

# Informe trimestral

## La nostra visió dels mercats

### Va de tipus

Els mercats financers comencen a fer-se la idea que els tipus d'interès seran més alts, i durant més temps, del que havien calculat fins ara. I això té una importància cabdal a l'hora de confeccionar les nostres carteres per al mitjà i llarg termini.

L'esclat de la crisi *subprime* el 2008 va obligar els bancs centrals a reduir els tipus d'interès oficials i a inventar-se una nova forma d'intervenció (abans no havíem sentit a parlar gaire de *quantitative easing*). Els balanços dels deu principals bancs centrals del món sumaven aleshores 5 bilions de dòlars, que havia costat segles acumular. Aquesta xifra es va multiplicar per sis en pocs anys, mentre els tipus d'interès s'estabilitzaven ran de terra, si no per sota. Ningú amb una mica de seny hauria endevinat que arribarien a ser possibles, i encara menys durant tant de temps, tipus *negatiu* (és a dir, que haguéssim de pagar per deixar els nostres diners).

En aquests últims anys, el més normal en molts dels països desenvolupats ha estat, doncs, tipus nuls, una inflació desapareguda i bancs centrals disposats a sortir al rescat dels mercats al més mínim problema. Molts entenen encara el rebot de la inflació i els tipus com una cosa conjuntural, fins que tornem a temps previs, d'aquí a no gaire. Tanmateix convé recordar, mentre els inversors siguin humans (amb permís de la intel·ligència artificial), que el nostre cervell tendeix a extrapolar el passat recent per imaginar el futur. És un més dels biaixos cognitius que distorsionen la nostra percepció de la realitat i que condicionen el nostre procés d'inversió.

Anirem molt malament si no entenem que la pròxima dècada serà molt diferent de l'anterior. Molt probablement, la inflació s'estabilitzarà a nivells per sobre del 2% que tant anhelen Powell i els seus col·legues. Molts dels factors que la mantenien

tenallada s'han revertit. A més, abunden dèficits fiscals majúsculs que no poden sinó empitjorar –sembla poc probable que els polítics continguin la despesa en defensa, energies verdes o els compromisos amb la població, cada cop més envellida– i que afegixen deute públic, cada cop més inflat. L'anterior deriva sempre en inflació i ajuda a incrementar el denominador del deute, que es mesura sobre la base del PIB, si la història serveix de precedent.

I tot això és essencial a l'hora d'escollir les nostres inversions. D'una banda, perquè el nostre cervell ens enganya quan ens tempta amb el cupó del 3% o el 4% com a solució final. Previsiblement no cobrirà la inflació i, per tant, amb el temps deteriorarà greument la capacitat adquisitiva dels nostres estalvis. No tenim cap altra opció que assumir risc si volem guanyar la partida a les pujades de preus. Però, d'altra banda, hem de ser més exigents que abans amb els actius de risc –no té sentit assumir-lo si no ens han de donar gaire més que un fons monetari–. Per això mantenim una posició prudent en les nostres carteres. Ens sembla que, en general, ens paguen malament per assumir risc i bé per esperar que arribin oportunitats, que tard o d'hora apareixeran. Les aprofitarem per allargar la durada o assumir risc de crèdit, o per incrementar l'exposició a la renda variable (amb una mica de sort, tot), que ens permetin construir rendiments futurs atractius.




David Macià, CFA  
 Director d'Inversions i Estratègia de Mercats de Creand Asset Management

## ÍNDEX

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

### Estratègia

#### Assignació d'actius (2023 4T)

- 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

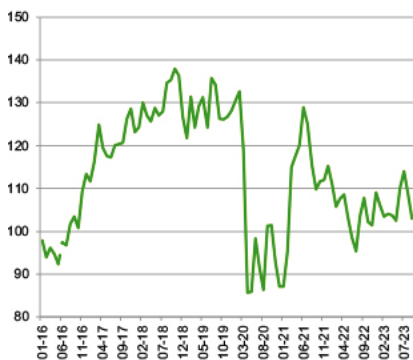
- Petroli 
- Or 

#### Divises

- EUR/USD 
- JPY/USD 

# Situació macroeconòmica

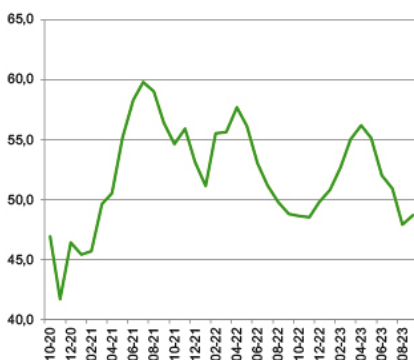
## Índex de confiança del consumidor als EUA



Font: Bloomberg

L'índex de confiança del consumidor de la Conference Board va caure a 103 al setembre, per sota de les previsions.

## PMI de serveis a la zona euro



Font: Bloomberg

El subíndex del PMI de serveis va caure en zona de contracció a l'agost.

## La taxa anual de despeses bàsiques de consum personal als EUA



Font: Bloomberg

Les despeses bàsiques de consum personal van caure del 4,3% al juliol al 3,9% a l'agost, el nivell més baix en gairebé dos anys.

## Augmenten els vents en contra

El creixement econòmic demostra més resistència del que s'esperava, però els signes de desacceleració són evidents a banda i banda de l'Atlàntic i els vents en contra plantegen riscos a la baixa. Les incerteses sobre la inflació preocupen els bancs centrals, que afirmen que mantindran els tipus d'interès més alts durant més temps, malgrat les dades encoratjadores.

El consumidor dels EUA juga un rol important en la resiliència econòmica. Però costa d'imaginar que el consum privat pugui mantenir el ritme de creixement. Els consumidors han fet servir els estalvis acumulats durant la pandèmia i, tot i que és difícil saber quan s'esgotaran, no es poden mantenir per sempre. Les enquestes de préstecs bancaris apunten a condicions més estrictes i la represa dels reemborsaments de préstecs estudiantils, que sumen uns 100.000 M \$ anuals, molt possiblement plantejarà un problema a les llars i moltes hauran de restringir el consum per cobrir quotes. Les taxes de morositat han augmentat que algunes llars ja afronten dificultats. Tot pesa en la sensació respecte a l'índex de confiança del consumidor de la Conference Board, que ha caigut a 103 al setembre, per sota de les previsions.

Tot i que l'economia de la zona euro va superar amb èxit el xoc energètic per la guerra d'Ucraïna i va evitar un creixement negatiu per segon trimestre consecutiu, les dades prospectives indiquen desacceleració. Fins al juny, el sector de serveis s'havia mantingut força bé i compensava la caiguda de la manufactura, però el PMI compost ha estat per sota de 50 des del juny, amb la caiguda del subíndex del PMI de serveis en contracció a l'agost.

## La inflació subjacent es manté en un nivell que duplica l'objectiu del 2%, i la resta del trajecte descendent podria estar ple d'obstacles

La inflació continua desaccelerant-se a banda i banda de l'Atlàntic. A la zona euro, la inflació subjacent, que exclou energia i aliments i és vigilada de prop pel BCE, va caure més del que s'esperava, un 4,5%, per sota del 5,3% previst. Mentrestant, les despeses bàsiques de consum personal, la mesura d'inflació preferida per la Fed, van caure del 4,3% al juliol al 3,9%

a l'agost, el nivell més baix en gairebé dos anys. Però tots dos indicadors es mantenen en un nivell que duplica l'objectiu del 2% de les autoritats monetàries, i la resta del trajecte descendent podria estar ple d'obstacles.

Primer, els preus del petroli han pujat un 35% els darrers dos mesos, ja que Rússia i Aràbia Saudita han afirmat que mantindran retallades de producció la resta de l'any i les existències dels EUA van ser inferiors al que s'esperava, cosa que augmenta els temors d'un dèficit global. Tot i que els bancs centrals prefereixen eliminar aquest component per la seva volatilitat i pel fet que el preu de l'energia es fixa a nivell mundial, si es manté en nivells alts s'incorporarà a l'índex principal a través d'efectes secundaris quan les empreses repercutixin l'augment de costos.

Segon, l'últim informe d'ocupació dels EUA va il·lustrar un mercat laboral encara molt fort. El ritme de contractació al setembre va ser molt superior a les estimacions i també es va revisar el creixement de l'ocupació durant els dos mesos anteriors. Tot i que la taxa d'atur es va mantenir estable en el 3,8% i els salaris van augmentar només modestament, aquestes xifres encara no es veuen afectades per la vaga dels treballadors de la UAW (United Auto Workers), que continua centrant les preocupacions de pujada de salaris. Les vagues també comencen a afectar altres sectors. Això podria generar una inflació més persistent i fer créixer les probabilitats d'una pujada dels tipus d'interès a finals d'any.

Els efectes derivats de l'enduriment dels bancs centrals arriben a l'economia, cosa que no ha de ser necessàriament negativa. Una recessió lleu ajudaria a posar fi a algunes tendències inflacionàries estructurals i corregiria alguns desequilibris, que en realitat després posarien el creixement sota unes perspectives més sòlides.

*Jadwiga Kitovitz, CFA  
Directora de Carteres Multiactius  
i Clients Institucionals*

# Renda fixa

## Tipus més alts durant més temps

En les seves últimes reunions, la Reserva Federal i el BCE van traslladar que els seus tipus de referència es mantindrien més alts durant més temps per garantir que continuïn en nivells prou restrictius. Va destacar especialment l'agressiva revisió dels DOTS (previsions de tipus dels anys vinents) per part dels membres de la Fed.

Ens trobem en un escenari restrictiu: enduriment de les condicions de finançament que afecta especialment una demanda menor d'habitatge, una contracció de l'oferta monetària (l'agregat monetari M1 del BCE ha caigut un 7,3% en els tres primers trimestres de l'any) i, a més, s'està reduint l'estalvi acumulat durant la pandèmia.

Aquestes condicions més restrictives es reflecteixen també en l'augment dels tipus reals (diferència entre el tipus d'interès nominal i la inflació). Un cop han disminuït una mica els temors sobre la inflació (amb permís de l'evolució del preu del petroli), els bons s'han ajustat al nou escenari, «tipus més alts durant més temps», i a aquest augment dels tipus reals. En les corbes hem vist un augment del pendent (*steepening*) i, malgrat que encara s'aconsegueix més rendibilitat en els trams curts que en els llargs, en algun moment veurem una correcció de la inversió de la corba.

## Ara podem aconseguir una TIR global de la cartera més elevada i un matalàs més gran de seguretat

Sense arribar a l'extrem del que està passant últimament als EUA, on cada poc temps hi ha negociacions «d'últim minut» al Congrés per augmentar el sostre del deute, cada cop serà més freqüent que els països incrementin les necessitats de finançament. Davant la reducció del balanç per part dels bancs centrals, caldrà que entrin nous fluxos d'inversors per evitar pujades de rendibilitat.

L'entorn actual és favorable per a la renda fixa privada de qualitat, amb rendiments elevats que no s'havien vist en els últims dotze anys. Aquests rendiments tenen fonaments crediticis decents: la disciplina del balanç és forta, els marges s'han mantingut, la ràtio de cobertura d'inte-

ressos és elevada i el palanquejament se situa en uns nivells acceptables. A més, tenen marge per protegir el ràting per mitjà de reduir costos i inversió, pagar menys dividends o reduir la recompra d'accions. També els avalen factors tècnics: demanda important, recerca del trinomi rendibilitat, risc i liquiditat, i fins a final d'any no s'espera un gran volum de col·locacions al mercat primari. El risc principal seria un deteriorament inesperadament ràpid de l'entorn de consum o un augment significatiu de la volatilitat dels tipus d'interès. En tot cas, seriem més prudents en actius més sensibles al cicle, com el *high yield*, als quals previsiblement afectarà més un augment de la taxa de default (Moody's espera que arribi al 5% durant el segon trimestre del 2024).

Per sectors, el financer en particular continua rebent un suport sòlid en esdeveniments rellevants relacionats amb l'evolució positiva que s'espera als Net Interest Income (NII) –diferència entre interessos cobrats i pagats– i els beneficis. A més, pel que fa al ràting, el sector financer europeu continua amb unes pujades que superen àmpliament les rebaixes durant l'any (ràting drift positiu). Si bé s'ha reduït el gap entre els sectors financer - no financer, encara trobem un rendiment atractiu a favor del primer.

En definitiva, els fluxos de diners han tornat a la renda fixa, que recupera el seu paper com a element diversificador de les carteres. I aconseguir més rendibilitat ens permet augmentar la TIR global de la cartera i, per tant, oferir més coixí de seguretat davant moviments adversos de preus.

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

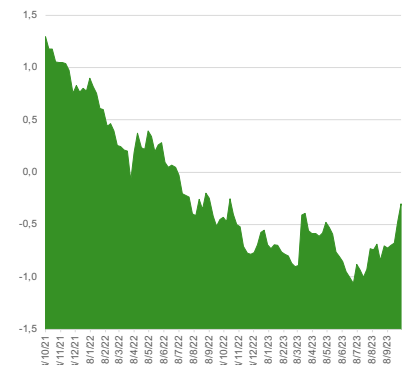
## Evolució dels tipus d'interès real als EUA



Font: Bloomberg

Unes condicions més restrictives es reflecteixen en l'augment dels tipus reals (diferència entre el tipus d'interès nominal i la inflació).

## Augment del pendent ('steepening') de la corba 10-2 als EUA

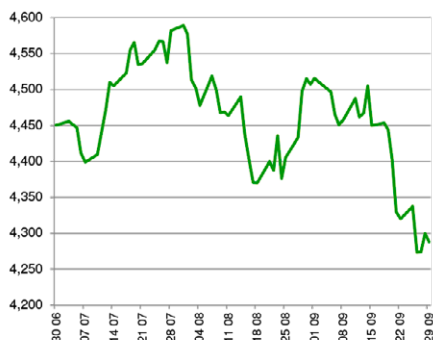


Font: Bloomberg

Encara s'aconsegueix més rendibilitat en els trams curts que en els llargs; en algun moment es corregirà la inversió de la corba.

# Renda variable

## S&P 500



Font: Bloomberg

La caiguda del mercat es va veure impulsada per una forta pujada dels tipus.

## Rendiment del Tresor EUA a 10 anys



Font: Bloomberg

La caiguda del mercat es veu impulsada per una forta subida dels tipus d'interès.

## Falta d'estabilitat

Per a molts inversors, els tipus més alts d'avui dia són extremament restrictius. És comprensible, però són tipus que estan més en línia amb el que era normal els anys previs a la crisi financera.

Quan la Reserva Federal va començar a pujar el tipus d'interès oficial el març del 2002, la rendibilitat del bo a 10 anys era d'aproximadament el 2,15%. A final de setembre semblava que superaria el 5%. És un gran moviment en poc temps. La situació actual sembla anormal per a molts inversors que només han conegut l'entorn de tipus d'interès baixos i ultrabaixos consolidats del període posterior a la crisi financera. Però aquest període s'ha acabat i n'ha arribat un de nou que es veurà marcat per tipus molt més alts que els tipus baixos a què estàvem acostumats els darrers quinze anys.

Quan els tipus es mouen massa i amb rapidesa, el mercat de renda variable pot patir una certa indigestió i experimentar un període de consolidació. El moviment dels tipus de finals del tercer trimestre va tenir l'efecte de refredar el que durant la primera meitat de l'any havia estat un mercat de renda variable dels Estats Units roent. L'S&P 500 va cedir un 3,7% durant el 3r trimestre, tot i que continua pujant un 11,7% durant l'any.

## “La rebaixa reflecteix el deteriorament fiscal esperat”, Fitch Ratings

El ritme de canvi al mercat del Tresor ha estat ràpid, més que en qualsevol altre període dels últims 25 anys. Les coses s'estan movent de pressa, però, per descomptat, la Reserva Federal també s'ha mogut ràpidament en augmentar el tipus d'interès oficial. El mercat de renda variable pot tolerar tipus més alts, igual que l'economia, sempre que hi hagi estabilitat en els tipus d'interès. A més, l'economia ha demostrat que pot créixer amb tipus alts però estables, com va passar a final dels 80 i principis dels 90, quan el rendiment del Tresor dels EUA a 10 anys rondava el 9%.

No tot són males notícies. Les pressions inflacionistes han millorat, però la inflació core-PCE, que és la taxa d'inflació més vigilada per la Reserva Federal, continua molt per sobre de l'objectiu del 2%. Així i

tot, hi ha qui pensa que la taxa d'inflació no baixarà gaire del 3% durant un temps, tenint en compte els canvis estructurals de l'economia, com ara la desglobalització, l'envel·liment de la població activa i l'augment del dèficit pressupostari. Segons el que diu la Reserva Federal, això significaria que el tipus d'interès oficial es mantindrà alt durant més temps i potser fins i tot pugui. Aquesta és la fórmula perquè els inversors en renda variable se sentin incòmodes.

Per acabar amb una mica de pessimisme. A més de la inflació, una preocupació urgent avui dia és que el dèficit dels EUA sigui tan gran mentre l'economia creix. Què passarà, aleshores, si l'efecte retardat de les pujades anteriors dels tipus d'interès acaba portant l'economia a la recessió i els ingressos fiscals disminueixen en un moment en què cal més assistència social? I tot això en un moment en què pot ser necessari augmentar la despesa en defensa, ja que continua el conflicte a Ucraïna mentre se n'està gestant un de nou a l'Orient Mitjà. Els problemes amb el dèficit van provocar una rebaixa recent de la qualificació creditícia dels EUA d'AAA a AA+ per part de Fitch Ratings. No hauria de sorprendre a ningú que una rebaixa de la qualificació creditícia normalment coincideixi amb una pujada dels tipus. Això tampoc no hauria de donar als inversors una sensació d'estabilitat respecte als tipus i, en última instància, al mercat.

Charles Castillo  
Gestor sènior

# Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

## Or i tipus d'interès reals

L'or no té correlació negativa amb la renda variable. De fet, l'or no és una cobertura davant de caigudes de la renda variable. Si volem saber què mou realment l'or, hem de fixar-nos en els tipus d'interès reals.

Hi ha hagut ocasions de caigudes de magnitud important a les borses en què l'or ha caigut igualment. Per exemple, l'octubre de 2008, on tots dos actius registraven caigudes similars. O, sense anar tan lluny, en la pandèmia de covid (febrer-març 2020), fins al punt que aleshores molts qüestionaven el seu paper com a actiu refugi.

L'or és un actiu refugi davant de riscos financers i geopolítics. És a dir, fins que no és evident que s'entra en una recessió, no comença a funcionar l'or com a actiu refugi. Amb una simple caiguda de la borsa no n'hi ha prou, ha de venir provocada per un risc real (recessió o geopolític).

Però el que de debò explica els moviments de l'or són els tipus d'interès reals. Els tipus d'interès reals ajusten el tipus d'interès nominal

per la inflació. Això significa, simplificant-ho moltíssim, que si els tipus d'interès nominals són del 5 % i la inflació, del 4 %, els tipus d'interès reals serien de l'1 % (5 % - 4 %).

En general, uns tipus d'interès reals alts suposen un major cost d'oportunitat per a aquells actius que no generen rendes, com per exemple l'or (que no només no paga ni dividends ni interessos, sinó que té *carry* negatiu, ja que té costos d'emmagatzematge, transport, assegurança, etc.).

A més, els tipus d'interès solen ser alts en moments en què el cicle és fort, hi ha creixement i es genera inflació. Per tant, no hi ha gaire incentiu per mantenir l'or en cartera quan els tipus d'interès reals són alts. Més aviat al contrari: espereu que baixin els tipus d'interès reals perquè ens endinsem en una recessió i llavors l'or funcionarà.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista d'inversions*

DIVISES

## Un canvi alt quant de temps?

Durant els mesos d'estiu, el tipus de canvi euro-dòlar va trencar la tendència alcista i va caure un 6% des dels màxims del juliol fins a l'1,06 a final de setembre.

Al darrere d'aquest rendiment positiu hi ha diversos factors, molts dels quals ja esmentàvem en el darrer informe trimestral. L'economia dels EUA ha estat sorprenentment resistent, amb un del PIB del 2,1% el segon trimestre en comparació de la zona euro, que amb prou feines va tenir un creixement negatiu. Això ha impulsat els rumors al voltant de l'*excepcionalisme nord-americà* i el dòlar que l'acompanya. Tot i que els indicadors d'inflació han tendit a la baixa, la inflació subjacent – exclou els elements més volàtils com l'energia i els aliments – s'ha mantingut obstinadament alta. Les pressions inflacionàries, combinades amb un fort creixement econòmic, han empès la Fed a mantenir la postura dura i afirmar que els tipus oficials es mantindran més alts durant més temps. La consegüent onada de vendes als mercats d'accions i bons també va ajudar el dòlar, ja que els inversors es van afanyar a comprar l'actiu de refugi segur.

Per contrarestar aquests factors positius, vam assenyalar que un dòlar fort encaria els béns importats en altres països i exacerbava les pressions inflacionàries, cosa que obligava els bancs centrals a prendre mesures addicionals. Tot i això, davant d'una desacceleració econòmica, el BCE tindrà més dificultats per apujar els tipus molt més.

És difícil dir quant més es pot apreciar el dòlar, però creiem que la fortalesa probablement està sobrevalorada i la recompensa del risc s'inclina a la baixa, ja que la majoria dels factors esmentats anteriorment ja estan descomptats. Per tant, encara que el dòlar podria mantenir-se fort per ara, no hauríem de seguir aquesta tendència; per contra, probablement hauríem de començar a reduir gradualment les nostres posicions en dòlars.

*Jadwiga Kitovitz, CFA  
Directora de Carteres Multiactius  
i Clients Institucionals*

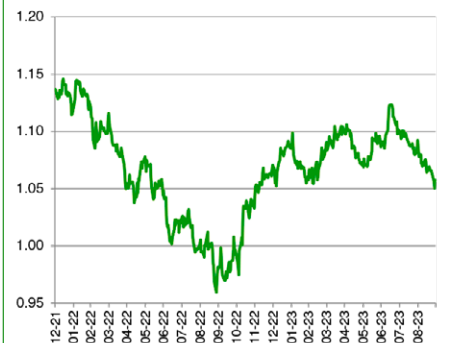
### Or



Font: Bloomberg

Preu de l'or, darrers 20 anys

### Tipus de canvi euro dòlar



Font: Bloomberg

Durant els mesos d'estiu, el tipus de canvi euro-dòlar va trencar la tendència alcista i va caure un 6% des dels màxims del juliol.

# Llatinoamèrica

## Tipus d'interès a Xile



Font: Bloomberg

El Banc Central de Xile ha ratllat els tipus d'interès 175 punts bàsics des del juliol

## Tipus d'interès al Brasil



Font: Bloomberg

El Banc Central del Brasil ha ratllat els tipus d'interès 100 punts bàsics des de l'agost

## Deute: menor i millor

Les empreses llatinoamericanes s'han despallanquejat i han millorat els marges i fluxos de caixa els últims anys, però ha suposat una millora de la qualitat creditícia. Això converteix el seu deute en un actiu per tenir en compte.

En aquestes línies ja s'han exposat àmpliament els riscos i les debilitats de Llatinoamèrica, alguns estructurals i d'altres més conjunturals. La inestabilitat política i el populisme són un llast que ha espantat inversors durant dècades. La seguretat, la corrupció o la manca de diversificació productiva, per citar-ne alguns altres, també són reptes a llarg termini que ha d'abordar la regió per reduir la bretxa que la separa de la majoria d'economies desenvolupades.

No obstant això, hi ha molts altres arguments a favor d'invertir en aquests moments a la regió, especialment en el deute llatinoamericà. Vegem-ne alguns.

Històricament, quan la Reserva Federal pujava els tipus de manera agressiva, les economies llatinoamericanes es veien profundament afectades. Actualment, lluny de fer-se realitat aquest escenari, la majoria dels bancs centrals van incrementar els tipus de referència abans que la Fed i la resta d'autoritats monetàries en l'àmbit global. Són països acostumats a bregar amb inflacions i tipus d'interès elevats i han aconseguit, amb alguna excepció, contenir els preus satisfactòriament. Això ha fet que alguns països de la regió, com ara el Brasil, Xile, l'Uruguai o el Perú, ja hagin començat a abaixar els tipus.

## Països com el Brasil, Xile, el Perú o l'Uruguai ja han començat a baixar els tipus d'interès

A més, compten, en bona part, amb divises flotants que han tingut un bon comportament no només davant dels seus parells emergents, sinó també contra les monedes fortes. Les previsions anuncien que el dèficit per compte corrent de Llatinoamèrica s'estabilitzarà i descendirà els pròxims anys. Si bé el panorama polític no és gaire encoratjador, les institucions han demostrat una destacada solidesa, amb una separació de poders saludable que s'ha exhibit recentment a països com Xile o el Perú. Mentre Mèxic es beneficia de la relocalització d'empreses al seu territori,

altres països productors de primeres matèries s'han beneficiat d'un entorn global amb limitacions de l'oferta.

A escala empresarial, la situació també és esperançadora. Les companyies llatinoamericanes, en agregat, han anat reduint el deute des de l'any 2015, amb un palanquejament net sobre l'ebitda de 3x, fins a l'actualitat, quan no arriba a 1,5x. També han estat capaços de millorar els marges operatius i generar fluxos de caixa lliures creixents. Els equips directius de les empreses estan acostumats a fer front a nivells d'inflació i taxes elevades i han demostrat gran adaptabilitat a diferents entorns macroeconòmics.

Les taxes d'impagaments del mercat de deute llatinoamericà han mostrat xifres millors que els seus parells emergents des de la pandèmia. El 2021, Llatinoamèrica va tenir un 2,5% de *defaults* en comparació del 7,1% dels emergents en agregat; el 2022, un 3,7% davant el 14,0%, mentre que les estimacions per a final de 2023, tot i pujar fins a nivells del 7,1%, encara són lluny del 9,7% del còmput dels mercats emergents. De la mateixa manera, les taxes de recuperació en cas d'impagament són àmpliament superiors.

En termes de valoració, el deute llatinoamericà està mostrant diferencials de crèdit superiors a la mitjana històrica, la qual cosa, juntament amb el seu elevat *carry*, ofereix potencials interessants a curt termini i mitjà. Tant l'oferta com la demanda d'aquests bons gaudeixen de bona salut, cosa que garanteix una liquiditat essencial en aquests mercats.

Tot plegat fa que estiguem davant d'un actiu interessant per incloure dins l'assignació a renda fixa. Dit això, el mercat llatinoamericà de deute és molt heterogeni, tant sectorialment com geogràficament. I cada companyia és un món. És per això que considerem imprescindible invertir amb especialistes que les coneixen totes a fons, així com l'entorn que les envolta.

Juan Gestoso Ruiz  
Analista d'inversions

# Avís legal

---

Aquest document ha estat elaborat per Crèdit Andorrà, SA i es posa a la seva disposició únicament amb finalitats informatives; no constitueix cap oferta o sol·licitud de compravenda de cap producte o servei. El document conté únicament informació general dels productes, serveis i entorn de Crèdit Andorrà, SA. Tot i que la informació s'ha obtingut de fons considerades fiables, Crèdit Andorrà, SA no garanteix que sigui completa o actualitzada, i haurà de ser contrastada amb altres fonts abans d'adoptar qualsevol decisió, que en tot cas serà per compte i risc exclusiu de l'usuari.

Aquest document es pot distribuir únicament de la manera que ho permet la normativa aplicable. No es permet la seva distribució a cap persona o entitat que sigui ciutadana o resident de qualsevol jurisdicció on la distribució, publicació, disponibilitat o ús sigui contrari a la normativa aplicable, o que faci que Crèdit Andorrà, SA quedi subjecte a algun requeriment de registre o llicència a l'esmentada jurisdicció.

Aquest document no constitueix una oferta per part de Crèdit Andorrà, SA ni tampoc dels seus empleats, i no podrà ser en cap cas considerat com una recomanació personal de cap tipus. La informació que s'hi reproduceix no ha estat preparada en consideració a les circumstàncies personals ni a la situació financera particular de cap inversor. Alguns dels productes que s'hi exposen poden no ser adequats per a tots els inversors.

Tots els continguts que apareixen en aquest document estan subjectes a canvis o modificacions per part de Crèdit Andorrà, SA, sense cap comunicació prèvia. Els drets de propietat intel·lectual d'aquest document pertanyen a Crèdit Andorrà, SA, i se'n prohibeix la transmissió, reproducció, divulgació o modificació, total o parcial, sense l'autorització prèvia i per escrit de Crèdit Andorrà, SA. Les informacions sobre rendiments històrics, tendències o previsions són merament indicatives.