



Actualización mensual de estrategia

Marzo de 2018

## ÍNDICE

- 1 | Claves del mes**
- 2 | Macro**
- 3 | Mercados**
  - 3.1 Renta variable**
  - 3.2 Renta fija**
  - 3.3 Otros activos**
- 4 | Aviso legal**

- Se recordará del mes de febrero como el mes en el que volvió la volatilidad tras la publicación de unos datos de inflación por encima de lo esperado, provocando correcciones en los mercados de RV y RF.
- Los datos macroeconómicos en EE. UU. no han cambiado y confirman la fortaleza de la demanda interna. El dato de inflación salió por encima de las expectativas con un 0,5% (previo 0,2%, estimado 0,3%).
- Las declaraciones del presidente de la Fed Jerome Powell en su comparecencia ante el Congreso fueron tomadas por los mercados como *hawkish* al mostrarse optimista por la recuperación de la economía y ratificar la importancia de buscar un equilibrio entre la inflación y crecimiento para evitar un sobrecalentamiento.
- Los líderes del Senado han aprobado un acuerdo bipartidista de dos años que incluye 300.000 millones de dólares de nuevos gastos y la suspensión del techo de la deuda federal hasta marzo de 2019.
- Luís de Guindos asumirá la vicepresidencia del BCE en junio, tras la retirada del irlandés Philip Lane, cuando se espera a abrir la puerta a la finalización de tipos negativos.
- En el Reino Unido, los datos no fueron tan favorables: el IPC continúa alejado del objetivo y se sitúa en el 3%, las ventas minoristas presentaron un comportamiento peor de lo esperado (actual 0,1%, estimado 0,5%), el PIB se situó en el 1,4% (previo y estimado 1,5%) y la tasa de desempleo para el mes de diciembre fue del 4,4% (previo y estimado 4,3%).
- Según reflejan las actas de la última reunión de política monetaria del BCE, algunos miembros del Consejo de Gobierno acordaron que cualquier futura evolución de la comunicación sobre política monetaria sería "gradual" y en línea con las perspectivas de inflación a medio plazo.
- Kuroda volvió a ser elegido como gobernador del BoJ y dará continuidad a la flexibilización monetaria actual. De momento, el IPC en el mes de diciembre subió apenas un 0,3% en comparación con el año anterior y se encuentra en el 1,4%.






## EE. UU. - Cuadro macro

El **ISM Manufacturero mejoró hasta el 60,8** frente al dato anterior de 59,1. Mientras, la **inflación en EE. UU.** sigue siendo **contenida**, en el **2,1%**.





Se espera que, para la reunión de marzo, **la Fed incremente su tasa hasta el rango de 1,50-1,75%** en la medida en que las variables de actividad y empleo sigan mostrando un mejor desempeño y que la inflación se aproxime al objetivo del 2%.

### Indicadores macroeconómicos


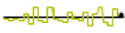


#### Indicadores adelantados

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
PIB q/q% SAAR	2,5	3,2	↔		31/12/2017
ISM Manufacturero	60,8	59,1	↗		28/02/2018
ISM No Manufacturero	59,9	56,0	↘		31/01/2018
PMI compuesto	55,9	53,8	↔		28/02/2018
Indice de sorpresas Citi	39,5	39,5	↔		01/03/2018






#### Mercado Trabajo

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
Tasa de desempleo	4,1	4,1	↔		31/01/2018
Asalariados	200	160	↗		31/01/2018
Peticiones de desempleo (w)	210	238	↘		24/02/2018
Tasa de participación	62,7	62,7	↔		31/01/2018





#### Inversión

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
CAPEX Fed m/m%	0,9	-0,3	↔		31/01/2018
Pedidos bienes duraderos m/m%	-3,7	2,6	↘		31/01/2018
Iniciación de viviendas	1326	1209	↗		31/01/2018
ventas de nuevas viviendas m/m %	-7,8	-7,6	↘		31/01/2018





#### Actividad

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
Ventas al por menor m/m%	-0,3	0,0	↔		31/01/2018
Prod. Industrial m/m%	-0,1	0,4	↗		31/01/2018
Confianza del consumidor M	99,9	95,7	↘		28/02/2018
Confianza del consumidor B	131	124,3	↗		28/02/2018
Confianza PyMES	107	104,9	↗		31/01/2018

#### Precios

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
IPC	2,1	2,1	↔		31/01/2018
IPC subyacente	1,8	1,8	↔		31/01/2018
PCE	1,7	1,7	↔		31/01/2018
PCE subyacentes	1,5	1,5	↔		31/01/2018

#### Otros

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
Tipo oficial	1,5		↔		02/03/2018
Tipos a 10 años	2,81		↔		02/03/2018
Salario a la hora y/y	2,9	2,7	↔		31/01/2018
Subida esperado salario PyMES	24	23	↘		31/01/2018



























Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia.

## Europa - Cuadro macro

Los **indicadores adelantados de la zona euro sorprendieron a la baja** durante el pasado mes, mientras que los datos de confianza siguen marcando nuevos máximos. Del entorno macro y los datos que se van conociendo, destacamos que en muchos casos se encuentran cerca de niveles máximos.

**El Bund repuntó ligeramente hasta el 0,77 y el euro sigue fortaleciéndose contra el dólar** desde los mínimos de principios de noviembre (1,1554).

### Indicadores macroeconómicos

Indicadores adelantados	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha	Actividad	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
PIB q/q% SAAR	0,6	0,7	→		31/12/2017	Ventas al por menor m/m%	-1,1	2,0	→		31/12/2017
ISM Manufacturero	58,6	59,6	↗		28/02/2018	PMI ventas al por menor	50,8	53,0	↗		31/01/2018
ISM No Manufacturero	56,7	58,0	↘		28/02/2018	Confianza del consumidor	0,1	1,4	↗		28/02/2018
PMI compuesto	57,5	58,8	→		28/02/2018	Producción Industrial y/y%	5,2	3,7	→		31/12/2017
Indice de sorpresas Citi	0,2	0,2	↗		01/03/2018	Indicador de sentimiento económico	114	114,9	↗		28/02/2018
Mercado Trabajo	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha	Precios	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
Tasa de desempleo	8,6	8,6	→		31/01/2018	IPC	1,2		↗		28/02/2018
Asalariados	14,1	14,1	↘		31/01/2018	IPC subyacente	1,0	1,0	→		28/02/2018
Peticiones de desempleo (w)	0,4	0,4	→		30/09/2017	Breakeven 5yr/5yr	1,73		→		02/03/2018
Tasa de participación	1,6	1,8	↘		30/09/2017	Breaven 10 años Alemania	1,58		↘		02/03/2018
Inversión	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha	Otros	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Última Fecha
Confianza del constructor	4,2	4,7	↗		28/02/2018	Tipo oficial	0		→		25/01/2018
PMI Construcción	57	53,3	↘		31/01/2018	Tipos a 10 años	0,62		→		02/03/2018
Confianza industria	8	9	↗		28/02/2018	CBPP3 (mm €)	247		↗		23/02/2018
Utilización capacidad Inst.	84,4	83,8	↘		31/03/2018	EUR/USD	1,23		→		02/03/2018

Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia.

## Próximas fechas clave: atención a...

### Bancos Centrales

Reunión del Banco de Inglaterra	22-mar.-18
Reunión de la Reserva Federal	21-Mar-18
Minutas del Banco Central Europeo	8-mar.-18
Reunión del banco de Japón	9-mar.-18

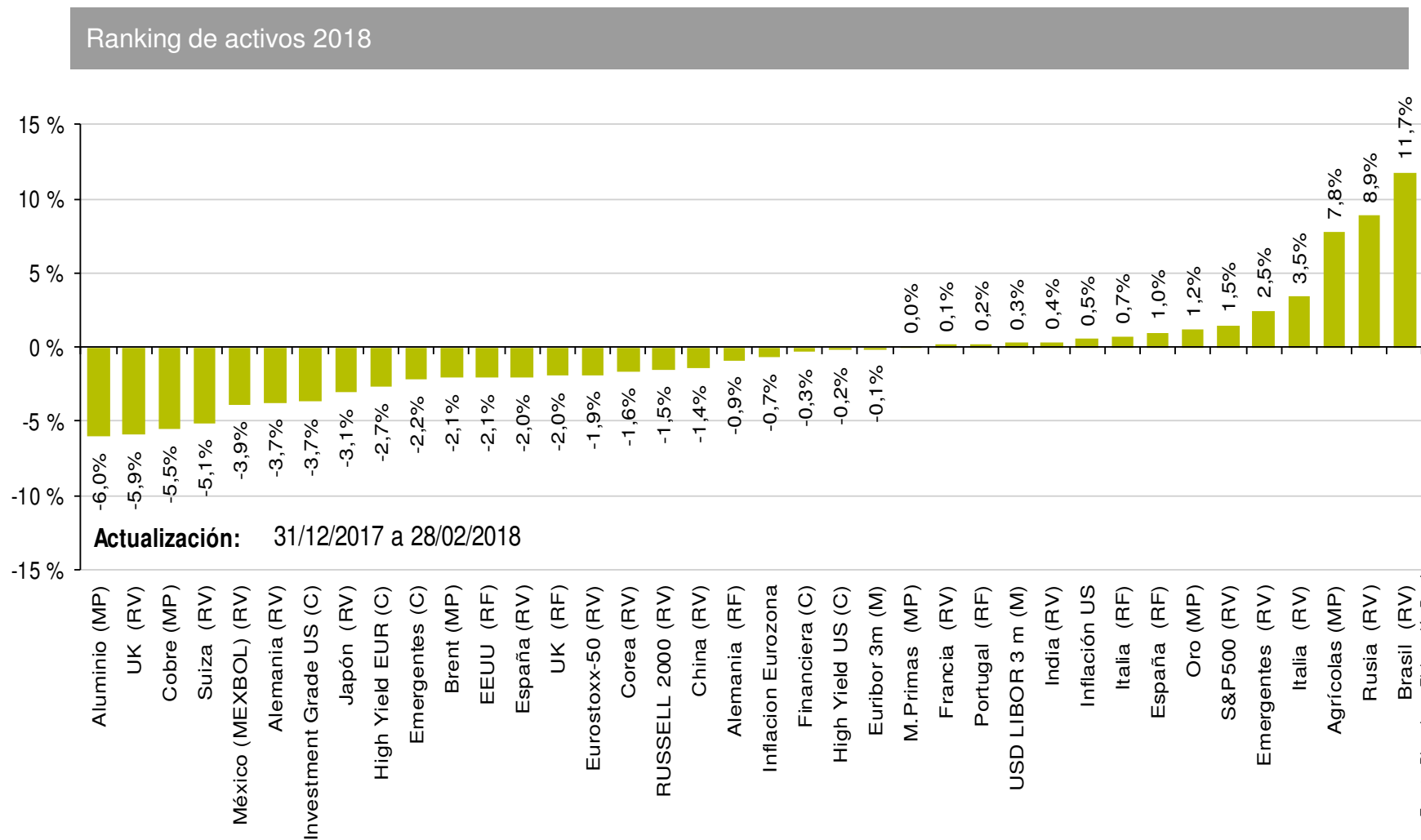
### Datos macro

	Inflación	Mercado Laboral	PIB
EE.UU.	13-mar.-18	9-mar.-18	28-mar.-18
Europa	20-mar.-18	14-mar.-18	7-mar.-18
Reino Unido	20-mar.-18	21-mar.-18	29-mar.-18
Japón	30-mar.-18		

### Calendario político

El Movimiento 5 Estrellas o los partidos de centroderecha intentarán formar gobierno en Italia.

Materias primas y emergentes son los sectores que mejor comportamiento han tenido, destacando Brasil y Rusia. Los peores activos en renta variable fueron el mercado del Reino Unido (marcado por la volatilidad alrededor del “Brexit”) y el aluminio en materias primas.

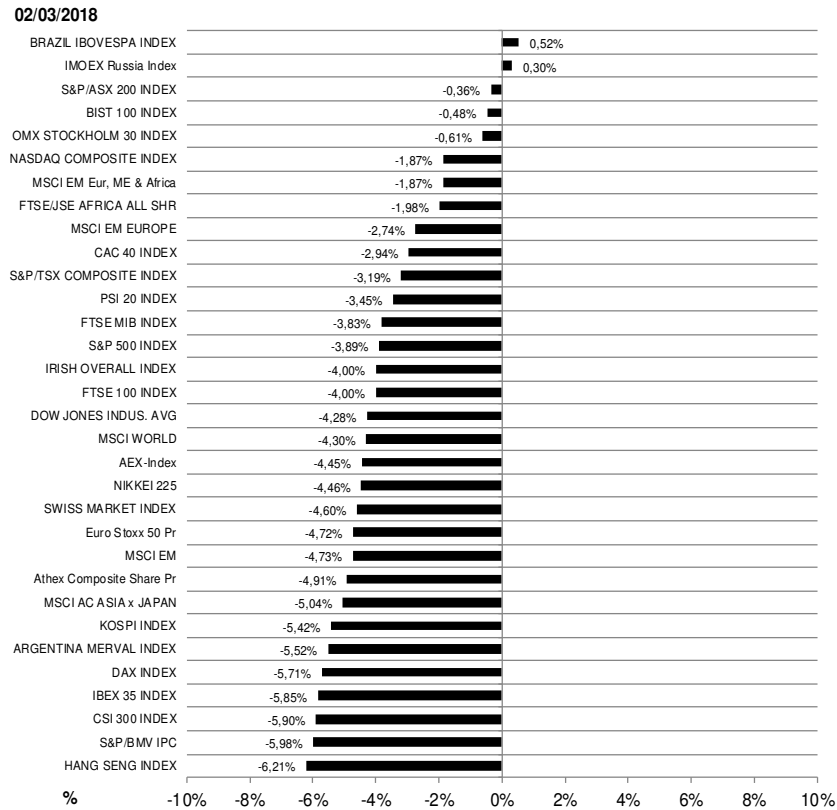


## Resumen de rendimientos

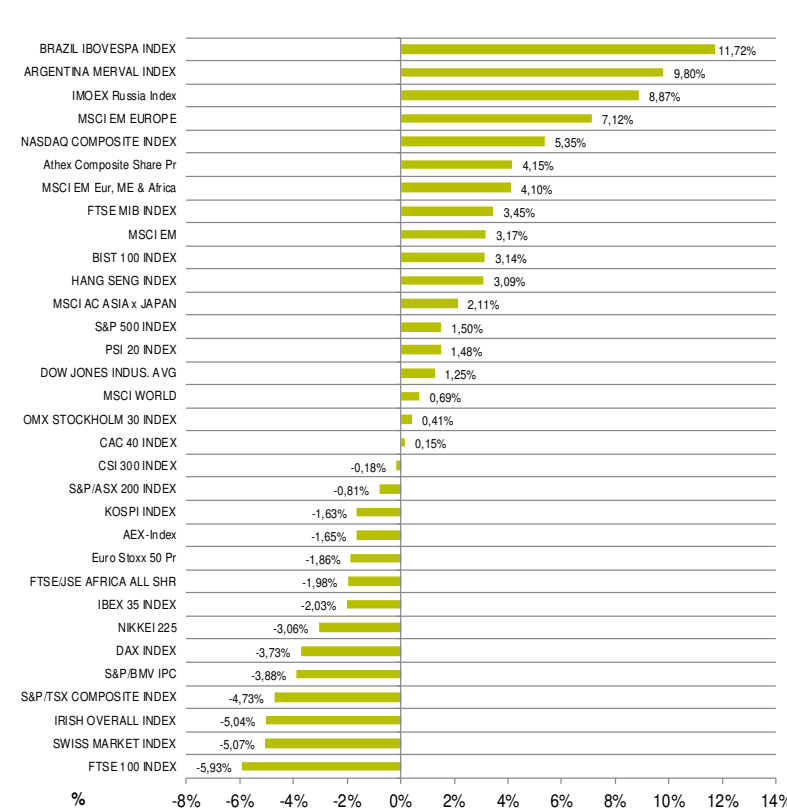
Mes de febrero muy negativo de forma generalizada en los principales mercados mundiales. Lo que empezaba con repuntes de **volatilidad y drásticas caídas en la primera semana** del mes, se tranquilizaba en las sucesivas semanas pero no llegando a recuperar más que la mitad de las caídas. De este modo, el **S&P 500 se dejaba un -3,89% en el mes, el Eurostoxx50 un -4,72%** y los mercados emergentes (medidos por el **MSCI EM**) un **-4,73%**.

El mes deja a Europa en negativo en lo que va de año, a EE.UU. ligeramente en positivo y a los mercados emergentes como los claros triunfadores de los dos primeros meses de 2018.

### Último mes



### Acumulados anuales YTD



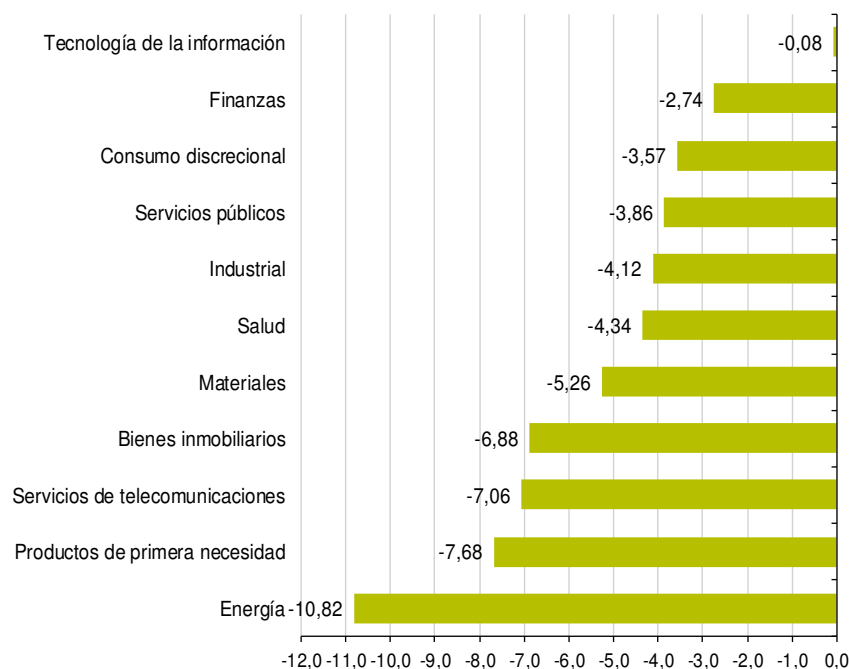
Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia.



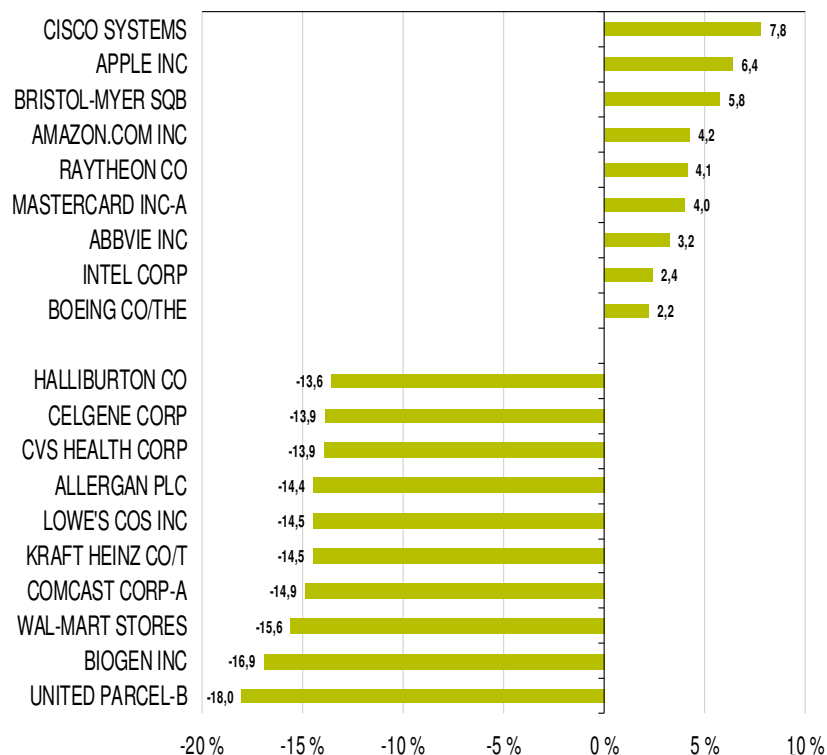
## EE. UU.

En EE. UU. la divergencia entre sectores fue menor que en otros meses, pues todos perdieron en valoración en febrero. El temor a que un repunte de la inflación pueda provocar que la Reserva Federal suba tipos de interés a un ritmo superior al descontado hizo que, sin excesiva discriminación, cayeran sectores como consumo, materiales, salud y, sobre todo, energía (-10,82%). Una vez más, el sector tecnológico lo hacía mejor que los demás. Aunque no todo se puede achacar a las caídas generalizadas, pues han coincidido también con la publicación de resultados: vimos cómo acciones como Walmart, Kraft o Comcast se dejaban en pocos días más del 15% de su valor.

Rendimiento sectorial EE. UU. (%)



Principales variaciones de títulos (%)



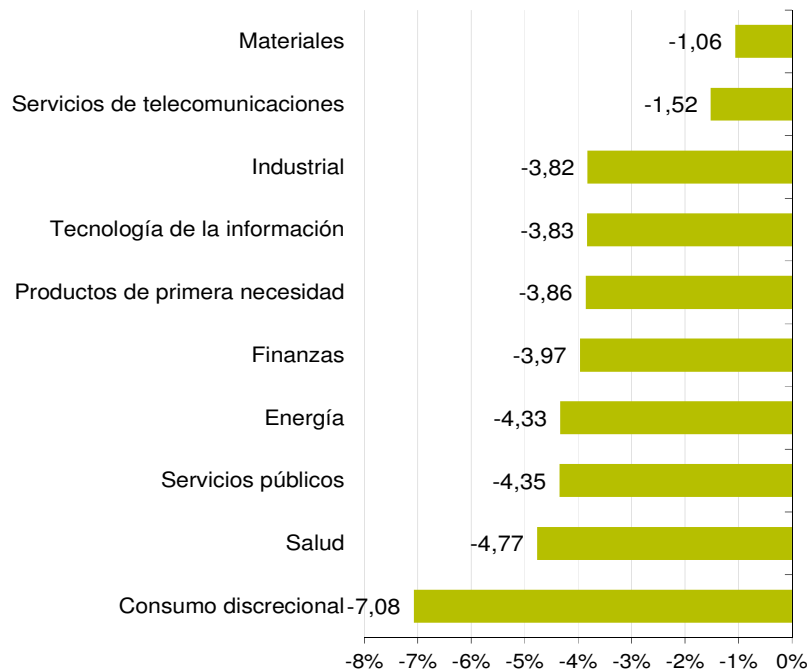
Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

## Europa

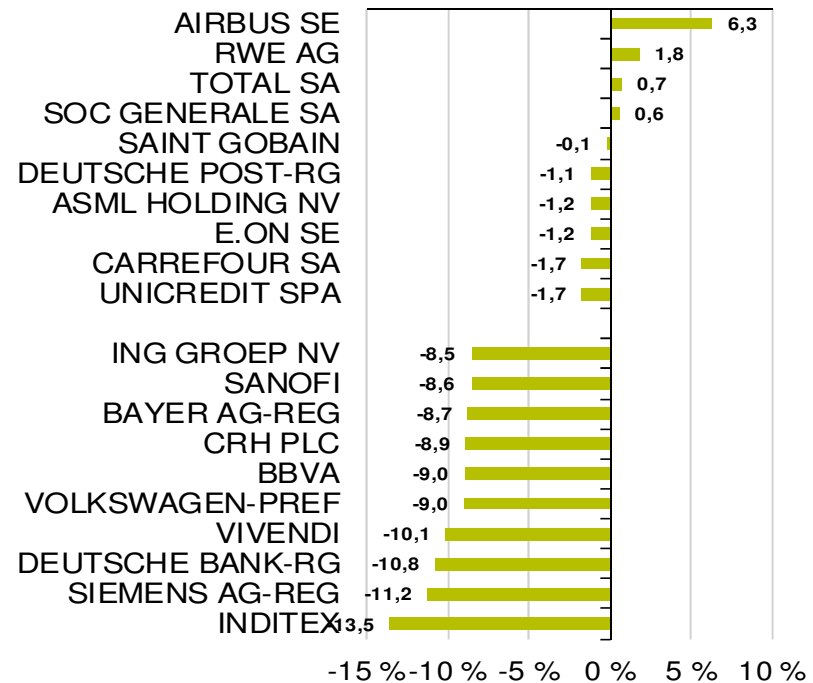
En Europa, el **sector financiero, el principal beneficiado de las subidas de enero, caía con fuerza (-3,82%). Tampoco era excepción el sector consumo**, motivado por unas valoraciones (hasta la fecha) de entre las más altas del mercado.

Las publicaciones de resultados del cuarto trimestre de 2017 hacían que la dispersión por compañías fuese notable. Destacamos el -13,5% de Inditex tras una publicación que hizo que la acción corrigiese a niveles más sostenibles de valoración.

Rendimiento sectorial UE (%)



Principales variaciones de títulos (%)

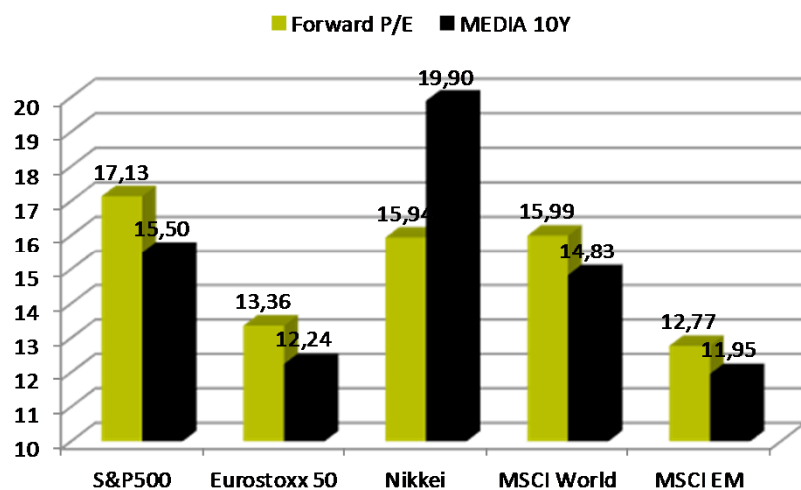


Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

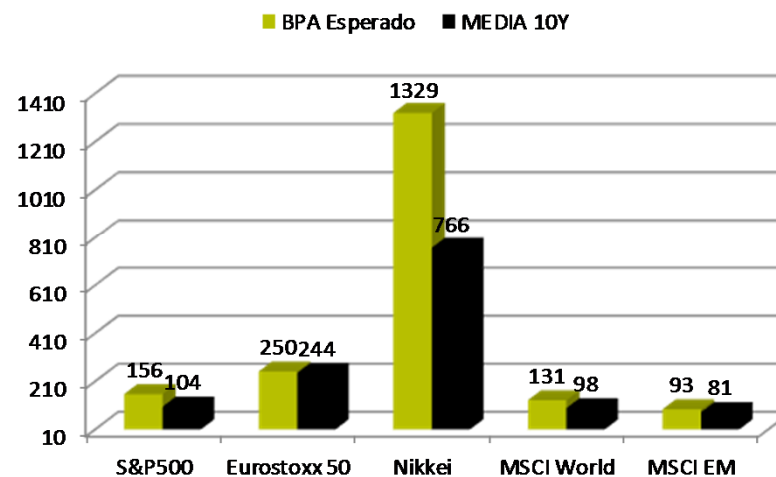
## Valoraciones renta variable

- Las **estimaciones de crecimiento de beneficios para 2018 permanecían intactas** en el mes, a excepción de la revisión al alza del Nikkei.
- **Este hecho, junto con las caídas** generalizadas de los mercados, ha hecho que todos los *P/E forward* descendieran en el mes de febrero, es decir, **dando paso a valoraciones inferiores a las que veníamos viendo**.
- En estos momentos, los *P/E* se encuentran en niveles de x17 para el S&P 500, x13,3 para el Eurostoxx 50 y en el entorno de x16 a nivel global.
- **Destacamos de nuevo el mercado japonés, pues su *P/E forward***, debido a la citada revisión al alza de beneficios por acción y a las caídas del mes, **pasaba de niveles de x17,5 a niveles de menos de x16**.

P/E Forward 12 meses



BPA esperado



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

## Recomendación sectores Europa



Sobreponderar	Neutral	Infraponderar
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Telecomunicaciones</li> <li>▪ Salud</li> <li>▪ Materiales</li> <li>▪ Energía</li> <li>▪ Industriales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tecnología</li> <li>▪ Bancos</li> <li>▪ C. Discrecional</li> <li>▪ Seguros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Servicios Públicos</li> <li>▪ Consumo Básico</li> <li>▪ Bienes Inmuebles</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia

Este mes hemos realizado los siguientes cambios en nuestra recomendación sectorial:

- Pasamos a sobreponderar los sectores de industriales y salud.
- Pasamos a neutral los sectores de tecnología y seguros.

(\*) Para más información sobre los cambios en la recomendación sectorial puede contactar con [rv@creditandorra.com](mailto:rv@creditandorra.com)

## Recomendación sectores EE. UU.



Sobreponderar	Neutral	Infraponderar
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Tecnología</li><li>▪ C. Discrecional</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Industriales</li><li>▪ Telecomunicaciones</li><li>▪ Salud</li><li>▪ Materiales</li><li>▪ Energía</li><li>▪ Financiero</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Consumo Básico</li><li>▪ Bienes Inmuebles</li><li>▪ Servicios Públicos</li></ul>

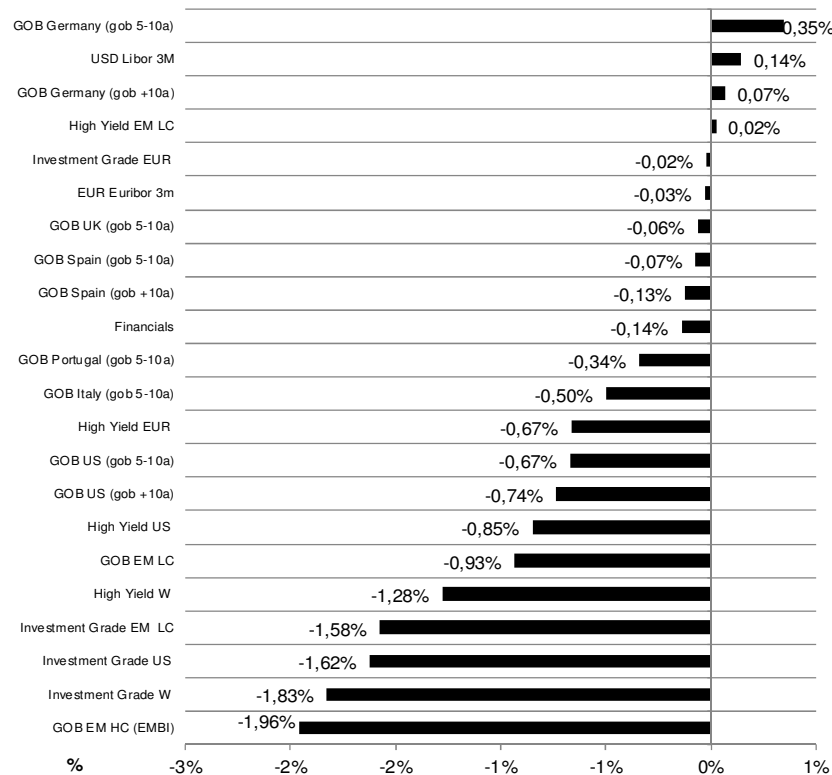
Fuente: Elaboración propia

(\*) Este mes no hemos realizado cambios en nuestra recomendación sectorial.

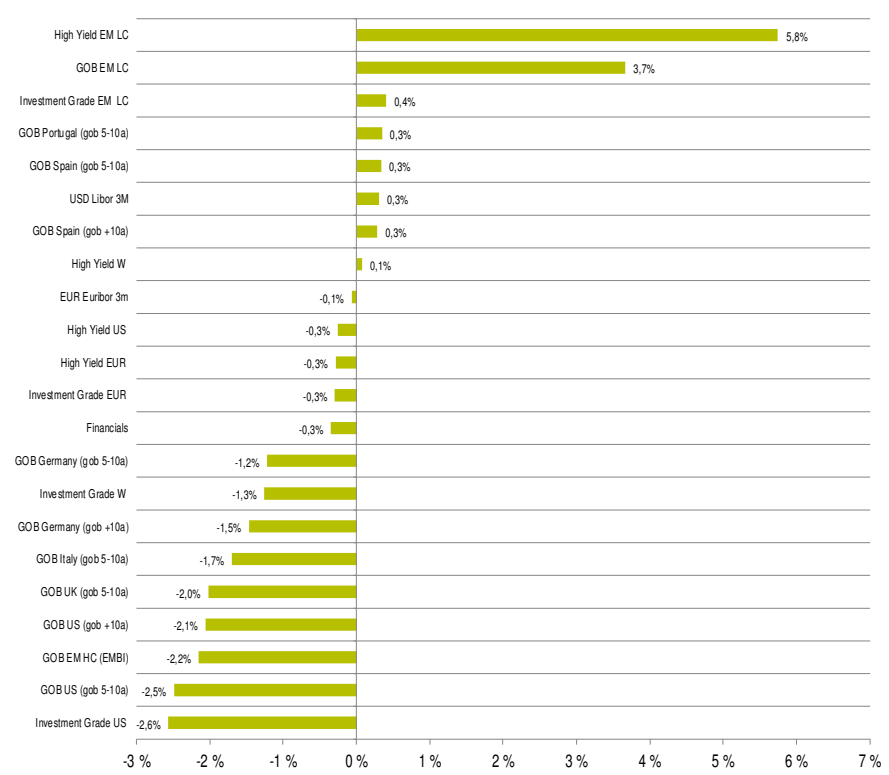
## Resumen de rendimientos

Durante el mes de febrero hemos asistido a un repunte de tipos, aunque cerró el mes en positivo para los bonos de gobierno *core*. Por otro lado, los periféricos se han visto perjudicados debido a la ampliación de las primas de riesgo. En *corporates*, mejor EUR que USD al estar beneficiado por el soporte del programa de compras del BCE.

Último mes



Acumulados anuales YTD



Fuente: Bloomberg. Elaboración Propia.

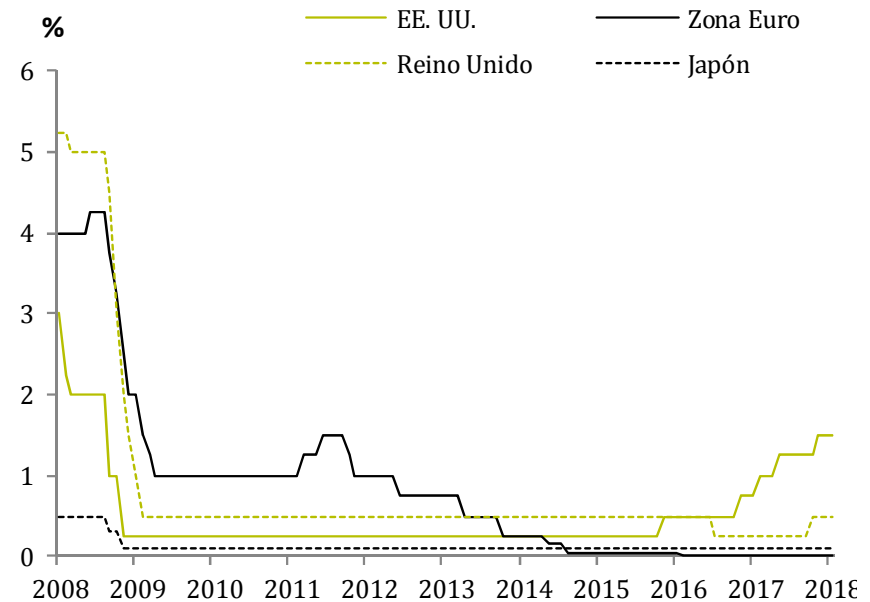
## Bancos Centrales

Los comentarios de Powell en su primera comparecencia ante el Congreso sugieren aumentos más rápidos (aunque graduales) de los tipos de interés, apuntando la posibilidad de cuatro subidas este año dado el mayor crecimiento económico que observa desde diciembre.

El Banco de Japón planea dejar las cantidades de compra de bonos sin cambios para marzo. Sí que anuncia que reducirá las compras de los bonos ultralargos a causa del aplanamiento de la curva en ese tramo.

Tipos Bancos Centrales desarrollados

	País	Último mes	Último cambio	Fecha cambio
América	EE. UU.	1,50%	● 25 pb	dic.-17
	Canadá	1,25%	● 25 pb	ene.-18
Europa	Zona euro	0,00%	● -5 pb	mar.-16
	Reino Unido	0,50%	● 25 pb	nov.-17
	Noruega	0,50%	● -25 pb	mar.-16
	Suiza	-0,75%	● -50 pb	ene.-15
Asia	Australia	1,50%	● -25 pb	ago.-16
	N. Zelanda	1,75%	● -25 pb	nov.-16
	Japón	0,10%	● -20 pb	dic.-08



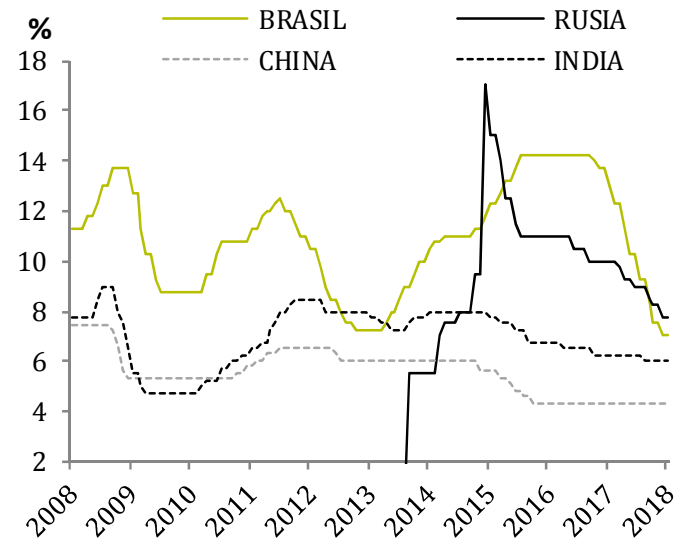
Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

## Bancos Centrales (II)

Los principales Bancos Centrales de los mercados emergentes se reunieron en el mes de febrero. Destacamos la última reunión del Banco Central de Brasil, que redujo sus tipos de referencia hasta el 6,75% (mínimo histórico, ya que sus miembros ven unos niveles de inflación más favorables) y Rusia, que redujo 25 pb hasta el 7,5% y ve espacio para reducciones posteriores en el 2018 con unas previsiones del IPC en el entorno del 4% para finales de año.

Tipos de Bancos Centrales emergentes

	País	Enero2017	Último Cambio	Fecha Cambio
LatAm	BRASIL	6,75%	● -75 pb	feb.-18
	MEXICO	7,50%	● 25 pb	feb.-18
	CHILE	2,50%	● -25 pb	may.-17
	PERU	3,00%	● -25 pb	ene.-18
	COLOMBIA	4,50%	● -25 pb	ene.-18
Europa	HUNGRÍA	0,90%	● -15 pb	may.-16
	RUSIA	7,50%	● -25 pb	feb.-18
	REP.CHECA	0,75%	● 25 pb	feb.-18
	POLONIA	1,50%	● -50 pb	mar.-15
Asia	CHINA	4,35%	● -25 pb	oct.-15
	INDIA	6,00%	● -25 pb	ago.-17
	COREA	1,50%	● 25 pb	nov.-17
	INDONESIA	6,50%	● -25 pb	jun.-16



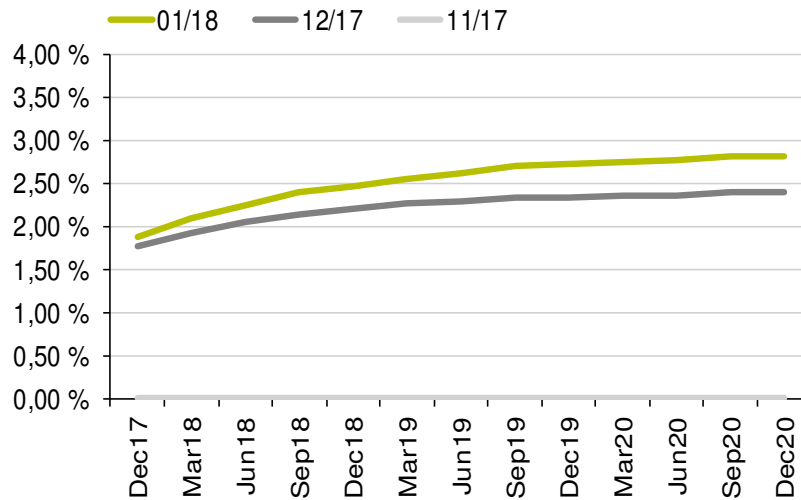
Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.



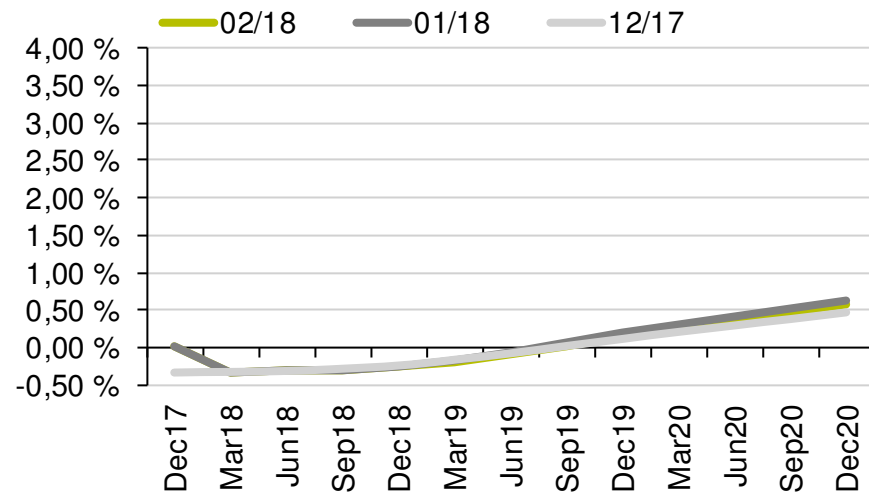
## Mercado monetario

Los futuros del Libor \$ se incrementaron ligeramente ante las expectativas de subidas de tipos por parte de la Fed. En la zona euro, aunque a final de mes se mantuvo estable, se puede empezar a observar el impacto del nerviosismo que puede generar la finalización del QE por parte del BCE.

Futuros Libor \$ 3 meses



Futuros Euribor 3 meses

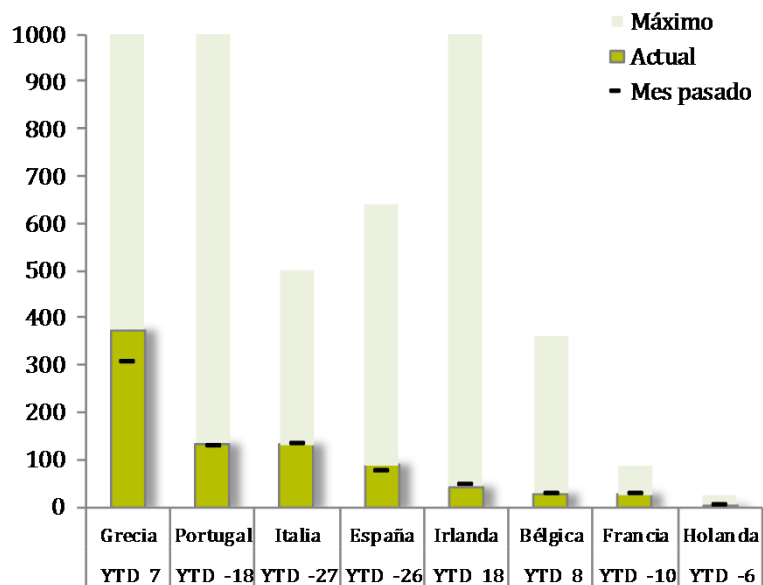


Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

## Primas de riesgo

En el mes de febrero **ha seguido la tendencia de reducción de la prima de riesgo**. Destacan Grecia (-50 pb tras la buena revisión de su tercer programa de ayuda), Italia, España y Portugal (estos dos últimos redujeron su diferencial frente a la deuda alemana a 10 años en 27,26 y 18 pb respectivamente).

Prima de riesgo bonos a 10 años eurozona



CDS: Cotización actual de los países más caros

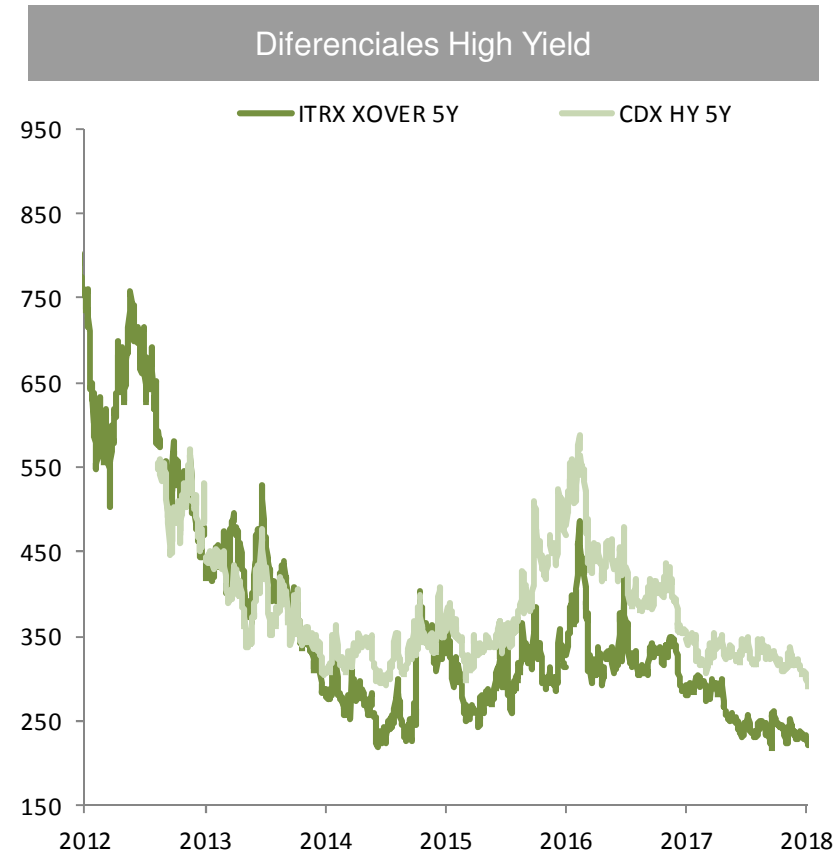
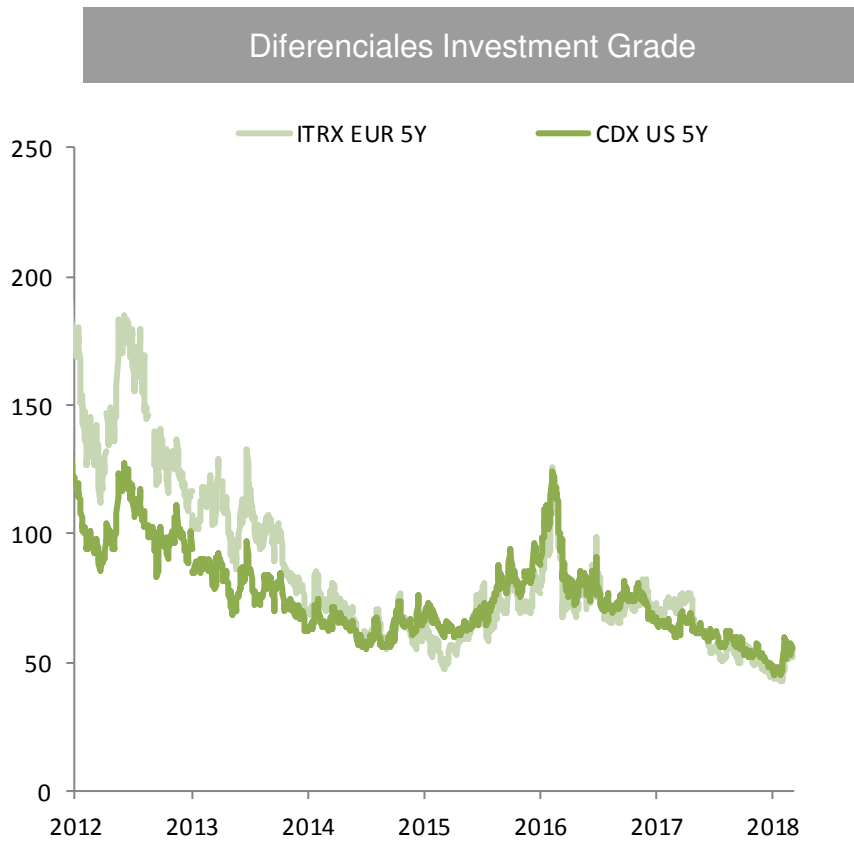
País	02/18	Δ 1 mes	Δ YTD
TURQUÍA	168 bp	2 bp	3 bp
BRASIL	156 bp	-16 bp	-6 bp
SUDÁFRICA	145 bp	1 bp	-110 bp
RUSIA	104 bp	-3 bp	-128 bp
MÉJICO	106 bp	8 bp	0 bp
ITALIA	99 bp	2 bp	-18 bp
COLOMBIA	102 bp	12 bp	-3 bp
PERÚ	75 bp	9 bp	3 bp
PORTUGAL	66 bp	1 bp	-14 bp
PANAMÁ	65 bp	9 bp	-1 bp
ESPAÑA	45 bp	3 bp	-11 bp
CHILE	45 bp	3 bp	-4 bp

Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

## Diferenciales

Los diferenciales en el mes de febrero se han ampliado debido a la volatilidad, aunque de manera más pronunciada en EE. UU. que en Europa. Los fundamentales de las compañías sólidas y las tasas de impago prácticamente en mínimos históricos son los motores que hacen que los diferenciales se mantengan en mínimos históricos tanto de los bonos Investment Grade (IG) como High Yield (HY).

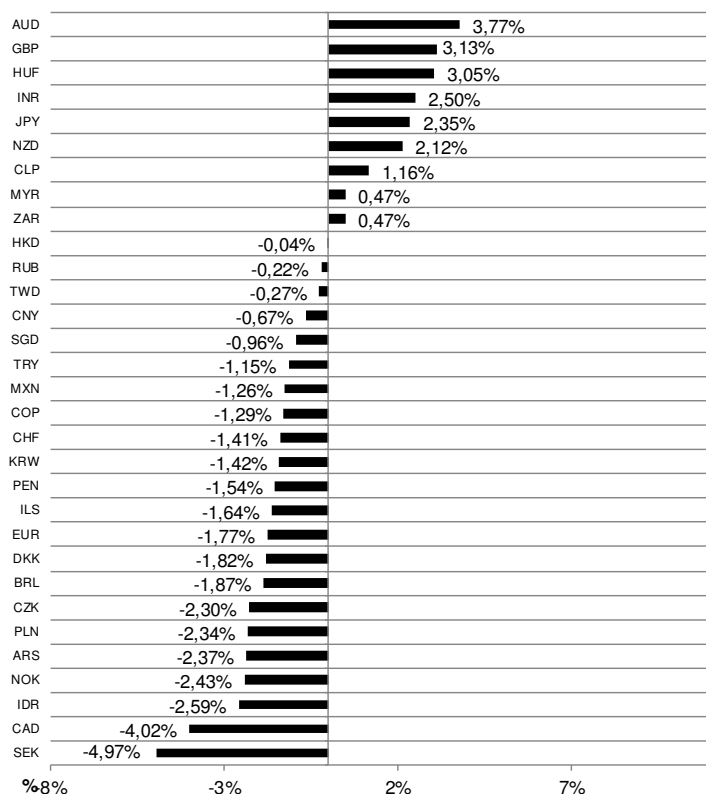


Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

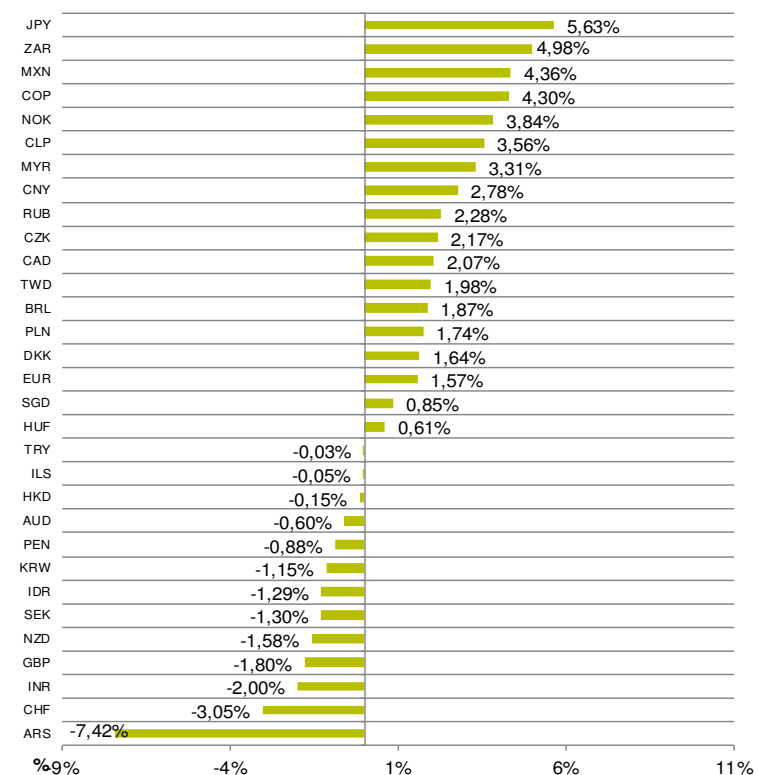
## Divisas - Resumen de rendimientos

En el mes de febrero el dólar se ha revalorizado frente a las principales divisas. La esperada subida de tipos de interés por parte de la Fed y el discurso de Jerome Powell más agresivo (*hawkish*) respaldaron al dólar. El yen subió un 2,4% hasta niveles no vistos desde septiembre de 2016.

Último mes (vs. USD)



Acumulados anuales YTD (vs. USD)

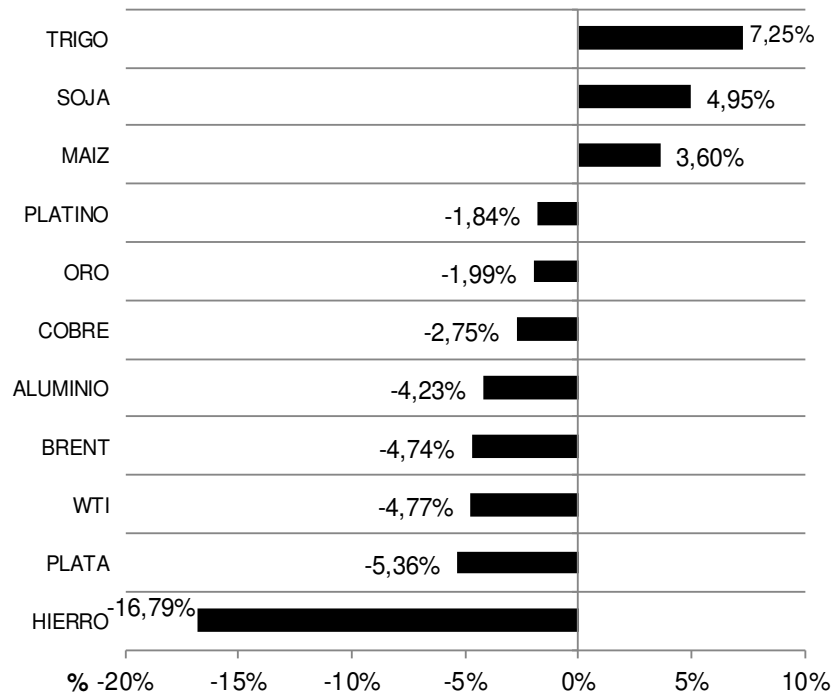


Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

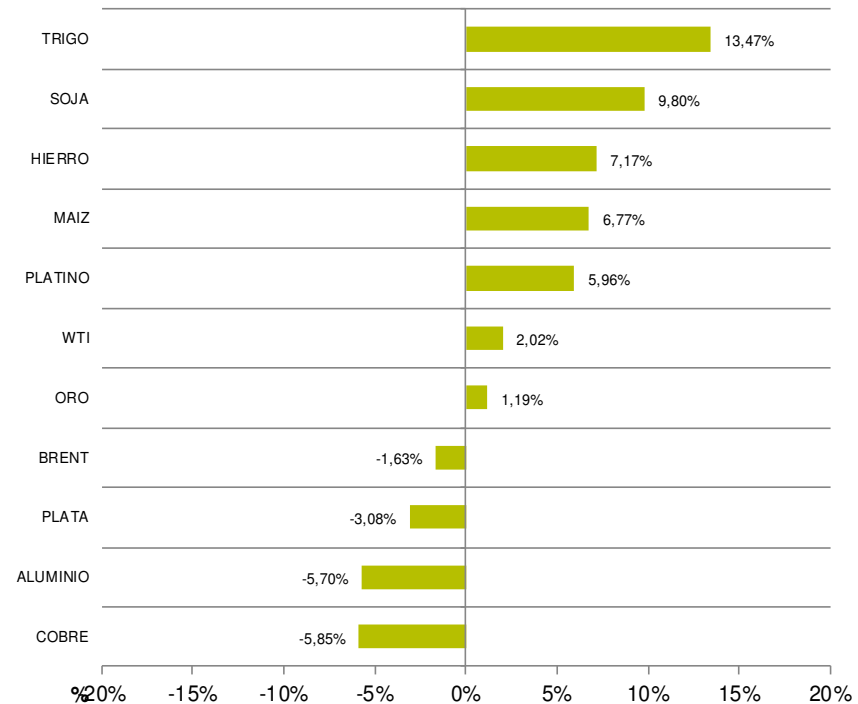
## Materias primas - Resumen de rendimientos

El hierro continúa con mucha volatilidad como resultado de una transición energética de China hacia un uso de energías más limpias. El deterioro de los cultivos en algunas regiones productoras claves ha impulsado el precio del trigo al alza.

Último mes (actual)



Acumulados anuales (YTD)



Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

Este documento ha sido preparado por Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit Andorrà Financial Group.

Aviso para:

- Inversores del Principado de Andorra: este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crédit Andorrà, SA y/o Credi-invest, SA., ambas entidades autorizadas, reguladas y supervisadas por el Institut Nacional Andorrà de Finances (INAF).
- Inversores de España: este documento ha sido preparado por Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit 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 Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Crédit 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).