-03/2013



Fuente: Bloomberg

El mercado ha tardado varios años en recuperarse de las pérdidas de la crisis financiera de 2008.

2020 ha puesto a prueba nuestra paciencia

El índice S&P 500 experimentó a finales de septiembre un ligero aumento durante el ejercicio. No debería sorprendernos, especialmente si lo comparamos con el rendimiento de casi el 30% de 2019, pero es bastante sorprendente si consideramos lo sucedido en 2020.

Si el año pasado les hubiesen dicho que durante el año 2020 nos enfrentaríamos a la peor pandemia mundial de los últimos 100 años, un cierre económico masivo que provocaría niveles de desempleo superiores a los de la crisis financiera del período 2008-09, y una caída del PIB trimestral nunca vista, ¿habrían creído que el S&P 500 subiría durante este año? De hecho, antes de que el mercado retrocediera un poco en septiembre, el índice S&P ya había subido un 11%. ¡Y no olvidemos que en marzo había caído un 32%!

“Si poseemos empresas destacadas con gestiones sobresalientes, nuestro período de tenencia preferido es para siempre”, Warren Buffett

Ha sido un año aterrador para los inversores y muchos han tenido la desgracia de liquidar sus posiciones durante los oscuros días de marzo, sólo para llegar tarde a la recuperación. Son tiempos en los que la paciencia de los inversores tiene recompensa. A veces esperamos años hasta una recuperación total del mercado, como ocurrió del 2008 al 2013. Otras veces, sin embargo, la recuperación se produce con una rapidez sorprendente y los que intentan predecir los mejores momentos para entrar y salir del mercado se quedan rezagados.

Dicho esto, habrá más obstáculos y catalizadores potenciales durante lo que queda de 2020. Los inversores esperan que se apruebe una vacuna contra la COVID-19 en los EE. UU. antes de fin de año. Está previsto que Pfizer publique los datos de su ensayo de fase 3 a finales de octubre, y entonces la FDA dispondrá de un par de meses para aprobarla antes de que entremos en 2021. Las elecciones presidenciales de EE. UU. son el 3 de noviembre. Por último, el mercado sigue esperando otra ronda de estímulos fiscales.

Se podría argumentar que salir del mercado antes de las elecciones sería la opción más conservadora, ya que nos enfrentamos a una situación desconocida con riesgo de caída en los mercados. Es cierto que se desconoce el resultado de las elecciones, pero ello no es motivo suficiente para abandonar.

Por ejemplo, un escenario potencialmente negativo para el mercado sería unas elecciones en las que ganara la *marea azul*. En este escenario, el candidato presidencial demócrata Joe Biden ganaría las elecciones y su partido asumiría el control de las dos cámaras del Congreso. Probablemente, aumentarían los impuestos corporativos y de las personas físicas, y se intensificaría la regulación. Si creen que este resultado es probable, seguramente estén tentados a vender ahora. Sin embargo, en un gobierno controlado por los demócratas también habría algunos aspectos positivos para el mercado. El principal sería que el Partido Demócrata se movilizaría para aprobar un paquete masivo de estímulos de 3 mil millones de dólares. Recuerden que en mayo, la Cámara de Representantes, controlada por los demócratas, aprobó un paquete de estímulos de 3 mil millones de dólares que no pasó del Senado, controlado por los republicanos. En unas elecciones con resultado de *marea azul*, este proyecto de ley saldría del cajón y pasaría a ser ley. Pero podría haber más aspectos positivos. Esperamos que si Joe Biden es presidente probablemente desescale las tensiones comerciales tanto con China como con la Unión Europea.

Intentar marcar estos acontecimientos probablemente no convenga a la mayoría de los inversores; pero en el pasado se ha demostrado que poseer acciones de calidad a largo plazo puede ser un acierto.

Charles Castillo
Gestor sénior

Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

Oro

Está siendo un año de oro para el oro. ¿Debemos apovechar cualquier corrección en este activo para invertir en él? Parece que los motivos que han hecho que el oro se aprecie van a continuar en el medio plazo.

El oro tiende a comportarse inversamente a los tipos de interés reales. Cuando los tipos se sitúan en negativo o cerca, el precio del oro se eleva. En un año, en que la Reserva Federal ha tenido que bajar los tipos de interés de manera tan agresiva, el oro no ha faltado a su cita. No hay visos de que la Reserva Federal fire su estrategia y continuará siendo acomodaticia, por lo que no es un riesgo para el oro.

Además, hay otros motivos que han favorecido la revalorización del oro:

- Muchos países emergentes están aumentando sus reservas de oro, especialmente India y China.
- La crisis financiera provocada por la pandemia ha hecho que el oro actúe

como activo refugio, y se considera que descorrelaciona con el resto de activos.

- Cada vez es más común utilizar ETFs para invertir en oro, el acceso al mercado del oro se ha facilitado y popularizado mucho, en el último año ha habido una entrada de volumen récord en los ETF sobre oro, lo que también empuja su precio al alza.

De este modo, no parece que ninguno de los factores descritos anteriormente vaya a cambiar próximamente.

Muy diferente será cuando pase la actual crisis financiera y se disipen las dudas de cómo saldremos de ella. Pero hasta entonces, los factores descritos en esta nota no deberían cambiar y por tanto tampoco nuestra visión constructiva en el oro.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista de inversiones*

DIVISAS

¿Las elecciones afectarán al dólar?

Seguimos manteniendo nuestra visión de un dólar débil, aunque el cambio ha experimentado un cierto respiro recientemente. La aceleración de los casos de COVID-19 en Europa, acompañada de nuevas medidas restrictivas en ciertos países y el aumento de la volatilidad de los mercados, fueron probablemente la causa de esta inversión.

En el informe del último trimestre dijimos que no nos sorprendería ver una pausa en la tendencia bajista del dólar, ya que recupera su estatus de refugio en medio de la volatilidad de los mercados. No obstante, esta inversión probablemente será de corta duración si una segunda ola global de COVID-19 no mella considerablemente el crecimiento y la predisposición al riesgo. Un elemento que podría amenazar nuestra visión es el Brexit, pues entramos en la fase final de las negociaciones. Un resultado sin acuerdo sería muy negativo para la libra esterlina y, en menor medida, para el euro. Pero el motor clave a corto plazo serán las elecciones de los Estados Unidos. Dependiendo del resultado, las decisiones sobre el gasto, la polí-

tica fiscal, la política exterior y la regulación serán muy diferentes. Si Trump es reelegido y el Congreso sigue dividido, las preocupaciones por el aumento de los impuestos y la regulación disminuirán y probablemente darán algo de fuerza al dólar. Si, por el contrario, Biden y los demócratas logran ganar el Senado, más gasto, más impuestos y más institucionalidad serán negativos para el dólar. Pero este sería también un escenario negativo para los mercados y, por lo tanto, el dólar podría ser utilizado como un activo refugio. Finalmente, una victoria de Biden pero un Congreso dividido implicaría un bloqueo interno y el dólar podría debilitarse aún más.

En última instancia, el valor del dólar a largo plazo depende de muchos factores diferentes, y el año de las elecciones puede proporcionar solo algunos obstáculos en el camino en lugar de un cambio completo de la tendencia.

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

Oro



Fuente: Bloomberg

La expansión monetaria influye sobre el precio del oro.

Tipo de cambio EUR/USD

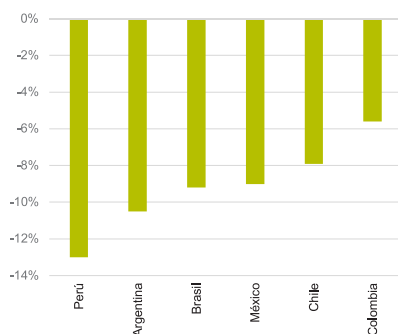


Fuente: Bloomberg

Recientemente hemos visto una pausa en la tendencia bajista del dólar.

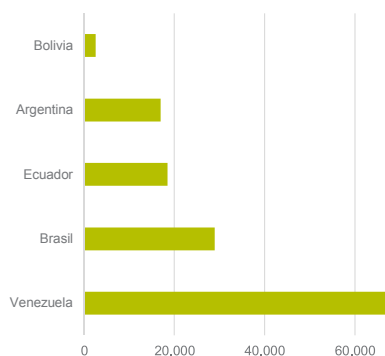
Latinoamérica

Estimación de contracción del PIB en 2020



Fuente: Cepal

Préstamos de China en Latinoamérica (millones de dólares)



Fuente: Centro de Estudios Diálogo Interamericano

Préstamos de doble filo

La expansión fiscal y monetaria de los países latinoamericanos para hacer frente a la crisis económica traerá consigo un aumento de la deuda externa, donde el papel de China es cada vez más relevante.

Latinoamérica está siendo una de las regiones más afectadas por la COVID-19. Desde el punto de vista sanitario, varios de sus países se incluyen entre los que más contagios y muertes por millón de habitantes cuentan en todo el mundo. Económicamente también está siendo fuertemente golpeada. En su última actualización, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima que el PIB de la región se contraerá el 9,1% en 2020; en países como Perú o Argentina con caídas de doble dígito y en México y Brasil en cotas muy cercanas al 10%. La respuesta de los gobiernos está siendo diversa: Chile es el país que más estímulos fiscales ha planteado, del 11,5% sobre el PIB, seguido de Perú (10%) y Brasil (7,4%). México, por su parte, es el que menos recursos ha destinado en el ámbito fiscal, con tan solo el 0,6%. Desde el punto de vista monetario también son Chile, Brasil y Perú los países que han implementado mayores decisiones de expansión.

El aumento en los déficits será sufragado mediante el incremento de la deuda externa de los países, tanto en el mercado público como en el privado. En este último, un país está ganando cada vez más peso en la región: China. A través de empresas estatales como el China Development Bank o el Export-Import Bank of China, el gigante asiático se ha convertido en los últimos años en el banquero de América Latina. Los préstamos directos ascienden a más de 150.000 millones de dólares. El caso más conocido es el de Venezuela, inmersa en una descomunal crisis social y económica y que no encuentra muchas más alternativas de financiación en el mercado internacional. Sin embargo, otros países como Brasil, Ecuador, Argentina o Bolivia están recibiendo apoyo financiero de China a través de esta vía, y cada vez en mayor medida.

Pero, ¿qué busca China con estas inversiones en América Latina? La respuesta es bastante evidente: ganar influencia económica y política. En el ámbito económico suele exigir, a cambio de los préstamos, que los países compren maquinaria y productos manufacturados chinos, o bien que

sean compañías chinas las que realicen ciertas obras de infraestructura. Por ejemplo, en Bolivia, las empresas chinas han sido adjudicatarias de más de una veintena de proyectos de carreteras y puentes desde 2013. Otra fórmula, ya empleada en Venezuela, son los llamados loans-for-oil, préstamos por los que, en caso de insolvencia por parte del país, China recibiría petróleo como medio de pago. Esta solución sería potencialmente aplicable a otras materias primas que abundan en Latinoamérica y en las que China tiene gran interés.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima que el PIB de la región se contraerá el 9,1% en 2020

Con el aumento de la deuda externa, es inevitable pensar en la «década perdida» de Latinoamérica de los años ochenta, cuando varios países se vieron incapaces de hacer frente a sus obligaciones crediticias tras una crisis económica global y la caída del precio de las materias primas. Si bien es cierto que la situación es diferente, pues no se esperan subidas de tipos de interés en los desarrollados que provoquen fugas de capital como las de entonces, quien no conoce la historia está condenado a repetirla.

En el ámbito político, Latinoamérica también interesante para China, en un momento clave de rivalidad con Estados Unidos, que históricamente ha considerado la región como su área de influencia natural. China ha sido capaz de establecer estrechos lazos diplomáticos no solo con los países con gobiernos de mayor afinidad ideológica, sino también con naciones con las que históricamente no había tenido relación, como Panamá o la República Dominicana.

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 Suiza:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Private Investment Management, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Association Suisse des Gérants de Fortune. Este documento no es producto de ninguna "Financial Research Unit" y no está sujeta a las "Directives on the Independence of Financial Research" de la Asociación de Bancos Suizos. Este documento no ha sido preparado de acuerdo con los requisitos legales y regulatorios para promover la independencia del research y no está sujeto a ninguna prohibición en referencia a su difusión. Por lo tanto, las restricciones regulatorias sobre Crèdit Andorrà Financial Group en relación a cualquier instrumento financiero mencionado en cualquier momento antes de su distribución no serán de aplicación.
- **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
