

# Informe trimestral

Nuestra visión de los mercados

## Cambio de paradigma

**Invertir los próximos años va a ser un ejercicio muy distinto del que ha sido los últimos veinte años. La inflación se mantendrá elevada, lo que obliga a tipos más altos y resta capacidad de maniobra a los bancos centrales.**

Desde que Volcker atajó las inflaciones galopantes de los 70, a golpe de subida de tipos, los inversores disfrutaron de un entorno casi milagroso para sacar rédito de sus ahorros. La desaparición del patrón oro daba manga ancha a la impresión de dinero y a la acumulación de deuda. La globalización, en conjunción con otros factores, permitió que los emergentes se añadieran al proceso productivo global, bajando los costes de producción (y por tanto subiendo márgenes), catapultando los beneficios empresariales y maniatando la inflación. Una desregulación masiva y la intervención constante de los bancos centrales al menor problema, junto con un descenso sin fin de los tipos de interés (que, a su vez, fomentaba más deuda, tanto corporativa como gubernamental), se sumaron a la fiesta. Si además añadimos un riesgo geopolítico descendente (cayó el muro de Berlín y, con ello, se añadieron muchos países al capitalismo y a los mercados globales, algo que China hacía también, con su propio formato) y una intervención estatal cada vez más intensa para mitigar las recesiones (siendo las ayudas por covid el ejemplo más extremo), el entorno para los inversores era mágico.

Creemos que gran parte de lo anterior no será válido los próximos años. A entender de un servidor, el 2022 no es una pausa en el camino. Es un punto de inflexión. Para empezar, uno de los puntales previos –la globalización– está revirtiendo claramente. Era un proceso que ya había empezado antes, pero la pandemia hizo reflexionar acerca de la resiliencia de las cadenas de distribución, y no solo de su eficiencia. Además, la desconfianza entre los grandes bloques va en ascenso. Rusia, y sobre todo con el cambio de rumbo en China,

tienen difícil una pronta reversión a estadios previos. Los movimientos populistas van aumentando su presencia a nivel global, algo que no ayuda tampoco al libre movimiento de personas y mercancías. Lo anterior supone, inevitablemente, mayor inflación. Especialmente en tanto que los bancos centrales tienen que manejarla con tipos reales negativos, para tratar de reducir la carga que supone la astronómica deuda acumulada, lo que torna la inflación en estructural, al menos por un buen tiempo.

El problema es que la inflación no solo resulta incómoda al llenar el depósito o la cesta de la compra. Es todo un contratiempo a la hora de invertir. De hecho, es el enemigo a batir. Quien ahorra, simplemente pospone consumo. Si nuestros ahorros crecen menos de lo que lo hacen los precios, el resultado es una pérdida, por más que pueda aparentar otra cosa. Contratar depósitos a tipos (por fin) positivos, puede ser tentador. Pero si el tipo que bloqueamos es inferior al nivel de la inflación –así es y continuará siendo, de media, para poder deflacionar la deuda– es una mala decisión de inversión. La renta fija y la renta variable, en términos históricos, siguen sin estar baratas. Muchas estrategias alternativas topan con los tipos de interés actuales. ¿Qué podemos hacer, pues, para sacar rédito de nuestros ahorros? Asistir al evento que organizamos el próximo 26 de enero, en el que trataremos de dar respuesta a esta pregunta y profundizaremos en todo lo anterior.

David Macià, CFA  
 Director de Inversiones CAAM

## ÍNDICE

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

## Estrategia

### Asignación de activos (2023 1T)

Monetario	↑
Renta fija	→
Renta variable	↓

### Renta fija

GOBIERNO	
EE. UU.	→
Eurozona	→

#### GRADO DE INVERSIÓN

EE. UU.	→
Eurozona	→

#### HIGH YIELD

EE. UU.	→
Eurozona	→

#### EMERGENTES

	→
--	---

### Renta variable

EE. UU.	→
Eurozona	→
Japón	→
Emergentes	→

### Materias primas

Petróleo	→
Oro	→

### Divisas

EUR/USD	↑
JPY/USD	↑



# Renta fija

## Pivotando entre inflación y crecimiento

**Finaliza el peor año para los bonos desde la década de 1990 por la rapidez de los bancos centrales en subir los tipos de interés para luchar contra una inflación exacerbada por la guerra en Ucrania. Para los activos de renta fija, ahora se presenta un panorama más optimista, ya que la relación entre rentabilidad y riesgo de los bonos se sitúa en niveles más atractivos.**

Los bancos centrales despertaron del letargo al que nos tenían acostumbrados con su política de tipos de interés cero o negativos para luchar contra su principal enemigo: la inflación. Y lo hicieron de forma global y coordinada, y con una rapidez nunca vista. Durante el año 2022, la Reserva Federal ha subido un 4,25 % su tipo de referencia, hasta llegar al 4,5 %. Por su parte, el BCE pasó del 0 % al 2,5 % al finalizar el mes de diciembre. Incluso el Banco de Japón se ha decidido a modificar su nivel en su estrategia para controlar la curva que mantenía desde 2016. En este caso, optando por doblar el cap objetivo para su bono del gobierno con vencimiento de 10 años de (más o menos) el 0,25% al 0,5%. Se espera que en 2023 sigan subiendo los tipos —al menos en las próximas reuniones de febrero y marzo— entre un 0,25 % y un 0,5 %, en función de los datos económicos que vayamos conociendo.

### Parece que la inflación está remitiendo y los bancos centrales se acercan cada vez más a sus tipos terminales

Una prueba evidente de los efectos de las medidas que están tomando los banqueros centrales para combatir la inflación en todo el mundo es que los bonos con rendimiento negativo están a punto de desaparecer. El volumen global de esos bonos se sitúa ahora en 250 000 millones de USD, frente a los 18,4 billones de USD de hace solo dos años. La subida de los tipos de interés también ha provocado incidentes notables durante 2022, como la compra de Gilts por parte del Banco de Inglaterra para frenar el pánico financiero en los fondos de pensiones con prestación definida del Reino Unido, o el aumento del precio de las hipotecas, que ha afectado al precio de las viviendas especialmente en el norte de Europa, Canadá o Australia. Otros ejemplos los encontramos en la implosión de las criptomonedas o en las salidas forzosas de las SPAC en EE. UU.

El año 2023, después del ajuste de las rentabilidades y los spreads, nos permite una mejor situación de partida para los activos de renta fija: la TIR de los bonos alcanza niveles no vistos en

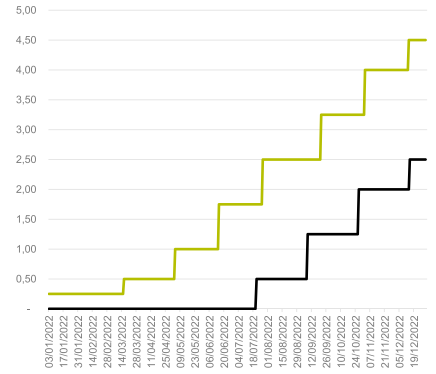
una década y ya supera a la rentabilidad por dividendos de la renta variable; la inflación parece estar remitiendo, y los bancos centrales están más cerca de sus tipos terminales. Hasta se ha acuñado un nuevo término: TARA” (siglas de «There Are Reasonable Alternatives», o «Existen alternativas razonables», en inglés), como argumento para poder considerar ahora a los activos de renta fija en las nuevas inversiones que se planeen realizar.

El mejor momento de entrada para obtener una rentabilidad «todo incluido» (*all-in yield*) en la zona de máximos lo veremos probablemente durante el primer trimestre, con la congestión por el mercado primario con numerosos emisores adelantando sus programas de nuevas emisiones —por ejemplo, Alemania, que anunció un volumen de emisión récord en 2023 para ayudar a financiar el paquete de ayudas al aumento de los precios de la energía— y constatemos que la eurozona entra en recesión, tal y como se había pronosticado. Sobre este punto, el vicepresidente del BCE Luis de Guindos confirmó en una reciente entrevista que la eurozona entraría en recesión, aunque subrayó que, en su opinión, dicha recesión será breve y poco profunda.

Los inversores han ido pivotando entre la inflación y el crecimiento. Cuando la Reserva Federal comenzó a reconocer que la inflación no era transitoria e inició la subida de los tipos de interés, el precio de los bonos se vio afectado de forma negativa. El objetivo de los bancos centrales ha sido afectar a la demanda para reducir los precios, incluso provocando una recesión económica, con el fin de doblegar a la inflación. El diferencial 10-2 años de las curvas de tipos tanto en EE.UU. como en la eurozona están invertidas, lo que tradicionalmente ha avanzado una recesión económica. En el momento en que la atención se fije en el crecimiento y no en la inflación, la renta fija tendrá un buen comportamiento. Veremos más entradas de flujos impulsadas por su factor diversificador y llegará el momento en que los bancos centrales empezarán a descontar bajadas de tipos con el fin de ayudar a impulsar de nuevo el crecimiento. En este escenario, la renta fija debería comportarse mejor que otros activos.

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

### Evolución de los tipos de referencia de los bancos centrales (FED y BCE)



Fuente: Bloomberg

Los principales bancos centrales han subido sus tipos de referencia con gran rapidez. La Reserva Federal los ha subido desde el 0,25% hasta el 4,25% y el BCE, desde el 0% hasta el 2,5% durante 2022.

### Evolución de la rentabilidad del índice Bloomberg Global Aggregate



Fuente: Bloomberg

La TIR de los bonos alcanza niveles no vistos en una década.

# Renta variable

## ► S&P 500 2022 desde mitad del año



Fuente: Bloomberg

El S&P 500 ha vuelto a los mínimos que vimos en junio.

## ► Rendimiento del Tesoro EE. UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg

Las acciones se han movido inversamente a los tipos.

## Un año para olvidar

**2021: récords históricos en valores, criptomonedas, NFT y cualquier otro elemento negociable. 2022: los activos sufren con el conflicto ruso-ucraniano, las definiciones de la energía, las amenazas nucleares, el repunte de la inflación, el temor a una recesión, el mayor fraude de la historia en criptomonedas y la Fed.**

¡Hasta nunca, 2022! El año terminó con una caída del 19,4 % en el S&P 500, del 21,6 % en el Russell 2000 y del 33,1 % en el Nasdaq. Los resultados del Nasdaq fueron especialmente negativos, ya que el rendimiento superior de muchos de sus valores había llevado a muchos inversores minoristas a invertir en valores de growth sobrevalorado. Los acciones de Mega-Cap se consideraban refugios seguros en los mercados de capital. Sin embargo, sufrieron un especial castigo, como puede observarse con el desplome del 34 % del Vanguard Mega-Cap Growth ETF. Entre los principales índices estadounidenses, el Dow Jones fue el más resistente, con una caída de tan solo el 8,8%. Sobra decir que el retorno del 53% de Chevron y del 45 % de Merck impulsaron el Dow Jones. Ambos valores se situaron entre los más alcistas del S&P 500.

**“Es muy probable que se produzca una recesión”,  
Alan Greenspan**

No es de extrañar que el mercado sufriera una corrección importante de valoración al comprimirse los múltiplos. Al inicio de 2022, el S&P 500 cotizaba a 21,5 veces los beneficios futuros y terminó el año cotizando a 16,8. Esta cifra es inferior a la media histórica de 10 años de 17,1, pero lo importante es que el múltiplo de 16,8 se basa en estimaciones de beneficios muy elevadas, según los estrategas. El consenso actual es que los beneficios del S&P 500 aumentarán un 4%, aunque el descenso podría ser de dos dígitos.

Al principio del boletín, hemos mencionado varios factores que han contribuido a los resultados de 2022, pero vamos a centrarnos en el que se considera el peor. La Fed era reacia a subir los tipos en 2021 porque consideraba que la inflación era «transitoria». Aunque admitió el error, se abstuvo de subir los tipos de interés a principios de 2022 debido a la incertidumbre causada por la concentración de tropas rusas en la frontera con Ucrania. La invasión comenzó

en febrero y dio lugar a nuevas presiones inflacionistas al cundir el pánico en los mercados mundiales de energía y alimentos. Dada la incertidumbre causada por la guerra, la Fed se esperó hasta mayo a subir 50 puntos básicos los tipos de interés. Tras esta subida hubo cuatro más, de 75 puntos básicos cada una. La Fed cerró el año con una última subida de 50 puntos básicos en diciembre. Dichas subidas fueron un intento a la desesperada de la Fed para controlar la inflación.

Lamentablemente, a la Fed aún le queda trabajo por hacer. Aunque parece que la inflación ha tocado techo, no ha disminuido con la suficiente rapidez. El mercado prevé que la Fed suba los tipos otros 50 puntos básicos en febrero, así como en marzo, antes de parar. La reunión de febrero de la Fed se celebra antes del período de beneficios del cuarto trimestre. En los informes del cuarto trimestre, la mayoría de las empresas publican sus previsiones para el año que tienen por delante. Es posible que las estimaciones de beneficios para 2023 sean demasiado elevadas, por lo que los informes serán la primera prueba real de ello. Esto supondría una pesadilla en la que una Fed demasiado hawkish podría asustar al mercado antes del ajuste de beneficios. Por terrible que parezca, aún cabría la esperanza de tiempos mejores ya entrado el año 2023. La Fed dejará de subir los tipos en algún momento de 2023 y las estimaciones de beneficios se ajustarán a un nivel adecuado a partir del cual puedan crecer.

*Charles Castillo*  
Gestor sénior

# Materias primas y divisas

MATERIAS PRIMAS

## Aproximándonos al final de la tormenta

En estas mismas líneas, en verano escribíamos que el precio del gas debería normalizarse cuando pasara la tormenta, a comienzos de 2023 no nos sorprende ver que el precio del gas ha caído más de un 60% desde máximos del verano. Y eso que la tormenta a nivel geopolítico todavía no ha pasado, pero sí nos aproximamos al final de la tormenta para el mercado del gas.

El consumo de gas en Europa cayó bruscamente en diciembre. No es sólo el impacto de unas condiciones meteorológicas más suaves, sino que la mentalidad de consumidores particulares y empresas ha cambiado respecto al deseo de consumo de gas. Al mismo tiempo, las importaciones de gas natural licuado (GNL) alcanzaron un nuevo máximo histórico. En consecuencia, las existencias aumentaron en la segunda quincena de diciembre, algo sorprendente en pleno invierno. No es de extrañar que el precio se haya desplomado.

De este modo, las importaciones de GNL se han incrementado respecto a años anteriores. Estados Unidos, Qatar y Rusia (sí, ¡Rusia!, que aunque ha bajado sigue repre-

sentando el 18% de las importaciones de GNL) siguen siendo los principales proveedores, pero también se está importando de Angola, Guinea Ecuatorial y Egipto. Además, España está reexportando al perímetro europeo su gas sobrante.

El pasado año Europa terminó el invierno (finales de marzo de 2022) con un 24% de existencias. Posteriormente, los operadores consiguieron aumentar las existencias hasta el 96% a finales de octubre, lo que supuso un alivio al entenderse que evitábamos quedarnos sin gas en invierno. Si se mantienen las tendencias de estos últimos meses, llegaríamos a finales de marzo con un 51% de existencias de gas, por lo que no sería un problema no tener importaciones desde Rusia para llegar al invierno de 2023 con el inventario lleno nuevamente.

La tormenta para el mercado de gas llega a su fin al encontrar alternativas de suministro, y el precio debería también normalizarse a un nivel todavía inferior al actual.

*Miguel Ángel Rico, CAIA  
Analista de inversiones*

DIVISAS

## ¿Está el dólar en un punto de inflexión?

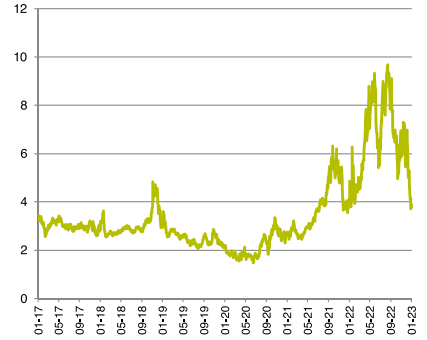
A la paridad con el euro, el dólar parecía caro, pero la valoración no suele ser suficiente para cambiar la tendencia del precio de un activo. El 2022 ha sido el año del dólar, ya que se ha beneficiado de un banco central precursor en las subidas de los tipos de interés gracias a una economía más resistente, la independencia energética de EE. UU. y el estatus de activo refugio que posee la moneda en medio de las turbulencias del mercado. Sin embargo, tras un repunte del 16%, el dólar empezó a debilitarse en octubre y redujo sus ganancias anuales a la mitad. Hay diferentes factores que propiciaron este cambio radical: los datos de la inflación de octubre en EE. UU. fueron más bajos; los indicadores económicos apuntaban a un crecimiento más lento, sustentando un pico en la inflación; los datos en Europa eran mejores de lo que se temía y, en especial, se ralentizó el ritmo de las subidas de los tipos oficiales.

Hay una gran diferencia entre las predicciones de la Reserva Federal y las de los inversores. Pese a las advertencias de Powell, prevén una tasa de interés máxima más baja

y creen que la primera reducción de los tipos de interés puede producirse ya en verano. En resumen, los responsables políticos y los inversores aún discrepan sobre las cuestiones más importantes. ¿Cuán persistente será la inflación? ¿En qué nivel alcanzarán los tipos el punto máximo? ¿Cuándo cambiará la estrategia de los bancos centrales? ¿Entrará Estados Unidos en una recesión? La respuesta a estas preguntas probablemente le darán una buena pista sobre la dirección que tomará el dólar en el 2023. Nosotros creemos que la inflación permanecerá por encima de la zona de confort de la Reserva Federal, lo que obligará a la autoridad monetaria a subir más los tipos y mantenerlos así durante más tiempo. El 2023 probablemente será un camino lleno de baches para la mayoría de los activos, incluido el dólar, y no nos sorprendería que este volviera a ganar fuerza a medida que el mercado se enfrente a la realidad.

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

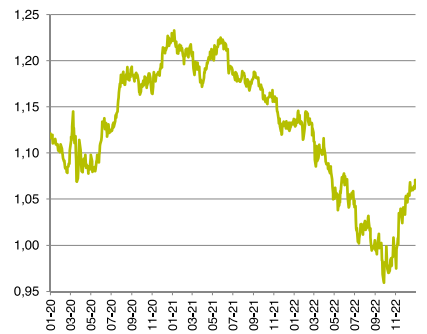
## Gas natural



Fuente: Bloomberg

Desplome del gas natural.

## Tipo de cambio euro dólar



Fuente: Bloomberg

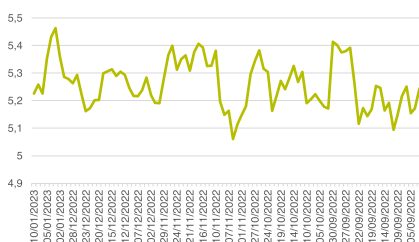
Tras un repunte del 16%, el dólar empezó a debilitarse en octubre y redujo sus ganancias anuales a la mitad.

## Petroleo Brasileiro SA (PBR US)



Fuente: Bloomberg

## USD/BRL



Fuente: Bloomberg

## Viejos tiempos en Brasil

**Las primeras decisiones intervencionistas de Lula da Silva al frente del gobierno han reavivado la desconfianza de los inversores.**

El pasado 30 de octubre de 2022, Lula da Silva confirmó en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales la ventaja que obtuvo en la primera. La distancia entre el líder del Partido de los Trabajadores y el presidente saliente, Jair Bolsonaro, se limitó a menos de dos puntos, lo que mantuvo la incertidumbre hasta el final y provocó que este último aún hoy no haya reconocido la derrota.

Los inversores, que ya esperaban este desenlace electoral, aguardaban las primeras decisiones de índole económico. Lula anunció el nombramiento del ex alcalde de San Pablo, Fernando Haddad, como futuro ministro de Hacienda, provocando escepticismo ante una evidente carencia de experiencia técnica en la materia. Aún peor recibida fue la aprobación en tiempo récord de una reforma en la Ley de Empresas Estatales. Esta norma, aprobada en 2016 durante el mandato de Temer, tiene como propósito blindar las empresas participadas por el Estado contra interferencias políticas, después del escándalo de Lava Jato. También redujo la cuarentena para ejercer cargos públicos a miembros de estructuras de los partidos políticos de 36 meses a 30 días, dando vía libre a un gobierno lleno de sus más fieles.

**El Bovespa terminó el año en positivo y el real fue una de las pocas monedas que se apreció frente al dólar**

En el discurso de investidura del primero de enero expuso los pilares de su gobierno: anunció su intención de eliminar el techo constitucional de gasto, el aumento masivo del peso del Estado en el desarrollo económico y otras medidas como la continuidad en la exención de impuestos sobre el combustible, y la paralización de la privatización de empresas. Sin duda, todo ello tendrá un impacto importante en las cuentas públicas, y el mercado no tardó en reaccionar. En la primera sesión del año el índice Bovespa se dejaba un 3,2 % y el real brasileño se debilitaba frente a sus pares, llegando a mínimos de un mes contra el dólar.

Encabezando las caídas se situó Petrobras, que ha perdido más de un 25 % desde la primera vuelta presidencial. La petrolera estatal estaba teniendo un año fantástico, obteniendo los ingresos y utilidades más altos de su historia y repartiendo un dividendo sin precedentes de 28.000 millones de dólares. Beneficiada por el entorno energético global, había dejado atrás episodios de inestabilidad en su dirección, de nuevo provocados por la injerencia política, esta vez de un "amigo del mercado" como Bolsonaro. Sin embargo, los vientos intervencionistas del gobierno de Lula ponen de nuevo la sombra de la duda sobre la compañía. Los números son buenos y previsiblemente lo seguirán siendo en el 2023. El 60 % de su producción proviene de plataformas petroleras, donde el umbral de rentabilidad se sitúa por debajo de 30 dólares por barril. Continúan reduciendo deuda y tienen controlados los costes operativos. Sin embargo, el peso de la incertidumbre e inestabilidad política es demasiado grande en una empresa con un historial de decepciones bastante largo. Preferimos esperar a tener mayor claridad sobre los planes del gobierno con la compañía, pero las virtudes anteriores le hacen merecedora de tenerla en el radar. En cuanto a sus bonos, miembros habituales de carteras de inversión de renta fija emergente, nos parece que siguen siendo una opción interesante.

Brasil salió airoso de un 2022 muy complicado a nivel global. Su posición de productor de materias primas en un entorno de déficit de oferta y su temprana actuación de subidas de tasas hicieron que, a pesar de una situación convulsa en lo social, consiguiese tener el favor de los inversores. El Bovespa terminó el año en positivo y el real fue una de las pocas monedas que se apreció frente al dólar. Queda ver si estos vientos de cola son suficientes para aguantar una economía con un enorme potencial pero a la vez muy frágil y dependiente de las políticas públicas.

*Juan Gestoso Ruiz*  
Analista de inversiones

# Aviso legal

Este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group.

Este documento sirve únicamente para su distribución en forma permitida en derecho. No está dirigido a distribución ni uso de ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier jurisdicción donde la distribución, publicación, disponibilidad o uso fuere contrario a las leyes o regulaciones, o hiciera que Crèdit Andorrà Financial Group quede sujeto a algún requerimiento de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción. La información contenida en este documento representa la opinión de los analistas de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercados y podrá ser modificada y/o actualizada sin previo aviso. Este documento contiene únicamente información general, y si bien se ha obtenido esta información de fuentes consideradas fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni sus analistas garantizan ni se responsabilizan de que la información contenida en el mismo sea completa o exacta. Los analistas financieros y las otras personas competentes que pudieran estar implicadas en la elaboración y difusión de este documento son independientes de aquellas que tengan un interés relevante en el objeto del informe en cuestión. En ningún caso media compromiso o vinculación alguna con los emisores para elaborar informes favorables. Las declaraciones incluidas en el presente documento en ningún caso deben considerarse como hechos fácticos y contrastados, quedando aquellas proyecciones y estimaciones sobre condiciones económicas y previsiones sobre el desarrollo de la industria sujetas a cambios sin notificación previa. Cierta información incluida en el presente documento hace referencia a "proyecciones de futuro" que pueden identificarse por el uso de formas verbales tales como "podrá", "debería", "se espera", "se estima" o mediante terminología similar, tanto en positivo como en negativo. Debido a varios riesgos e incertidumbres, ciertos eventos, resultados o el desempeño real de los mismos podrán variar sustancialmente de aquellos reflejados o contemplados en las citadas proyecciones a futuro incluidas en este informe. Los resultados obtenidos en el pasado, ya fueren estos positivos o negativos, no está garantizado que se cumplan en el futuro y, por lo tanto, no pueden servir como indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o de los servicios de inversión que el presente documento pueda contener, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos, una disminución en los mismos, que podrá ser mayor o menor dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate.

Este documento no constituye una oferta por parte de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoco de sus analistas y no podrá ser en ningún caso considerado como una recomendación personal de compra o venta de activos. Tampoco se podrá considerar que cualquiera de las estrategias de inversión o recomendaciones realizadas en el presente documento es idónea o apropiada para las circunstancias individuales de un inversor. Ni este documento ni su contenido constituirán la base de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los lectores del presente documento deberán tomar sus decisiones de inversión basándose en su propio análisis así como en la recomendación de asesores independientes que consideren apropiados. En ningún caso podrá entenderse que mediante la distribución de este documento Crèdit Andorrà Financial Group o sus analistas, están realizando recomendaciones personalizadas de inversión. La negociación en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere un seguimiento constante de las posiciones actuales. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas, empleados o directores asumen ninguna responsabilidad por ninguna inversión o desinversión realizada con base en este documento, ni por ninguna pérdida que pudiera resultar por una inversión o desinversión basada en este documento. Cualquier declaración contenida en este documento que haga referencia a información, opiniones o datos emitidos por una tercera entidad representará en todo caso la interpretación de los mismos realizada por Crèdit Andorrà Financial Group, a los cuales ha tenido acceso por ser de carácter público o bien a través de un servicio de suscripción. Este uso e interpretación no ha sido revisado por la mencionada tercera entidad, por lo tanto, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas ofrece ninguna garantía, ni expresa ni implícita, de que sean exactos, íntegros o correctos.

La información contenida en esta publicación es estrictamente confidencial. Ni la totalidad ni parte de esta publicación puede ser reproducida, transformada, distribuida, publicada, reenviada o usada de ninguna manera sin el previo permiso por escrito del autor. Ninguna publicación, modificación o actualización de este material está sujeta a periodicidad y no implica ninguna obligación por parte de Crèdit Andorrà Financial Group.

Aviso para:

- **Inversores del Principado de Andorra:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crèdit Andorrà, SA y/o Credi-invest, SA., ambas entidades autorizadas, reguladas y supervisadas por la Autoritat Financera Andorrana (AFA).
- **Inversores de España:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Alcalá, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversores de EE.UU.:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Beta Capital Management, LLC (IARD No. 154894), un asesor de inversiones registrado aprobado para operar en octubre de 2012, y autorizado, regulado y supervisado por la U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.).
- **Inversores de Luxemburgo:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banque de Patrimoines Privés, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **Inversores de México:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes, SA de CV., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- **Inversores de Panamá:** este documento ha sido preparado por Crèdit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA entidad autorizada, regulada y supervisada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), y/o por Private Investment Management Advisors Panamá, S.A., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).



**Research**

Crèdit Andorrà Financial Group



# Research

Crédit Andorrà Financial Group

---