

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

De festa

Continuen els rebots dels actius de risc, a l'espera que es consolidi un fort rebot econòmic basat en una vacunació ràpida i esperonat pels estímuls fiscals i monetaris. Hi ha moltes raons per ser optimistes, però hi ha massa optimistes al mercat.

Aquest primer trimestre ha estat marcat per dos grans temes. D'una banda, s'anticipa l'aixecament de les restriccions a mesura que es vagi vacunant la població. Això passarà segur, però de manera desigual. S'està confirmant en alguns països –als EUA o Anglaterra, prop de la meitat de la població n'ha rebut almenys una dosi–, mentre que en altres escassegen. A Europa, només un 15% de la població l'ha rebuda, creix la pressió hospitalària i s'intensifiquen els confinaments. Als EUA, les reserves d'hotels ja estan a nivells pre-pandèmia i el nombre de vols s'hi va acostant. A Europa, es tem per l'estiu i es parla del passaport de vacunació.

L'altre gran factor que influeix en els mercats és un repunt en els trams llargs de les corbes. Els bancs centrals asseguren que tindran molta més paciència que en ocasions anteriors i els governs, molta menys disciplina fiscal que altres vegades en el passat. Aquesta combinació sol redundar en repunts de la inflació, i així ho anticipen els mercats; entre d'altres, en el rebot dels trams més llargs de les corbes. Tot això té implicacions profundes sobre molts actius. Tipus més alts impliquen tipus més elevats de descompte i, en teoria, una contracció de múltiples en les accions amb beneficis més puixants o estables. També alleugen els marges dels bancs i perjudiquen els que paguen dividend més alts, als quals els surt competència.

La intersecció d'aquests dos grans temes explica en bona part el comportament de la majoria d'actius des de principi d'any. Les dues coses semblen irrefutables. S'acabarà vacunant bona part de la població i la recuperació econòmica serà probablement una de les més potents de les últimes dècades.

Els tipus d'interès oficials es mantindran baixos, però els trams més llargs es veuran pressionats a l'alça. No hi ha alternativa al risc. El problema és que la línia argumental anterior serveix amb qualsevol nivell dels actius. Si l'S&P-500 estigués a 8.000 en comptes de rondar els 4.000, els faria dubtar en alguna cosa? El fet que gairebé hagi doblat durant l'últim any certament no sembla espantar ningú.

És difícil saber on hi ha el límit, però les valoracions acaben important. Cal no confondre tampoc arguments irrefutables amb realitats irreversibles. El futur, per definició, és incert. Quan hi ha molt d'optimisme (i és difícil, molt, trobar algú que no ho sigui avui dia), s'ha de ser prudent i invertir a mig gas –es guanyarà menys, però es guanyarà, si segueix tot a dalt, a canvi de perdre menys i poder aprofitar millor correccions inesperades. No s'han de tenir duracions altes només per maximitzar cupons–. Un increment de la inflació sembla irreversible, tard o d'hora. No s'ha d'apostar contra el dòlar –millor vacunació i més estímuls asseguren una recuperació més potent als americans–. I gaudeixin mentre duri l'alegria. Amb moderació.


David Macià, CFA
 Director d'Inversions CAAM

ÍNDEX

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

Estratègia

Assignació d'actius (2021 2T)

- 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

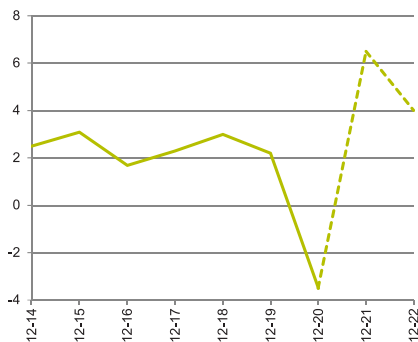
- Petroli 
- Or 

Divises

- EUR/USD 
- JPY/USD 

Situació macroeconòmica

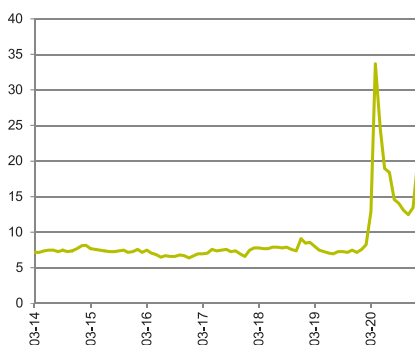
Evolució del PIB nord-americà



Font: Bloomberg

L'OCDE projecta un creixement nacional nord-americà del 6,5% des d'una previsió inicial del 3,2 %.

Estalvi personal dels EUA en % de la renda disponible



Font: Bloomberg

La taxa d'estalvi per llar se situa actualment en prop del 20%.

Índex de preus subjacent de consum personal nord-americà



Font: Bloomberg

L'indicador de la inflació preferit per la Reserva Federal ha augmentat d'un 0,92% el març de 2020 a més d'un 1,50%.

En via de recuperació

La pandèmia encara no s'ha acabat, però l'economia global està fent camí cap a la recuperació total durant els trimestres vinents, a mesura que la producció i la distribució de vacunes agafen ritme. La demanda latent, els importants estímuls fiscals i la laxitud significativa en les condicions financeres prometen refermar un creixement important aquest any.

Els economistes han millorat notablement les seves prediccions de creixement per al 2021, sobretot per als Estats Units, des que es va aprovar el paquet d'estímuls fiscals d'1,9 bilions de dòlars. Amb els dos programes previs, les mesures d'estímul gairebé tripliquen les que es van aprovar a l'inici de la crisi financera. L'OCDE augura que l'increment de la despesa governamental impulsarà aquest any el creixement nacional nord-americà d'una previsió inicial del 3,2% al 6,5%. També indica que beneficiarà altres economies, com a resultat del creixement de la demanda i el comerç als EUA. La previsió del creixement global del PIB se situa ara en un 5,6%, que representa més d'un punt percentual per sobre de la predicció de l'organització el desembre passat. La despesa nord-americana liderarà la recuperació, atès que la capacitat és molt sòlida i continua creixent. Els qui guanyin menys de 75.000 dòlars i les parelles casades que en guanyin menys de 150.000 rebran un pagament directe de 1.400 dòlars per persona. A més, la taxa d'estalvi per llar se situa actualment prop del 20%, i les famílies han acumulat al voltant d'1,6 bilions de dòlars en excés d'estalvis des de l'esclat de la pandèmia.

Si la inflació es dispara i la seva naturalesa és més estructural, les conseqüències podrien ser, en certa manera, més complicades

L'inici i la magnitud de la recuperació a Europa s'endarreriran a causa de les restriccions prolongades, un ritme de vacunació inferior a l'ideal i un programa d'estímuls fiscals menys important. Malgrat que durant l'últim trimestre de l'any passat la reducció del PIB va ser menor de la que es temia i es va situar en un -0,60%, és possible que l'alentiment durant aquest primer trimestre sigui pitjor del que s'esperava inicialment, ja que la tercera onada de contagis ha estat més persistent i ha fet que les restriccions s'allarguin. Els més afectats són els serveis, mentre que el sector de la fabricació

s'ha mantingut relativament bé. Tanmateix, aquests contratemps haurien de ser temporals i Europa hauria de seguir el mateix camí, si bé amb un cert retard.

La inflació serà la dada clau que haurem de vigilar aquest any. Si es manté moderada, les autoritats financeres podran retardar la reducció, i la situació econòmica podrà continuar en un estat òptim. Tanmateix, si es dispara i és més estructural, les conseqüències podrien ser, de certa manera, més complicades. De moment, els bancs centrals veuen l'acceleració transitòria, i la Reserva Federal ha promès mantenir les taxes oficials prop de zero fins que l'economia arribi a la màxima ocupació i la inflació anual superi el 2% "durant algun temps". L'indicador de la inflació preferit per la Reserva Federal ha augmentat d'un 0,92% el març de 2020 a més d'un 1,50%. És probable que creixi molt els mesos vinents pels efectes base, ja que l'any passat vam tenir marcadors baixos. Determinats sectors molt afectats per la pandèmia s'enfrontaran a una gran recuperació de la demanda, si bé podria haver-hi escassetat de subministrament i pressió en els preus. Els preus del petroli i de la majoria de primeres matèries han augmentat molt, i això passarà factura a la inflació.

Tanmateix, tots aquests factors haurien de ser temporals i, així com l'efecte base d'aquest any juga a favor d'estimar xifres superiors de la inflació, l'efecte base de l'any que ve tindrà l'efecte oposat. La gran pregunta és si els grans estímuls fiscals i la política monetària expansiva podrien provocar un canvi més estructural en la trajectòria de la inflació. Si fos així, la Reserva Federal es quedaria enrere i es veuria en l'obligació d'augmentar ràpidament els tipus d'interès, cosa que podria impedir la recuperació i situar l'economia en una recessió per l'enorme càrrega de deute.

Jadwiga Kitovitz, CFA
Directora Gestió Multiactiu
i Clients Institucionals

Renda fixa

Millora l'escenari de rendiment

Reflectint una millor perspectiva econòmica, podem pensar en un augment de les rendibilitats del Treasury i del Bund, però no per una retirada dels estímuls dels bancs centrals, que no es produirà durant el present any segons comenten els mateixos bancs centrals.

La protagonista durant l'inici d'any ha estat l'evolució del bo del govern dels EUA (Treasury), i això és perquè hi ha el risc que els enormes estímuls econòmics que els governs estan implementant despertin la inflació i es produeixi un repunt dels tipus que acabi desestabilitzant els mercats financers. Generalment, el que mou els tipus són les expectatives de creixement econòmic, la volatilitat del mercat, la inflació i la política dels bancs centrals.

Durant el primer trimestre de l'any ha millorat el rendiment dels bons del govern. Així, el Bund alemany ha incrementat la rendibilitat del -0,57% al -0,29% (+28 pb) i el Treasury a 10 anys ho ha fet del 0,92% a l'1,74% (+82 pb). Els avenços en la vacunació, encara que de forma desigual, i una recuperació econòmica sostinguda poden ser suficients perquè el rendiment dels bons dels EUA a 10 anys acabi l'any per sobre del 2%.

Precisament per aquests moviments en el rendiment hem observat més volatilitat en els bons (índex MOVE) que en la renda variable (VIX), que s'ha mantingut en mínims.

Hi ha el risc que un repunt dels tipus acabi desestabilitzant els mercats financers

Els inversors esperen que pugui la inflació pels estímuls econòmics, que impulsaran la recuperació econòmica: és el que es coneix com a *reflation trade*. No obstant això, els experts, si bé esperen pujades de la inflació en el curt termini, manifesten que després del repunt tornarà a caure. Si tenim en consideració com estan cotitzant els *breakeven* d'inflació als EUA, s'estabilitzen al voltant de l'objectiu de la Reserva Federal del 2%. Per veure la pressió sobre la inflació, una de les claus a observar és si els xecs que repartirà l'administració Biden entre la població americana es gastaran o s'estalviaran. Doncs bé, en una enquesta recent es va preguntar a què pensaven dedicar aquests ingressos i la mitjana dels

enquestats va dir que assignarien un 40% a despesa i el 60% restant a estalvi.

Els bancs centrals continuen tenint un paper clau amb les polítiques de *quantitative easing*, que inclouen les compres d'actius i que han ajudat a generar rendiments reals negatius. Quan els bancs centrals decideixin revertir aquesta política, hauríem d'esperar un retorn a rendiments reals positius i a nivells similars als del 2013.

I què va passar el 2013? És el que es va denominar *taper tantrum*: la retirada dels estímuls per part de la Fed va provocar una alça en el rendiment dels bons. Actualment, ens trobem a mig camí d'aquests nivells que, recordem, van arribar a un 3% de rendiment del Treasury amb venciment a 10 anys.

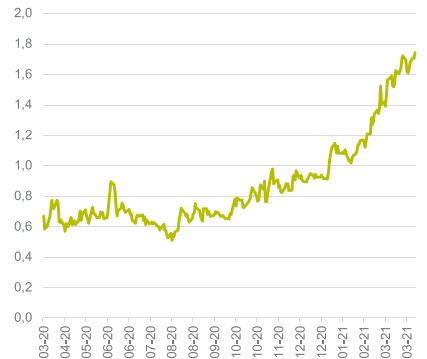
Els bancs centrals ens tenen acostumats que, quan els mercats financers tenen problemes, surten al rescat donant solució, encara que tots sapiguem que això pot no ser necessàriament bo. Encara no estem en aquest escenari, però és lògic pensar que els inversors podrien perdre la confiança en cas de desaparèixer aquest suport d'última instància.

Sigui com sigui, en aquesta ocasió segur que els bancs centrals han après la lliçó i no ho faran d'una manera brusca com va passar el 2013: aniran preparant la reducció de la liquiditat en el mercat i, a diferència d'altres vegades en què es basaven en les perspectives, esperaran a constatar un progrés real de l'economia.

L'escenari base no és que la Fed actuï aviat. Podem esperar una reducció de les compres d'actius el 2022 i posteriorment observar si la inflació es manté de manera sostinguda per sobre del 2%. La primera pujada del tipus de referència podria produir-se el 2023.

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

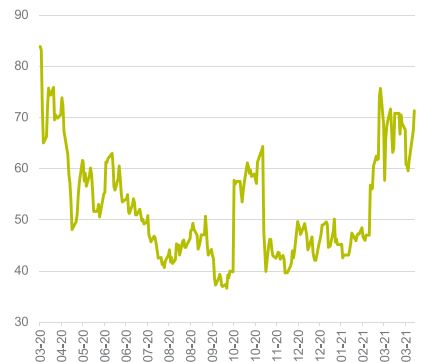
Rendibilitat Treasury 10 anys (GT10 Govt)



Font: Bloomberg

El rendiment del bo del govern nord-americà a 10 anys ha augmentat de 82 pb durant el primer trimestre de l'any, fins a l'1,742%.

Evolució de l'índex de volatilitat MOVE



Font: Bloomberg

L'índex ICE BofA MOVE mesura la volatilitat dels bons i podem observar com ha augmentat durant el primer trimestre del 2021.

Renda variable

S&P 500 1T 2021



Font: Bloomberg

El mercat va seguir pujant, però hi va haver certa volatilitat a causa de la rotació entre sectors.

PIB dels Estats Units



Font: Bloomberg

Gràcies als bilions d'estímul, s'espera que l'economia nord-americana creixi fortament el 2021.

Quan es descomptarà una pujada d'impostos?

Aquest podria ser el començament de la versió del segle XXI dels bojos anys 20? Un "boom" econòmic sense precedents alimentat per milions de dòlars en estímul fiscal, una amenaça viral cada vegada més reduïda, taxes d'interès encara baixes sobre la base històrica i demanda acumulada dels consumidors. O tot es veurà atenuat per les pujades d'impostos?

L'S&P 500 ha assolit un nou rècord en situar-se per sobre dels 4.000. Sembla que el mercat està decidit a fixar els preus del benefici econòmic de l'estímul fiscal, però pujaran els impostos?

Per compensar l'impacte de la pandèmia de la Covid-19, el govern dels Estats Units ha intentat estimular l'economia amb milions de dòlars en estímul fiscal. Els resultats han estat generalment positius, amb una àmplia recuperació econòmica que ha suposat un creixement estimat del 6,5% del PIB per al 2021. El govern nord-americà prepara ara un estímul addicional de 2,25 bilions de dòlars en forma de factura d'infraestructures. Això podria empitjorar encara més l'economia amb impactes a llarg termini. Tanmateix, això no serà tan purament addicional a l'economia com ho eren les rondes d'estímul finançades pel deute.

**"Els impostos són el que paguem per una societat civilitzada",
Oliver Wendell Holmes**

L'administració Biden ha proposat un pla ambiciós per reconstruir les infraestructures físiques i socials del país. A diferència de les factures d'estímul relacionades amb la Covid-19, l'administració no ho vol finançar únicament amb el deute. La seva idea és finançar la major part d'aquesta despesa amb un augment de l'impost de societats.

Biden ha proposat revertir parcialment les retallades d'impostos de l'era Trump, que van fer que la taxa corporativa passés del 35% al 21%. La nova taxa proposada és del 28%, però això no és tot, ja que l'administració també vol augmentar els impostos sobre la renda obtinguda fora dels Estats Units. Volen imposar un impost mínim global per a les empreses multinacionals i garantir que paguin un tipus impositiu d'almenys el 21% en qualsevol país on operin. A més, es desaconsellarà que les empreses es domiciliiïn en paradisos fiscals i que anul·lin les despeses relacionades amb la deslocalització.

Suposant que aquests canvis entrin en vigor el 2022, podrien reduir els guanys de S&P 500 un 9%. Si fem un cop d'ull a les retallades fiscals de Trump del 2017, podríem aplicar algunes d'aquestes lliçons a la situació actual. Trump va fer campanya el 2016 amb la promesa de retallades d'impostos corporatius i, un cop al càrrec, es van iniciar les negociacions de debò. Després de mesos de negociacions exhaustives, el mercat no va començar a descomptar les taxes més baixes. Només un cop l'aprovació del projecte de llei va semblar inevitable va començar la rotació en accions que es beneficien de la reforma fiscal, i aquesta rotació va continuar durant diversos mesos.

Tenint en compte que és probable que l'augment d'impostos no passi fins a finals d'estiu o possiblement a la tardor i suposant que la història es repeteix, és possible que el mercat no tingui preu en aquest canvi durant 3 mesos o més.

Els sectors que poden resultar més afectats per l'augment proposat del tipus legal són els que són contribuents complets, que inclouen moltes empreses financeres, industrials i productes de consum. A més, les empreses que probablement es veuran més afectades per un impost mínim internacional inclouen la majoria de les empreses de tecnologia i comunicacions, els semiconductors i les principals empreses farmacèutiques.

Tot i que és impossible predir el mercat amb certesa, és difícil imaginar que no començarà a descomptar l'impacte de taxes més altes quan l'aprovació de la factura sembli inevitable.

Charles Castillo
Gestor sènior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

Supercicle de matèries primeres?

Ha estat tan gran la pujada de les matèries primeres en l'últim any que els diferents estratègics i analistes s'han vist obligats a preguntar-se si ens trobem en un supercicle de matèries primeres. Un supercicle pot definir-se com un extens període d'auge de la demanda d'un ampli ventall de matèries primeres que condueix a un augment dels preus, seguit per un col·lapse de la demanda i, eventualment, dels preus.

Diuen que el segle passat hi va haver quatre supercicles de matèries primeres, i l'últim va començar a final dels 90, quan la Xina va esdevenir la fàbrica del món. Normalment, els supercicles solen coincidir amb una ràpida industrialització de l'economia a tot el món.

El més semblant a aquest procés que podem trobar en l'actualitat és la revolució verda que estem vivint, ja que molts governs estan donant suport al fet que les inversions es dirigeixin cap a una economia més sostenible. És cert que alguns materials com són l'alumini, el liti o el cobalt sí que

experimentaran un clar augment en la seva demanda gràcies a aquest fenomen.

No obstant això, és massa aviat per asseverar-ho. De fet, el que hem viscut en els últims mesos té més sentit relacionar-ho amb l'impuls de la demanda a la Xina gràcies a les polítiques expansives, la qual, per cert, està començant a revertir.

Podria arribar inflació pels colls d'ampolla que s'han vist en algunes cadenes de producció; però només hauria de ser puntual. Els inversors tendeixen a incloure matèries primeres en les seves carteres per protegir-se dels riscos inflacionistes. Això també pot haver passat en els últims mesos.

Així doncs, més que aventurar-nos a dir que ve un supercicle, potser som en una situació més propera al que és un pic del cicle.

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista d'inversions*

DIVISES

Una visió més positiva sobre el dòlar

Molts analistes continuen creient que el dòlar es debilitarà aquest any a causa de la recuperació del creixement econòmic mundial, que empenyerà a abandonar la seguretat dels actius nord-americans a la recerca d'altres amb rendibilitats més elevades i de més risc. La demanda latent comportarà un creixement del dèficit per compte corrent dels EUA, ja que es gasta més en béns estrangers. A més, les mesures d'estímul provocaran un increment del dèficit fiscal. L'augment dels dèficits bessons fa que s'imprimeixin més dòlars i que surtin del país, cosa que acaba debilitant la divisa.

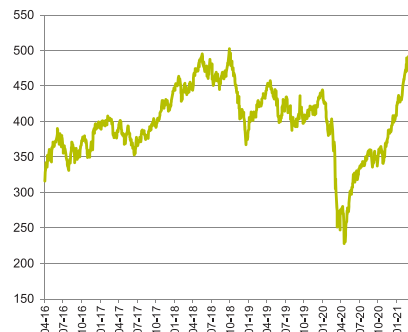
Això no obstant, en el nostre últim informe trimestral vam adoptar una visió més neutral davant el dòlar. Així mateix, els esdeveniments dels últims mesos han fet millorar la nostra opinió, almenys a curt termini. El creixement econòmic serà força superior als EUA que a Europa. L'índex PMI compost de l'eurozona ha estat per sota del 50 durant quatre mesos consecutius, mentre que el dels EUA va augmentar fins al 59,5 al febrer, el nivell més alt des de l'agost de

2014. A part que el procés de vacunació està molt més avançat als EUA, el paquet fiscal d'1,9 bilions de dòlars és enorme i ha fet doblar la previsió de creixement per al 2021. També cal destacar que el país ja està fent una segona ronda de xecs per estimular l'economia. D'altra banda, l'eurozona va aprovar un paquet d'estímul de 875.000 milions de dòlars el 2020, però molts països no rebran els fons fins a finals d'any. Creiem que aquesta divergència es podria ampliar encara més en les setmanes vinents, i que l'excepcionalitat del creixement dels EUA serà el factor determinant del reforç del dòlar.

Paral·lelament, l'augment de la rendibilitat dels bons pel fet que els inversors comptin amb una recuperació econòmica i l'acceleració de la inflació fan que els actius nord-americans resultin més interessants i apuntalen el dòlar.

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

S&P GSCI Index



Font: Bloomberg

Índex principal de matèries primeres.

Tipus de canvi EUR/USD



Font: Bloomberg

L'excepcionalitat del creixement dels EUA serà el factor determinant del reforç del dòlar.

Llatinoamèrica

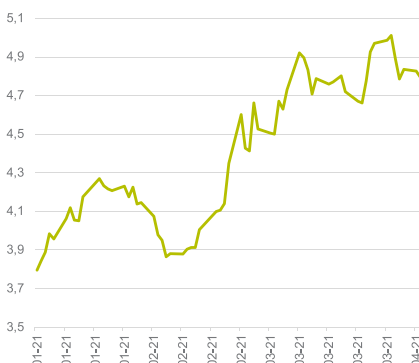
Cotització de Petrobras (PBR US)



Font: Bloomberg

Les caigudes de més del 25% per la destitució de Castello han interromput la recuperació de la companyia en borsa després de la pandèmia.

Rendiment del bo de Petrobras de deu anys



Font: Bloomberg

Els bons de la companyia van caure amb força després de la notícia, amb rendiments no vistos des de l'inici de la pandèmia.

Bolsonaro i Petrobras

Tot i el tarannà promercat de Bolsonaro, la destitució del gerent general de Petrobras pel president ha estat castigada pel mercat, que no està disposat a assumir el risc de més intervencionisme en empreses participades per l'Estat.

El Brasil continua en el focus. Amb la taxa més alta del globus en contagis i morts per habitant en el moment d'escriure aquestes línies, molts es pregunten si l'estratègia del controvertit president, Jair Bolsonaro, està sent la correcta. El mandatari ha advocat des del principi de la pandèmia per la intervenció mínima en les restriccions de mobilitat i tancaments de comerços i indústries, adduint que la crisi econòmica derivada dels tancaments causaria un perjudici més gran. La seva popularitat ha caigut notablement (del 41% al 33%), coincidint amb la revocació de dues sentències de corrupció contra l'expresident Lula da Silva, a qui situen com a candidat a les pròximes eleccions, que han deixat un panorama social tremendament dividit.

Bolsonaro està posant al davant l'economia, com ja havia fet abans de la pandèmia, llançant reformes molt ambicioses i oposades a les implementades durant anys. Enèrgic defensor de polítiques econòmiques liberals, no van ser pocs els inversors que van veure en aquest canvi de rumb una oportunitat per entrar al mercat carioca. L'índex Bovespa ha crescut prop d'un 40% d'ençà que va prendre possessió i els nivells d'inversió estrangera van ser, abans de la pandèmia, els més elevats en anys.

És per tot això que el mercat no va passar per alt que el president decidís destituir de manera fulminant el gerent general de Petrobras, Roberto Castello, després de discrepàncies amb l'executiu en decisions sobre els preus dels combustibles, que van arribar a pujar un 35% recolzats sobre una alça generalitzada de les matèries primeres i la depreciació del real. El govern controla el 50,5% de les accions de la petrolera i set dels seus onze directors, cosa que va facilitar la destitució del gestor, que va defensar la independència de la companyia fins a les últimes conseqüències. El càstig del mercat no es va fer esperar i l'ADR de Petrobras va caure més del 25% a la borsa nord-americana, mentre que els bons van fer el mateix i van ampliar fortament els diferencials de crèdit de totes les emissions. Les caigudes van arrossegar tota la borsa brasilera i van fer palesa la

por del mercat de més intervencionisme per part del govern. Aquest no era el tracte i els inversors li ho van fer saber d'aquesta forma.

Malgrat el soroll polític i les caigudes, els fonamentals de Petrobras continuen raonablement sòlids

Malgrat tot això, la situació financera de la companyia és raonablement sòlida, sobretot si la comparem amb anys passats. El deute de Petrobras ha disminuït des de 132.000 milions de dòlars el 2015 fins a aproximadament 80.000 milions a finals de 2020. El palanquejament, incloent-hi exclusivament el deute financer net, s'estima en 1,5x, davant del 4x el 2014. El CapEx també és molt inferior i ha baixat als 10.000 milions actuals des dels 45.000 milions el 2013. En l'actualitat, el 60% de la producció de petroli prové de plataformes petroleres, on el lliand de rendibilitat se situa per sota de 30 dòlars per barril. Amb un preu del petroli a 60 dòlars per barril, s'estima que la companyia presenti un ebitda superior a 35.000 milions de dòlars, suficient per afrontar les obligacions impositives, d'interessos, principal, lloguers i CapEx. Pensem que el mercat penalitza un govern corporatiu deficient, derivat del risc d'intervenció esmentat, però els fonamentals, almenys per ara, no han patit cap deteriorament. En el cas concret dels bons, considerem el deute de Petrobras com a risc quasi sobirà i els rendiments que ofereixen en aquests moments poden ser interessants.

En qualsevol cas, s'han de vigilar les decisions que el govern de Bolsonaro pugui prendre pel que fa a Petrobras i altres companyies participades. Tot i que no esperem polítiques intervencionistes a gran escala, determinades actuacions podrien donar el cop de gràcia a una confiança en el mercat ja una mica deteriorada.

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 directores 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
