

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank

Noviembre de 2018

*«Las correcciones
del mercado,
aunque dolorosas,
suponen una
parte importante
y saludable de
todo el
mecanismo»
(R. Chernow)*

Opinión corporativa

Noviembre & Diciembre, 2018

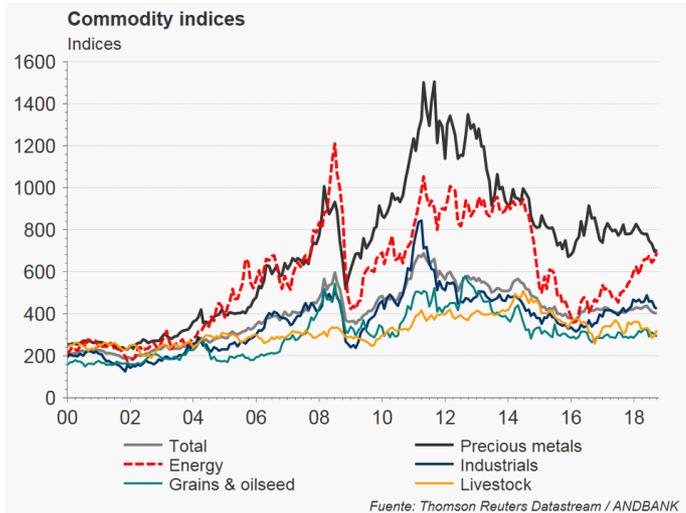
*Una carta de
navegación para la
tormenta financiera.*



Alex Fusté
Economista Jefe Global
+34 673 041 058
+376 881 248
alex.fuste@andbank.com

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICOS DEL MES



EQUITIES

RENTA VARIABLE

Estamos al inicio de la temporada de presentación de los resultados empresariales del tercer trimestre, pero ya se observa en los presentados por el 17% de las empresas del índice S&P500 que el 87% de ellas ha superado las previsiones, anotándose unas ganancias medias del 21,3% en los beneficios y del 7,4% en las ventas. No es raro que los mercados sigan mostrándose nerviosos durante algún tiempo tras un fuerte repunte del índice de volatilidad VIX, aunque compartimos la opinión de que el índice general del mercado podría rebotar hacia finales de año. Seguimos pensando que el S&P cotiza a un nivel de valoración razonable y preferimos Europa, el IBEX, Japón y la India.

FI

RENTA FIJA

Habiendo elevado la Fed los tipos de interés a corto plazo ocho veces en este ciclo, algunos temen que subidas adicionales harán mella en el crecimiento económico y en los activos de riesgo, convirtiendo al bono del Tesoro estadounidense a 10 años en un valor refugio. No vemos que la trayectoria actual de la Fed represente una amenaza inminente para el crecimiento económico y los mercados. Hemos elevado el rendimiento ajustado del bono del Tesoro a 10 años hasta el 3,25% y mantenemos el del Bund en 0,8%. En general, seguimos siendo cautos sobre la deuda de los países periféricos al considerarla cara. Seguimos previendo rentabilidades positivas para los bonos de mercados emergentes (ME) en monedas fuertes.



DEUDA CORPORATIVA

Los diferenciales de la deuda corporativa europea y estadounidense se ampliaron el mes pasado en un contexto de ausencia de noticias desde el BCE, de malas noticias sobre el Brexit e Italia y de deterioro de la confianza inversora. Las compras netas del programa CSPP del BCE muestran estabilidad, si bien es poco probable que impidan una ampliación estructural de los diferenciales. Mantenemos la cautela sobre la deuda corporativa denominada en euros y fijamos nuestros objetivos para los índices IG (valores con ratings de categoría de inversión) y HY (valores de alto rendimiento) en EUR en 92 pb y 316 pb, respectivamente. Adoptamos una postura más neutral ante la deuda corporativa en USD, con objetivos para los índices CDX IG y HY en USD de 60 y 400 pb, respectivamente.



DIVISAS

El posicionamiento neto largo en el dólar volvió a ampliarse y en estos momentos los inversores internacionales tienen posiciones en esta moneda por importe de 28.460 millones de USD, claramente por encima de los máximos recientes de mediados de agosto. Esto significa que existe escaso margen de depreciación adicional de las monedas de ME. Por análisis fundamental, preferimos el USD al GBP y al EUR. Por análisis técnico (flujos), preferimos el AUD (-2,25 sigmas de desviación a 3 años frente al USD), BRL (-1,20 sigmas) y JPY (-1,1 sigmas).



MATERIAS PRIMAS

Hay una carrera por obtener permisos de perforación en Colorado. Según Platts, la actividad de solicitud de permisos de perforación en todo el Estado va camino de marcar un máximo histórico este año mientras los productores se preparan para la eventual aprobación de la Propuesta 112 del Estado. Se prevé que la producción estadounidense de petróleo de esquisto alcanzará niveles récord en noviembre. El precio fundamental justificable estaría, a nuestro juicio, en torno a los 50 USD/barril.



EE.UU.

El riesgo de recesión aún es bajo

Evolución de la actividad económica

El mercado de trabajo estadounidense sigue generando un crecimiento sólido del empleo y la confianza empresarial expresada por pequeñas y medianas empresas en máximos. El consumo privado mantiene su fortaleza gracias al mayor crecimiento salarial, al tiempo que prosigue la sólida inversión empresarial tras las favorables normas sobre amortizaciones. Los estímulos fiscales posiblemente seguirán fomentando el crecimiento durante gran parte de 2019, aun cuando el vigoroso crecimiento y tensiones en los mercados de trabajo apunten a un posible alza de la inflación. La inflación subyacente se ha estabilizado cerca del objetivo de la Fed del 2,0% y prevemos que seguirá rondándolo. Los calendarios de reembolsos del programa asistencial Medicare indican cierto potencial de caída de los precios de la atención médica y el deterioro del mercado de la vivienda debería conducir a una inflación plana en servicios de alojamiento. Dada la duración de la actual expansión –la segunda más larga tras el periodo de la Segunda Guerra Mundial– existen preocupaciones acuciantes sobre el final del ciclo. Una mayor inflación y la fortaleza del crecimiento salarial llevarán a endurecer de forma sostenida las políticas dirigidas a inducir una ralentización. Con todo, aun cuando hay pocas dudas sobre la madurez de la expansión económica, los indicadores económicos y financieros clave que vigilamos siguen indicando un bajo riesgo de recesión a corto plazo.

Factores de riesgo

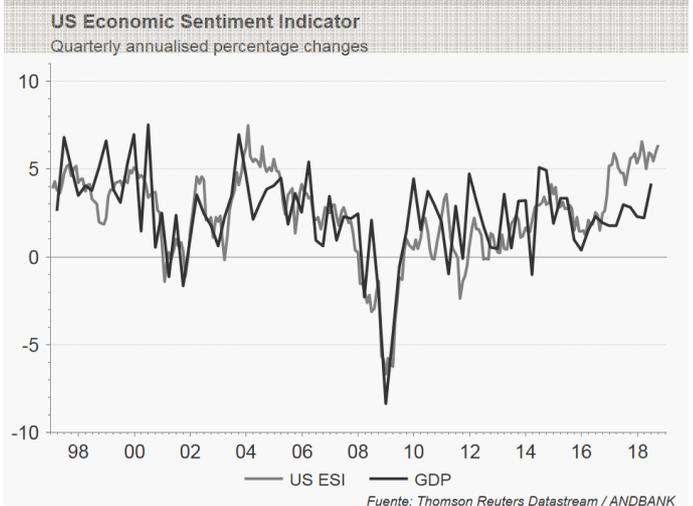
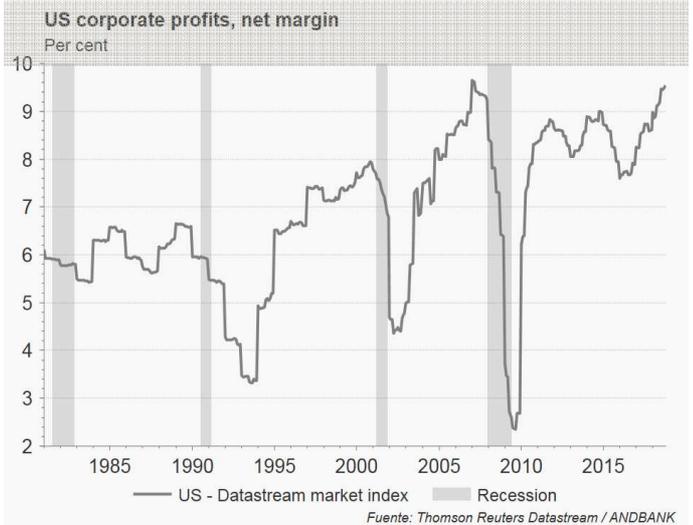
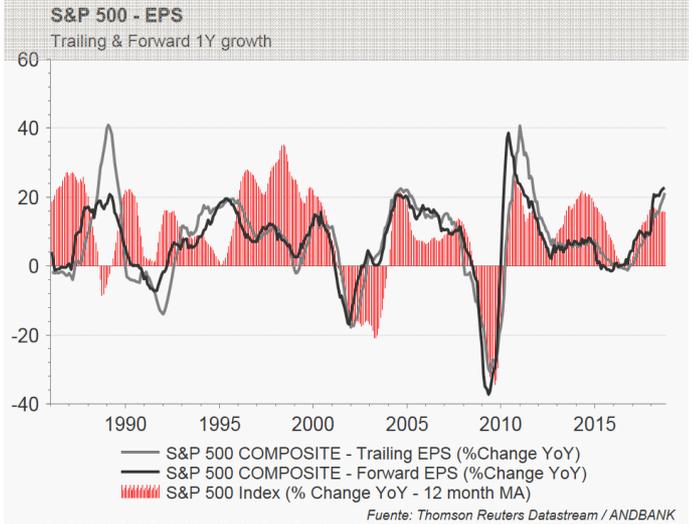
El cese de las hostilidades comerciales de EE.UU. con Corea, Japón, México/Canadá y la UE permite a EE.UU. centrarse completamente en su «guerra» comercial con China. Seguimos pensando que tanto China como Estados Unidos se están atrincherando para librar una prolongada batalla hasta que ambos frentes sufran pérdidas dolorosas y consideramos que las tensiones comerciales constituyen una de las distintas amenazas que afrontan los mercados financieros.

Resultados empresariales

En la corrección que sufrieron este mes las bolsas, las mayores caídas las experimentaron empresas punteras de los sectores tecnológico y de bienes de consumo discrecional, que han dominado este ciclo, o compañías de baja capitalización bursátil que se han contado entre las grandes beneficiarias de la reforma fiscal y del cambio en la política de Washington hacia el proteccionismo. Aunque estamos al principio de la temporada de presentación de los resultados empresariales del tercer trimestre, cabe observar en los resultados presentados por el 17% de las empresas del índice S&P 500 que el 87% de ellas ha superado las previsiones, anotándose ganancias medias del 21,3% en los beneficios y del 7,4% en las ventas. Los indicadores económicos, sobre todo los centrados en el empleo, también avalan el interés por hacerse con las aparentes gangas creadas durante la corrección bajista. Compartimos la opinión de que podría producirse un repunte del índice general del mercado hacia finales de año hasta nuestro punto de salida de 2.985 puntos para el índice S&P 500. Para más adelante, consideramos que las previsiones de beneficios a 12 meses tenderán a converger y que comenzarán a normalizarse. Los márgenes podrían sufrir presiones al seguir elevándose salarios, tipos de interés y el coste de la energía, contrarrestando los efectos positivos de las bajadas permanentes de impuestos. Históricamente, invertir cuando sube la volatilidad suele deparar rentabilidades positivas en meses posteriores. No obstante, no es raro que los mercados sigan mostrándose nerviosos durante algún tiempo tras un fuerte repunte del índice de volatilidad VIX. Dejamos inalterado nuestro valor medio para el índice S&P 500 en 2.715 puntos, con un punto de salida en 2.985.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL (punto medio: 2.715, salida: 2.985)
 Deuda soberana: NEGATIVO (punto de entrada en 10YUST: 3,25%)
 Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial obj: 60)
 Deuda corp. (CDX HY): NEGATIVO (diferencial obj.: 400)
 Divisas (índice CDX): NEUTRAL





EUROPA

Italia: impredecible

Actividad

En líneas generales, el panorama macroeconómico europeo no ha experimentado cambios, de modo que la confianza del sector industrial sigue deprimida, procediendo las mejores noticias del ámbito laboral (subidas salariales y bajada de la tasa de paro, por ejemplo). Dado que la diferencia entre las encuestas de confianza del sector industrial en Europa y EE.UU. roza el límite superior de su banda histórica, no sería de esperar una ampliación de la misma como ha sucedido en los nueve últimos meses. Los datos de IPC siguen próximos a los niveles del mes pasado: 2,1% en el caso del dato general y 0,9% para la variación interanual de la inflación subyacente. Pese a estas cifras, el mensaje optimista del BCE se ha reforzado: «se prevé un vigoroso repunte de la inflación subyacente» derivado de la tendencia positiva de los salarios.

Reducción de los estímulos monetarios por el BCE

En la próxima reunión del BCE la atención girará hacia la estrategia de reinversión: composición y duración. No hay discusión sobre la primera subida del tipo de interés ni sobre la senda de tipos. Las previsiones de consenso apuntan a una subida del tipo de depósito para octubre de 2019 al término del mandato de Draghi, alcanzando el tipo cero a comienzos de 2020, si bien los mercados están reflejando actualmente un adelantamiento del calendario (primera subida en septiembre). Si la inflación fuese más alta de lo esperado, la «normalización» del tipo de interés de depósito podría comenzar antes.

Italia y el Brexit: la «historia interminable»

Italia se ha convertido en la principal fuente de riesgo, cuestionándose abiertamente tanto interna como externamente sus Presupuestos y la senda del déficit. Preveemos que la Comisión Europea (CE) rechazará los Presupuestos italianos, concediendo a Italia 3 semanas más para revisar las cifras y volver a presentarlas. Al final, la CE podría activar un Procedimiento de Déficit Excesivo, que se prolongaría durante unos meses y acabaría con la imposición de una multa a Italia. Las negativas reacciones de los mercados podrían resultar más convincentes que la CE, habiendo previsto los políticos italianos un cambio de objetivos si el diferencial con el Bund alcanzase el nivel de 400 pb.

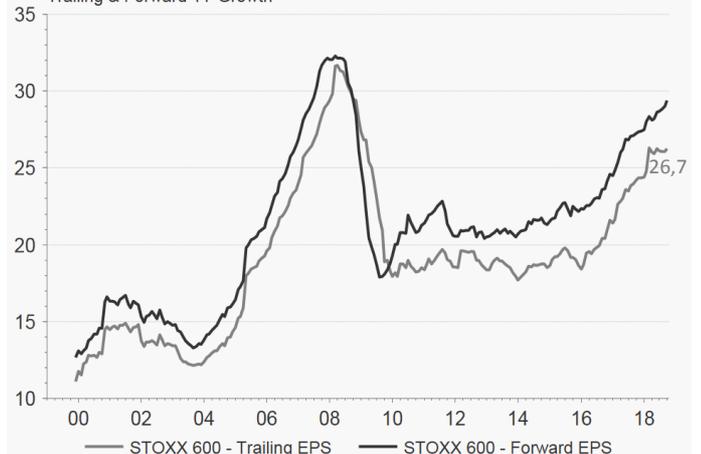
En cuanto al Brexit, no se avanzó en la última Cumbre europea, si bien se mantiene la voluntad de negociar sin calendario explícito. Respecto a lo positivo: un tono más conciliador por parte de Macron, la «presión» de Merkel para buscar soluciones imaginativas y la opción de alargar el período de transición más allá de diciembre de 2020. A propósito de lo negativo, «no hay avances» sobre el principal escollo de la frontera irlandesa y May depende del respaldo del DUP. Más preguntas que respuestas sobre el Brexit: ¿se llegará a un acuerdo final? En caso afirmativo, ¿lo aprobará el Parlamento británico? ¿O se convocará un segundo referéndum o nuevas elecciones? No hay una solución simple a la vista: un acuerdo al estilo del alcanzado con Noruega no satisfaría a los partidarios del Brexit y la solución que se aplicó en Canadá no evitaría una frontera irlandesa «dura». ¿Funcionaría acordar una unión aduanera temporal? Aunque no esté exenta de polémica (el Reino Unido no podría sellar nuevos tratados comerciales con terceros), daría un mayor respiro y evitaría una frontera estricta en Irlanda.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): POSITIVO (punto medio: 372; de salida: 400)
 Renta variable (Euro Stoxx): POSITIVO (punto medio: 380; de salida: 420)
 Deuda soberana (Países centrales): NEGATIVO (obj. rendim. Bund: 0,80%)
 Deuda soberana (P. periféricos): NEGATIVO (ES 1,60%, IT 3,5%, PT 2,2%)
 Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEGATIVO (diferencial objetivo: 92)
 Deuda corp. (iTraxx Europe HY) : NEUTR-NEGAT (diferencial objetivo: 316)
 Divisas (EUR/USD): corto plazo NEUTRAL; largo plazo NEGATIVO (1,15)

STOXX 600 - EPS

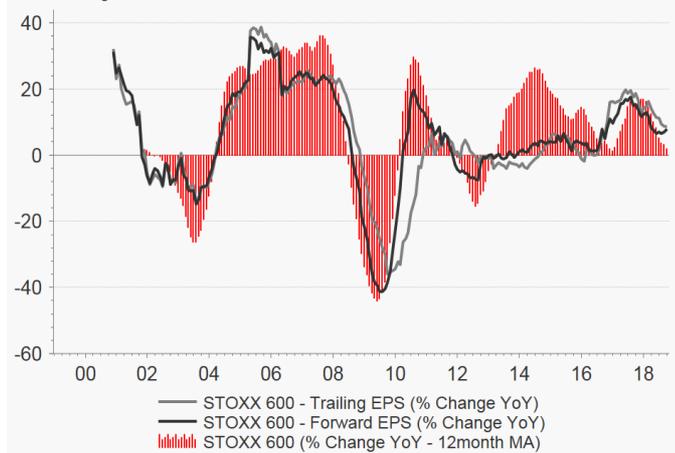
Trailing & Forward 1Y Growth



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

STOXX 600 - EPS

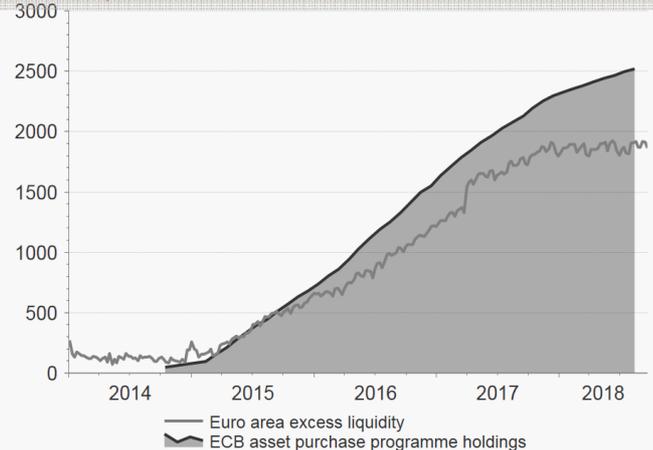
Trailing & Forward 1Y Growth



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ECB excess liquidity

EUR, billions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



ESPAÑA

Situación potencialmente problemática para la banca

Presupuestos expansivos financiados con subidas de impuestos

Los partidos nacionales de izquierdas han llegado a un acuerdo y han firmado el documento base para negociar los Presupuestos para 2019 con el resto de sus socios en la moción de censura. Los Presupuestos ponen mucho el acento en el gasto, que irá acompañado de subidas de impuestos. Ambos partidos tienen 155 representantes en el Congreso español y necesitan, al menos, otros 21 votos para lograr aprobar los Presupuestos en primera votación, y 170 votos en una segunda por mayoría simple, ya que la oposición dispone de 169 votos en contra.

Si examinamos a fondo las cifras presentadas por el Gobierno y su aliado (Podemos), no hay sorpresas. Al igual que su predecesor, el Gobierno de Mariano Rajoy, el nuevo Ejecutivo confía toda la reducción del déficit público a una subida de los ingresos fiscales (que parece inflada). Esto ya lo ha señalado Bruselas en su carta sobre el documento presentado, que el Gobierno de Sánchez posiblemente tendrá que revisar. En cuanto a lo positivo, la Ministra de Hacienda ha presentado una nueva previsión macroeconómica en los Presupuestos que está en consonancia con las de otras organizaciones económicas, puesto que prevé un menor crecimiento del PIB para este año y los dos próximos. Por lo que respecta a otros asuntos políticos, en el país se celebrarán las primeras elecciones autonómicas el 2 de diciembre, empezando por Andalucía, que servirá de termómetro para calibrar las fuerzas a nivel nacional. Los primeros sondeos dan al PSOE, que en la actualidad es la fuerza gobernante en esa Comunidad Autónoma, una exigua mayoría, aunque hay muchas posibilidades de que ningún partido pueda formar un Gobierno.

Malas noticias para la banca

Un aspecto importante al revisar nuestro objetivo para finales de año para el IBEX es la nueva sorpresa negativa que afecta a los bancos. Y es que el Tribunal Supremo publicó una sentencia por la que anulaba la cláusula que define quién ha de pagar ciertos impuestos en la escrituración pública del crédito hipotecario. El Tribunal consideró que es el banco y no el prestatario el sujeto del impuesto. Además, el Tribunal se ha apartado de la jurisprudencia anterior. Esto podría acarrear un coste de hasta 5.000 millones de EUR para la banca, que recibió la noticia con fuertes correcciones bursátiles. En primera instancia, el impacto sobre los bancos no está claro, ya que no sabemos si la anulación se aplicará de forma retroactiva o si se trata de una medida que afectará a los bancos de ahora en adelante. Lo que está bastante claro es que la incertidumbre creada afectará a las cuentas de los bancos, ya que reduce los márgenes de los créditos hipotecarios. Ello conduciría a una caída de la rentabilidad del capital (ROE). Consideramos tres escenarios principales: 1) en el mejor de los casos, no existe retroactividad; 2) retroactividad de cuatro años, con un impacto potencial de 4.000 millones de EUR; 3) retroactividad total, con un impacto potencial de hasta 13.000 millones de EUR. El Tribunal Supremo se pronunciará sobre esta cuestión el 5 de noviembre. Hasta entonces es probable que persista la desconfianza ante los bancos españoles. Hemos de ser prudentes ante un asunto del que poco se conoce y aplicar una prima de riesgo mediante rebaja del PER a 14.

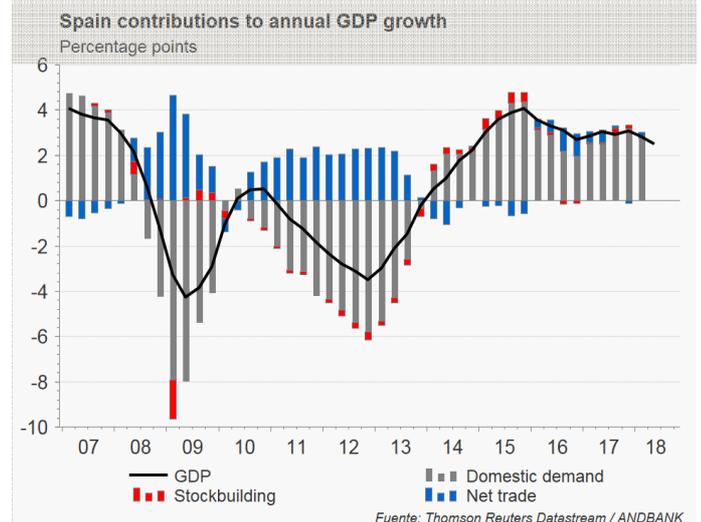
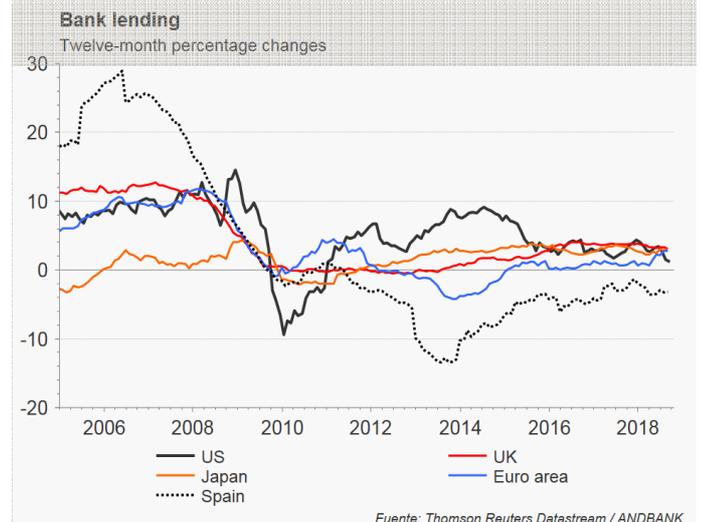
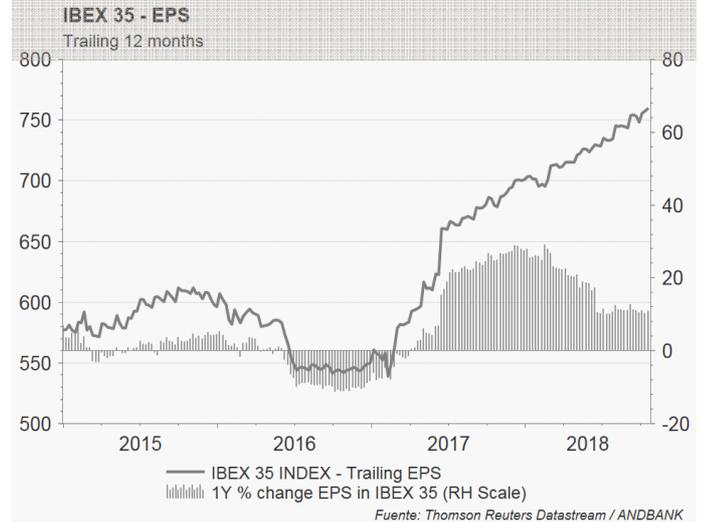
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): POSITIVO (punto medio: 9.650; salida: 10.620)

Deuda soberana: NEGATIVO (objetivo rendimiento del bono: 1,60%)

Deuda corporativa (IG): NEGATIVO

Deuda corporativa (HY): NEGATIVO





JAPÓN

El banco central de Japón mantendrá los tipos bajos por tiempo indefinido

Política

Shinzo Abe confía en superar un cuestionamiento de su liderazgo desde las filas de su partido, el LDP gobernante, que le llevaría a convertirse en el Primer Ministro con un mandato más largo en el país. Dado que no hay factores relevantes a la vista por el lado de las políticas, todo en Japón parecería apuntar a una situación perfectamente estable.

Actividad y beneficios empresariales

Los resultados económicos del primer trimestre fueron discretos (el PIB disminuyó un -0,6% en tasa anual desestacionalizada [TAD]), aunque en el segundo trimestre el PIB se recuperó hasta crecer a una TAD del 3%, prolongando la más larga senda de crecimiento del país desde la década de 1980 (ocho trimestres consecutivos de crecimiento). Las perspectivas para el PIB del tercer trimestre se han revisado a la baja hasta una TAD del 1,35% (o una variación intertrimestral del 0,37%). Las perspectivas económicas de Japón son las más brillantes en décadas, previéndose un crecimiento del PIB real en el ejercicio 2018 del orden del 1,2% (aunque las estimaciones de PIB para el ejercicio 2019 son considerablemente menores, del 0,80%). Japón también está dando señales más nítidas de superación de su prolongado tono deflacionario, ya que las recientes tensiones en el mercado de trabajo han conllevado un alza en la tasa de actividad o participación laboral. Con todo, incluso con una mayor oferta de trabajo, la oferta de empleo sigue sin cubrirse y las subidas salariales están ahora alcanzando a toda la población activa. Si se sostuviera, este alza de las rentas del trabajo debería traducirse en un mayor consumo privado y en mayores ventas para las empresas. Esto es, sin duda, un resultado muy positivo en un momento en que la rentabilidad empresarial se sitúa en máximos históricos, lo que significa que las empresas niponas pueden permitirse una mayor factura salarial. Quizás sea precisamente este alza de los salarios lo que ha motivado a los inversores extranjeros a sacar en lo que va de año más de 40.000 millones de USD del mercado de renta variable estadounidense. Atendiendo a los aspectos positivos, algunos analistas sostienen que mientras siga creciendo la productividad a la par que los costes laborales es improbable que los altos márgenes de beneficio actuales experimenten presiones. La renovada voluntad de las empresas japonesas de invertir en el mercado interno indica que las expectativas de crecimiento de la productividad son razonables.

Riesgos y una evaluación rápida

Conflicto comercial: Aunque Japón no está directamente en el punto de mira de quienes en EE.UU. promueven la guerra comercial, las compañías japonesas son un eslabón clave en la cadena de suministro mundial. Japón es el país con la segunda mayor contribución de valor añadido a las exportaciones de China. La reducción gradual de los estímulos monetarios no es una amenaza real a corto plazo.

Si la inclinación a asumir riesgo retornase a los mercados internacionales y dado que el yen entraña bajo riesgo de depreciación, tomar posiciones largas en acciones niponas, sin contratar coberturas, brinda potencial de revalorización. Al mismo tiempo, si el temor al riesgo se generalizase, los valores japoneses ofrecerían cierto grado de protección al poseer el yen características de activo seguro.

El BoJ mantiene su sesgo monetario expansivo. Reformas

El BoJ mantuvo en septiembre una tasa de crecimiento del agregado monetario M2 del 2,8% interanual (frente al 2,9% del mes anterior), bien por encima del crecimiento previsto del 2,25% para el PIB nominal en el ejercicio 2018.

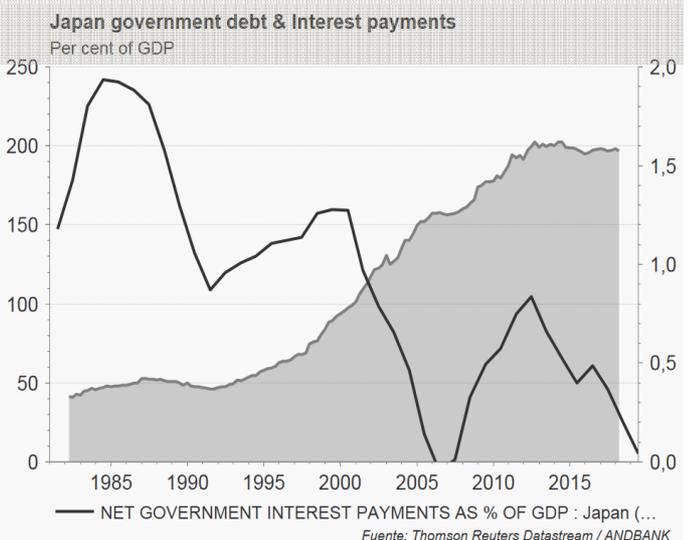
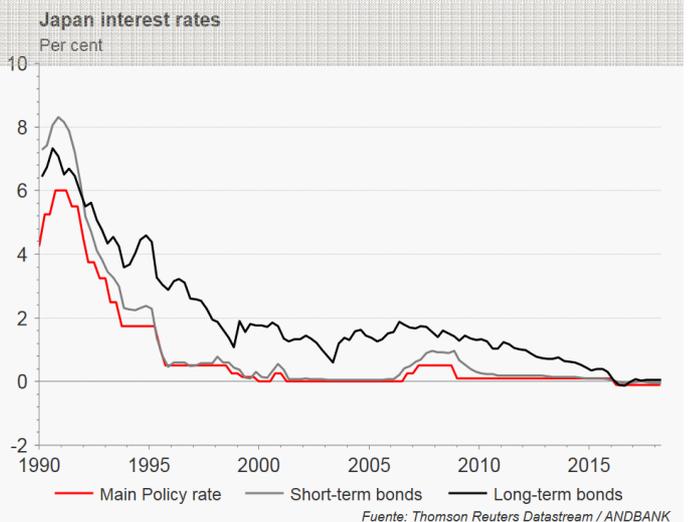
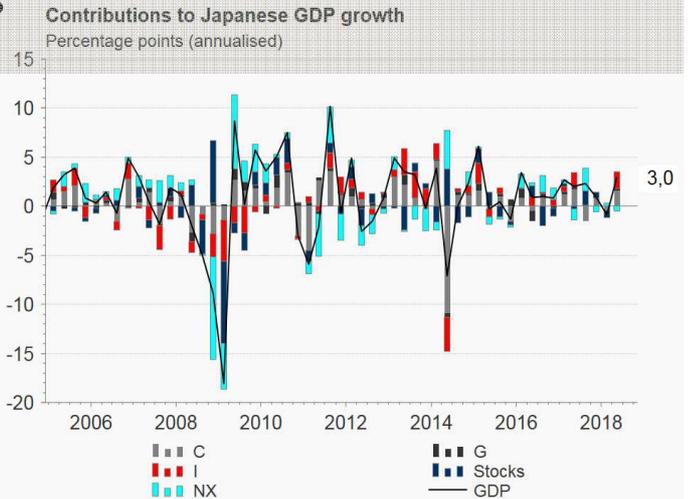
Japón prevé ayudar a las empresas extranjeras a absorber pequeñas empresas. El Gobierno está planteándose ofrecer el próximo mes de abril dos categorías de visado para trabajadores foráneos con el fin de aliviar la escasez de mano de obra. Los trabajadores en la primera categoría podrán quedarse en el país cinco años, mientras que los de la segunda podrán permanecer con sus cónyuges e hijos sin limitación alguna de número de prórrogas.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): NEUTRAL (punto medio: 23.000; salida: 25.380)

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

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





CHINA

Mayor reforma fiscal en 38 años y flexibilización monetaria.

La nueva ley del IRPF reduce significativamente la carga tributaria

El mínimo exento en el impuesto sobre la renta está elevándose hasta 36.000 RMB (desde 18.000 RMB). Sólo se aplicará el tipo impositivo del 20% a partir de 144.000 RMB (frente a los anteriores 54.000 RMB). El tipo impositivo del 25% se aplicará a partir de 300.000 RMB (un importe mayor que el límite anterior de 108.000 RMB). La deducción básica estándar pasará de 3.500 RMB/mes a 5.000 RMB/mes. Una propuesta más reseñable es la introducción de partidas deducibles adicionales específicas, que incluyen no sólo los gastos relacionados con la educación de personas a cargo y enfermedades graves, sino también deducciones por formación continua y coste de vivienda como intereses hipotecarios o gastos de alquiler (los importes deducibles están pendientes de hacerse públicos). La nueva legislación sobre el IRPF se aplicará en dos fases. En la fase 1, con efectos desde el 1 de octubre de 2018, la nueva tabla tributaria se aplicará a las rentas del trabajo sujetas y a las rentas derivadas de actividades productivas y empresariales de hogares individuales industriales y comerciales. La modificación general entrará en vigor el 1 de enero de 2019 (fase 2).

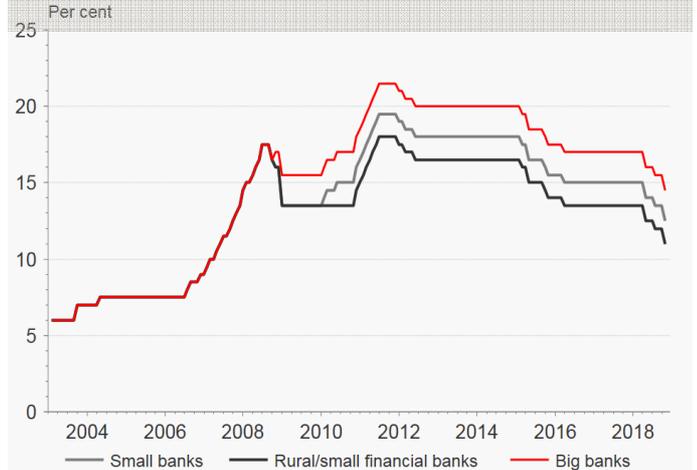
China también aumenta la relajación de condiciones monetarias

El domingo, el banco central de China (POBC) anunció que, a partir del 15 de octubre, rebajará el coeficiente de reservas obligatorias (CRO) de los bancos en 100 pb (tras haberlo reducido en abril y junio). Los grandes bancos estatales estarán sujetos a un CRO del 14,5% (frente al 15,5% anterior) y los bancos más pequeños a uno del 12,5%. Esta medida supondrá una inyección de una suma bruta de 1,2 billones de RMB al sistema financiero (750.000 millones de RMB netos, ya que una parte de la inyección de liquidez se destinará a devolver la línea de crédito con vencimiento el 15 de octubre). Esta inyección es mayor que las dos anteriores, lo que significa que las autoridades de Pekín están elevando el ritmo de los estímulos monetarios, probablemente porque ya sienten la presión de las medidas comerciales de Donald Trump. Esta medida va dirigida a reducir los costes de financiación de los bancos y los costes de endeudamiento de las empresas (mejorando la liquidez bancaria). Las reservas extranjeras ya no están creciendo (ni inflando el balance del PBOC con el que alimentar nuevas inyecciones al sistema). En consecuencia, el PBOC solo tiene una manera de mejorar la liquidez: recortar periódicamente el CRO para mantener un exceso de liquidez en el sistema e impedir que suba el tipo de interés interbancario. La otra cara del recorte del CRO (en un momento en que la Fed está subiendo los tipos de interés) es que el PBOC habrá de soportar mayor volatilidad en el tipo de cambio. La reducción del CRO no tiene grandes consecuencias direccionales, pero entre sus objetivos está respaldar a la banca y, por esta vía, al mercado bursátil chino. Desde consideraciones de rentabilidad de los bancos, los recortes del CRO son preferibles con mucho a las inyecciones de liquidez vía líneas de crédito del PBOC. La escala de la expansión monetaria aplicada por Pekín es más modesta que en el último ciclo expansivo (2014-2015), en el cual el PBOC redujo el tipo preferente de sus operaciones de préstamo 125 pb en apenas 12 meses. De arreciar la guerra comercial, Pekín propondrá más políticas de apoyo. El cóctel de rebajas del CRO, menores tipos interbancarios, mayor crédito bancario, aceleración de las emisiones de bonos por entes públicos locales y posibles recortes del tipo de interés de referencia contribuirán a mantener estable el crecimiento del crédito en torno al 10%-12% interanual, permitiendo sostener el ritmo de actividad actual.

Perspectivas de los mercados financieros

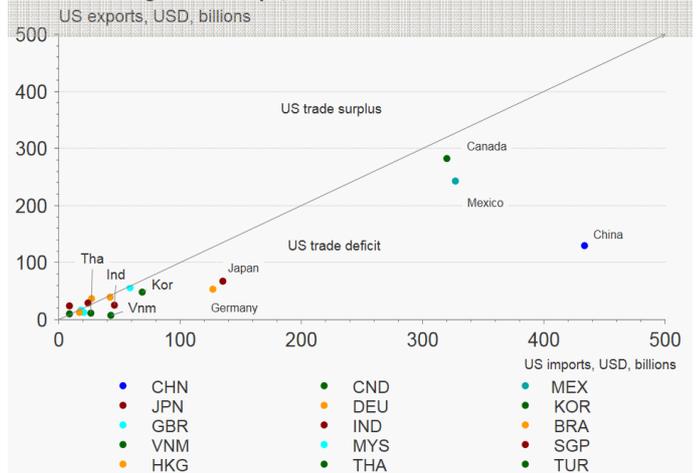
Renta variable (índice de Shanghái): NEUTRAL (punto medio: 2.729)
 Renta variable (índice de Shenzhén): POSITIVO (punto medio: 1.385)
 Deuda soberana: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 3,25%)
 Divisas (CNY/USD): NEGATIVO (objetivo fundamental: 7,00)

China reserve requirement ratios



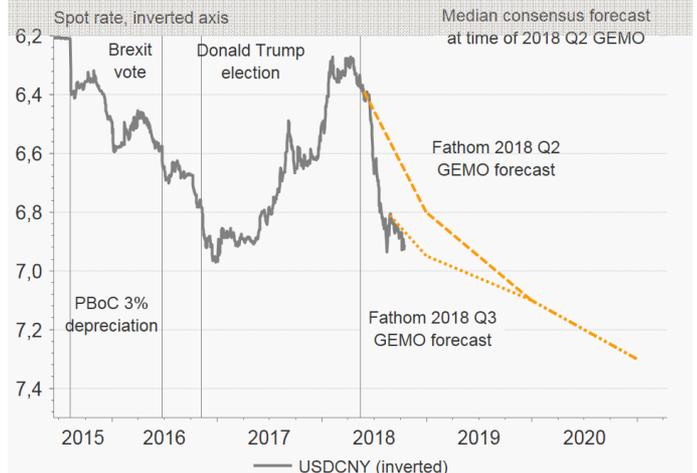
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

US trading relationships, 2017



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

USDCNY



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



INDIA

Factores internos reducen márgenes. La corrección ha sido excesiva

Revisión a la baja del crecimiento de los beneficios empresariales

La tesis de la recuperación de los beneficios para el 2018 parece no da más de sí, debido a la aparición de contratiempos internos y externos. En general, se prevé una ralentización del crecimiento de las ventas hasta el 10% interanual (por debajo del 16% del primer trimestre), al tiempo que los márgenes seguirán resintiéndose debido al alza del coste de los factores productivos (tras la fuerte depreciación de la rupia). Esto está revelándose como el principal motivo de preocupación para sectores como automoción, cementeras, telecomunicaciones y auxiliar de la construcción. Hemos revisado a la baja los márgenes para el ejercicio al 10,6% (desde 11,7%), lo que se traduce en un crecimiento muy inferior del BPA en 2018-2019, de en torno al 8% (frente al 18% estimado antes de la depreciación de la rupia y del acusado encarecimiento del crudo). A pesar de ello, algunos pesos pesados en bolsa exhiben unas excelentes cifras de resultados trimestrales de septiembre (Infosys BPA +14% intertrimestral y +10,3% interanual).

La tormenta bancaria parece estar remitiendo

Los datos del banco central de la India (RBI) indican una aceleración del crecimiento del crédito al 13,1% interanual (en septiembre), frente al 5,7% en el mismo período del año pasado, superando con creces los bancos privados (aproximadamente 21% interanual) a los estatales (aprox. 7% interanual). En cuanto a los márgenes bancarios, incluso tras la reciente subida de los tipos de interés de intervención por el RBI, la dinámica de crecimiento estable se mantuvo ininterrumpida, gracias principalmente a la capacidad de la banca para repercutir los mayores tipos de interés a los clientes finales. El crecimiento del margen de intereses rondaría el 15% interanual. Mantenemos la cautela sobre las pérdidas en instrumentos de deuda durante el trimestre debido a la reciente alza de los rendimientos del bono indio de referencia a 10 años. Al persistir el escenario de rendimientos al alza y elevada pendiente de la curva, prevemos que mejorará la suerte de las entidades prestamistas (sobre todo de aquellas con mejores perfiles de gestión de activos y pasivos), junto con un mejor crecimiento de márgenes y beneficios. ICICI Bank, HDFC Bank, IndusInd Bank, Kotak Mahindra Bank y Federal Bank presentan unas aceptables perspectivas. Mantenemos la prudencia ante PSB Bank al persistir la preocupación sobre su sensibilidad a variaciones de los tipos de interés, elevados costes crediticios y pérdida continuada de cuota de mercado.

Corrección exagerada de las empresas de infraestructuras

Las acciones de infraestructuras han sufrido una fuerte corrección en los nueve últimos meses, atribuible en gran medida a (1) la incertidumbre que entraña el actual estado del sistema bancario (donde todo conduce a tensiones en el fondo de maniobra y en los balances y a su impacto sobre los beneficios); (2) la incertidumbre política relacionada con las próximas elecciones estatales, que suscita dudas sobre los pedidos y expectativas de demoras en los pagos, al ser este un año electoral; y (3) el giro del ciclo de tipos de interés. Pensamos que la preocupación es, en lo sustancial, exagerada. Aunque las demoras en los pagos y mayores tipos de interés podrían conllevar mayores gastos por deudas/intereses, observamos que la mayoría de empresas de infraestructuras muestran sólidos balances (ratio de apalancamiento financiero medio de 0,3x), lo que limita el impacto. Esperamos unos excelentes resultados en la mayoría de empresas para los próximos trimestres, impulsados por las elevadas carteras de pedidos y el bajo nivel de referencia del año pasado (por los efectos del impuesto sobre bienes y servicios). Prevemos que las acciones volverán a niveles de valoración anteriores al disiparse la incertidumbre política y mejorar las condiciones de mercado.

Aceptables perspectivas de beneficios y crecimiento de la actividad. Estabilización de la divisa

Según el último informe del FMI, India será la economía mundial que más crecerá en los 5 próximos años. Y, lo que es más importante, será la única (con Vietnam) que acelerará su crecimiento estructural (del 7,1% al 7,7%). La rupia ha dado señales de estabilización en un contexto de moderación de los precios del crudo y de menor inquietud por los déficits comerciales.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice SENSEX): NEUTRAL (punto medio: 34.800)

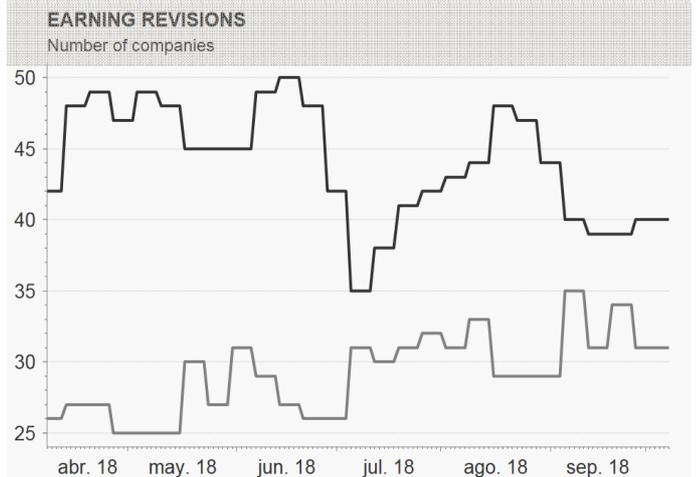
Deuda soberana: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 7%)

Deuda corporativa: POSITIVO

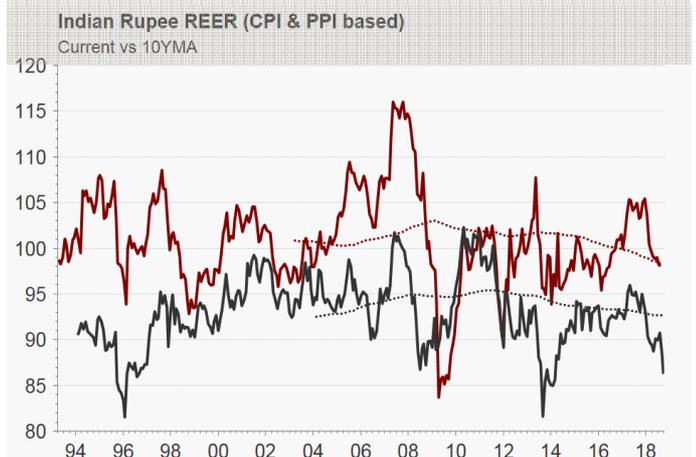
Divisas (INR/USD): ESTABLE (objetivo fundamental: 73)



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



MÉXICO

AMLO muestra sus cartas

Política y economía: ¿Es AMLO una amenaza para el mercado?

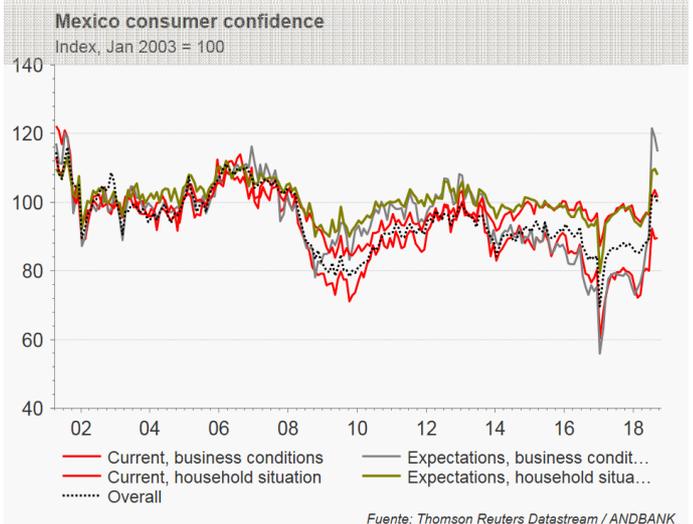
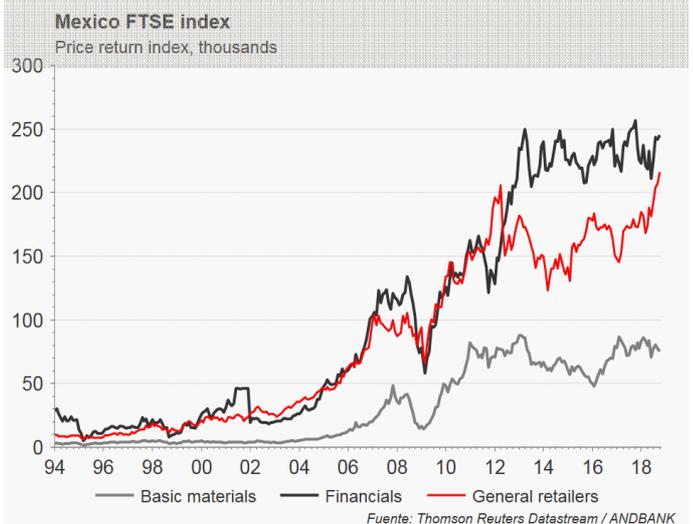
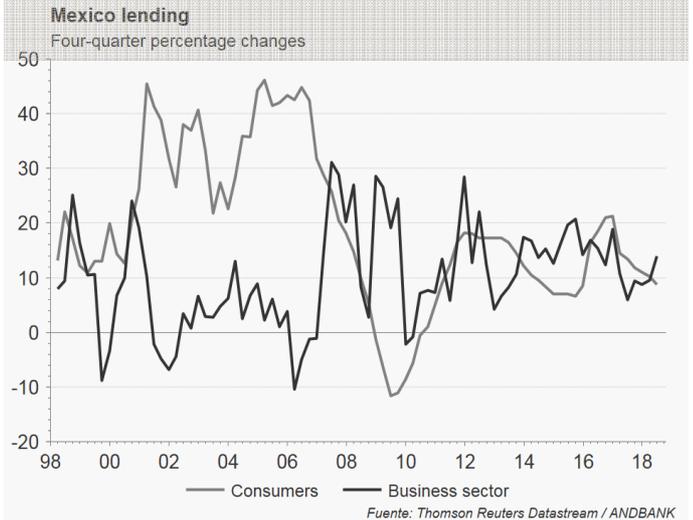
En referéndum, el público mexicano votó a favor de desechar los planes para continuar construyendo un nuevo aeropuerto en Texcoco, que ya está completado en un 30%, y en su lugar renovar dos de los actuales aeropuertos y agregar dos pistas a una base militar en Santa Lucía. El impacto en la economía de México será pequeño, pero es la señal más clara hasta ahora de que la formulación de políticas puede ser más impredecible bajo su mandato. Una implicación inmediata es que la caída del peso (que pasó de 19.3 a 20.3 contra el dólar), como respuesta a la decisión sobre abandonar el proyecto, mantendrá al banco central en un estado más "hawkish" (agresivo y con tipos elevados a fin de defender el peso) en los próximos meses. Los mercados pueden verse afectados negativamente por ello. Si bien un alza de tasas parece poco probable en esta etapa (en el pasado, ha sido necesaria una depreciación del 10-15% frente al dólar para desencadenar un endurecimiento de la política), la formulación de políticas intervencionistas suponen un claro riesgo, lo que sin duda pondría más presión sobre el peso, y probablemente provocaría la acción de Banxico. Lo que tenemos claro es que los recortes de tasas de interés permanecen fuera de la mesa por ahora. El presidente electo y sus asesores habían estado marcando un tono conciliatorio en la mayoría de los problemas macroeconómicos, incluyendo la política fiscal, monetaria y petrolera. Pero la decisión de detener el proyecto importante como el de Texcoco (con importantes contratos en juego) ha puesto nerviosos a algunos agentes del mercado, quienes se preguntan ahora si el tono conciliatorio inicial fue simplemente algo retórico. En las últimas 24 horas, se ha sugerido que Amlo está dispuesto a usar referendos para determinar asuntos cruciales como el uso de las reservas de divisas del banco central por parte del gobierno o la duración de los mandatos presidenciales. Nuestro temor es que Amlo también decida usar referendos para decidir el destino de los contratos de energía ya adjudicados a empresas privadas, dando continuidad a los ruidos más nacionalistas sobre la política energética de Amlo en las últimas semanas. Decidir temas complejos a través de referendos probablemente asustará más a los inversores (reales y financieros), lo que sin duda, causará presión en los mercados financieros. El USMCA sustituirá al NAFTA, Este acuerdo despejó cierta incertidumbre en los mercados locales, pero aun así contiene una serie de cláusulas que se estiman perjudiciales para el sector del automóvil, ya que endurece las normas de origen y eleva el salario mínimo para evitar aranceles. La inmigración podría abrir un nuevo frente en las relaciones exteriores entre EE.UU. y México. El banco central mexicano (Banxico) recortó en su reunión anterior su previsión de PIB. La previsión de crecimiento para 2018 se mantiene en el nivel del 2,0%-2,5%.

Confianza inversora

El índice MSCI de México he cedido más de un 11% desde el máximo que marcó tras las elecciones. Atribuimos esta tendencia a la reciente corrección mundial, unida a los renovados temores de tensiones en la relación entre México y EE.UU. por la caravana de personas procedentes de Centroamérica que actualmente atraviesan México en dirección a la frontera con Estados Unidos. Observamos un convincente panorama macroeconómico (*top-down*), al que se suman los potentes fundamentales de las empresas puestos de manifiesto por el análisis microeconómico (*bottom-up*). Con todo, quisiéramos subrayar el mayor nerviosismo de los mercados ante la línea de actuación de AMLO.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): NEUTRAL (obj: 46.100; salida: 49.000)
 Deuda soberana en MXN: NEUTRAL (dif. obj.: 500, obj. rto.: 8,25%)
 Deuda soberana en USD: NEGATIVO (dif. obj.: 140, obj. rto.: 4,65%)
 Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 19,15)





BRASIL

Bolsonaro ganó. ¿Y ahora qué?

Una agenda de reformas menos ambiciosa.

El presidente electo de Brasil, Jair Bolsonaro ha establecido la reforma de las pensiones como una prioridad para alejar el ratio de deuda pública de su actual trayectoria insostenible. Algunos legisladores de alto nivel han hablado de la necesidad de una reforma de pensiones que sea más ambiciosa que la propuesta realizada por la administración saliente de Temer. Pero el propio Bolsonaro sugirió que el congreso actual, que se celebrará hasta el 22 de diciembre, debería aprobar la reforma de Temer en su estado actual (edulcorado). La intención del Sr. Bolsonaro de llevar a cabo la reforma de Temer antes de que realmente asuma el cargo el 1 de enero sugiere que está preocupado por la impopularidad de la reforma de la asistencia social y los obstáculos que enfrentará.

¿Cuan grave es la situación fiscal?

El déficit presupuestario ha aumentado desde el 2,5% del PIB en 2013 a un máximo de más del 10% del PIB en 2016. Más de la mitad se debió a un mayor pago de intereses. El resto se debió a un mayor gasto primario federal, coincidiendo con una fuerte caída en los ingresos federales. El déficit presupuestario ahora ha comenzado a reducirse, principalmente debido a una reducción en los pagos de intereses, pero el déficit general sigue siendo peligrosamente alto, pues se sitúa en más del 7% del PIB. El nivel de deuda pública, que ha saltado del 50% del PIB en 2013 a poco menos del 80% del PIB en la actualidad, seguirá aumentando.

¿Qué se necesita para estabilizar el ratio de deuda?

El ratio de deuda puede estabilizarse a través de un mayor crecimiento del PIB nominal, costes por intereses de la deuda más bajos o un ajuste en el presupuesto primario. Desafortunadamente, es poco probable que la primera opción puedan contribuir a recortar el ratio de deuda/PIB (se requeriría un repunte increíblemente optimista en el crecimiento del PIB real a 4-5%, desde aproximadamente el 1% actual). La segunda vía también parece improbable; requeriría de una caída en los rendimientos de los bonos hacia el 4-5% (desde aproximadamente el 8,5% ahora) para evitar que el índice de deuda suba. Así pues, no queda más solución que un ajuste en el balance primario, si lo que el gobierno pretende es rebajar la deuda. El gobierno de Temer se propuso hacer esto a través de un "límite de gasto al 0% real", pero los aumentos en los gastos obligatorios de bienestar social harán que sea imposible cumplir con el límite a principios de 2020. La clave de este ajuste está en el gasto en pensiones (que ya representan el 40% del gasto primario –como Japón–, y explican el 80% del aumento en el gasto público desde 2013). La población se envejece, y el gasto en pensiones aumentará un 5% del PIB en 2013.

Economía

La contracción de 1.8% m/m en la producción industrial brasileña en septiembre no evitará que la economía en general se fortalezca en el tercer trimestre, pero refuerza las preocupaciones sobre los desafíos que enfrenta el presidente Bolsonaro para que la recuperación se consolide. Vale la pena señalar que los indicadores iniciales para este mes de Noviembre, como la encuesta de expectativas industriales de la FGV, se debilitaron, y eso que la encuesta se realizó coincidiendo con el fortalecimiento del Real, unos rendimientos más bajos de los bonos del gobierno y el creciente optimismo sobre la victoria de Bolsonaro. Todo apunta a que la aceleración de la recuperación, desde el punto actual, será una cuestión compleja. La creación neta de empleo fue una sorpresa positiva en septiembre, con 137.300 nuevos empleos (netos).

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): NEUT-POS (obj 87.000), salida: 91.300
 Deuda soberana en BRL: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 10%)
 Deuda soberana en USD: POSITIVO (obj. rto.: 5,50%, dif. obj. 330 pb)
 Divisas (BRL/USD): POSITIVO (objetivo a medio plazo: 3,80)

Brazil price/earnings, Datastream index



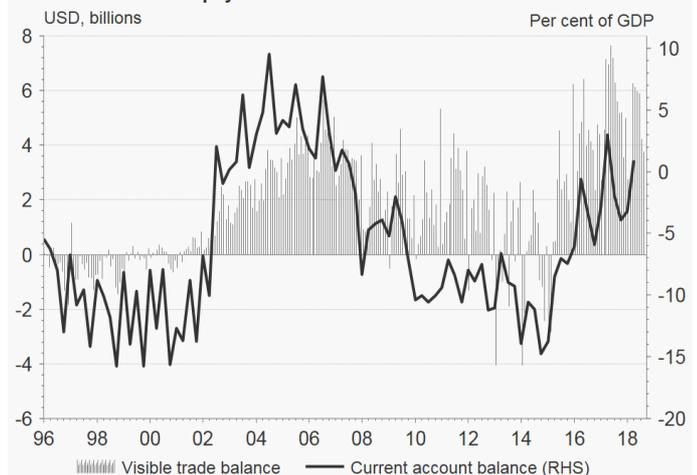
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil interest rates



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil balance of payments



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



ARGENTINA

El FMI y el plan de los tres ceros

Numerosos economistas argentinos se refieren al nuevo programa del FMI como déficit público cero, expansión monetaria cero e intervención cero. El hecho es que, desde que a finales de septiembre se aplicó el nuevo régimen monetario y cambiario, la divisa argentina se ha apreciado un 14% hasta un cambio actual de 35,4 pesos por dólar de EE.UU. Además, el déficit público del tercer trimestre de 2018 ha sido mejor que el objetivo de déficit público primario: la cifra en lo que va de año alcanzó el -1,3% del PIB, cuando el objetivo se fijó en -1,9% para el mismo período.

Menores necesidades de financiación tras el acuerdo revisado con el FMI

El acuerdo revisado con el FMI establece un calendario acelerado de desembolsos para 2018 y 2019, al tiempo que elevaba los fondos en 7.100 millones de USD, hasta los 57.100 millones de USD, y permitía utilizarlos en vez de dotarlos de carácter preventivo. En consecuencia, las necesidades financieras de 2018 y 2019 estarían cubiertas suponiendo una refinanciación razonable de las Letras del Tesoro Capitalizables en Pesos (Lecap) y Letras del Tesoro en USD (Letes). De cara al 2020, el gobierno debiera haber ajustado sus gastos a fin de que las necesidades netas de financiación sean manejables.

¿El equilibrio fiscal podría no ser suficiente?

El nivel de actividad económica es uno de los principales riesgos que ha de afrontar el Gobierno para alcanzar el equilibrio fiscal el año que viene. El informe REM de septiembre prevé una contracción del PIB del -0,5% para 2019, con caídas en casi todos sus componentes, salvo las exportaciones. El crecimiento del PIB en 2018 probablemente acabará concretándose en una caída del -2,5%. Pero incluso alcanzar el equilibrio fiscal podría ser insuficiente para alcanzar la accesibilidad al mercado si no se redujera más el gasto público, sobre todo después de 2020, cuando las necesidades de financiación dejan de estar cubiertas por los fondos del FMI. Así pues, recortar el gasto público es la única manera de aliviar las tasas, la prima de riesgo y el gasto, y con ello, aliviar la pesada carga tributaria que soporta la ciudadanía argentina. En resumen, pase lo que pase, Argentina tendrá que lidiar con los costes del ajuste fiscal si quiere disfrutar de sus ventajas. A más largo plazo, las previsiones para 2020 son de un crecimiento del PIB del 2,2%.

Las políticas monetaria y cambiaria por fin operan al unísono

La nueva política monetaria implantada a finales del mes pasado pasó de fijarse la consecución de una meta de inflación a establecer un objetivo de crecimiento nominal nulo (0%) para la base monetaria media hasta junio de 2019, al tiempo que permite flotar diariamente el tipo de las Letras de Liquidez (Leliqs). El banco central (BCRA) estableció además un área de no intervención para el tipo de cambio, con unos topes inferior y superior de la banda cambiaria de 34 y 44 pesos por USD, respectivamente, que se ajustarán a diario a una tasa de subida mensual del 3%. Si el peso se depreciase más allá de los 44 pesos por dólar, el BCRA podría vender hasta 150 millones de USD diarios para mitigar la volatilidad, y compraría dólares si el peso se apreciara más allá de los 34 pesos por dólar, si bien únicamente en el caso de que la inflación disminuyese de manera significativa.

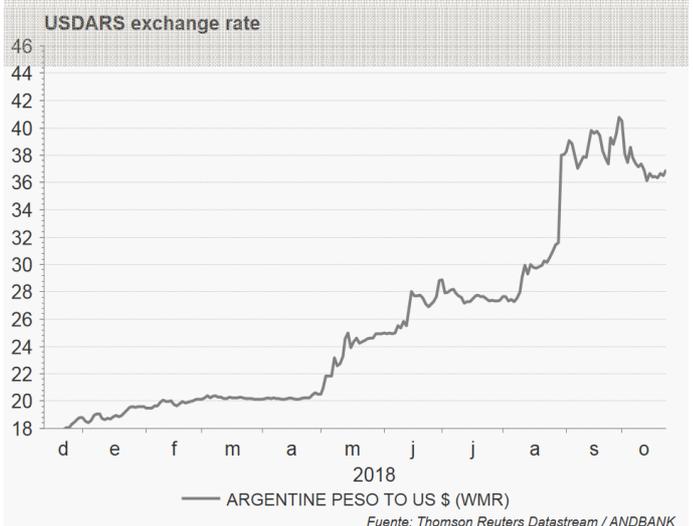
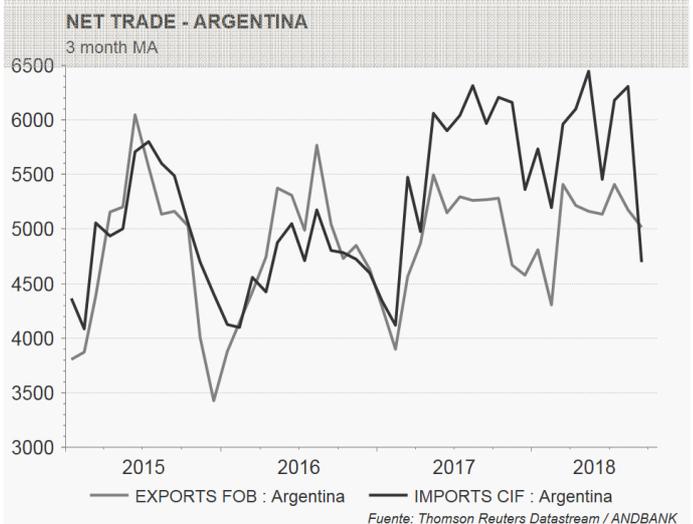
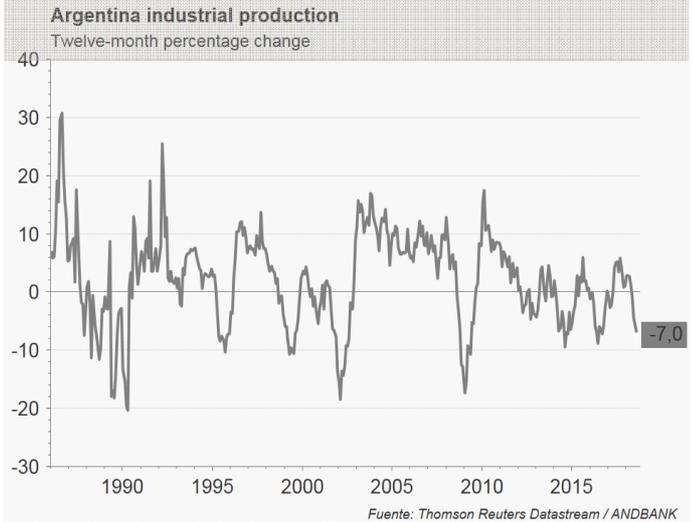
Previsiones de inflación y tipo de cambio

El REM de septiembre mostró una previsión de inflación del 44,8% para 2018, con sendas previsiones del 27% y 19% para 2019 y 2020. Además, prevé que el tipo de cambio medio se situará en 43 pesos por dólar en diciembre de 2018, alcanzando una media de 50,4 pesos por dólar en diciembre de 2019. Cabe prever que el tipo de los Leliqs se mantendrá en los altos niveles actuales (ha marcado en los últimos días un tipo del 73% anual), al menos hasta tanto no se moderen las expectativas de inflación.

Perspectivas de los mercados financieros

Deuda soberana (bono a 10 años USD): POSITIVO (obj TIR 8,75%).

Divisas (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para final de año: 40)





RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis fundamental

Index	Andbank's	Sales	Andbank's	EPS	Current	Current	PE estimate	INDEX	2018	2018	2018	E[Perf] to
	Sales growth	per Share	Net Margin	EPS	PE with	PE Fw	at Dec 18		CURRENT	Central Point	E[Perf] to	
	2018	2018	2018	2018	EPS 2017	EPS 2018	EPS 2018	PRICE	Fundam range	Centr. Point	Point	Exit point
USA S&P 500	5,6%	1.301	12,17%	158,3	18,8%	20,43	17,20	2.723	2.715	-0,3%	2.987	9,7%
Europe - Stoxx I	5,2%	313	8,19%	25,7	6,6%	15,12	14,18	364	372	2,2%	398	9,4%
Euro Zone - Eur	5,2%	367	7,15%	26,2	6,4%	14,45	13,58	356	380	6,8%	418	17,5%
Spain IBEX 35	5,0%	7.834	8,80%	689	1,0%	13,26	13,13	9.053	9.651	6,6%	10.617	17,3%
Mexico IPC GRU	7,2%	35.891	8,03%	2.881	5,7%	16,67	15,77	45.447	46.101	1,4%	49.098	8,0%
Brazil BOVESPA	7,2%	56.514	10,26%	5.798	11,6%	17,01	15,25	88.419	86.963	-1,6%	91.311	3,3%
Japan NIKKEI 225	5,0%	21.087	5,92%	1.248	6,5%	19,00	17,83	22.244	23.080	3,8%	25.388	14,1%
China SSE Comp	7,1%	2.831	8,77%	248	7,5%	11,54	10,74	2.665	2.729	2,4%	3.002	12,6%
China Shenzher	7,3%	968	8,67%	84	9,3%	17,60	16,10	1.351	1.384	2,5%	1.523	12,7%
India SENSEX	9,2%	15.530	10,66%	1.656	8,13%	22,78	21,06	34.879	34.772	-0,3%	38.249	9,7%
MSCI EM ASIA (excl. Jap)	6,8%	454	9,59%	44	8,8%	12,50	11,49	500	501	0,1%	551	10,1%

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis de Flujos y posicionamiento

Indicador compuesto GEM de Andbank: se mantiene en zona neutral; sin riesgo inminente de corrección sostenida.

Nuestro índice general retrocedió de -0,5 a -0,7 (en un rango de ±10), asentándose en una zona indicativa de que el mercado bursátil no está caro, y manteniéndose en territorio neutral (en términos de tensiones de flujos). Por tanto, la probabilidad de que el mercado sufra una corrección sostenida y justificada por fundamentales es reducida.



ANÁLISIS TÉCNICO

Escenario de tendencia. Soportes y resistencias (1 mes)

S&P: LATERAL Soporte: 2.676. Resistencia: 2.939	EUR/USD: LATERAL Soporte: 1,129. Resistencia: 1,185
STOXX600: LATERAL Soporte: 351. Resistencia: 386	Petróleo (WTI): LATERAL-ALCISTA Soporte: 66,90. Resistencia: 76,96
EUROSTOXX50: LATERAL Soporte: 3.156. Resistencia: 3.453	Oro: LATERAL-ALCISTA Soporte: 1.180. Resistencia: 1.265
IBEX: BAJISTA Soporte: 8.500. Resistencia: 9.665	Bonos Tesoro EE.UU.: ALCISTA Soportes: 3,00%. Resistencia: 3,22%.

FI RENTA FIJA – BONOS DEL ESTADO

MERCADOS DESARROLLADOS

Análisis fundamental

Treasury EE.UU.: suelo 2,1%; valor razonable 3,2%; techo 4,2%.

Diferencial swap: El diferencial swap se amplió a 9 pb (desde los 5 pb del mes pasado). Para que el diferencial se normalizase en +5 pb, con un anclaje del tipo swap alrededor del 2,5% (el nivel de la inflación esperada), el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería situarse en 2,45%.

Pendiente: La pendiente de la curva de rendimiento del bono estadounidense a 10 años se mantuvo estable en 28 pb (desde 26 pb), con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 2,50% (valor actual: 2,87%), para alcanzar la pendiente media a 10 años (170 pb), el rendimiento del bono con ese vencimiento debería situarse en el 4,2%.

Rendimiento real: Un buen punto de entrada en el UST sería cuando el rendimiento real estuviese en 1%. Al ser nuestra previsión para el IPC de 2,2%, el rendimiento del UST tendría que alcanzar el 3,2% para situarnos en posición de «COMPRAR».

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

Diferencial swap: El diferencial swap se amplió a 60 pb (desde los 54 pb del mes pasado). Para que se normalizase en 36 pb, con un anclaje del tipo swap alrededor del 1,40% (actualmente está en 0,99%), el rendimiento del Bund debería avanzar hacia 1,04% (punto de entrada).

Pendiente: La pendiente de la curva de rendimientos del activo de referencia en EUR se mantuvo estable en 99 pb (fue de 98 pb el mes pasado). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al -0,50% (en estos momentos está en -0,59%), para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (130 pb) el rendimiento del Bund debería situarse en 0,80%.

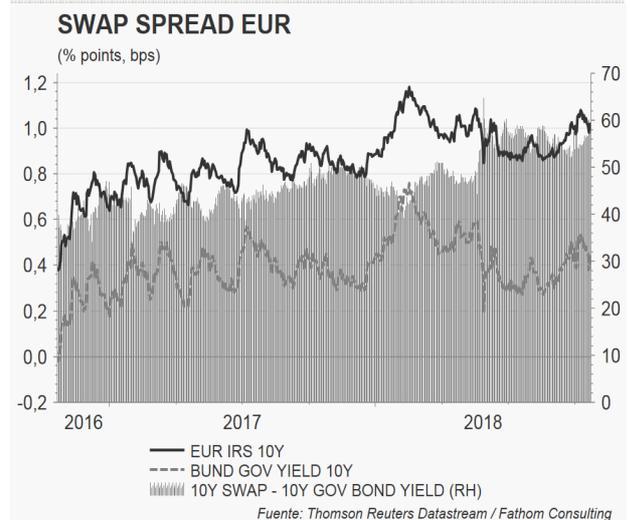
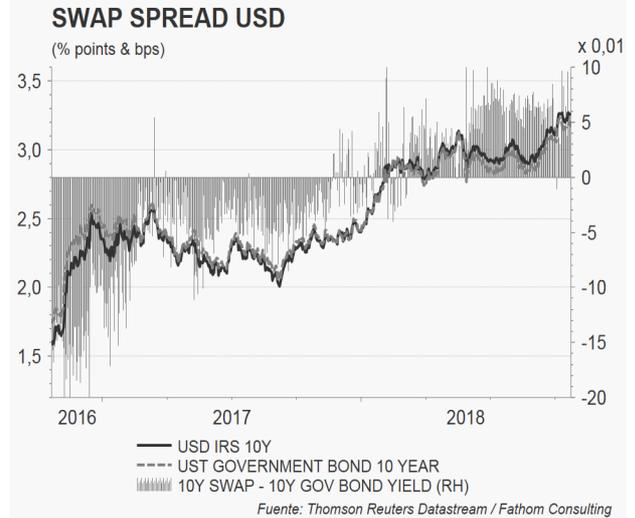
Rendimiento real: Un buen punto de entrada en el Bund sería cuando el rendimiento real estuviese en 1%. Al ser nuestra previsión para el IPC de 1,4%, el rendimiento del Bund debería alcanzar el 2,4% para posicionarnos en «COMPRAR».

Gilt británico: valor razonable 1,9%; techo 3,6%.

Diferencial swap: El diferencial swap subió hasta 16 pb (desde los 11 pb del mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en 12 pb, con un anclaje del tipo swap alrededor del 2% (actualmente está en el 1,6%), el rendimiento del bono británico a 10 años debería avanzar hacia el 1,88%.

Pendiente: Puesto que los valores británicos a 2 años están normalizados en el 1,5%, para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (1,65%) el rendimiento del Gilt con ese vencimiento debería situarse en 3,15%.

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



BONOS EUROPEOS PERIFÉRICOS

Objetivos fundamentales: rentabilidades a 10 años

- Bono español. Rendimiento objetivo: 1,60%
- ¡Novedad! Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 3,50%
- 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 general que aplicamos en relación con los bonos de mercados emergentes (ME) consiste en «comprar» cuando se cumplan estas condiciones: (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	8,24%	2,88%	5,36%	-1,00%	7,24%
	India	7,80%	3,75%	4,05%	-1,00%	6,80%
	Philippines	7,97%	6,70%	1,27%	-0,50%	7,47%
	China	3,51%	2,50%	1,01%	-0,50%	3,01%
	Malaysia	4,10%	0,19%	3,92%	-1,00%	3,10%
	Thailand	2,69%	1,37%	1,32%	-0,50%	2,19%
	Singapore	2,48%	0,74%	1,74%	-0,50%	1,98%
	South Korea	2,20%	1,96%	0,24%	0,00%	2,20%
Taiwan	0,89%	1,76%	-0,87%	1,00%	1,89%	
EME	Turkey	17,20%	24,52%	-7,32%	1,00%	18,20%
	Russian Fed	8,60%	3,40%	5,20%	-1,00%	7,60%
LATAM	Brazil	10,10%	3,97%	6,13%	-1,00%	9,10%
	Mexico	8,77%	5,07%	3,70%	-1,00%	7,77%
	Colombia	7,20%	3,23%	3,97%	-1,00%	6,20%
	Peru	6,18%	1,20%	4,98%	-1,00%	5,18%



ENERGÍA – PETRÓLEO

Objetivo fundamental (WTI): 50 USD/barril. Vender por encima de 60 USD; comprar por debajo de 40 USD.
Opinión técnica (WTI): Banda de cotización lateral-alcista. Soporte: 64,45; resistencia: 75,26.

Factores a corto plazo

(Negativo para el precio) – Carrera por los permisos de perforación en Colorado. Según Platts, la actividad de solicitud de permisos de perforación en Colorado va camino de marcar un máximo histórico este año mientras los productores se preparan para la eventual aprobación de la Propuesta 112 del Estado, que ampliaría la distancia mínima requerida para perforar pozos respecto a cualquier superficie habitada hasta los 2.500 pies (frente a los actuales 500 pies). El informe señala que la inmensa mayoría de esos permisos se solicitaron para la Cuenca de Denver-Julesburg, registrándose este año 7.315 solicitudes frente a las 5.564 del año pasado (que también marcó un récord).

(Negativo para el precio) – El cartel no hablará de precios para evitar acusaciones de manipulación y de prácticas contrarias a la competencia. La OPEP ha instado a sus miembros a no mencionar los precios del petróleo cuando hablen de sus medidas de política. Esto representa una ruptura con prácticas anteriores, ya que el cartel busca ahora evitar el riesgo de que se incoen procedimientos judiciales en EE.UU. que aleguen manipulación del mercado. La legislación estadounidense que podría exponer al grupo de países a litigios antimonopolio lleva mucho tiempo inactiva, pero podría reactivarse si el Presidente Trump adoptase una postura más beligerante con el sector.

(Negativo para el precio) – Se prevé que la producción de petróleo de esquisto alcanzará niveles récord en noviembre. El aumento de la producción mensual procedente de los grandes productores estadounidenses de petróleo de esquisto previsiblemente rondará los 100.000 barriles diarios en noviembre, hasta situarse en 7,71 Mbdp, correspondiendo la mitad de ese incremento a la Cuenca del Pérmico. Las previsiones apuntan a que este aumento se producirá aun cuando la actividad perforadora en EE.UU. ha permanecido relativamente invariada en las últimas semanas (si bien el número de pozos se ha incrementado en más de 100 desde enero).

(Negativo para el precio) – Las empresas perforadoras de la Cuenca del Pérmico comercializan una nueva variedad de crudo ligero. Los productores de petróleo de la Cuenca del Pérmico de EE.UU. han comenzado a vender una nueva variedad de crudo ligero, el "WTI Light". Las ventas comenzaron en septiembre, produciéndose las entregas en Midland, TX. La nueva variedad se utiliza principalmente en mezclas para producir "Domestic Sweet", WTI Midland o WTI ordinario para su entrega en Cushing.

(Negativo para el precio) – Irán mantiene el precio del petróleo en el nivel más bajo en 14 años. Ante la proximidad de la fecha tope de las sanciones a Irán, pronto podría concederse alguna exención. EE.UU. ha declarado que las exenciones, en su caso, serían "pocas y ocasionales", pero que las amenazas ya habían surtido efecto en el negocio petrolífero de Irán, al haber perdido el país compradores clave. Irán ha respondido manteniendo su precio para entregas de crudo ligero a Asia en el nivel más bajo en 14 años en comparación con la variedad competidora saudí.

(Neutral para el precio) – Remodelación en la Dirección de PDVSA. Venezuela está colocando al menos cinco nuevos ejecutivos en la petrolera estatal PDVSA, a pesar de lo cual es improbable que los cambios detengan la desintegración de la industria petrolera del país, que el Presidente Nicolás Maduro puso el año pasado bajo gestión militar en lo que afirmó que fue una maniobra para erradicar las ineficiencias y la corrupción. Los nuevos ejecutivos son relativamente desconocidos en el sector de la energía.

(Neutral para el precio) – EE.UU. planea más sanciones. Estados Unidos prevé aumentar la presión vía sanciones sobre Venezuela, aunque se aprecia menos necesidad de centrarse inmediatamente en su sector energético, habida cuenta del desplome de la producción del país. Un alto cargo de la Administración estadounidense declaró que las sanciones tan solo son algunos de los numerosos instrumentos que EE.UU. está considerando aplicar.

Factores a largo plazo

(-) Las energías alternativas toman el testigo: Los productores deben tener en cuenta que el valor de sus reservas lo dicta el tiempo que pueden seguir bombeando antes de que las energías alternativas tomen obsoleto el petróleo. A fin de aplazar 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, pero «la tecnología puede ser competitiva con el petróleo a 70 USD/barril».

(-) Los crecientes problemas medioambientales llevarán a endurecer más la legislación y los 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 la OPEP 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.

(-) Los productores de la OPEP, ¿tienen capacidad para determinar estructuralmente los precios? Si bien el acuerdo entre los saudíes y Rusia para estrangular el mercado mundial de la energía les ha funcionado bien para lograr 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 sencillamente determinar el precio sin sufrir un coste. 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 convencional (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 de otras fuentes alternativas de energía. En teoría, la menor producción de energía a partir de petróleo convencional debería quedar fácilmente compensada por una rápida alza en la producción a partir de petróleo de esquisto.

(-) 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/onza

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) repuntó a 1.112 USD/oz (desde los 1.086 USD/oz del mes anterior). En términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 880 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,10296 en la actualidad), para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería seguir rondando los 972 USD/onza.

Ratio entre oro y plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Esta ratio se elevó a 83,82 (desde 83,56 el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 62,54, lo que indicaría que el oro está caro (al menos frente a la plata). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro debería situarse en 915 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta subió en el mes a 17,73 (desde 16,92 el mes pasado), pero supera aún con creces su promedio de los últimos 20 años de 14,97. Considerando nuestro objetivo fundamental a largo plazo para el petróleo de 50 USD/barril (nuestro objetivo central a largo plazo) y que la utilidad del petróleo frente al oro se mantendrá inalterada, el oro debería acercarse al nivel de 750 USD/oz para que esa relación continuara cerca del 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 197.000 contratos (desde 214.000 del mes pasado); las cortas aumentaron de 132.000 a 208.000 contratos. Por tanto, la posición neta registró un fuerte descenso mensual de 81.000 a -11.000, lo que sugiere que el apetito de los especuladores por el oro ha disminuido notablemente 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 en el metal áureo).

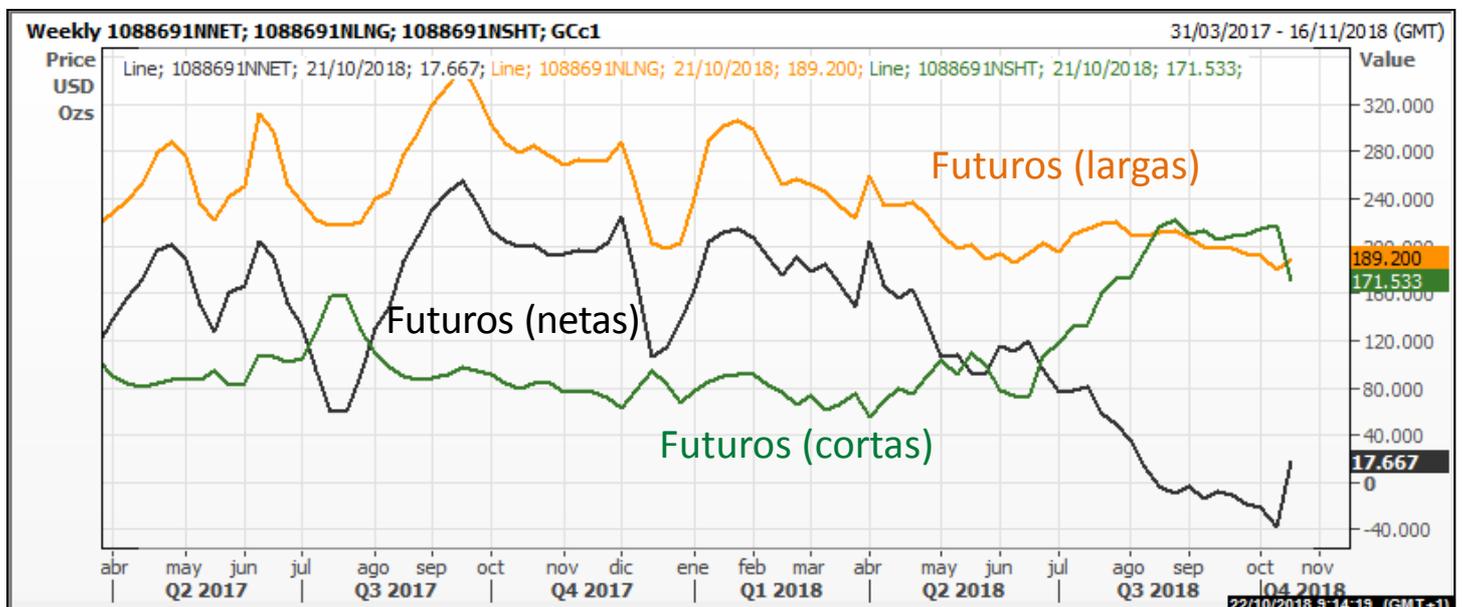
Factores positivos

Ratio entre oro y DJI. Esta ratio (invertida) cayó en el mes a 20,47 (desde 22,32 el mes pasado), y sigue por encima de su valor promedio de largo plazo de 19,73. 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 1.267 USD/oz para que la relación se mantuviera próxima a su nivel promedio de largo plazo.

Ratio entre oro y S&P500. Esta ratio subió de 0,41 el mes pasado a 0,443, pero todavía está muy por debajo de su promedio de largo plazo de 0,596. Dada nuestra cotización objetivo (punto central) para el S&P de 2.715 puntos, el precio del oro debería aproximarse a 1.618 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%) respecto 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: Soporte a corto plazo 1,129. Resistencia en 1,185. Objetivo fundamental a medio plazo: 1,15; a largo plazo: 1,03

Flujos: El posicionamiento neto largo en el dólar volvió a ampliarse, y en estos momentos los inversores internacionales tienen posiciones en esta moneda por importe de 28.460 millones de USD, claramente por encima de los máximos recientes de mediados de agosto, inéditos desde enero de 2017. El aumento en el posicionamiento en dólares ha sido significativo en los últimos meses y representa una desviación de casi +1,46 sigmas respecto al nivel promedio de un año (frente a los +1,15 sigmas del mes pasado). Por tanto, el dólar prosigue su curso, avanzando el posicionamiento largo de los inversores a un menor ritmo medio de 900 millones de dólares en nuevas posiciones largas a la semana (en contraste con el ritmo de 2.500 millones de dólares a la semana del mes pasado).

Perspectivas. Atendiendo al análisis de flujos, la desviación típica positiva de 1,46 en el posicionamiento global en el USD indicaría una sobrecompra del billete verde respecto al resto de monedas, salvo frente al EUR. El **análisis técnico** examinado en el seno del Comité de Inversiones indicó tres aspectos muy importantes: (1) el cambio EUR/USD afronta ahora una resistencia clave en 1,185 y, a continuación, otra a más largo plazo en 1,26; (2) este último nivel debería sostenerse bien, por lo que pensamos que el EUR no lo perforará; (3) posteriormente debería retornar a su banda de más largo plazo: primero hacia un cambio de 1,15 y, después, de 1,03. Nuestro **análisis fundamental** se reafirma en su 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 2019 del cambio USD/JPY en 108,4 (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: (1) el rendimiento real es menor en los bonos del Estado japonés (JGB) y, con el rendimiento del JGB a 10 años fijado por su autoridad monetaria en el 0,10%, 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: 3,80; EUR/BRL: Objetivo: 4,37

USD/ARS: Objetivo: 40

RUB: POSITIVO

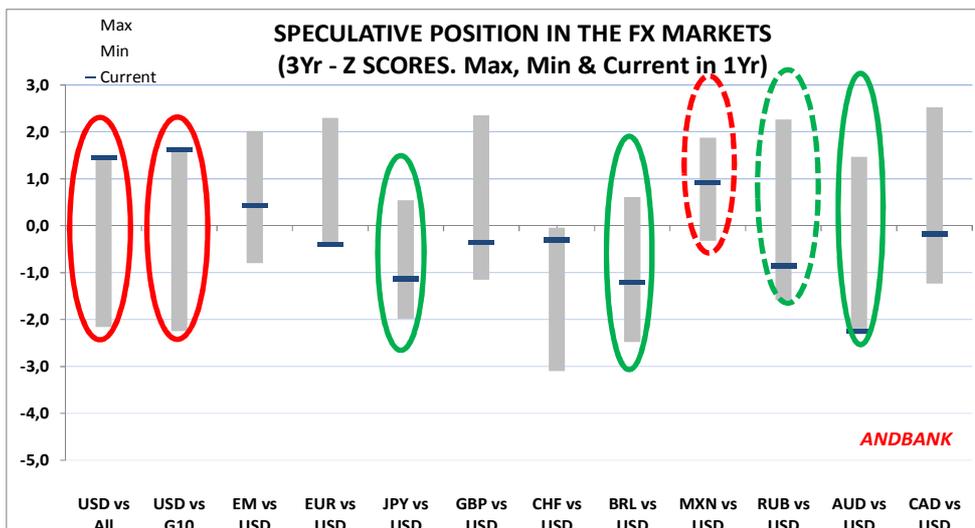
AUD: POSITIVO

CAD: POSITIVO

CNY: Objetivo: 7,00

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	28,46	0,02	28,5	-28,2	-0,6	1,46
USD vs G10	29,97	-0,01	30,0	-25,4	0,8	1,62
EM	1,52	-0,03	3,8	-0,8	1,6	0,42
EUR	-4,25	-1,93	23,4	-4,2	12,0	-0,39
JPY	-11,21	1,55	0,6	-15,0	-7,5	-1,13
GBP	-4,15	0,82	4,3	-6,5	-0,5	-0,36
CHF	-2,09	-0,47	0,0	-6,0	-3,2	-0,30
BRL	-0,42	0,09	0,6	-0,8	-0,3	-1,21
MXN	1,83	-0,13	2,8	-0,5	1,4	0,92
RUB	0,11	0,01	1,2	-0,2	0,5	-0,86
AUD	-5,10	0,10	4,5	-5,2	-0,9	-2,25
CAD	-0,85	0,09	5,7	-4,0	-0,1	-0,19

ANDBANK



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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance 1 month	Performance YTD	Current Price 05/11/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
Equity	USA - S&P 500	-5,6%	1,8%	2.723	2715	-0,3%
	Europe - Stoxx Europe 600	-2,2%	-6,4%	364	372	2,2%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-3,0%	-7,7%	356	380	6,8%
	SPAIN - IBEX 35	-1,6%	-10,5%	9.053	9.651	6,6%
	MEXICO - MXSE IPC	-5,5%	-7,9%	45.447	46.101	1,4%
	BRAZIL - BOVESPA	2,7%	15,7%	88.419	86.963	-1,6%
	JAPAN - NIKKEI 225	-7,7%	-3,8%	22.244	23080	3,8%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-1,9%	-19,4%	2.665	2729	2,4%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-2,5%	-28,9%	1.351	1384	2,5%
	INDIA - SENSEX	1,2%	2,8%	34.879	34.772	-0,3%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-0,2%	-14,7%	500	501	0,1%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,5%	-4,3%	3,20	3,25
UK 10 year Gilt		1,6%	-1,5%	1,50	2,00	-3,8%
German 10 year BUND		0,9%	0,3%	0,42	0,80	-2,9%
Japanese 10 year Govie		0,2%	-0,6%	0,12	0,10	0,2%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,2%	1,1%	1,56	1,60	0,0%
	Italy - 10yr Gov bond	1,6%	-9,2%	3,36	3,50	-0,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,8%	1,8%	1,88	2,20	-2,3%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	-2,2%	0,99	1,00	0,0%
	Greece - 10yr Gov bond	2,8%	1,8%	4,25	4,50	-1,3%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,0%	-0,5%	70,74	92	-1,7%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,1%	-0,2%	288,98	316	-1,5%
	Credit USD IG - CDX IG	0,1%	1,8%	66,15	60	0,6%
	Credit USD HY - CDX HY	-0,2%	2,6%	364,94	403	-0,3%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	22,0%	-37,0%	17,20	16,00	26,8%
	Russia - 10yr Gov bond	2,5%	-1,8%	8,60	7,70	15,8%
Fixed Income Asia (Local curncy)	Indonesia - 10yr Gov bond	1,3%	-10,5%	8,24	7,25	16,2%
	India - 10yr Gov bond	2,0%	2,4%	7,80	7,00	14,2%
	Philippines - 10yr Gov bond	-3,2%	-18,4%	7,97	7,00	15,7%
	China - 10yr Gov bond	1,0%	5,9%	3,51	3,25	5,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,3%	1,9%	4,10	3,25	10,9%
	Thailand - 10yr Gov bond	0,4%	-1,4%	2,69	2,00	8,2%
	Singapore - 10yr Gov bond	1,2%	-2,3%	2,48	2,00	6,4%
	South Korea - 10yr Gov bond	1,5%	3,5%	2,20	2,25	1,8%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,1%	1,2%	0,89	1,75	-6,0%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-1,3%	1,4%	8,34	8,25	9,1%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-2,1%	-7,4%	4,97	4,65	7,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	6,1%	9,8%	10,10	10,00	10,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	2,7%	-3,0%	5,63	5,50	6,7%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	6,5%	-26,3%	9,69	8,75	17,2%
Commodities	Oil (WTI)	-15,6%	3,8%	62,7	50,00	-20,3%
	GOLD	3,8%	-5,4%	1.232,5	1.100	-10,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,9%	-5,1%	1,138	1,15	1,0%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,8%	-3,9%	1,30	1,35	4,0%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,1%	-1,4%	0,88	0,85	-2,8%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,2%	3,1%	1,00	0,99	-1,7%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,3%	-2,2%	1,14	1,14	-0,6%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,0%	0,5%	113,22	111,20	-1,8%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-1,0%	-4,7%	128,86	127,88	-0,8%
	USDMXN (price of 1 USD)	6,1%	2,3%	20,10	19,15	-4,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	5,2%	-2,9%	22,88	22,02	-3,7%
	USDBRL (price of 1 USD)	-2,2%	11,6%	3,70	3,80	2,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-3,1%	5,9%	4,21	4,37	3,9%
	USDARS (price of 1 USD)	-5,2%	90,6%	35,44	40,00	12,9%
	USDINR (price of 1 USD)	-1,4%	14,4%	73,01	73,00	0,0%
	CNY (price of 1 USD)	0,0%	6,5%	6,93	7,00	1,1%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

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

Asset Class	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
	Strategic (%)	Tactical (%)						
Cash	15,0	20,2	10,0	14,8	5,0	9,6	5,0	5,5
Short-Term debt & MM instrument	25,0	31,8	15,0	21,0	5,0	9,1	0,0	2,7
Fixed Income Long-Term - OECD	30,0	24,0	20,0	16,0	15,0	12,0	5,0	4,0
US Gov & Municipals & Agencies		19,2		12,8		9,6		3,2
EU Gov & Municipals & Agencies		1,2		0,8		0,6		0,2
European Peripheral Risk		3,6		2,4		1,8		0,6
Credit (OECD)	20,0	14,0	20,0	14,0	15,0	10,5	5,0	3,5
Investment Grade USD		9,1		9,1		6,8		2,3
High Yield Grade USD		2,1		2,1		1,6		0,5
Investment Grade EUR		1,4		1,4		1,1		0,4
High Yield Grade EUR		1,4		1,4		1,1		0,4
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,0	7,5	7,5	10,0	10,0	15,0	15,0
Latam Sovereign		1,5		2,3		3,0		4,5
Latam Credit		1,3		1,9		2,5		3,8
Asia Sovereign		1,5		2,3		3,0		4,5
Asia Credit		0,8		1,1		1,5		2,3
Equity OECD	5,0	5,0	20,0	20,0	32,5	32,5	50,0	50,0
US Equity		1,8		7,0		11,4		17,5
European Equity		2,0		8,0		13,0		20,0
Japan Equity		1,3		5,0		8,1		12,5
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	5,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Asian Equity		0,0		2,8		5,5		5,5
Latam Equity		0,0		2,3		4,5		4,5
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,6	5,0	3,3	5,0	3,3
Energy		0,0		0,2		0,5		0,5
Minerals & Metals		0,0		0,3		0,7		0,7
Precious		0,0		0,7		1,3		1,3
Agriculture		0,0		0,4		0,8		0,8
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	3,0	5,0	6,0
REITs		0,0		0,0		0,8		1,5
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,8		1,5
Market Neutral		0,0		0,0		1,1		2,1
Volatility		0,0		0,0		0,5		0,9
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		94,2		88,0		83,2		78,0
USD		5,8		12,0		16,8		22,0

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: Economics, Rates & Equity
+1 786 471 2426



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



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



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



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



Andrés Davila
Chile, Colombia, Peru & Venezuela
+507 2975800



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



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



Gabriel Lopes
Brazil Bonds and Equity
+55 11 3095 7075



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



Andrés Pomar
Global Flow & Positioning
+352 26193925



Victoria Gonzalez
Argentina: Macro, Politics, Bonds, Fx
+598 2626 2333



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

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 sociopolíticos 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, 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.