

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK  
Private Bankers

Opinión corporativa de Andbank

Julio de 2018

## Opinión corporativa

*Julio de 2018*

It's just a game of Chicken...  
just... a game of Chicken...

@18 PLASTICS  
News WNDI

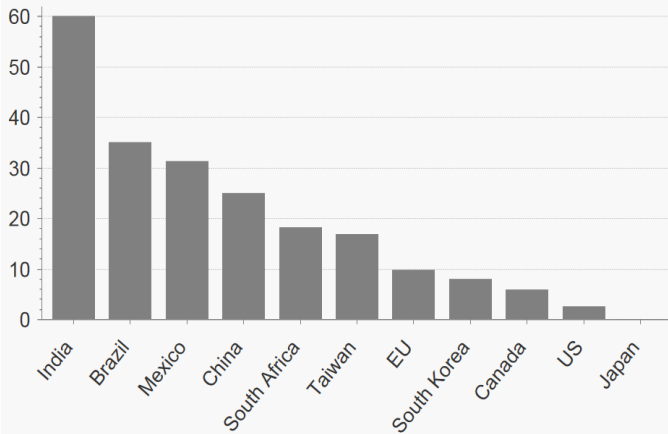


**Alex Fusté**  
Economista Jefe Global  
+34 673 041 058  
+376 881 248  
[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

## RESUMEN EJECUTIVO

### Average tariff on motor car imports

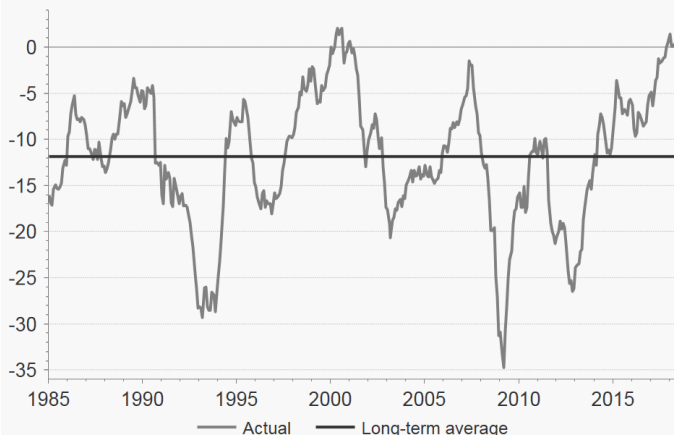
Per cent, 2016



Fuente: Thomson Reuters Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

### Euro area consumer confidence

Balance



Fuente: Thomson Reuters Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



#### EQUITIES

### RENDA VARIABLE

Los mercados bursátiles son rehenes de cada nuevo episodio de esta serie dramática en la que Estados Unidos se enfrenta a China. Nadie puede decir a fecha de hoy si este conflicto acabará estallando violentamente. Lo que sí sabemos es que ambas partes (especialmente China) tienen potentes incentivos para mantener la tensión bajo control. Mientras que el conflicto se quede en mera retórica, los mercados de valores continuarán al alza. Nuestros mercados preferidos son los de Europa, Brasil y Mercados emergentes de Asia. Los mercados que ofrecen menos potencial alcista son los de Japón y EE.UU. (que cotizarían ya a valor razonable).

#### FI

### RENDA FIJA

Se mantienen las perspectivas negativas para los activos de deuda soberana con vencimientos a largo plazo denominados en EUR, GBP y JPY y, en menor medida, USD. Nuestro objetivo de valor razonable para el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense (UST) a 10 años es de 3,20%. Un buen punto de entrada en el UST sería cuando el rendimiento en términos reales estuviese en el 1%. Al estar nuestra previsión para el IPC en 2,2%, el rendimiento del UST tendría que alcanzar el 3,2% para situarnos en posición de «comprar». Más nos preocuparía un alza de tipos no relacionada con las perspectivas de crecimiento e inflación, resultando en una prima exigida en el UST (o coste de capital) que compararía muy mal con los ROEs.



### DEUDA CORPORATIVA

Las perspectivas a corto plazo se debilitaron para los valores de deuda de empresas en EUR, siendo la reapertura de la división núcleo/periferia el mayor riesgo para las calificaciones crediticias, llevándose la peor parte los valores financieros, de bancos italianos y compañías aseguradoras. Mantenemos una postura estratégica defensiva y tácticamente prudente ante la deuda de entidades financieras y de países de la periferia de la zona euro. En el universo de deuda corporativa en USD los diferenciales se ampliaron 7 pb, en un entorno en el que los fundamentos crediticios de la deuda de alto rendimiento (HY) en USD sigue mejorando, con un crecimiento del BAIIA/EBITDA superior al de la deuda que ayuda a estabilizar las métricas de endeudamiento. Mantenemos la postura neutral ante los segmentos de deuda denominada en USD con ratings de grado de inversión (IG) y HY.



### DVISAS

Nuestras monedas preferidas son el BRL (que cotiza con una desviación típica negativa de 2,5 en la Z score a 3 años frente al USD) y el MXN, frente al USD y el EUR. También nos convencen el CHF y el AUD (cerca de -2 sigmas frente al USD). El posicionamiento general del mercado es en estos momentos largo en USD, por importe de 10.400 mill. de USD, aunque esta cifra es aún pequeña en comparación con las posiciones largas por importe de 51.000 mill. de USD registradas en diciembre de 2014. Adoptamos una postura prudente ante el USD a corto plazo, y optimista en el largo plazo.



### MATERIAS PRIMAS

Estados Unidos solicitó informalmente a la OPEP que elevara la producción en 1 millón de bpd. Al-Falih y Novak manifestaron que el aumento de la producción era «inevitable». A nuestro juicio, el precio del petróleo ha roto el techo de un rango de cotización fundamental.





## EE.UU.

### El mercado bursátil aún tiene potencial de subida antes de que finalice el ciclo

#### Perspectivas económicas firmes y estables

La economía estadounidense se aceleró en el segundo trimestre del año y, en su conjunto, tiene visos de registrar un sólido crecimiento en el primer semestre del año. De hecho, es muy alentador que haya podido soportar tanta volatilidad política. Esta resiliencia se sustenta en un ciclo virtuoso, en el que el crecimiento sostiene al mercado laboral y este a su vez sostiene el crecimiento. Nuestras perspectivas podrían pecar de optimistas, pero los riesgos por ahora no parecen tan graves como para deteriorar la dinámica económica. Si bien parece improbable que la tasa de crecimiento vaya a aumentar, la marcha de la economía podría mantener bien el ritmo actual.

#### La Fed se atendrá a su plan de subir tipos y lo hará de forma gradual

La Reserva Federal subió los tipos de interés hasta situarlos en el 1,75%, al tiempo que proporcionó una orientación más restrictiva al indicar que habría dos alzas adicionales de tipos este año. La economía mundial va rezagada respecto al momento del ciclo económico en EE.UU., por lo que es probable que la inflación aumente de forma gradual, lo que permitiría a la Fed atenerse a su plan de subidas graduales de tipos sin comprometer las perspectivas. La inflación subyacente pasó del 2,1% al 2,2% interanual.

#### Factores de riesgo

(1) Una intensificación de las subidas de tipos de interés, al encarecer la refinanciación de la deuda de un gobierno endeudado y de determinados segmentos de los mercados financieros, podría perturbar el crecimiento. (2) Si las tensiones comerciales persistiesen, podrían afectar a decisiones de inversión empresarial. (3) Las tensiones en los mercados financieros de varios mercados emergentes importantes, así como en Europa, podrían provocar una disminución más generalizada de la tolerancia al riesgo.

#### Las restricciones comerciales aumentan los riesgos, pero el impacto macroeconómico es limitado

La política comercial de Estados Unidos vuelve a concitar la atención, y lo hace como un riesgo económico. El final de las exenciones arancelarias al acero y aluminio importados de Canadá, México y la UE muestra que ni los aliados geopolíticos están a salvo de las restricciones comerciales de EE.UU. Sus socios comerciales han tendido a responder más adoptando represalias que buscando la conciliación. En nuestra opinión, el objetivo más probable de unos aranceles generalizados continúa siendo China. No prevemos un impacto apreciable en los datos macroeconómicos mientras los aranceles sigan afectando únicamente a determinados productos.

#### Percepción de Andbank sobre los mercados

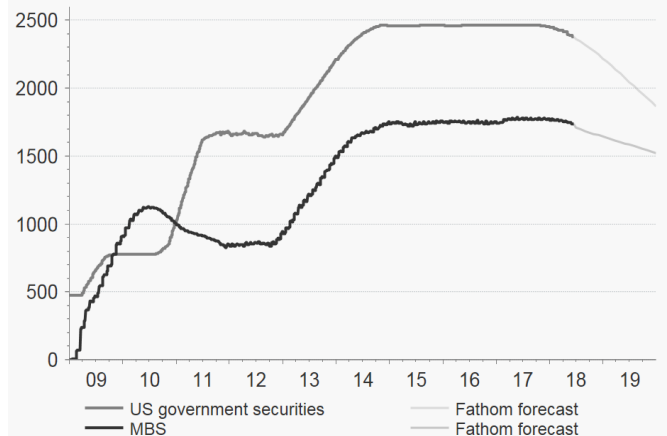
La renta variable estadounidense podría estar enfilando las últimas etapas de un mercado alcista basado en la evolución del ciclo económico. Cabría cierta continuidad al alza del mercado antes de que terminase el ciclo, pero su amplitud sería menor y entrañaría más riesgo. Los beneficios de las empresas han sido sólidos este año, pero su crecimiento no parece haber sido acompañado de unos mejores múltiplos (PER) relativos. Por lo que respecta al mercado de renta fija, los factores que impulsan la inflación que recoge el Indicador de inflación subyacente de la Reserva Federal de Nueva York se han afianzado últimamente; este índice tiende a anticiparse 16 meses al comportamiento del IPC subyacente y apunta a una lectura de inflación superior al 3% en 2019, siempre que no cambie la crucial dinámica al alza de los costes energéticos y de atención médica. Todas estas presiones plantean serios riesgos para los bonos con vencimientos largos. Mantenemos sin cambios nuestra estimación de un rendimiento razonable del 3,2% para el bono del Tesoro estadounidense a 10 años.

#### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL (punto medio: 2.715; de salida: 2.985)  
Deuda soberana: NEGATIVO (objetivo rendimiento bono a 10 años: 3,2%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 50)  
Deuda corp. (ICDX HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 437)  
Divisas (Índice CDX) : NEUTRAL

#### Federal Reserve assets held outright

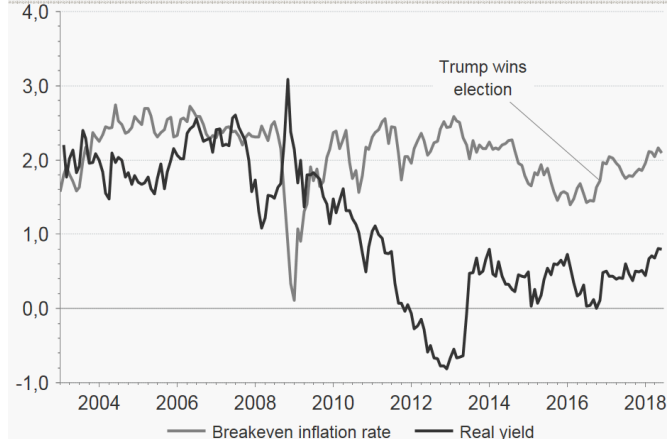
USD, billions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### US ten-year TIPS decomposition

Per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### US broad trade weighted dollar

Index, 100 = 1996



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



## EUROPA

### Draghi evita una política restrictiva mientras avanza hacia el final de QE

#### Banco Central Europeo

El BCE anunció en su reunión de junio que reducirá a la mitad el importe de las compras mensuales de activos entre septiembre y diciembre (es decir, a 15.000 millones de euros). Siendo así, el programa de expansión cuantitativa (QE) terminaría en 2018, si bien este paso dependerá de la evolución de los datos. Por otra parte, la orientación de expectativas sobre la senda de tipos de interés se reforzó por unanimidad, manteniéndose los tipos en sus niveles actuales hasta al menos el verano de 2019. Los detalles de la estrategia de reinversión se aportarán en reuniones futuras. En suma, una postura prudente ante el repliegue de QE, previéndose que las subidas de tipos de interés se iniciarán más bien tarde que pronto.

#### La incertidumbre política sigue pero el «ruido» económico disminuye

Tras un tiempo de ardua negociación, Italia cuenta con un nuevo Gobierno liderado por el Movimiento 5 Estrellas y Liga Norte. Aunque este no fuera el resultado más deseable, la incertidumbre en el plano económico se ha reducido sustancialmente en las últimas semanas después de que los principales Ministros acatasen los objetivos presupuestarios de la UE y su compromiso con la moneda única europea. En cambio, la incertidumbre crece por el lado social, estando dominada por los problemas migratorios.

#### Entorno del mercado financiero

Después de que Draghi indicase «tipos más bajos durante más tiempo de lo pensado», revisamos los objetivos de rendimiento. Comenzando con el bono de referencia, el *Bund* alemán a 10 años pasa por fundamentales a un nuevo rango de entre 0,4 y 0,8%. Entre los bonos de países periféricos de la zona euro el contagio durante la agitación italiana fue limitado y el riesgo de redenominación que cotiza el bono italiano parece exagerado. Con todo, los rendimientos de los bonos periféricos aún son impredecibles. En consecuencia, ajustamos levemente los objetivos para los diferenciales de los bonos periféricos a 10 años: España 1,6%; Portugal 2,2%, e Italia 2,7%. En cuanto a la deuda empresarial, la política en Italia y las tensiones comerciales provocaron cierta ampliación de diferenciales en el mercado. Las perspectivas a corto plazo para la deuda corporativa denominada en euros se han deteriorado, siendo la reapertura de la brecha núcleo/periferia el principal riesgo para sus calificaciones de solvencia. Los valores de deuda de entidades financieras, bancos italianos y compañías de seguros fueron los que resultaron más perjudicados. Mantenemos nuestra postura estratégica defensiva y tácticamente tendríamos cuidado con los valores de deuda de empresas financieras y de países periféricos de la zona euro.

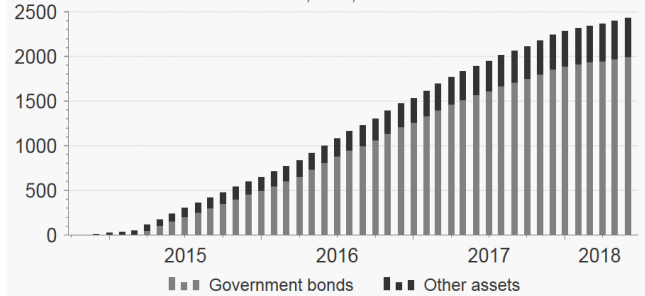
En el mercado de renta variable, el BPA del consenso del Stoxx 600 para el ejercicio 2018 se ha revisado recientemente al alza, situándose ahora en torno a 26,25 euros (ligeramente por encima de nuestra previsión de 25,7, mantenida desde hace tiempo). La revisión al alza responde a las mejores estimaciones sobre los sectores inmobiliario y energético europeos, que auguran una perspectiva más optimista para el mercado bursátil europeo en el segundo semestre de 2018. Los analistas esperan un crecimiento del BPA del 8,4% para el MSCI Europe, siendo el sector financiero el que más contribuye (36% del crecimiento total del BPA del índice). Todos nuestros parámetros previstos para el Stoxx 600 siguen intactos (crecimiento de las ventas: 5,2%; margen neto: 8,2%; crecimiento del BPA: 6,6%; PER: 16x), lo que se concreta en una cotización objetivo por fundamentales para este índice de 411, lo que significa que aún apreciamos cierto potencial alcista.

#### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): POSITIVO (punto medio: 411; salida: 439)  
Renta variable (Euro Stoxx): POSITIVO (punto medio: 413; salida: 454)  
Deuda soberana (Core): NEGATIVO (objetivo TIR del Bund: 0,80%)  
Deuda soberana (P. periféricos): NEGATIVO (ES 1,6%, IT 2,7%, PT 2,2%)  
Deuda empresas (iTraxx Europe IG): NEGATIVO (diferencial objetivo: 85)  
Deuda empresas (iTraxx Europe HY): NEUTRAL-NEGATIVO (obj: 330)  
Divisas (EUR/USD): corto plazo NEUTRAL; largo plazo NEGATIVO (1,15)

#### ECB asset purchase programme

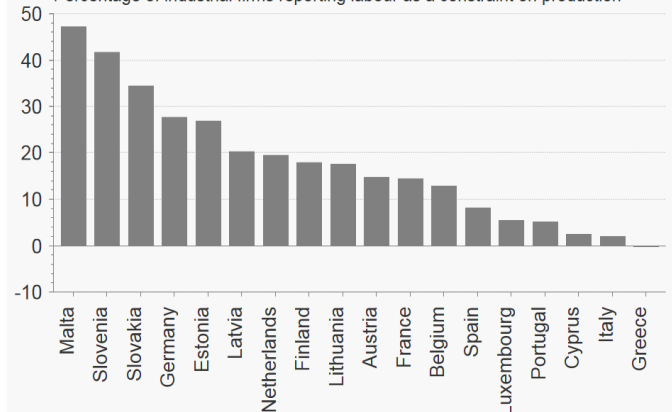
Cumulative since October 2014, EUR, billions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### Euro area factors limiting production: labour

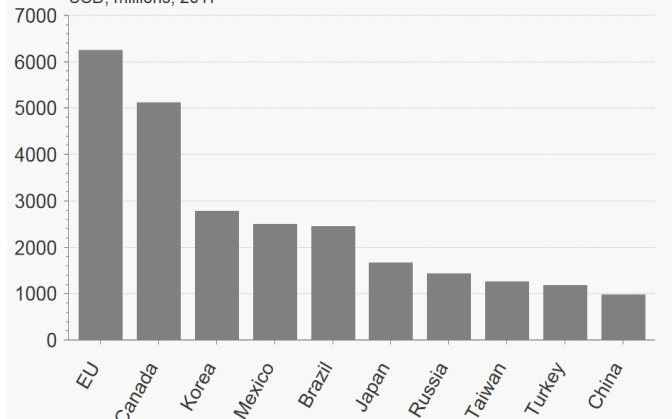
Percentage of industrial firms reporting labour as a constraint on production



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### US imports of steel products

USD, millions, 2017



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



# ESPAÑA

## Nuevo gobierno pro-UE, en minoría pero estable

### Política

Varios acontecimientos cambiaron el panorama político el mes pasado. Ahora tenemos un nuevo gobierno, después de la moción de censura en el Congreso. En cuestión de días, el partido gobernante (PP) perdió el poder y a su líder, ya que Rajoy también renunció como presidente del partido. Por extraño que parezca, el nuevo presidente del gobierno español (Pedro Sánchez, PSOE) solo cuenta con 84 de 350 diputados y gobernará con los presupuestos del Estado que confeccionó el gobierno anterior, que habían sido rechazados por el propio Sánchez. Si bien los cambios parecen de entrada evidentes, seguimos más o menos donde estábamos a comienzos de año, es decir, con un gobierno débil con un presupuesto ya aprobado que le permitirá seguir en el poder al menos hasta final de año.

### El nuevo gobierno pro-UE envió un mensaje claro y contundente: «Esto no es Italia»

Pedro Sánchez ha nombrado a algunos colegas pro-UE: Josep Borrell (ex presidente del Parlamento Europeo) para Política Exterior, y Nadia Calviño (número 2 de Günther Oettinger en el departamento de presupuestos de la Comisión Europea) para Economía. De hecho, este es el mensaje más importante que nos envía Pedro Sánchez: «Hemos cambiado el gobierno, pero no la política fiscal ni económica, y por supuesto mantenemos una alineación plena con el proyecto europeo».

Lo que ha cambiado es el estado de ánimo de este Gobierno y el enfoque hacia Cataluña y el conflicto territorial que mantenía el desencuentro entre las dos administraciones. Una conocida líder socialista catalana, Meritxell Batet, ha sido nombrada Ministra de Administración Regional. Ella será la responsable de negociar un nuevo acuerdo de financiación con los gobiernos regionales. No esperamos elecciones generales antes de las elecciones regionales y municipales del próximo año.

### El crecimiento mantiene su firmeza

La economía continuó por la senda del crecimiento, más despacio que en años anteriores, pero aún con firmeza. El Banco de España revisó sus previsiones de crecimiento del PIB de 2018 del 2,5% previo al 2,7%.

Los precios comienzan a aumentar, con una inflación del 2,1% interanual en la última lectura de mayo. Los precios y la actividad inmobiliaria siguen recuperándose. Sin embargo, este trimestre se han disparado dos alertas: tres meses consecutivos de deterioro de las ventas minoristas y primeras señales de desaceleración del empleo.

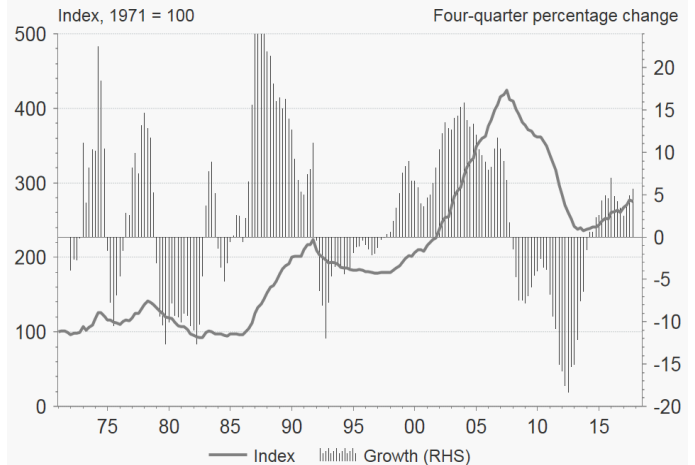
### Percepción del mercado

Hemos recortado ligeramente nuestro objetivo de fin de año para el IBEX. El escenario de tipos de interés «bajos durante más tiempo» de Draghi lastrará este índice, en el que los bancos tienen una elevada ponderación. La depresión de los tipos, y por tanto de los márgenes, durante aún más tiempo significa que los bancos seguirán sufriendo una anémica dinámica de beneficios. Lo reflejamos ajustando a la baja, al 9%, nuestra previsión de márgenes. La nueva cotización objetiva para final de año es 10.570.

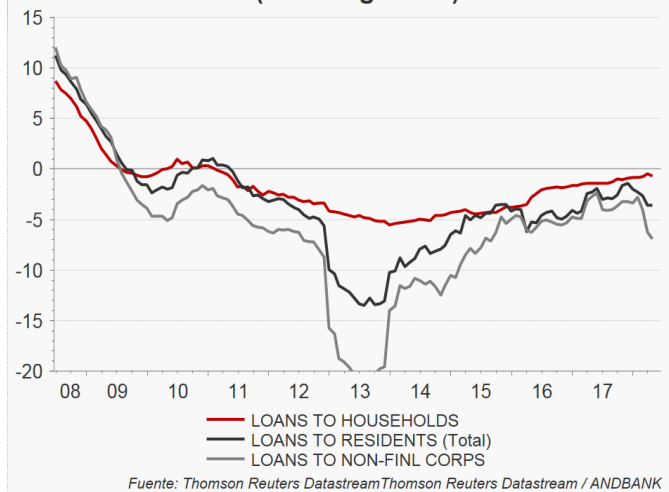
### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): POSITIVO (punto medio: 10.576; salida: 11.633)  
Deuda soberana: NEGATIVO (objetivo de rendimiento del bono: 1,60%)  
Deuda de empresas (IG): NEGATIVO; (HY): NEUTRAL-NEGATIVO.

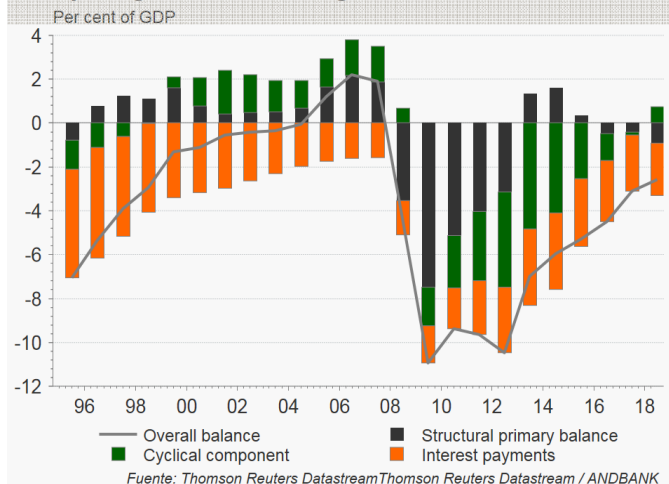
### Spain real residential property prices



### LOANS - SPAIN (% Change YOY)



### Spain government budget balance







## JAPÓN

### El Banco de Japón, menos inclinado a medidas restrictivas que el propio BCE

#### Perspectivas de la política monetaria: el BoJ no cambia su política

Como se esperaba, el BoJ mantuvo (por 8 votos a 1) la política de control de la curva de rendimientos, dejando los tipos a corto plazo en -0,1% y los tipos a largo plazo prácticamente en cero. Se votó unánimemente seguir con otras compras de activos. El comunicado de política señaló que el IPC subyacente está en el rango de 0,5-1,0%, aún muy por debajo del objetivo del 2%, aunque las expectativas de inflación siguen más o menos intactas.

Los economistas siguen divididos sobre cuándo comenzará el repliegue del programa de estímulo masivo del BoJ: unos prevén que será en algún momento del próximo año y, otros, que no comenzará hasta 2020 como pronto. En lo que todos coinciden es en que la inflación se mantendrá por un tiempo muy por debajo del elusivo objetivo del 2% del banco central.

#### Coyuntura macroeconómica

La inflación general medida por el IPC (abril) se redujo al 0,6% interanual (frente al 1,1% interanual de marzo). El gasto de los hogares marcó en abril -1,3% interanual (desde -0,7% en marzo).

El PMI del sector servicios se situó en mayo en 51 (frente al dato previo de 52,5) y, el PMI industrial, en 52,8 (frente al 53,8 previo).

PIB del primer trimestre revisado: -0,60% interanual (-0,20% trimestral).

#### Perspectiva económica: el crecimiento puede repuntar a final de año

Las empresas japonesas aumentarán el gasto de inversión en capital fijo. Una encuesta a 1.091 compañías japonesas reveló que el crecimiento del gasto de inversión en el ejercicio económico actual ascenderá al 16,7%, a 27.900 millones de yuanes (254.700 mill. de USD). El sector empresarial está preparado para gastar más después de que sus beneficios marcasen un nuevo récord por segundo año consecutivo. Muchas empresas buscan actualizar equipos obsoletos y elevar la productividad. La encuesta reveló también fuertes desembolsos en materiales y aparatos eléctricos.

#### Persiste el declive demográfico

El número de nacimientos marcó un mínimo histórico de 946.060 en 2017, pese a los subsidios oficiales y la reforma de las modalidades de empleo promovida por el primer ministro Shinzo Abe. Hacía 12 años que la cifra no se contraía en más de 30.000 nacimientos. La considerable reducción en los nacimientos está vinculada a la disminución de la población de mujeres en grupos de edad fértil. La creciente tendencia a posponer el matrimonio y la maternidad también han desempeñado un papel en el declive.

#### Empresas: el crecimiento salarial probablemente alcanzará el 3%

Las bonificaciones estivales de las grandes empresas alcanzaron un nivel récord de 967.386 yuanes (6,71% más que el año anterior). El crecimiento de los salarios probablemente alcanzará el objetivo oficial del 3%.

El Nikkei informó de que las empresas japonesas, alentadas a deshacerse de actividades no rentables, están cerrando o vendiendo un número récord de unidades de negocio. Las empresas cotizadas redujeron 68 segmentos de negocio en los primeros cuatro meses del año. La cifra es casi la mitad de los 140 registrados en 2017, lo que significa que el total de 2018 puede superar el registro histórico de 1999. Las acciones de pequeños exportadores japoneses subieron esta semana después de que la histórica cumbre entre el presidente de EE.UU., Donald Trump, y el líder norcoreano, Kim Jong Un, augurase el establecimiento de nuevos lazos comerciales con el aislado país.

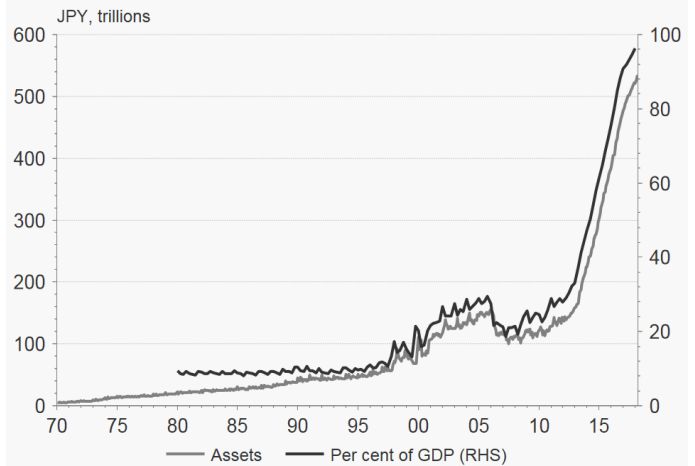
#### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): NEUTRAL (punto medio: 23.094; salida: 25.400)

Deuda soberana: NEGATIVO (objetivo de rendimiento: 0,10%)

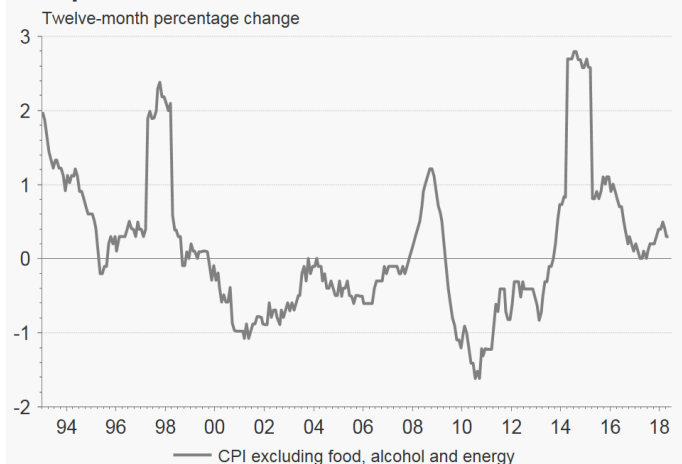
Divisas (USD/JPY): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 111,2)

#### Bank of Japan assets



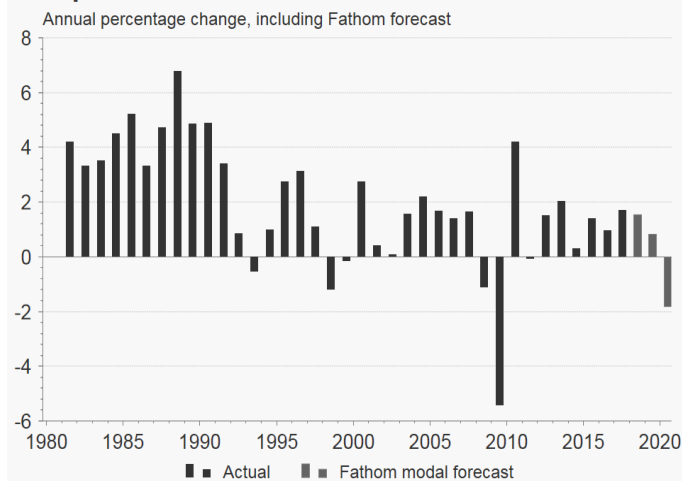
Fuente: Thomson Reuters Datastream / Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### Japan core CPI



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### Japan GDP



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting



## CHINA

### China afirma que no desea que vaya a más el conflicto comercial con EE.UU.

#### Comercio: ZTE se salvó del desastre tras el trato con EE.UU.

La empresa china ZTE obtuvo un salvavidas de la administración Trump el jueves tras aceptar pagar una multa de mil millones de USD y reorganizar su dirección, en un acuerdo que levantará la prohibición de negociar con proveedores estadounidenses. ZTE introducirá cambios en sus órganos de gobierno de aquí a un mes, pagará la multa y consignará 400 millones de USD adicionales. El acuerdo también incluye dejar en suspenso una nueva prohibición de 10 años, salvo futuras violaciones. El Departamento de Comercio de EE.UU. prohibió a los suministradores estadounidenses de componentes vender a ZTE durante siete años, en represalia por haber vulnerado las restricciones impuestas en el comercio con Irán y Corea del Norte. La respuesta de Pekín fue iniciar pesquisas sobre los fabricantes de *chips* de memoria Micron Technology, Samsung Electronics y SK Hynix. El portavoz del Ministerio de Comercio chino, Gao Feng, manifestó que el país no desea una escalada de tensiones comerciales con EE.UU., y que hubo algunos avances en la última ronda de conversaciones.

#### PBOC: la ampliación de las garantías elegibles para participar en el programa MLF señala una postura favorable a la concesión de crédito

El PBOC amplió las garantías elegibles para participar en la facilidad de préstamo a medio plazo (MLF) a los bonos con calificación crediticia de AA, cuando antes se requería que el rating fuese de AAA. Se trata de una respuesta bienvenida al aumento de los incumplimientos, que además elevará significativamente la cantidad de garantías disponibles.

#### Reformas (apertura de los mercados financieros)

China comienza la prueba de las normas CDR. La Comisión Reguladora del Mercado de Valores de China (CSRC) hizo públicas las condiciones de un programa piloto con certificados de depósito de acciones chinas (CDR) que permitirá negociar en el mercado nacional acciones de compañías chinas innovadoras cotizadas en el extranjero. El informe indica que las empresas innovadoras elegibles pueden presentar solicitudes de emisión de CDR al CSRC a partir del jueves 7 de junio.

#### Los datos de actividad económica real se mantienen firmes

El crecimiento del PIB de China se mantendrá alrededor del 6,7-6,8% en el segundo trimestre, cerrando 2018 con un crecimiento en torno al 6,6%. Los factores que podrían provocar un deterioro de la coyuntura en el segundo semestre son, entre otros, condiciones crediticias más restrictivas para las pequeñas empresas, presiones a la baja sobre la inversión inmobiliaria e incertidumbres sobre las perspectivas de la demanda externa.

Exportaciones: +12,6% interanual (frente al 10% del consenso y 12,9% del mes anterior). Importaciones: +26% interanual (frente 18,7% del consenso y 21,5% del mes anterior). El superávit comercial de mayo puede alcanzar 24.900 millones de USD (frente a 31.900 millones del consenso y 28.800 millones del mes anterior).

El PMI del sector servicios de Caixin de mayo (52,9) igualó el dato del mes anterior, lo mismo que el índice compuesto (52,3).

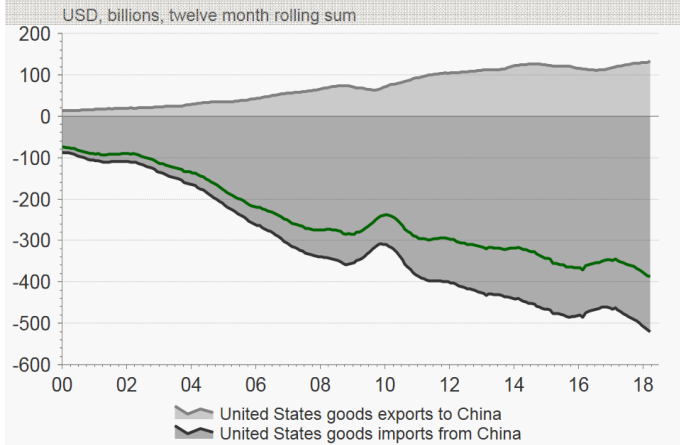
#### Dinámica del mercado

Los tres ETF más populares de China en 2018 siguen acciones de menor capitalización bursátil, atrayendo unos 3.000 millones de USD en nuevos activos netos, y representando casi el 60% de todas las entradas de fondos de acciones en Shanghai o Shenzhen.

#### Perspectivas de los mercados financieros

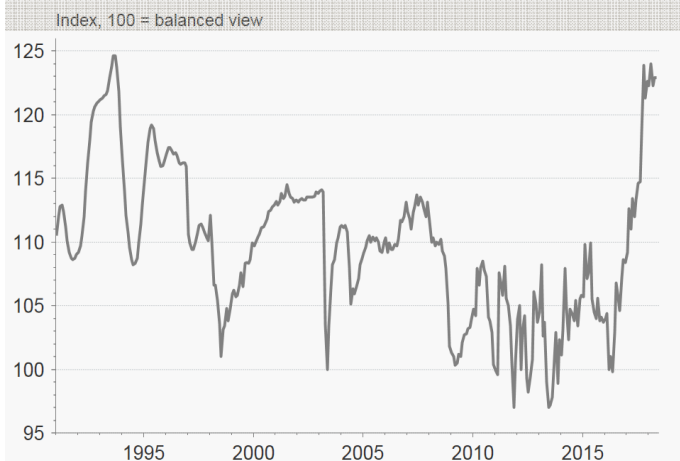
Renta variable (Shanghái): POSITIVO (punto medio: 3.102)  
Renta variable (Shenzhen): POSITIVO (punto medio: 1.762)  
Deuda soberana: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 3,25%)  
Divisas (CNY/USD): POSITIVO (objetivo fundamental: 6,25)

#### A trade war with China, lost long ago



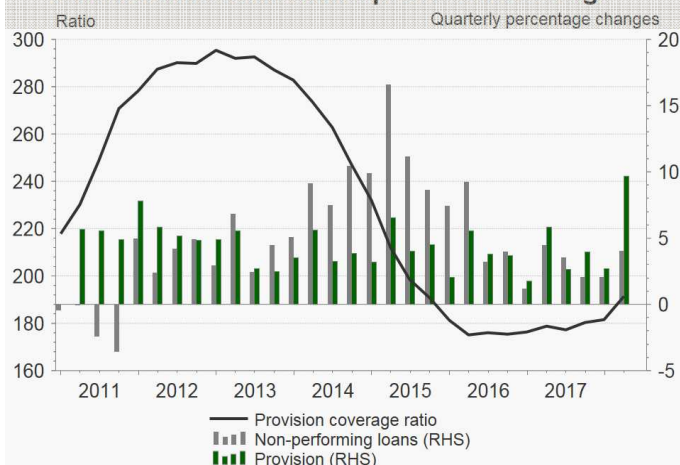
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### China NBS consumer confidence index



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### China commercial banks provision coverage



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



## INDIA

### El compromiso con las reformas está pasando factura a Modi

**2018 se ha puesto cuesta arriba para las acciones indias. ¿Por qué?**

Pese a tratarse de una economía que sigue entre las de mayor crecimiento del mundo, son muchas las preocupaciones externas e internas que han contenido el mercado indio. Contratiempos externos: (1) el encarecimiento del petróleo, de 45 USD/barril a más de 70 USD/barril en tan sólo un año, podría infligir dolor a una economía que importa la mayor parte del petróleo que consume; (2) la fortaleza del dólar llevó a la rupia a marcar su mínimo de los últimos cinco años, lo que podría afectar a la inflación y una política monetaria ya agresiva; (3) súmese a esto el riesgo geopolítico, ya que las tensiones comerciales entre China y EE.UU. amenazan con extenderse a otras partes de Asia. Contratiempos internos: (1) la reintroducción de un impuesto sobre las plusvalías del capital a largo plazo ha elevado el tipo exigido a los rendimientos, y (2) el fraude en el segundo mayor banco del país pesó recientemente en el mercado.

#### India sigue contándose entre nuestros mercados favoritos de Asia

Entre la disparidad entre la incertidumbre macroeconómica y política y lo que escuchamos de las empresas sobre el terreno, India sigue contándose entre nuestros mercados favoritos de Asia, con una plétora de negocios de calidad para elegir, unido a los aspectos estructurales positivos propios de una población joven y una creciente clase media. La reciente debilidad del mercado ha deprimido las valoraciones a niveles más en línea con los de sus homólogos asiáticos. Y, si las acciones cayesen aún más, optaríamos por reforzar posiciones en aquellas que más nos gustan. A largo plazo, India tiene todavía mucho que ofrecer.

#### Perspectivas: las reformas acaban sustentando mejores perspectivas económicas, pero tienen un coste político para Modi

Por su parte, el Primer Ministro Narendra Modi ha seguido su agenda de reformas al pie de la letra. Primero la desmonetización, luego el GST (IVA), seguidos de la digitalización, la ley concursal y el proyecto de ley sobre el uso del suelo. Las reformas van saliendo una tras otra. Si bien algunas han provocado mucho dolor a corto plazo, a la larga sustentan las perspectivas económicas. Considérese el GST, por ejemplo: amplía la base impositiva, simplifica la actividad del negocio y reduce la burocracia. Tal compromiso con las reformas está pasando factura a Modi, que ha perdido popularidad. En las elecciones legislativas de Karnataka, el partido Bharatiya Janata (BJP), con 104 escaños, fue el más votado en el estado, pero no logró superar el umbral de los 112 en una circunscripción con 224 escaños. El Congreso Nacional Indio (INC) ocupa el segundo puesto con 78 escaños, y el Janata Dal-Secular (JD-S) el tercero con 38 escaños. INC y JD-S se han unido para formar un gobierno de coalición. Modi afronta elecciones locales y estatales clave antes de los comicios generales de 2019. Con otras tres elecciones estatales más este año, los analistas están divididos sobre si Modi logrará mantener su mayoría en las elecciones generales del próximo año o se verá forzado a formar una coalición.

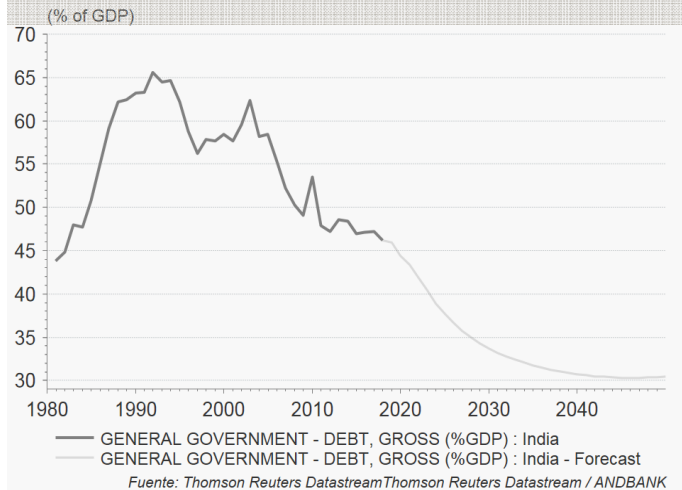
#### Reformas: sector bancario

El gobierno podría estar considerando la fusión de al menos cuatro bancos estatales. La banca india experimentó un nuevo aumento de los préstamos incobrables en el trimestre finalizado en marzo, después de que el banco central retirase media docena de planes de reestructuración y endureciese otras normas.

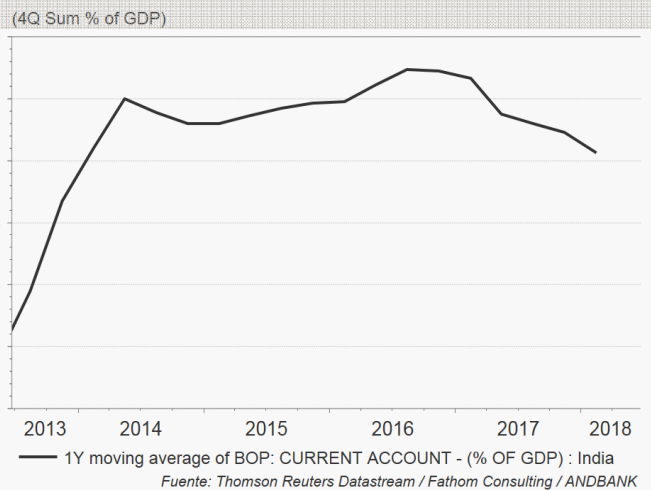
#### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Sensex): POSITIVO (punto medio: 36.000)  
Deuda soberana: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 6,75%)  
Deuda de empresas: POSITIVO

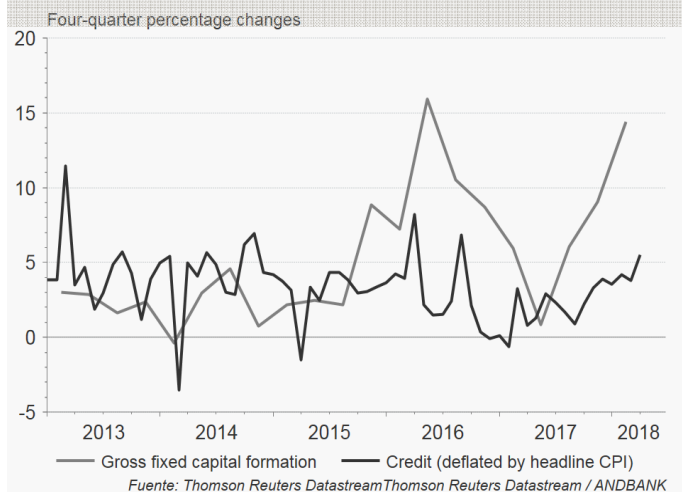
#### INDIA - GENERAL GOVERNMENT DEBT



#### INDIA - CURRENT ACCOUNT BALANCE



#### India real credit and GFCF







# MÉXICO

## La política y el NAFTA siguen pesando

### Política: López Obrador gana y el PRI lo pierde todo

Nos gustó escuchar ayer al nuevo secretario de finanzas, Carlos Urzúa, de buena reputación y de discurso tranquilizador para el mercado. El presidente tomará posesión en diciembre; lo que nos deja ante unos cuantos meses en los que iremos conociendo nombres y propuestas, pero que por lo general, acostumbran a ser meses irrelevantes. Pueden ser meses para que el mercado se acostumbre.

### Perspectivas económicas

El crecimiento del PIB en el primer trimestre del año rondó el 1,13% (2,33% interanual). Las exportaciones continuaron mejorando en previsión de los grandes cambios que se anticipan en el NAFTA. El IPC anual disminuyó al 4,51% interanual en mayo, por debajo de las previsiones de los analistas, debido a la menor contribución de la electricidad y a la caída moderada de algunos precios agrícolas. Aunque la inflación sigue tendiendo a la baja, el último informe muestra que la inflación general puede haber perdido sesgo. Las perspectivas de precios continúan ancladas en torno al 3,50%.

### Banco central e inflación

El peso mexicano se recuperó el 22 de junio, marcando su mejor semana desde hacía más de 11 meses, después de que el banco central (Banxico) elevara el tipo oficial de 7,50% a 7,75%. El comunicado de Banxico indicó algunos riesgos para la inflación en el futuro cercano: factores externos, la política monetaria relativa con la Fed, la renegociación del NAFTA y las elecciones. De cara al futuro, Banxico espera menores presiones sobre los precios (las previsiones oficiales indican que el IPC cerrará 2018 en torno al 4%-4,5%, acercándose al objetivo de largo plazo del 3%±1% en 2019).

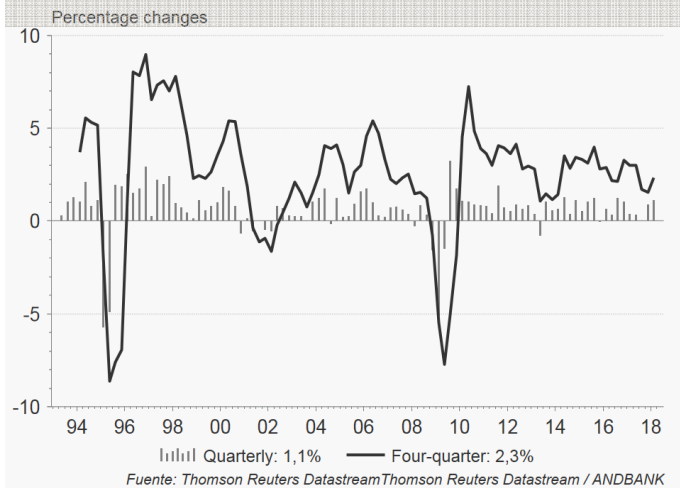
### Percepción del mercado

**Renta variable.** La inexistente aceleración del crecimiento, el NAFTA y las elecciones son eventos que han venido justificando reducir el nivel de riesgo asumido y que continuarán generando cierta volatilidad. Al igual que en el caso de los mercados de divisas, son los mejores y peores resultados los que afectan a las acciones. Mantenemos el escenario central actual de un NAFTA que debería sobrevivir, pero sin complacencias. Una resolución es improbable antes de 2019 y persisten riesgos de ejecución. Los niveles de valoración son modestos (PER de 16,2x) y, las previsiones de beneficios, realistas (crecimiento del BPA del 5,7%). Esto nos lleva a situar el rango objetivo por fundamentales para el índice general del mercado bursátil mexicano en la horquilla de 46.000-53.000, con el punto medio en los 48.400 puntos. El posicionamiento actual del consenso para el mercado bursátil mexicano es de sobreponderar. Los principales impulsores para el resto del año serán: (i) las reformas y desarrollos políticos en Latinoamérica; (ii) la evolución de la liquidez mundial y el ritmo de los ajustes de tipos de interés por parte de la Fed, y (iii) la aceleración del crecimiento del PIB en Latinoamérica. **Deuda pública.** Aún seguimos previendo cierta presión debido al contexto político ya la senda de normalización de tipos de la Fed. Nuestro objetivo es de un rendimiento en el bono mexicano con vencimiento a 10 años de 8,00%-8,50%. Para los bonos denominados en USD, pensamos que los diferenciales podrían mantenerse en el rango de los 130-150 pb y, si este se superase, podrían alcanzar los 200 pb, con los rendimientos en torno a 4,50% (nivel actual: 4,30%). Si se rompiera el NAFTA, ambos diferenciales se ampliarían por el deterioro de las expectativas económicas y la posible revisión a la baja de la calificación de solvencia del emisor soberano.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): NEUTRAL (Target 48.400; salida: 51.500)  
Deuda soberana en MXN: NEUTRAL (diferencial objetivo: 500; TIR 8,2%)  
Deuda soberana en USD: NEGATIVO (diferencial objetivo: 140; objetivo de rendimiento: 4,60%)  
Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 19)

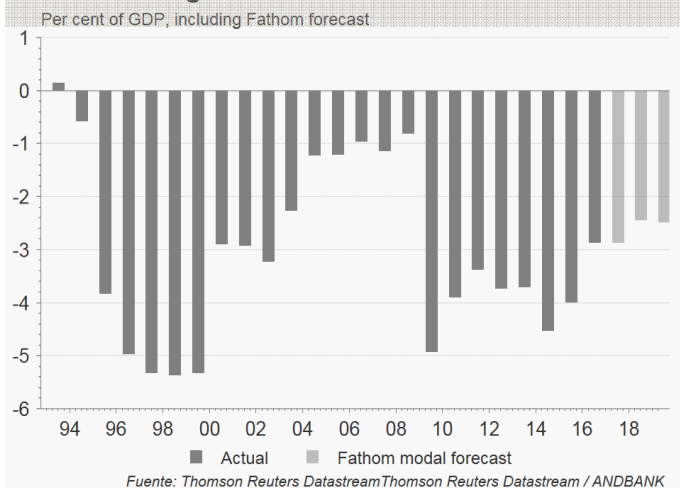
### Mexico GDP



### USDMXN exchange rate



### Mexico budget balance





## BRASIL

### El mercado aplica una prima de riesgo importante a Brasil

**Elecciones: sin cambios por el momento; persiste la fragmentación.**

Los sondeos electorales siguen mostrando un escenario de fragmentación e incertidumbre. Jair Bolsonaro se mantiene constante en primera posición con el 20% de los votos. El segundo puesto se lo disputan Marina Silva y Ciro Gomes, mientras que Geraldo Alckmin se ha estancado por debajo del 10%. Si bien faltan todavía cuatro meses para las elecciones, la falta de un candidato fuerte de centro-derecha contribuye a las tensiones en los mercados financieros. El número de candidatos aún es alto, pero creemos que se reducirá a medida que se aproximen las fechas de las elecciones.

**Huelga de camioneros y un gobierno debilitado**

El constante encarecimiento del petróleo y los menguantes márgenes de negocio estrangularon la actividad del transporte rodado por carretera, provocando una huelga de camioneros a finales de mayo. La respuesta del gobierno central, debilitado por las acusaciones de corrupción y con la popularidad en mínimos, dejó que desear, cediendo a las demandas de los camioneros de precios reducidos para los combustibles y tarifas mínimas. Sorprendentemente, el público ha tendido a apoyar la huelga, poniendo de manifiesto un sentimiento antigubernamental fuerte y generalizado. Los efectos sobre el crecimiento en el corto plazo son negativos, pero tenderán a disiparse.

**Política monetaria: intervenciones del Banco Central para reducir la inestabilidad**

Los últimos acontecimientos en la economía y la política brasileñas, unidos a factores externos y a los flojos datos técnicos nacionales, han contribuido a un pronunciado deterioro del tipo de cambio y a alzas de tipos de interés. La curva de los futuros cotiza ahora un alza del tipo Selic de 200 pb en las próximas cinco reuniones. El Banco Central ha intervenido con decisión en el mercado de divisas vía *swaps* (por importe de 20.000 millones de USD), proporcionando cobertura, y ha señalado que la política monetaria es independiente de la política cambiaria.

**Actividad económica: mejores datos últimamente, y saldo fiscal**

Los datos económicos más recientes invitaron algo al optimismo; algunos ya incorporan los efectos de la huelga de camioneros. El índice IBC-Br ganó un 0,46% en abril, por debajo de la expectativa mediana del mercado de 0,60%. La inflación fue levemente más alta en mayo (+0,40% mensual, frente a una expectativa mediana de 0,30%). La inflación general acusó el encarecimiento de los combustibles. Los ingresos públicos, por otro lado, sorprendieron de nuevo al alza, aumentando un 15% interanual en mayo.

**Percepción del mercado**

**Renta variable.** La recuperación económica y los menores tipos de interés deberían contribuir a impulsar los resultados de las empresas, si bien gran parte del efecto se refleja ya en las cotizaciones. Mantenemos la previsión de PER sobre beneficios futuros en 14,5 veces y de BPA de 5.978 (lo que implica una cotización objetivo de 84.000 puntos).

**Deuda pública.** En el largo plazo su dinámica dependerá de las reformas y, por lo tanto, de los resultados electorales. En el corto plazo el rendimiento de los bonos se mantendrá probablemente estable. Estimamos que el bono a 10 años en BRL se situará en 9,50%-10% a final de año. Los tipos de interés reales a largo plazo (NTN-B 2026) están actualmente en 5,75% (nuestro objetivo para diciembre de 2018: 4,55%).

**Divisas.** Pese a la incertidumbre política, el BRL debería cotizar en niveles ligeramente más firmes, como 3,40-3,50 BRL por dólar, a final del año.

**Perspectivas de los mercados financieros**

Renta variable (IBOVESPA): NEUTRAL-POSITIVO (objetivo: 84.000; salida: 88.200)

Deuda soberana en BRL: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 10%)

Deuda soberana en USD: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 5,3%; diferencial: 210 pb)

Divisas (BRL/USD): POSITIVO (objetivo a medio plazo: 3,50)

#### Brazil Bovespa

Total return index, thousands, LCU



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### Brazil price/earnings, Datastream index

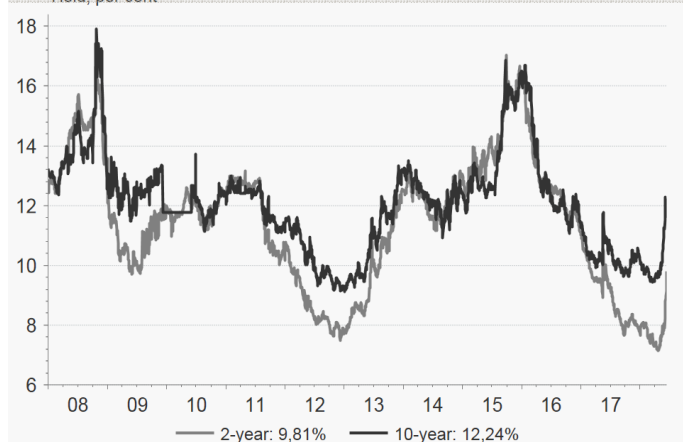
Ratio



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### Brazil benchmark government bonds

Yield, per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



## ARGENTINA

### El préstamo de 50.000 millones de USD del FMI supera las expectativas

#### Acuerdo de derecho de giro y compromisos fiscales

El acuerdo anunciado el 8 de junio sobre un Acuerdo de derecho de giro (SBA) del FMI a 36 meses ascendió a 50.000 millones de USD (11 veces la participación de Argentina en dicho organismo y muy por encima de los 30.000 millones de USD esperados). Se obtuvieron otros 5.650 millones de USD en líneas de crédito con el Banco Mundial, el BID y la CAF.

#### Déficit primario más estricto para acelerar la consolidación fiscal

Con miras a acelerar la consolidación fiscal se establecieron objetivos de déficit primario más estrictos: -2,7% para 2018, -1,3% para 2019, equilibrio primario para 2020 y un superávit primario del 0,5% para 2021. Aunque pudieran parecer muy exigentes, estos objetivos no son inalcanzables. El déficit primario volvió a reducirse considerablemente en mayo. En el mes, los ingresos ascendieron a 209.415 millones de pesos (+33,4% interanual), al tiempo que el gasto primario fue de 217.233 millones de pesos (17,9% interanual). En los primeros cinco meses del año el déficit primario fue de 49.161 millones, una disminución del 43,7% anual. Más importante aún, a finales de mayo el déficit primario tan solo representa el 14% del objetivo de déficit primario para 2018. A más largo plazo, el ahorro fiscal vendrá sobre todo de reducciones en el gasto de capital, pero también de recortes en subsidios económicos, gastos de personal y transferencias a provincias.

#### Banco Central

El gobierno quiere remitir al Congreso un proyecto de ley para mejorar la independencia del BCRA, concediendo a los funcionarios autoridad para establecer metas de inflación y, lo que es más importante, para poner fin a la financiación monetaria directa e indirecta del Tesoro. La emisión de dos bonos por importe de 4.000 millones de USD (ARGTES 20 y en moneda dual a 1 año) ayudará al BCRA a pagar o recomprar LEBAC. Además, el Tesoro se compromete a sanear el BCRA mediante la compra de letras no transferibles, lo que permitirá al Banco Central destinar lo obtenido a seguir reduciendo el saldo vivo de LEBAC. Mientras tanto, la posición global neta de la banca en divisas se reduce del 10% al 5% (para impulsar la oferta en el mercado de contado) y el coeficiente de reservas mínimas exigidas a la banca se incrementó en un total de 500 puntos básicos, hasta el 19%.

#### Política

Cabe esperar más ruido político en los próximos meses, en la medida en que algunas facciones del partido peronista sigan adoptando una postura dura. Algunos sindicatos que responden a los partidos peronistas de línea dura están convocando una huelga nacional en las próximas semanas. El gobierno está en una posición de debilidad, y una consecuencia negativa de ello es que no existe agenda legislativa. Es improbable que el Congreso debata la reforma laboral. Macri sigue siendo un sólido candidato para las elecciones presidenciales de 2019 y las divisiones en el seno del partido peronista siguen siendo notables, una falta de liderazgo que impide a la oposición capitalizar el deterioro de la imagen de Macri.

#### Posición exterior

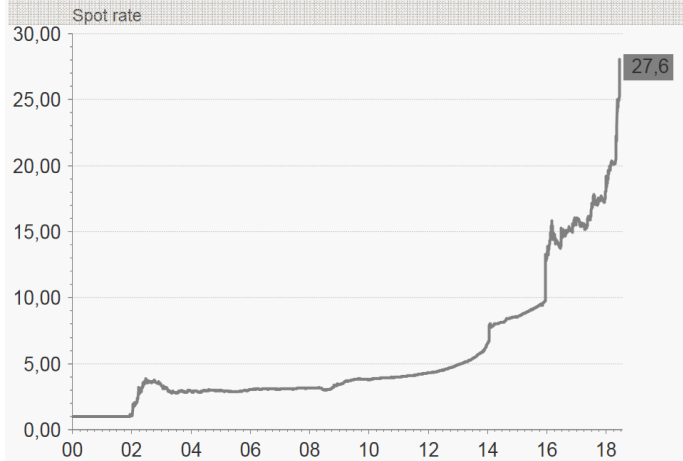
El déficit por cuenta corriente, que ronda el 5% del PIB, debería contraerse en 1 p.p. en 2019 (al 4%), ya que la significativa depreciación en términos reales del peso argentino debería alentar un mayor dinamismo exportador.

#### Objetivos de los mercados financieros

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): POSITIVO (objetivo de rendimiento: 6,70%; de diferencial: 350 pb) (en la actualidad el diferencial está en 528 pb).

Divisas (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para final de año: 28)

#### USDARS exchange rate



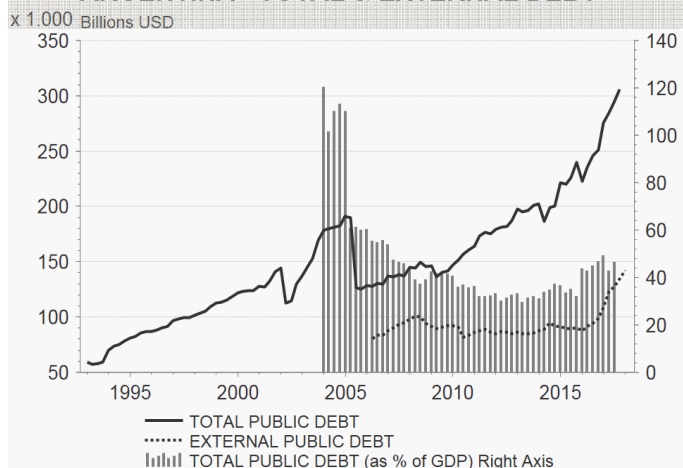
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### Argentina real broad EER



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

#### ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK





## ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Andbank's	Sales	Andbank's	EPS	Current	Current	PE estimate	INDEX	2018	2018	2018
	Sales growth	per Share	Net Margin	EPS	PE with	PE Fw	at Dec 18		CURRENT	Central Point	
	2018	2018	2018	2018	2018	EPS 2017	EPS 2018	PRICE	Fundam range	Centr. Point	Point
USA S&P 500	5,6%	1.301	12,17%	158,3	18,8%	20,35	17,14	2.713	2.715	0,1%	2.987
Europe - Stoxx Europe 600	5,2%	313	8,19%	25,7	6,6%	15,78	14,80	380	411	8,1%	439
Euro Zone - Euro Stoxx	5,2%	367	7,15%	26,2	6,4%	15,30	14,38	377	413	9,5%	454
Spain IBEX 35	5,0%	7.834	9,00%	705	3,3%	14,29	13,84	9.757	10.576	8,4%	11.633
Mexico IPC GRAL	7,2%	35.891	8,03%	2.881	5,7%	17,35	16,42	47.300	48.407	2,3%	51.553
Brazil BOVESPA	7,2%	56.514	10,26%	5.798	11,6%	14,22	12,75	73.902	84.064	13,8%	88.267
Japan NIKKEI 225	5,1%	21.099	5,92%	1.248	6,6%	19,02	17,84	22.270	23.094	3,7%	25.403
China SSE Comp.	7,1%	2.831	8,77%	248	7,5%	11,96	11,13	2.761	3.102	12,4%	3.412
China Shenzhen Comp	7,3%	968	8,67%	84	9,3%	20,36	18,63	1.563	1.762	12,7%	1.938
India SENSEX	9,2%	15.530	11,06%	1.717	12,1%	23,28	20,76	35.645	36.063	1,2%	39.669
MSCI EM ASIA (MXMS)	6,8%	454	9,59%	44	8,8%	13,61	12,51	544	627	15,1%	690

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

## ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL: PROBABILIDAD DE DESACTIVACIÓN DEL RIESGO Análisis táctico

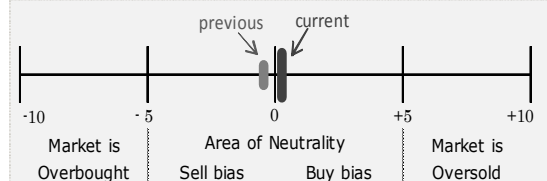
**Indicador compuesto GEM de Andbank: se mantiene el posicionamiento neutral. No existe riesgo inminente de una corrección masiva sostenida.**

El nivel de nuestro índice general se ha mantenido estable cerca de los cero puntos (en un rango de  $\pm 10$ ), asentándose en una zona indicativa de que el mercado bursátil ya no está «sobrecomprado» y, por tanto, la probabilidad de que el mercado sufra una corrección sostenida y justificada es ahora menor.

### Risk Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	3	5
Positive Bias	2	2
Neutral	9	6
Negative Bias	4	5
Sell signals	3	3
<b>FINAL VALUATION</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,2</b>

### Risk Composite Indicator



## ANÁLISIS TÉCNICO

### Escenario de tendencia. Soportes y resistencias (1 mes)

#### S&P: LATERAL-ALCISTA

Soporte: 2.594. Resistencia: 2.800.

#### STOXX600: LATERAL

Soporte: 380. Resistencia: 404.

#### EURO STOXX600: LATERAL

Soporte: 3.363. Resistencia: 3.600

#### IBEX: LATERAL

Soporte: 9.327. Resistencia: 10.400.

#### EUR/USD: LATERAL-ALCISTA

Soporte: 1,14. Resistencia: 1,21.

#### Petróleo (WTI): LATERAL-ALCISTA

Soporte: 61.8. Resistencia: 72,9.

#### Oro: LATERAL

Soporte: 1.277. Resistencia: 1.365

#### Bonos Tesoro de EE.UU.: LATERAL (desde la perspectiva de precio)

Soporte: 2,71%. Resistencia: 3,22%.

FI RENTA FIJA – BONOS DEL ESTADO

MERCADOS DESARROLLADOS

**Análisis fundamental**

**Treasury estadounidense: suelo 2,1%; valor razonable 3,2%; techo 4%.**

**Diferencial swap:** El diferencial *swap* se amplió a +7,4 pb, desde los 3,1 pb del mes pasado. Para que el diferencial se normalizase en +10 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 2,2% (el nivel de la inflación esperada a largo plazo), el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería situarse en 2,1%.

**Pendiente:** La pendiente de la curva de rendimientos del bono estadounidense a 10 años se aplanó de nuevo este mes, situándose en 35 pb (desde 51 pb). Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 2,25% (valor actual: 2,5%), para igualar la pendiente media a 10 años (175 pb) el rendimiento del bono del Tesoro con ese vencimiento tendría que situarse en 4%.

**Rendimiento real:** Un buen punto de entrada en el bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años podría ser cuando el rendimiento real se situase en el 1%. Dado que nuestras previsiones para el IPC están en 2,2%, el rendimiento del bono del Tesoro debería subir hasta el 3,2% para posicionarnos en «COMPRAR».

**Bund alemán: suelo 0,80%; valor razonable 1,05%; techo 2,4%.**

**Diferencial swap:** El diferencial *swap* se amplió a 57 pb (desde los 51 pb del mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en 35 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 1,40% (actualmente está en 0,9%), el rendimiento del Bund debería avanzar hacia 1,05% (punto de entrada).

**Pendiente:** La pendiente de la curva de rendimientos del activo de referencia en EUR se aplanó (pasó de 119 pb a 101 pb). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al -0,50% (en estos momentos está en -0,70%), para igualar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (130 pb) el rendimiento del Bund debería situarse en 0,80%.

**Rendimiento real:** Un buen punto de entrada en el Bund alemán podría ser cuando el rendimiento real se situase en el 1%. Dado que nuestras previsiones para el IPC están en 1,4%, el rendimiento del Bund debería subir hasta el 2,4% para posicionarnos en «COMPRAR».

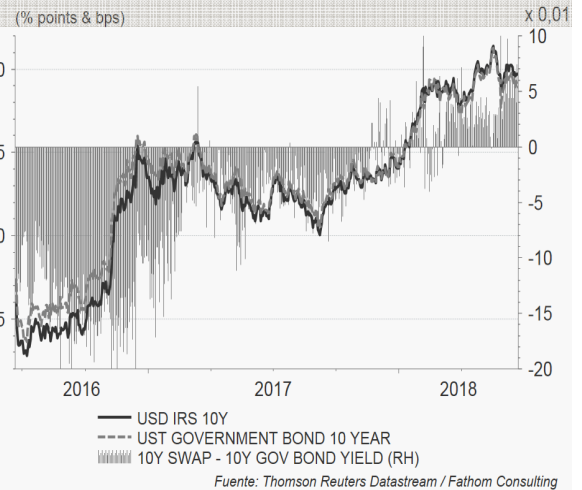
**Gilt británico: valor razonable 2,3%; techo 3,6%.**

**Diferencial swap:** El diferencial *swap* se amplió a 22 pb (desde los 16 pb del mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en 14 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 2,5% (actualmente está en el 1,54%), el rendimiento del bono británico a 10 años debería avanzar hacia 2,36%.

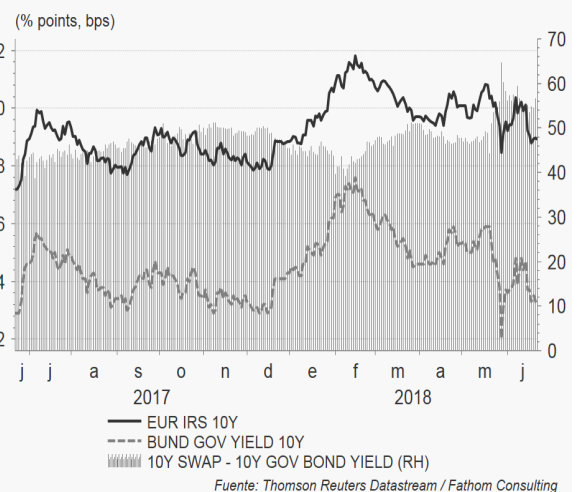
**Pendiente:** Puesto que los valores británicos a 2 años están normalizados en el 2%, para igualar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (162 pb) el rendimiento del Gilt con ese vencimiento debería situarse en 3,62%.

**Rentabilidad real:** Un rendimiento real del 1% implica que el rendimiento del bono británico a 10 años debería situarse, en términos nominales, en 3,6%.

**SWAP SPREAD USD**



**SWAP SPREAD EUR**



BONOS EUROPEOS PERIFÉRICOS

**Objetivos fundamentales – rentabilidades a 10 años**

- Bono español: Rendimiento objetivo: 1,60%
- Bono italiano BTPI: Rendimiento objetivo: 2,70%
- Bono del Estado portugués: Rendimiento objetivo: 2,20%
- Bono del Estado irlandés: Rendimiento objetivo: 1,10%
- Bono del Estado griego: Rendimiento objetivo: 4,50%

BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

**Objetivos fundamentales**

Hasta la fecha, la regla empírica que aplicamos en relación con los bonos de mercados emergentes (ME) consiste en «comprar» éstos cuando se cumplan las dos condiciones siguientes: (1) el bono del Tesoro estadounidense ofrece un rendimiento real igual o superior al 1% y, (2) el rendimiento real de los bonos de ME supera en 150 pb al de los bonos del Tesoro de EE.UU.

En el supuesto de que se cumpliera la primera condición, deberíamos comprar únicamente aquellos bonos de ME que ofreciesen un rendimiento real igual o superior al 2,50%.

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	7,71%	3,23%	4,48%	-1,00%	6,71%
	India	7,84%	4,91%	2,94%	-0,75%	7,09%
	Philippines	6,39%	4,60%	1,79%	-0,50%	5,89%
	China	3,49%	1,80%	1,69%	-0,50%	2,99%
	Malaysia	4,18%	1,81%	2,37%	-0,75%	3,43%
	Thailand	2,52%	1,54%	0,97%	0,00%	2,52%
	Singapore	2,45%	0,32%	2,13%	-0,75%	1,70%
	South Korea	2,47%	1,55%	0,92%	0,00%	2,47%
	Taiwan	0,89%	1,72%	-0,83%	1,00%	1,89%
EME	Turkey	16,89%	12,15%	4,74%	-1,00%	15,89%
	Russian Fed	7,68%	2,40%	5,28%	-1,00%	6,68%
LATAM	Brazil	11,35%	1,76%	9,59%	-1,00%	10,35%
	Mexico	7,56%	4,55%	3,01%	-1,00%	6,56%
	Colombia	6,55%	3,16%	3,39%	-1,00%	5,55%
	Peru	5,90%	0,91%	4,99%	-1,00%	4,90%



**ENERGÍA – PETRÓLEO:** La producción de crudo en EE.UU. supera la cota de los 10 millones de barriles diarios.

**Objetivo fundamental (WTI): 50 USD/barril. Vender por encima de 60 USD; comprar por debajo de 40 USD.**

### Factores a corto plazo

**(Negativo para el precio) – EE.UU. solicitó informalmente a la OPEP que elevase la producción en 1 millón de bpd.** La solicitud se realizó extraoficialmente a Arabia Saudita y a otros productores de la OPEP por separado, no como grupo. La respuesta de la OPEP fue que cualquier decisión tendría que adoptarse colectivamente y tras haber deliberado. La medida se produjo en un momento en el que los países de la OPEP tan solo bombearon 31,9 millones de barriles diarios el mes pasado, los mismos que en abril (el nivel de producción más bajo en un año), en un intento del cártel por seguir estrangulando el mercado energético para defender un precio alto.

**(Negativo para el precio) – Al-Falih y Novak afirman que el aumento de producción es «inevitable».** El ministro de Petróleo saudí Khalid al-Falih, tras reunirse con su homólogo ruso Alexander Novak, consideró «inevitable» que la OPEP y sus aliados que no forman parte del cártel acordasen un aumento gradual de la producción. Rusia expresó su apoyo al plan de la OPEP de aumentar la producción en un millón de bpd, pese a que el objetivo es inferior al objetivo de Rusia de 1,5 Mbd. Novak manifestó que la decisión de producir es independiente de cualquier presión del presidente Trump. Las medidas seguirían conduciendo a un recorte neto del suministro de 1,5-1,8 Mbd (respecto al pacto actual de reducir la producción en unos 2,8 Mbd, en gran parte debido al colapso de la producción venezolana).

**(Negativo para el precio) – ¿Por qué incrementar ahora la producción?** Los altos precios han hecho coincidir los intereses de Estados Unidos, Rusia y Arabia Saudita. Según The New York Times, si bien es poco común que las medidas de política de estos tres países coincidan, los altos precios del petróleo les han llevado a promover un aumento de la producción de la alianza OPEP+. Los saudíes pueden haberse inquietado ante el rápido aumento de los precios del crudo, mientras que los funcionarios rusos desean exportar más para ayudar a impulsar la economía.

**(Negativo para el precio) – El posicionamiento total en el WTI de hedge funds y otros grandes inversores se redujo a su nivel más bajo desde julio pasado.** En la semana que finalizó el 29 de mayo, las posiciones largas cayeron un 10%, mientras que las cortas aumentaron un 29%, lo que redujo la posición neta larga un 14%. Dicho esto, las posiciones netas de derivados de petróleo siguen siendo largas (607.000 contratos, muy por encima del promedio de 10 años de más de 300.000 contratos), lo que sugiere que aún hay margen para cierta normalización (a la baja) en las posiciones especulativas, lo que invita a anticipar ajustes adicionales en el precio del crudo.

**(Negativo para el precio) – La demanda mundial podría caer por la prevista desaceleración de las importaciones chinas.** Una desaceleración de la demanda china podría presionar aún más sobre los precios. Las perspectivas de la demanda de los sectores industrial y de transporte chinos son inestables, ya que el tráfico de mercancías y la producción de electricidad han caído desde el tercer trimestre de 2017 como resultado de las importantes reformas emprendidas por Beijing por el lado de la oferta (dirigidas a reducir el exceso de capacidad). Sumado a una desaceleración en Europa, esto podría provocar una disminución en la demanda mundial de crudo.

**(Positivo para el precio) – El ministro de Petróleo saudí afirmó que su país haría lo que fuera necesario para mantener equilibrado el mercado.** Su homólogo ruso señaló que la OPEP y sus aliados ya están planeando un acuerdo de producción de petróleo para 2019 que se firmará a finales de año, basado en gran parte en el seguimiento de la situación del mercado y en la creación de un órgano de gobierno con «capacidad decisoria».

### Factores a largo plazo

**(-) Las energías alternativas toman el testigo.** Los productores deben tener en cuenta que el valor de sus reservas viene dictado por el tiempo que pueden seguir bombeando antes de que las energías alternativas hagan que el petróleo resulte obsoleto. A fin de retrasar ese momento cuanto puedan, interesa a los productores mantener el precio del petróleo bajo el mayor tiempo posible (manteniendo de este modo el coste de oportunidad de las fuentes alternativas de energía lo más alto posible). El responsable del último consorcio para producir etanol celulósico a gran escala a partir de residuos agrícolas dice que las perspectivas parecen nuevamente prometedoras. «Quedan problemas de ingeniería de procesos que resolver, pero la tecnología puede ser competitiva con el petróleo a 70 USD/barril».

**(-) Los crecientes problemas medioambientales llevarán a un endurecimiento gradual de la legislación y niveles de producción.** El valor de las reservas de los países productores depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para Riad es el de estar sentado sobre una gran cantidad de «reservas varadas» que ya no podría extraer ni vender. Por tanto, los productores tienen un potente incentivo para obtener cuanto antes beneficios económicos de sus reservas.

**(-) El retorno de Irán representó el equivalente a un cambio estructural,** algo cuya influencia como factor de largo plazo dependerá de cuántos países sigan cumpliendo al acuerdo de 2015 con Irán. Por ahora, los expertos señalan que la retirada de EE.UU. del acuerdo nuclear y el régimen de sanciones afectarían a unos 500 bpd de producción iraní. Si bien esto ejerce cierta presión al alza sobre el precio, está por ver si justifica una tendencia sostenida.

**(-) Los productores de la OPEP, ¿tienen capacidad para determinar estructuralmente los precios?** En la década de 1970 o a principios de la década de 2000, el cártel de exportadores acordó recortar la producción y este enfoque funcionó bien, ya que la principal competencia se daba entre los productores de petróleo (sobre todo entre la OPEP y los productores no pertenecientes a la OPEP). Hoy en día, la mayor amenaza para cualquier productor de petróleo convencional proviene de productores no convencionales y otras fuentes alternativas de energía. La reducción de la energía producida a partir del petróleo convencional debería quedar fácilmente compensada (en teoría) con un rápido alza en la producción de petróleo de esquisto. Si bien el acuerdo entre los saudíes y Rusia para estrangular el mercado mundial de la energía les ha funcionado bien, logrando un alza considerable en el precio, ha sido a costa de perder cuota de mercado, de forma que los productores de la OPEP ya no pueden determinar el precio sin sufrir un coste.

**(-) Los productores de petróleo de esquisto están en condiciones de elevar considerablemente la producción a 60 USD/barril.** Según la IEA, un precio de 60 dólares por barril sería suficiente para que muchas compañías de esquisto estadounidenses reanudasen la producción.





**METALES PRECIOSOS – ORO**

**Precio fundamental del oro a 1.100 USD/onza. Vender por encima de 1.300 USD/oz.**

**Factores negativos**

**Oro en términos reales.** El precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el *US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales*, que se utiliza como aproximación para el deflactor mundial) cayó a 1.103 USD/oz (desde 1.120 USD/oz del mes anterior). En términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 830 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,1497 en la actualidad), para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 954 USD/oz.

**Ratio entre oro y plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos).** Este ratio se ha reducido a 77,34 (desde 78,16 el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 62,14, lo que indicaría que el oro está caro (al menos frente a la plata). Suponiendo que el metal argénteo cotiza a su precio razonable, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro tendría que situarse en 1.019 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Este ratio se elevó en el mes a 18,39 (desde 17,831 el mes pasado), pero supera aún con creces su valor promedio de los últimos 20 años de 15,02. Considerando nuestro objetivo fundamental a largo plazo para el petróleo de 50 USD/barril (nuestro objetivo central), y que la utilidad del petróleo respecto a la del oro se mantendrá inalterada, el precio del oro debería acercarse al nivel de 751 USD/oz para que esta relación continuara cerca de su promedio de largo plazo.

**Ratio entre oro y DJI.** Este ratio (invertido) se redujo ligeramente en el mes a 19,36 (desde 19,41 el mes pasado), aún por debajo de su valor promedio de largo plazo de 19,85. Dado nuestro punto central (nivel de cotización objetivo) a largo plazo para el DJI de 25.000 puntos, el precio del oro debería acercarse a 1.259 USD/oz para que la relación se mantuviera próxima a su nivel promedio de largo plazo.

**Posicionamiento especulativo.** Evolución mensual de posiciones abiertas en contratos de futuros no comerciales (100 oz) en CFTC: las posiciones largas están ahora en 203.000 contratos (desde 201.800); las cortas se recortaron de 109.000 a 106.000 contratos => Evolución mensual de la posición neta: incremento de 92.000 a 96.000, lo que sugiere que el apetito de los especuladores por el oro se mantuvo bastante estable en los últimos tres meses.

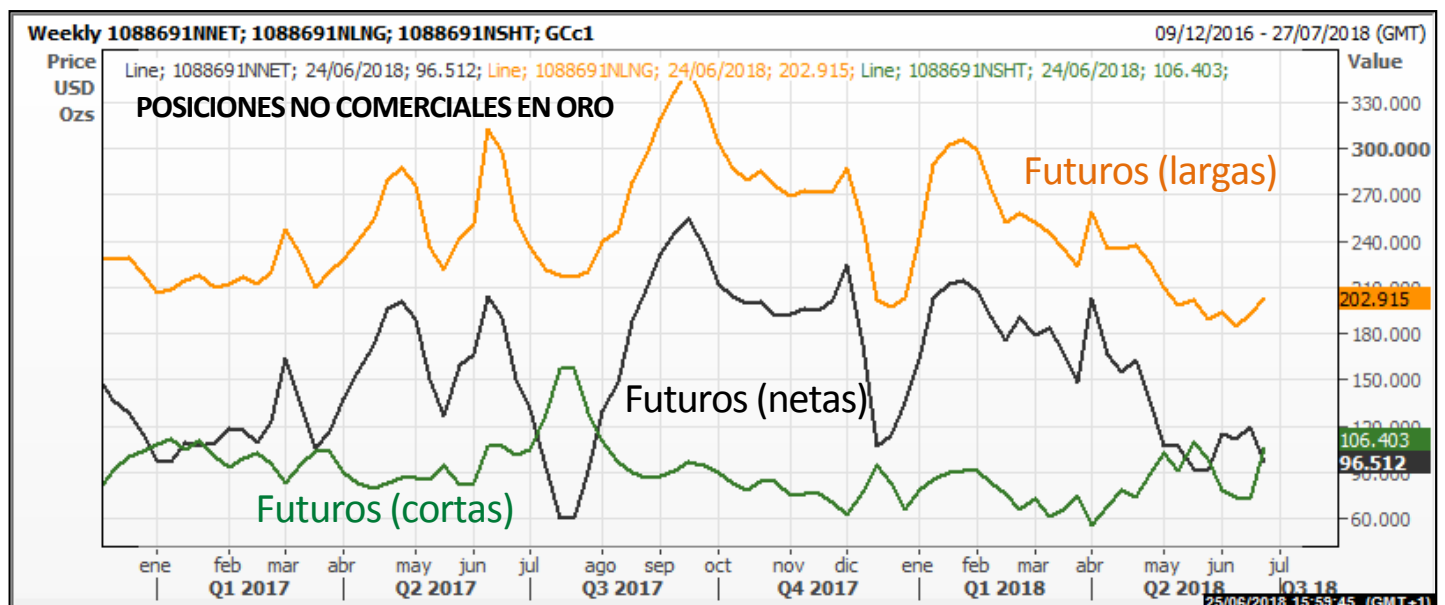
**Liberalización financiera en China.** El incremento mensual de las «cuotas» de apertura de la balanza de capital para inversores financieros cualificados amplía las alternativas de los inversores chinos (enfocados tradicionalmente al metal áureo).

**Factores positivos**

**Ratio entre oro y S&P500.** Este ratio se redujo de 0,472 el mes pasado a 0,461, pero todavía está bien por debajo de su promedio de largo plazo de 0,592. Dada nuestra cotización objetivo (punto central) para el S&P de 2.715 puntos, el precio del oro debería aproximarse a 1.609 USD/oz para que esta relación estuviese cerca de su promedio de largo plazo.

**Los rendimientos negativos aún confieren atractivo al oro.** La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija (que el oro no ofrezca cupón) está en estos momentos neutralizada, con tipos negativos en numerosos títulos de deuda global. Aunque este factor va perdiendo importancia a medida que los rendimientos siguen aumentando.

**Mercado mundial de oro (porcentaje relativo).** El valor total de las existencias de oro comercial en el mundo ronda los 6,9 billones de USD, un porcentaje bien pequeño (3,2%) del valor total del mercado monetario global (212 billones). La negociación diaria en el LBMA y en otros mercados de oro ronda los 173.000 millones de USD (equivalente apenas al 0,08% del total de los mercados financieros).





DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

**Objetivos fundamentales**

**EUR/USD: Fuerte resistencia en 1,26 // Objetivo fundamental a medio plazo: 1,15 dólares por euro**

**Flujos.** El posicionamiento global en el USD ha experimentado uno de los cambios más abruptos jamás vistos (quizás debido también a la relevancia de las posiciones cortas en el USD acumuladas en 2017). Este cambio se produjo en un entorno de reuniones del banco central y de tensiones comerciales entre EE.UU. y China. El posicionamiento general del mercado es largo en USD en la actualidad, por importe de unos 10.400 millones de USD, lo que representa una variación superior a 17.500 millones de USD (la mayor de los últimos 15 años) y la segunda mayor de la historia (por detrás del recorte de más de 19.000 millones de USD en octubre de 2006). Aunque el posicionamiento del mercado en USD es positivo en términos absolutos, la cifra sigue quedándose corta frente a los 51.000 millones de USD observados en diciembre de 2014. Las tendencias de posicionamiento en EUR en los datos desglosados siguen impulsadas principalmente por una acumulación sustancial de cortos apalancados, pero las posiciones largas en EUR de los gestores de activos aún no se han reducido significativamente y en términos nacionales aún son grandes. **Perspectivas.** El **análisis técnico** examinado en el seno del Comité de Inversiones indicó tres aspectos muy importantes. A saber: (1) el cambio EUR/USD sigue afrontando una resistencia muy importante en 1,26; (2) este nivel debería sostenerse bien, por lo que consideramos que el EUR no lo perforará; (3) dicho esto, el cambio debería retornar de nuevo a su banda de largo plazo: primero hacia 1,15 y, después, hacia 1,03. Nuestro **análisis fundamental** se reafirma en una opinión negativa sobre el EUR desde consideraciones estructurales.

**USD/JPY: objetivo 111,2; EUR/JPY: objetivo 127,8**

Las Estimaciones Más Acertadas (de los expertos cuyas previsiones históricamente han evidenciado mejores resultados) fijan el objetivo para 2018 del cambio USD/JPY en 108 (por debajo de nuestra previsión de 111,2). En nuestra opinión, pese a estar barato en términos reales efectivos frente al dólar, varios aspectos sugieren que la apreciación del yen no debería ir mucho más allá. En concreto: (1) el rendimiento real es menor en los bonos del Estado japonés (JGB) y, con el rendimiento del JGB a 10 años fijado en el 0%, es muy improbable un aumento de los rendimientos reales; (2) restamos importancia a la opción de reducción gradual de estímulos después de que el BoJ reiterase su intención de atenerse a su política de ultra-relajación monetaria, al menos hasta que alcance el objetivo de inflación del 2% (inalcanzable en el corto plazo); (3) por su parte, la Reserva Federal tiene visos de seguir subiendo tipos, lo cual a su vez elevará los rendimientos reales en USD; y, (4) la perspectiva de que la Fed pudiera reducir su balance (drenando liquidez) realza el atractivo del USD (o se lo resta al JPY).

**GBP/USD: Objetivo 1,35; EUR/GBP: Objetivo 0,85**

**USD/CHF: Objetivo 0,99; EUR/CHF: Objetivo 1,14**

**USD/MXN: Objetivo 19,15; EUR/MXN: Objetivo 22**

**USD/BRL: Objetivo 3,5; EUR/BRL: Objetivo 4**

**USD/ARS: Objetivo 28**

**RUB: NEUTRAL**

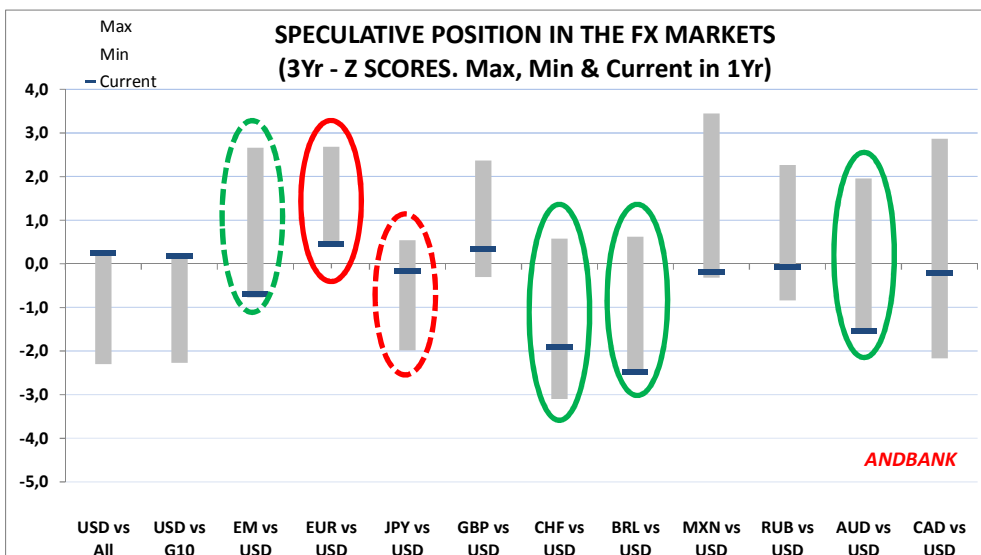
**AUD: POSITIVO**

**CAD: NEUTRAL**

**CNY: Objetivo 6,25 POSITIVO**

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last week in the currency (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	10,38	17,48	10,4	-28,2	-12,4	0,25
USD vs G10	9,75	17,65	9,7	-25,4	-9,9	0,19
EM	-0,64	0,17	3,9	-0,8	2,5	-0,69
EUR	5,23	-7,72	23,4	5,2	15,8	0,45
JPY	-4,04	-4,61	0,6	-15,0	-8,4	-0,17
GBP	-1,58	-2,50	4,3	-4,3	0,3	0,33
CHF	-4,02	0,70	0,2	-5,5	-1,9	-1,91
BRL	-0,75	0,02	0,7	-0,8	0,0	-2,48
MXN	-0,27	0,25	3,3	-0,5	2,0	-0,19
RUB	0,39	-0,09	1,2	-0,3	0,5	-0,09
AUD	-3,18	-2,03	6,1	-3,2	1,8	-1,54
CAD	-1,06	0,10	6,1	-3,8	1,7	-0,21

ANDBANK



En los círculos verdes, las divisas que favorecemos por motivos técnicos.



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES PREVISTAS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance 1 month	Performance YTD	Current Price 04/07/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	-2,1%	1,5%	2.713	2715	0,1%
	Europe - Stoxx Europe 600	-1,8%	-2,4%	380	411	8,1%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-2,4%	-2,1%	377	413	9,5%
	SPAIN - IBEX 35	-0,3%	-3,8%	9.758	10576	8,4%
	MEXICO - MXSE IPC	4,7%	-4,7%	47.288	48407	2,4%
	BRAZIL - BOVESPA	-2,9%	-3,6%	73.911	84064	13,7%
	JAPAN - NIKKEI 225	-0,4%	-4,6%	22.270	23094	3,7%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-11,4%	-16,6%	2.761	3102	12,4%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-12,1%	-17,7%	1.563	1762	12,7%
	INDIA - SENSEX	1,3%	3,9%	35.645	36063	1,2%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-9,3%	-7,2%	544	627	15,1%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	1,4%	-2,2%	2,83	3,20	-1,6%
	UK 10 year Gilt	1,2%	0,1%	1,24	2,00	-5,5%
	German 10 year BUND	1,4%	1,3%	0,29	0,80	-3,9%
	Japanese 10 year Govie	0,2%	0,2%	0,02	0,10	-0,6%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	1,7%	2,9%	1,28	1,60	-2,0%
	Italy - 10yr Gov bond	2,5%	-4,0%	2,63	2,70	0,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,7%	2,2%	1,74	2,20	-2,9%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,8%	-0,7%	0,78	1,00	-1,4%
	Greece - 10yr Gov bond	5,0%	3,2%	3,90	4,50	-2,8%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,1%	-0,7%	74,53	85	-1,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-0,6%	-2,3%	334,14	330	0,1%
	Credit USD IG - CDX IG	0,2%	0,8%	67,30	50	1,1%
	Credit USD HY - CDX HY	-0,1%	1,1%	358,03	437	-0,4%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond	-15,0%	-36,7%	16,69	13,50	42,2%
	Russia - 10yr Gov bond	-2,0%	2,9%	7,69	6,70	15,6%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	-4,5%	-8,3%	7,69	6,50	17,2%
	India - 10yr Gov bond	0,9%	-0,7%	7,88	6,75	16,9%
	Philippines - 10yr Gov bond	-1,8%	-7,4%	6,38	5,75	11,4%
	China - 10yr Gov bond	1,5%	4,9%	3,48	3,25	5,3%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,2%	-0,2%	4,19	4,00	5,7%
	Thailand - 10yr Gov bond	0,0%	-0,8%	2,53	1,85	7,9%
	Singapore - 10yr Gov bond	1,0%	-2,8%	2,47	1,57	9,6%
	South Korea - 10yr Gov bond	1,3%	0,3%	2,50	2,00	6,5%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,6%	0,8%	0,90	1,50	-3,9%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,1%	5,1%	7,56	8,20	2,4%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,0%	-4,2%	4,41	4,60	2,9%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	4,7%	-3,6%	11,35	10,00	22,2%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-2,6%	-7,9%	6,04	5,30	12,0%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	-9,5%	-21,4%	8,84	6,70	25,9%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	14,5%	22,7%	74,1	45,00	-39,3%
	GOLD	-3,4%	-3,8%	1.252,4	1.100	-12,2%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-1,0%	-2,8%	1,166	1,15	-1,3%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,6%	-2,4%	1,32	1,35	2,3%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,6%	-0,6%	0,88	0,85	-3,6%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,6%	1,8%	0,99	0,99	-0,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,4%	-1,0%	1,16	1,14	-1,8%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,4%	-1,9%	110,58	111,20	0,6%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,6%	-4,6%	128,92	127,88	-0,8%
	USDMXN (price of 1 USD)	-4,2%	-1,0%	19,45	19,15	-1,5%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-5,1%	-3,7%	22,69	22,02	-2,9%
	USDBRL (price of 1 USD)	1,3%	17,6%	3,90	3,50	-10,2%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,3%	14,3%	4,54	4,03	-11,4%
	USDARS (price of 1 USD)	12,1%	50,1%	27,90	28,00	0,3%
	CNY (price of 1 USD)	3,9%	2,0%	6,64	6,25	-5,8%

\* For Fixed Income instruments, the expected performance refers to a 12 month period

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION





## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Página 18

### DISTRIBUCIÓN ESTRATÉGICA DE ACTIVOS Y TOLERANCIA AL RIESGO Propuesta mensual de distribución de activos y divisas

Asset Class	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)
<b>Money Market</b>	<b>15,0</b>	<b>20,1</b>	<b>10,0</b>	<b>14,6</b>	<b>5,0</b>	<b>9,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>
<b>Fixed Income Short-Term</b>	<b>25,0</b>	<b>34,4</b>	<b>15,0</b>	<b>22,4</b>	<b>5,0</b>	<b>9,9</b>	<b>0,0</b>	<b>2,8</b>
<b>Fixed Income (L.T) OECD</b>	<b>30,0</b>	<b>19,5</b>	<b>20,0</b>	<b>13,0</b>	<b>15,0</b>	<b>9,8</b>	<b>5,0</b>	<b>3,3</b>
US Gov & Municipals & Agencies		13,7		9,1		6,8		2,3
EU Gov & Municipals & Agencies		1,0		0,7		0,5		0,2
European Peripheral Risk		4,9		3,3		2,4		0,8
<b>Credit (OECD)</b>	<b>20,0</b>	<b>16,0</b>	<b>20,0</b>	<b>16,0</b>	<b>15,0</b>	<b>12,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>
Investment Grade USD		8,8		8,8		6,6		2,2
High Yield Grade USD		3,2		3,2		2,4		0,8
Investment Grade EUR		2,4		2,4		1,8		0,6
High Yield Grade EUR		1,6		1,6		1,2		0,4
<b>Fixed Income Emerging Markets</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>
Latam Sovereign		1,3		1,9		2,5		3,8
Latam Credit		1,0		1,5		2,0		3,0
Asia Sovereign		1,8		2,6		3,5		5,3
Asia Credit		1,0		1,5		2,0		3,0
<b>Equity OECD</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>	<b>32,5</b>	<b>32,5</b>	<b>50,0</b>	<b>50,0</b>
US Equity		1,5		6,0		9,8		15,0
European Equity		2,8		11,0		17,9		27,5
Japan Equity		0,8		3,0		4,9		7,5
<b>Equity Emerging</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,0</b>	<b>9,0</b>
Asian Equity		0,0		2,5		5,0		5,0
Latam Equity		0,0		2,0		4,1		4,1
<b>Commodities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>
Energy		0,0		0,3		0,6		0,6
Minerals & Metals		0,0		0,4		0,8		0,8
Precious		0,0		0,8		1,6		1,6
Agriculture		0,0		0,5		1,0		1,0
<b>Alternative Investments</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>
REITs		0,0		0,0		1,0		2,0
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,5		1,0
Market Neutral		0,0		0,0		1,3		2,6
Volatility		0,0		0,0		0,5		1,0
<b>Currency Exposure (European investor perspective)</b>								
EUR		92,8		86,6		81,2		75,0
USD		7,2		13,4		18,8		25,0

Las distribuciones estratégicas y tácticas de activos son estrategias de inversión que permiten nivelar el riesgo y la recompensa mediante la asignación de los activos de una cartera en función de la tolerancia personal al riesgo, el horizonte de inversión y nuestra propia evolución prevista para cada tipo de activo. Esta tabla de recomendación de distribución de activos la ha elaborado el comité de inversiones de Andbank, que está formado por directivos de los departamentos de gestión de carteras en cada una de las jurisdicciones en las que operamos.



PRINCIPALES APORTACIONES

Together  
Everyone  
Achieves  
More



**Giuseppe Mazzeo**  
US Rates & Equity  
+1 786 471 2426



**Marian Fernández**  
Europe Macro, ECB & Gov. bonds  
+34 639 30 43 61



**J.A Cerdan**  
Europe Equity Strategist  
+376 874 363



**Andrés Pomar**  
Global Flow & Positioning  
+352 26193925



**Ricardo Braga**  
Brazil Macro, Politics & Rates  
+55 11 3095 7075



**Andrés Davila**  
Central America & Venezuela  
+507 2975800



**Eduardo Anton**  
US Corporate Credit IG & HY  
+1 305 702 0601



**David Tomas**  
Spain Macro, Politics & Equity  
+34 647 44 10 07



**Jonathan Zuloaga**  
Mexico Rates, Equity & FX  
+52 55 53772810



**Carlos Hernández**  
Global Technical Analysis  
+376 873 381



**Gabriel Lopes**  
Brazil Bonds and Equity  
+55 11 3095 7075



**Alex Fusté**  
EM Asia & Japan: Bonds, Equities & FX  
Commodities: Energy & Precious Metals  
+34 673 041 058



**Alicia Arriero**  
Europe Corporate Credit IG & HY  
+34 91 153 41 17

## AVISO LEGAL

Todos los apartados y secciones de este documento han sido elaborados por el equipo de analistas financieros de ANDBANK.

Las opiniones expresadas en el mismo se basan en una valoración conjunta de estudios e informes de terceros. Esos informes contienen valoraciones de carácter técnico-subjetivo de datos y factores económicos y socio-políticos de relevancia, de los cuales los analistas de ANDBANK extraen, valoran y sintetizan aquellas informaciones que consideran más objetivas para, después, consensuar y redactar unas opiniones razonables sobre las cuestiones analizadas en el documento.

Las opiniones y estimaciones del presente documento se basan en hechos y condiciones de mercado sucedidos hasta la fecha de la publicación de este documento y, por tanto, no pueden ser determinantes para valorar hechos futuros posteriores a dicha fecha.

ANDBANK puede emitir opiniones sobre activos financieros que difieran, en su totalidad o en parte, del consenso de mercado. Los índices de mercado elegidos están seleccionados bajo los criterios únicos y exclusivos que ANDBANK considere más apropiados.

ANDBANK en ningún caso garantiza la materialización efectiva de predicciones o hechos contenidos en el presente documento, y de manera expresa advierte que los resultados pasados no constituyen una orientación sobre los resultados futuros; que los instrumentos analizados podrían no ser adecuados para todos los inversores; que las inversiones pueden fluctuar con el tiempo en precio y valoración, y que eventuales cambios en los tipos de interés o en los tipos de cambio entre divisas son factores que también podrían afectar a la exactitud de las opiniones expresadas.

Este documento no puede considerarse, en ningún caso, una oferta o proposición de venta de productos o activos financieros mencionados en este documento, y toda la información aquí contenida es indicativa y no podrá ser considerada como único factor relevante en la decisión de realizar una inversión determinada.

Existen otros factores importantes que afectan a dicha decisión que no se analizan en este documento, tales como el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación financiera, el horizonte temporal de la inversión o la liquidez de la misma.

En consecuencia, será responsabilidad del inversor buscar y obtener el asesoramiento financiero oportuno con el objetivo de valorar los riesgos, costes y otras características de las inversiones que desee realizar.

ANDBANK declina expresamente cualquier responsabilidad por la exactitud o exhaustividad de las evaluaciones mencionadas en este documento, así como por los posibles errores u omisiones en que pudiera incurrirse durante el proceso de publicación del mismo. Ni ANDBANK ni el autor de este documento responderán por cualquier pérdida en que un inversor pudiera incurrir, directa o indirectamente, como resultado de cualquier inversión que estuviese basada en cualquier información contenida en el presente documento.

La información y las opiniones aquí contenidas están sujetas a modificación sin previo aviso.