

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

Contes

Bona part del que passi als mercats dependrà de quina història ens expliquem com a inversors. La que ens ha impulsat durant aquesta dècada sembla esgotada.

És probable que els humans siguem l'espècie dominant del planeta gràcies a la nostra capacitat per explicar-nos (i creure'ns) històries. Gràcies a això, som l'únic animal capaç de col·laborar en nombre i forma tal com ho fem. Les formigues i les abelles col·laboren a milers, però en tasques molt limitades. Els ximpanzés o els llops són capaços d'una gran flexibilitat, però en grups reduïts. Gràcies a conceptes gens tangibles, com ara *religió* o *diners*, nosaltres ens coordinem de formes extraordinàriament complexes. La idea —de Yuval Noah Harari, una de les mentes més il·lustres de l'actualitat, en opinió d'un servidor— que una cosa que imaginem conjuntament ens defineix com a espècie és aplicable també als mercats financers.

Com a inversors, tendim sovint a explicar-nos històries. I a creure'ns-les, fins i tot quan van en contra del sentit comú. Som un animal social i, com a tal, cerquem l'acceptació dels nostres congèneres. Si tots paguen múltiples astronòmics per empreses tecnològiques, ningú no vol dur la contrària i els pocs que ho fan són desacreditats per la resta: Warren Buffett es va negar a participar en la bombolla tecnològica de finals dels noranta i tothom el va donar per acabat com a inversor.

Per aconseguir invertir bé hem d'interioritzar el que acabem d'explicar. És important fer un diagnòstic correcte tant de la realitat com de la percepció que el mercat té d'aquesta realitat. Hem d'intentar entendre quina història s'està explicant el mercat i en quin moment aquesta es fa insostenible i muta a una altra de nova. Creiem que això ja pot estar passant. Durant aquesta última dècada ens hem acostumat a uns bancs centrals que intervenen il·limitadament, a inflacions baixes i a tipus subterranis. El mercat sembla convençut que aquesta poció tindrà continuïtat fins a la fi dels temps. Això només pot

comportar més pujades dels actius financers. Però la nostra opinió és que el canvi de dècada ens obligarà a replantejar-nos la narrativa actual. Si la història serveix de precedent —i ja podeu tenir clar que tard o d'hora sempre és així—, sempre que s'ha combinat endeutament excessiu amb diners fiduciaris (és a dir, sense el suport de cap actiu real) la inflació acaba per aparèixer. Els tipus zero o negatius no són ni naturals ni sostenibles. I els bancs centrals han esgotat la majoria de trucs dels seus manuals de prestidigitació per captar l'atenció dels mercats. Quan vingui una nova crisi, la solució haurà de ser necessàriament fiscal. Aquesta tendència a gastar el que no es té s'accentua també a causa del creixement dels populismes al planeta. Aquests excessos fiscals també s'hauran de monetitzar —no hi ha cap altra solució políticament acceptable—.

En aquest entorn, els actius reals són la millor solució per protegir els nostres estalvis. Dues mencions especials en aquest apartat. La renda variable pot patir en algun moment, quan l'economia es torci o sorgeixi alguna crisi temporal, però és precisament llavors que s'ha de comprar amb afany, perquè és l'actiu que millor protegeix els nostres estalvis de la inflació. Tampoc no hauríem d'oblidar l'or en les nostres carteres. En primer lloc, perquè és dels pocs actius que realment serviran per diversificar les carteres quan les coses vagin mal dades; aquest paper el solia tenir la renda fixa, però ens costa d'entendre que pugui continuar sent tan útil des dels nivells actuals. I, sobretot, perquè en la majoria de les narratives que som capaços d'imaginar acaba funcionant molt bé.




David Macià, CFA
 Director d'Inversions

ÍNDEX

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

Estratègia





Assignació d'actius (2020 1T)

- Monetari 
- Renda fixa 
- Renda variable 


Renda fixa

- GOVERN:
 - EUA 
 - Eurozona 
- GRAU D'INVERSIÓ:
 - EUA 
 - Eurozona 
- HIGH YIELD:
 - EUA 
 - Eurozona 
- MERCATS EMERGENTS 

Renda variable

- EUA 
- Eurozona 
- Japó 
- Emergents 

Matèries primeres

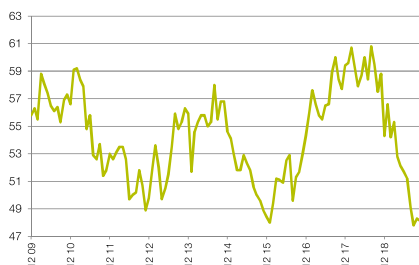
- Petroli 
- Or 

Divises

- EUR/USD 
- JPY/USD 

Situació macroeconòmica

ISM manufacturer



Font: Bloomberg

El sector manufacturer als Estats Units sembla que ha tocat fons, amb l'índex ISM arribant als mínims del 2016.

Taxa d'atur americana



Font: Bloomberg

La taxa de l'IPC dels Estats Units es va mantenir moderada en el 2,1% al novembre.

PMI compost de l'eurozona



Font: Bloomberg

El PMI compost de l'eurozona es va mantenir per sobre de 50, fet que encara indica expansió.

El creixement mundial s'hauria de recuperar

La guerra comercial global va provocar el 2019 un fort xoc d'incertesa que va afectar el creixement i va suposar un gir enorme cap a polítiques monetàries més conservadores. Les perspectives semblen més positives ara que els Estats Units i la Xina han signat un acord comercial preliminar, i creiem que el creixement global s'accelerarà el 2020.

Més enllà de l'impacte negatiu directe dels aranzels, la guerra comercial mundial va afectar la confiança empresarial i va provocar una forta recessió en el sector manufacturer. La desacceleració es va agreujar per la caiguda de la indústria de l'automòbil, ja que la demanda a la Xina es va veure afectada per l'augment d'impostos, i el canvi en la regulació i la prohibició del dièsel va afectar la producció alemanya. Tanmateix, els temors de recessió van ser massa exagerats. Els països més exposats al comerç i al sector manufacturer, com Alemanya, en van ser els més afectats, mentre que els que depenen més de la demanda interna, com els Estats Units, van acabar el 2019 amb tan sols una lleugera disminució de la taxa de creixement del PIB. En la majoria, l'impacte en el sector de serveis va ser mínim, ja que el consum intern es va mantenir fort.

Els indicadors econòmics recents confirmen que el sector manufacturer cau substancialment i que la desacceleració disminueix

Per a la majoria d'analistes les pors de recessió s'han dissipat completament, però la mera longevitat del cicle actual continua preocupant alguns inversors pessimistes. De fet, aquest cicle està a punt de convertir-se en l'expansió ininterrompuda més llarga des de 1860. Els cicles llargs poden originar excessos, acompanyats d'una caiguda. Les valoracions d'actius solen estar a nivells extrems quan això succeeix i les conseqüents correccions del mercat endureixen encara més les condicions financeres i creen una espiral de retroalimentació negativa entre l'economia i els mercats. No neguem que hi hagi riscos –els nivells de deute són elevats i el marge de maniobra dels bancs centrals es redueix–, però aquests factors per si mateixos no són suficients per desencadenar una recessió. Normalment, les recessions tenen lloc després d'un període de política monetària restrictiva, que s'aplica en resposta al reescalfament de l'economia i a l'increment de les pressions inflacionistes. De moment,

la inflació continua disminuint tot i que les condicions per a una remuntada són vigents atesa la fortlesa del mercat de treball. Als EUA, la darrera dada de la inflació la situava en el 2,1%. Finalment, en el pitjor dels casos, els bancs centrals es mantindran a l'expectativa el 2020.

L'acord comercial inicial entre la Xina i els EUA restableix un cert nivell de confiança que hauria d'ajudar a augmentar l'activitat inversora. L'efecte retardat de la flexibilització monetària sincronitzada també hauria de contrarestar part de la debilitat. Per confirmar aquest punt de vista, els indicadors econòmics recents suggereixen que la desacceleració global està disminuint. Els PMI al Japó, la zona euro i els EUA confirmen que la fabricació global està baixant en picat. No obstant això, els indicadors de creixement a l'eurozona probablement només milloraran de manera moderada els mesos següents, ja que un creixement més fort pot requerir estímul addicional. Com s'ha esmentat anteriorment, els bancs centrals desenvolupats estan a prop del límit del seu espai de polítiques, per la qual cosa s'ha fomentat la política fiscal perquè prengui el lideratge i intenti impulsar l'economia. No obstant això, hi ha hagut pocs senyals visibles d'ajuda fiscal, per no dir molt pocs. Els països amb més marge de maniobra són reticents a emprar-la, com ara Alemanya, i probablement hauríem de veure com empitjora la situació econòmica abans de veure un estímul fiscal considerable.

La nostra hipòtesi de base només apunta a una modesta recuperació econòmica el 2020 i està condicionada a un acord entre la Xina i els EUA. La guerra comercial probablement continuarà com una preocupació persistent, ja que un acord íntegre indubtablement tindrà punts forts i inconvenients, sobretot perquè ens atansem a les eleccions del novembre. Si les tensions reapareixen, la confiança empresarial rebria un altre contratemps i l'activitat se'n veuria afectada una altra vegada.

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

Renda fixa

L'any de la no-normalització monetària

El 2019 es presentava com l'any de la normalització monetària pels bancs centrals. Les incerteses polítiques (la guerra comercial entre la Xina i els EUA i el Brexit) els van fer canviar de rumb amb l'aplicació de noves polítiques monetàries expansives amb l'objectiu de donar suport al creixement.

A final de l'any passat els bancs centrals es preparaven perquè el 2019 s'iniciés el procés de normalització monetària, però les incerteses polítiques, amb la guerra comercial entre els EUA i la Xina en primer lloc, feien témer pel creixement i van obligar els principals bancs centrals a fer marxa enrere i a plantejar més polítiques monetàries expansives. Així, els principals bancs centrals del planeta (EUA, la Xina, el Japó, zona euro) han augmentat el seu balanç. La Reserva Federal va abaixar el tipus d'interès de referència des del 2,5% fins a l'1,75% i va augmentar el seu balanç per fer front als problemes de liquiditat que se li van presentar en el mercat de *repos*. El Banc Central Europeu va anunciar durant el setembre una reducció de 10 punts bàsics del tipus de dipòsit i va lliurar un nou QE sense termini final, amb compres de bons per un import de 20.000 milions mensuals.

Coincideix un escenari on els bancs centrals injecten liquiditat juntament amb la disminució de les incerteses comercials

Tot apunta que 2020 serà un any caracteritzat per la continuïtat de la desacceleració econòmica en les principals economies, encara que sembla improbable que caiguem en una recessió global. Per primera vegada en molts trimestres coincidirà un escenari on els bancs centrals seguiran injectant liquiditat en el mercat amb una disminució de les incerteses comercials que han marcat l'any després de l'aprovació de la fase 1 de l'acord comercial entre els EUA i la Xina i de la clara victòria de Boris Johnson en les eleccions del Regne Unit que apunten a la consecució d'un Brexit ordenat.

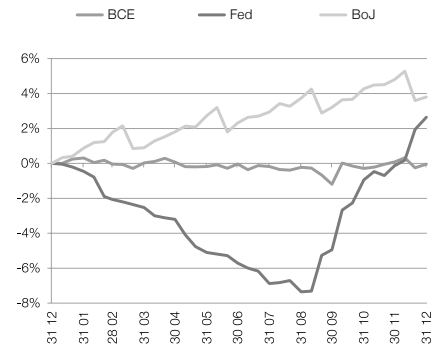
Així, els principals bancs centrals ja han anunciat que continuaran amb el pilot automàtic durant el 2020, cosa que constitueix, sens dubte, la millor notícia i suport per a la renda fixa. No obstant això, cal seguir alerta davant riscos potencials per anar adaptant les estratègies, si fos necessari:

- Noves amenaces proteccionistes que puguin sorgir, particularment a Europa, i queda per veure què comportarà la fase 2 de la negociació entre els EUA i la Xina, ja que incorpora el gros del contingut, amb punts clau com el de la propietat intel·lectual.
- Els bancs centrals han demostrat la rapidesa amb què poden canviar de rumb. Un gir d'actuació suposaria un impacte rellevant per la seva gran influència en els mercats.
- Europa pot trigar més de l'esperat a oferir l'estímul fiscal que reclama la nova governadora del BCE, Christine Lagarde.
- Risc que hi pugui haver signes d'inflació, cosa que faria pujar els tipus d'interès a llarg termini encara que els bancs centrals no apugin els seus tipus de referència.
- Els diferencials de crèdit són a la zona de mínims, promoguts per un escenari de tipus *low forever* que fa que els inversors inverteixin en bons amb qualitat creditícia inferior, cercant *yield*. El risc és cada vegada més asimètric, ja que els preus elevats dels actius de renda fixa tenen una limitació superior a l'alça i més caigudes potencials.
- Els mercats emergents tendeixen a beneficiar-se de més liquiditat, de tipus baixos als EUA i d'un dòlar feble. Si finalment no es compleix que el dòlar mostri la debilitat que s'espera, aquesta tipologia d'actius es veurien afectats.
- Eleccions presidencials als EUA.

Veiem amb optimisme l'inici del 2020 davant la perspectiva del suport dels bancs centrals, que continuen injectant liquiditat, i la disminució de les incerteses que han marcat el 2019. L'anàlisi i la selecció dels emissors, la diversificació i l'adaptació activa als potencials riscos, que sempre sorgeixen, seran els millors companys de viatge per al nou any.

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

Balanç dels principals bancs centrals

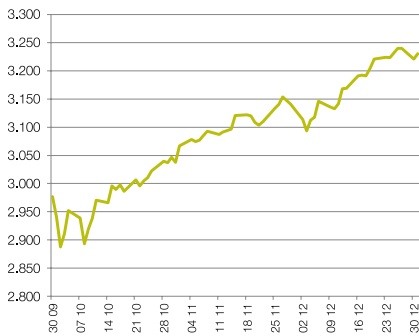


Font: Bloomberg

El balanç dels principals bancs centrals ha continuat augmentant.

Renda variable

S&P 500



Font: Bloomberg

Després d'un robust 4T19, pot una política monetària favorable sostenir la renda variable el 2020?

Rendiment del Tresor dels Estats Units a 10 anys



Font: Universitat de Michigan

El consum estatunidenc representa el 70% de l'economia i se sent força segur de cara al 2020.

Diner fàcil en suport de la borsa

Els mercats van caure a final del 2018 per por que la Fed conduís l'economia dels Estats Units cap a una recessió, però el 2019 es van recuperar amb força en veure que era un temor infundat. El 2020 arriba ple de potencials dificultats, però la política monetària acomodaticia és un elixir potent per al mercat.

Un 2019 espectacular per als mercats de valors va fer que l'S&P 500 assolís màxims històrics, tot i les moltes narratives pessimistes: guerra comercial Estats Units-Xina, corba de rendiment invertida, recessió en els beneficis de les empreses, procés de destitució del president Donald Trump i més soroll polític dels candidats presidencials d'esquerres dels Estats Units.

Aquest 2020 podem continuar amb aquestes mateixes preocupacions baixistes, sense oblidar que el president Donald Trump ha començat l'any amb una provocació a l'Orient Mitjà, però cal esperar que el mateix factor que va impulsar els mercats el 2019 continuï el 2020. És previsible que la política monetària segueixi sent acomodaticia, amb la Reserva Federal a l'expectativa amb el seu tipus d'interès de referència mentre amplia agressivament el balanç. Conjuntament, el Banc del Japó, el BCE i la Fed augmenten els balanços respectius un total de 100.000 milions al mes! Com que els mercats estan inundats d'efectiu a la recerca d'inversions, els tipus d'interès tan baixos fan que la renda variable continuï sent atractiva davant els bons.

Tres bancs centrals (Fed, BCE, BoJ) augmenten els seus balanços un total de 100.000 milions al mes!

El consens entre els economistes és la desacceleració dels Estats Units aquest 2020. Això ho tenim clar, però les perspectives no són pas tan ombrívoles. Cal recordar que l'estímul monetari actua amb diversos mesos de retard, cosa que és un bon presagi per al 2020. El consum als Estats Units, el veritable cor de l'economia, continua fort, amb un atur de només el 3,5% i un impuls positiu dels salaris per hora durant la segona meitat del 2019. I, a més, la inflació moderada és l'excusa perfecta per al suport de la Fed a l'expansió econòmica.

Això no vol pas dir que el 2020 serà un any fàcil i amb poca volatilitat per als mercats. La confiança de les empreses es podria començar a recuperar, ja que els Estats Units

i la Xina han arribat a un acord comercial de fase u, però les negociacions sobre els temes més problemàtics s'han deixat per a l'inici de les converses sobre un acord de fase dos. Seria ingenu esperar que puguin arribar fàcilment a l'entesa sobre qüestions com ara el robatori de propietat intel·lectual i les reformes estructurals a la Xina. A més, les eleccions nord-americanes del 2020 prometen provocar cremor d'estómac entre els inversors. Una Casa Blanca i un Congrés controlats pels demòcrates no només revocarien les retallades d'impostos de Trump, sinó que probablement n'aplicarien de nous (impost al patrimoni). En aquest escenari de malson podria haver-hi un retrocés del mercat del 20% o fins i tot del 30%.

Per sort, veiem aquest resultat molt improbable, però segur que els inversors estaran molt atents a les enquestes. Un altre escenari una mica menys negatiu seria el d'un candidat demòcrata d'extrema esquerra a la Casa Blanca però amb els republicans forts al Senat. Les retallades d'impostos no correrien perill, però és probable que el president pertorbés els sectors de l'energia i la salut, regulés excessivament els bancs i intentés segregat algunes companyies tecnològiques de gran capitalització (Facebook, Alphabet, Apple). Tanmateix, la nostra previsió és que guanyi Trump o un demòcrata moderat.

Potser hi haurà molts sots en el camí, però veiem la Fed amb actitud d'ajudar el mercat de renda variable dels Estats Units perquè creixi moderadament durant el 2020.

Charles Castillo
Gestor sènior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Bateries i minerals

Com cada vegada que una tendència és disruptiva, comporta canvis radicals. En un tancar i obrir d'ulls pot canviar completament el panorama i les expectatives que es tenien.

El món de les bateries s'està adaptant ràpidament a les necessitats que té el món. Els cotxes elèctrics es presenten com el futur més ecològic per al transport.

IBM ha anunciat que ha creat una bateria que no utilitza cobalt ni liti, i es basaria en nous materials extrets de l'aigua del mar. Gràcies a aquest canvi de disseny, la bateria d'IBM seria més lleugera, menys inflamable i molt més barata de fabricar. Daimler dona suport al seu desenvolupament comercial.

El cobalt, que es troba sobretot a la República Democràtica del Congo, ja comença a escassejar. Però com poden veure, descobriments d'aquest estil poden eliminar d'un cop de ploma problemes com aquest.

Podria ser molt temptador especular sobre el preu dels diferents materials que es fan servir per a les bateries dels vehicles, però la

realitat mostra que en un entorn tan canviant, pot ser una inversió de molt risc apostar per qualsevol d'aquests materials o de les companyies que els produeixen.

D'altra banda, sempre ens quedarà l'or. Lluny d'especular si s'utilitzarà o no en qualsevol procés industrial, l'or, per un tema cultural de dècades i dècades, té la demanda assegurada. Serà una demanda més creixent o menys creixent depenent del període, però és segura.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista d'inversions*

DIVISES

L'euro hauria de pujar a mesura que es recuperi el creixement

El dòlar es va continuar enfortint el 2019, a mesura que les tensions comercials afectaven més les economies orientades a les exportacions i menys les basades en el consum –com els Estats Units, que alhora es beneficiaven dels efectes retardats de l'estímul fiscal–, i també l'afavoria un tipus d'interès més elevat. Si la nostra avaluació d'un repunt econòmic global és correcta, l'euro s'hauria de reforçar el 2020 en paral·lel que s'esvaeixi la guerra comercial, el Brexit es dugui a terme de manera ordenada i les polítiques monetàries continuïn sent favorables. Aquest escenari més positiu hauria de tranquil·litzar els inversors i els fluxos haurien de tornar a la zona euro, cosa que consolidaria encara més la moneda.

Això no vol dir que aquesta predicció no tingui riscos. La recuperació el 2020 continua basant-se en una delicada operació d'equilibri i depenent de la dissipació de les tensions comercials. No esperem un moviment significatiu en els tipus de canvi, ja que requeriria una recuperació en forma de 'V', i l'alça de l'euro també se'n pot veure afectada per l'ús com a moneda de finançament a causa de la seva

baixa rendibilitat. De fet, els inversors poden obtenir préstecs en euros i després invertir els beneficis en actius amb un rendiment més alt denominats en altres monedes. El canvi de divises també es veurà afectat per les notícies sobre les eleccions als Estats Units, en funció de qui són els candidats, les seves polítiques i la seva capacitat per aplicar-les.

En aquest context d'incertesa, continuem creient que és important equilibrar les carteres de valors i incorporar-hi cobertures que puguin ajudar a protegir-ne el rendiment global. El ien és un dels pocs actius que serveixen com a cobertura quan les coses es compliquen. Per tant, aprofitaríem qualsevol debilitat en cas que la tendència al risc continuï al començament del 2020 per consolidar posicions en la moneda nipona.

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

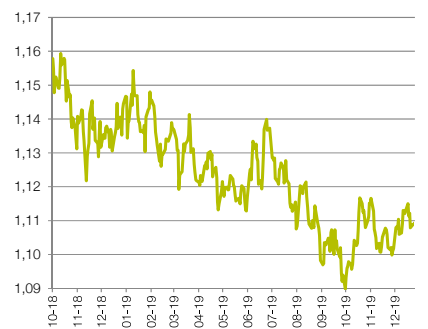
Preu del petroli



Font: Bloomberg

Pujada diària del petroli més important dels últims trenta anys.

Tipus de canvi EUR/USD

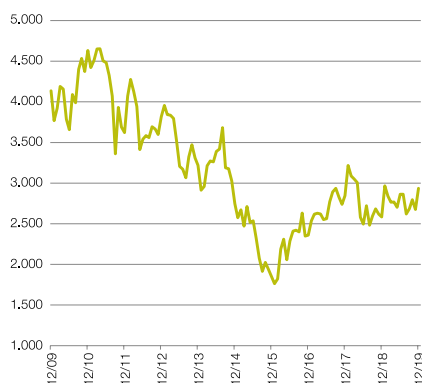


Font: Bloomberg

L'euro sembla que ha tocat fons el 2019 i s'hauria d'apreciar a mesura que el creixement es recuperi el 2020.

Llatinoamèrica

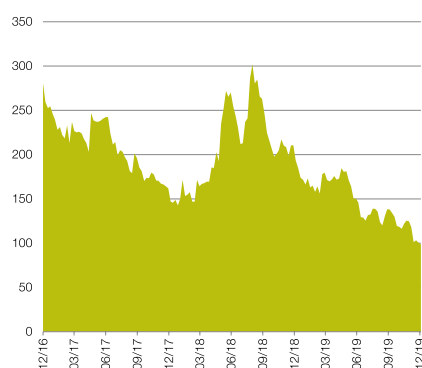
Tipus de canvi USD/ARS



Font: Bloomberg

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

El CDS del Brasil a 5 anys



Font: Bloomberg

El CDS, o assegurança contra impagament, del Brasil a cinc anys ha baixat per sota de 100 punts bàsics per primer cop des del 2010.

Creixement baix i inestabilitat social

L'Amèrica Llatina ha vist com es revisaven a la baixa les expectatives de creixement per al 2020 enmig d'un clima de descontentament, reflectit en importants protestes en tota la regió.

Luis Alberto Moreno, president del Banc Interamericà de Desenvolupament, va publicar el 2011 *La dècada de Amèrica Llatina y el Caribe: una oportunitat real*. En aquest benintencionat informe presentava una sèrie de motius pels quals aquests deu anys que just s'han acabat havien de suposar l'enlairament definitiu de la zona en els àmbits econòmic, social i institucional. L'inici va ser esperançador, amb un creixement per a la regió del 5,9% el 2010. Però l'alegria va durar poc. A partir del 2013, l'avenç mitjà amb prou feines ha assolit el 0,8%, per bé que amb importants diferències entre països. El que sí que ha estat un denominador comú és que les desigualtats socials amb prou feines s'han reduït, amb un augment decebedor de la classe mitjana i un índex de pobresa estimat per l'ONU del 31%, molt semblant al del 2010. El descontentament social s'ha manifestat durant els últims mesos en forma de fortes protestes en una dotzena de països, inclosos l'Equador, Colòmbia, l'Argentina, Nicaragua o Xile. Aquest últim és el cas més cridaner, si tenim en compte que el país andí ha liderat el continent en termes de creixement econòmic i que aquests últims anys ha suposat per a molts països el mirall on mirar-se. Malgrat que no estem davant una altra "dècada perduda" com la dels vuitanta, Moreno va ser massa optimista.

Les nostres perspectives per als països més importants de la zona són diverses per a l'any vinent. El Brasil, el gegant de la regió, és el nostre favorit. Després de les pensions, les reformes fiscal i institucional mostren avenços i afavoreixen l'apetit inversor. Les mesures preses per l'executiu han aconseguit reduir el dèficit fiscal fins al 5,7% del PIB. El banc central va retallar la taxa Selic 50 punts bàsics, fins al 4,5%. Tot això ha servit per dinamitzar i estimular una economia que estava estancada. El CDS, o assegurança contra impagament, del Brasil va caure a nivells inferiors als 100 punts, cosa que demostra confiança dels inversors en la marxa de l'economia carioca.

A Mèxic, malgrat el to menys combatiu del president López Obrador, els dubtes sobre el seu mandat són encara més grans que les certes. L'FMI pronostica un creixement de l'1,3% el 2020, la inflació s'ha desaccelerat i l'activitat econòmica continua feble, cosa

que ha fet que el Banc Central de Mèxic continuï la seva política expansiva, traduïda en més retallades de la taxa de referència -7,25% actual per a una rebaixa total de 100 punts el 2019.

Els bancs centrals s'han unit a la tendència global d'expansió monetària

A Xile, malgrat que l'economia se sustenta en institucions sòlides, les protestes han afectat tots els àmbits: el peso xilè està fortament devaluat, l'índex d'activitat econòmica va caure a l'octubre un 3,4% interanual i s'espera que el del novembre ho hagi fet entre el 6% i el 7%. Tant la producció industrial com el consum es veuen fortament afectats, per la qual cosa infraponderem el país andí.

En la mateixa línia no trobem atractiu Colòmbia en les circumstàncies actuals d'inestabilitat social i institucional. La divisa s'ha recuperat durant el desembre després dels mínims històrics de 3.500 pesos per dòlar. Mantenim una posició neutral sobre el Perú, a l'espera de les eleccions generals del 26 de gener vinent, i no canvia la perspectiva negativa sobre l'Argentina, amb pràcticament tots els indicadors econòmics en contracció.

Llatinoamèrica s'enfronta a importants desafiaments els anys futurs. A l'exigència de transformar el model productiu cap a una obertura, diversificació i innovació més grans per elevar la productivitat, cal afegir-hi la necessitat de compaginar-ho amb el suport d'una societat cada dia menys pacient amb una classe política que, en molts casos, no ha estat a l'altura de les circumstàncies.

Juan Gestoso Ruiz
Analista d'inversions

Avís legal

Aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group.

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

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

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

Avís per a:

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



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
