

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK  
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank

Perspectivas estratégicas mundiales – Febrero de 2019

***La Fed al rescate***

**Análisis  
corporativo**

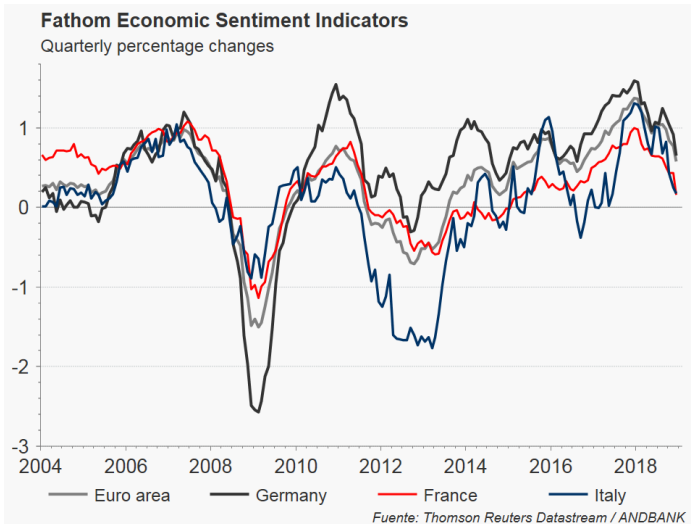
***Febrero de 2019***

***Una guía para  
orientarse en  
un entorno  
complejo***

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

## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



#### EQUITIES

### RENDA VARIABLE

Nos reafirmamos en una opinión moderadamente optimista para los mercados bursátiles internacionales en 2019. Si bien la conjunción de bajos tipos de interés, inflación reducida y crecientes beneficios empresariales propiciaron unas altas rentabilidades bursátiles, existe en la actualidad mayor riesgo ante la posibilidad de que este escenario ideal se desbarate. **S&P: NEUTRAL-POSITIVO.** Punto medio: 2.800; salida: 3.080. **Stoxx 600 Europe: NEUTRAL.** Punto medio: 369; salida: 406. **IBEX: NEUTRAL-POSITIVO.** **Mercados emergentes: POSITIVO** (preferimos Asia a Latinoamérica).

#### FI

### RENDA FIJA

Nuestro escenario base aún señala que la Fed subirá los tipos de interés en dos ocasiones en 2019, aunque parece evidente que Powell y otros miembros de la Fed han abrazado una postura más blanda cuando afirman que «la Fed estará muy atenta a los mercados». El punto de entrada al bono del Tesoro estadounidense con vencimiento a 10 años sigue en los 3,25% en TIR. En cuanto a Europa, seguimos pensando que Draghi debiera empezar a subir en 2019 el tipo de interés de la facilidad de depósito. Nuestro objetivo 2019 para el *Bund* alemán está en 0,6%. Mantenemos la cautela ante la deuda de países periféricos de la zona euro, cuyo nivel de valoración consideramos excesivo. Tras la corrección de 2018, estamos positivos en bonos emergentes.

#### DEUDA CORPORATIVA

### DEUDA CORPORATIVA

En lo que llevamos del nuevo año hemos visto una fuerte recuperación de los bonos corporativos, especialmente en la categoría de HY en USD y en EUR, tras una carrera alcista acorde con la recuperación de las bolsas. Mientras, los diferenciales de la deuda IG en EUR quedaron rezagados en este movimiento debido al creciente aumento de la oferta. El mercado de deuda corporativa parece ahora estar libre de la sensación de pánico que se observó el año pasado. A pesar de ello (o quizás por ello) aún aconsejamos actuar con prudencia en estos activos. A nuestro juicio, la presión por el lado de la oferta puede seguir ampliando los diferenciales. Preveemos una ampliación de 20 puntos básicos (pb) en los diferenciales de los bonos IG€, y de unos 50 p.b para los bonos HY€ denominados en EUR. Para la deuda en US\$, mantenemos el objetivo para el índice CDX IG en 85pb (hoy en 68pb), mientras que seguimos previendo una ampliación del índice CDX HY de 30pb, con un objetivo de 490.

#### DIVISAS

### DIVISAS

El dólar estadounidense parece estar sobrecomprado frente al resto de las monedas del mundo. Sin estar en un nivel extremo, es indicativo de que los aumentos adicionales en el dólar son más limitados (lo que a priori es favorable para los mercados y los activos de riesgo). Los largos en el dólar son esencialmente financiados por posiciones cortas en las monedas del G10 (especialmente con el JPY, el AUD). En cuanto al cruce EUR-USD, si bien la situación es compleja para el billete verde, la moneda europea atravesará un año incluso más complejo.

#### MATERIAS PRIMAS

### MATERIAS PRIMAS

Los países productores de petróleo no pertenecientes a la OPEP elevarán la oferta mundial en 2019, a pesar de los esfuerzos de la OPEP por recortar la producción. La demanda mundial no ha experimentado cambios pese a la mayor oferta mundial y el hecho de que EE.UU. esté ganando la guerra de la energía con la reanudación de las exportaciones de crudo estadounidense a China supone que nuestro escenario de bajos precios estructurales del petróleo permanezca inalterado.



## EE.UU.

### Mantenemos un moderado optimismo ante el mercado bursátil estadounidense en 2019

#### Importante cambio de sintonía en la Fed

Hasta diciembre de 2018, los comunicados del Presidente de la Fed, Jerome Powell, parecían hacer caso omiso de los mensajes que emitían los mercados financieros. Ahora, desdiciéndose de manera sorprendente, Powell y otros miembros de la Fed parecen adoptar una postura bien diferente al afirmar que «la Fed está muy atenta a los mercados», añadiendo que «el banco central no dudará en reconsiderar su enfoque de normalización del balance si éste acarreará problemas a los mercados». Parece como si la política de tipos esté ahora mucho más cerca de la neutralidad, y los riesgos inflacionarios permanezcan mucho más contenidos. Así, el proceso de subidas en los tipos de interés tendrá una naturaleza iterativa y dependerá fundamentalmente de los datos de coyuntura y la reacción de los mercados. Prevedemos que la Fed se saltará, al menos, la subida del primer trimestre, si bien, nuestro escenario base contempla aún una o dos subidas de tipos de interés en 2019. Somos plenamente conscientes que nuestras proyecciones se sitúan fuera del rango de consenso (por la parte superior). Los argumentos de este posicionamiento los encontrarán en el punto siguiente.

#### No habrá recesión en 2019

Aunque la recesión acabará haciendo acto de presencia en algún momento (habida cuenta de que la expansión actual se convirtió en julio en la más duradera de la historia), no visualizamos un deterioro en breve. No interpretamos la ralentización de la economía como un riesgo, si no como algo natural (y necesario), lo que probablemente deje a la economía rondando su nivel potencial para finales de año. La combinación de bajadas de impuestos y aumentos del gasto impulsó el crecimiento en 2018 hasta tasas cercanas al 3%, pero estos efectos se desvanecerán a lo largo del año. Las condiciones crediticias también se han endurecido en los últimos meses y el panorama del crecimiento mundial se ha deteriorado, situaciones ambas que jugarán en contra de los ritmos vistos en 2018. Aun así, nuestro escenario base prevé la continuidad de la expansión a una tasa moderada. En consecuencia, estamos revisando a la baja la previsión de crecimiento para EE.UU. hasta una nueva tasa del 2,3% anual. Las previsiones apuntan a que la inflación subyacente se situará en un nivel más o menos acorde con el objetivo a largo plazo del comité de operaciones de mercado abierto de la Fed (FOMC), situado en aproximadamente el 2,0%. Los principales factores nacionales que podrían llevarnos a revisar a la baja estas perspectivas son: (1) Nueva escalada en la guerra comercial, (2) un error de política monetaria y (3) un bloqueo político que mantenga el «shutdown». Nuestra opinión básica sobre el conflicto comercial es que se relajarán las tensiones comerciales entre EE.UU. y China. Con todo, dudamos que el Gobierno estadounidense vaya a renunciar a los aranceles como instrumento de castigo en sus negociaciones comerciales.

#### Mercados bursátil, de deuda pública y de deuda corporativa de EE.UU.

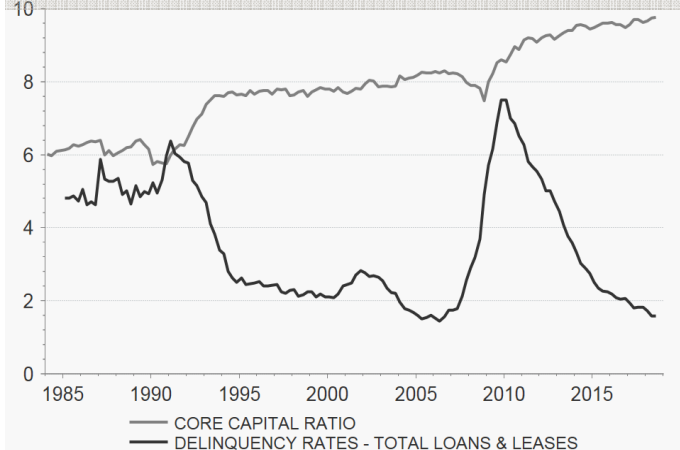
Nos reafirmamos en una opinión optimista sobre la marcha de los mercados de renta variable estadounidenses en 2019, si bien nos preocupa que las expectativas de beneficios de algunas empresas sean demasiado ambiciosas, dada la posibilidad de un aumento de los costes. Con todo, las acciones entrañan en la actualidad mayor riesgo. Para 2019, prevedemos crecimientos en BPA del 3%-6%, reflejando la vuelta a niveles tendenciales, no recesivos.

La deuda pública estadounidense no nos conviene en niveles de TIR por debajo del 3%. ¿Por qué? 1) El nivel récord de emisiones por el Tesoro en un momento en que los compradores escasean. 2) Las menguantes reservas de divisas suponen una menor demanda de deuda pública de EE.UU., 3) La reciente bajada en TIR (rally en precio) se explica por la liquidación de posiciones cortas especulativas, unida a una caída de la inflación esperada y desencadenada por el descenso de los precios del crudo. Los datos fundamentales (PIB potencial) apuntan a rendimientos justificados más altos. Si no se producen grandes conflictos comerciales o geopolíticos, el rendimiento de los valores del Tesoro estadounidense debería superar la cota del 3%. Cerca del 3,25% sería un buen momento de comprar el bono del Tesoro USA a 10 años.

#### Perspectivas de los mercados financieros

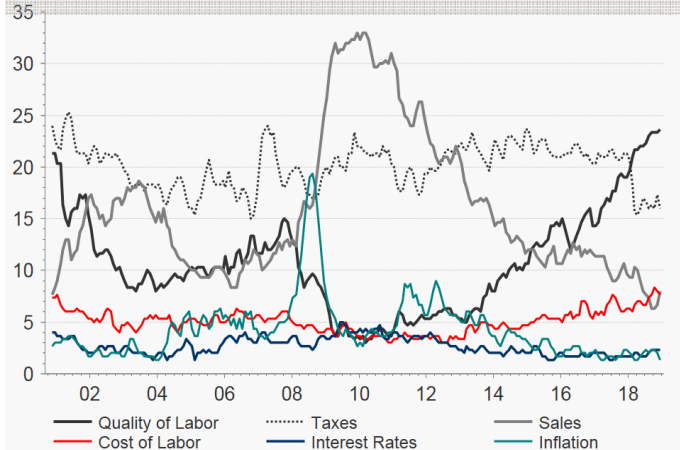
Renta variable (S&P): NEUTRAL-POSITIVO (objetivo: 2.800; salida: 3.080)  
Deuda soberana: NEGATIVO (punto de entrada en UST a 10 años: 3,25%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 85)  
Deuda corporativa (CDX HY): NEGATIVO (diferencial objetivo: 490)  
Divisas (Índice DXY): NEUTRAL

US BANKING SECTOR  
CORE CAPITAL & DELINQUENCY RATES



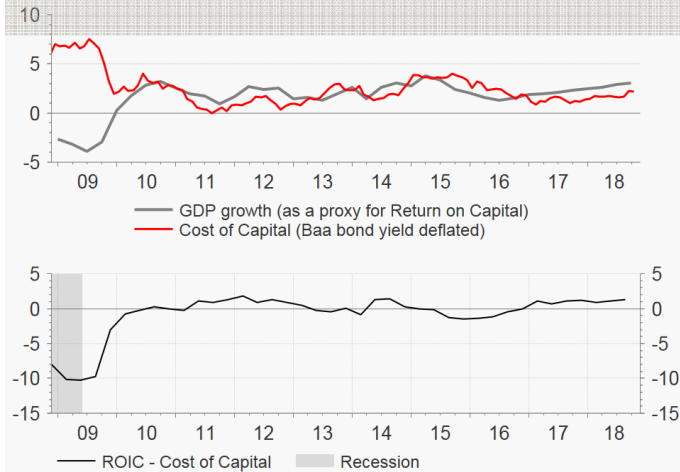
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

US BUSINESSES (NFIB)  
SINGLE MOST IMPORTANT PROBLEM



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

TRIGGER POINT FOR THE US ECONOMY & PROFITS



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



# EUROPA

## Prudencia con la renta fija. Moderadamente constructivos en renta variable.

### Nueva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB

Los datos tanto de encuestas como de actividad económica real han sido en los últimos meses peores de lo anticipado por los inversores. Pese a la fortaleza del mercado laboral, la continua incertidumbre política y la agitación social están afectando negativamente a distintos países (p. ej., los «chalecos amarillos» en Francia). La previsiones de crecimiento del PIB para la zona euro se han vuelto a revisar a la baja, siendo Alemania e Italia los que han sufrido el mayor recorte. Para el conjunto de la UEM, Bruselas recorta en 0,6% la previsión de crecimiento en PIB 2019, para situarlo ahora en el 1,3% (por debajo del potencial). También rebaja la previsión para el 2020, situándola en un pírrico 1,6%. Sorprende el mensaje adjunto de la Comisión Europea, tras el importante recorte en previsiones. Y es que la CE señala que, pese a la desaceleración registrada, los fundamentos de la economía europea siguen siendo bastante sólidos, con un mercado de trabajo muy dinámico (la tasa de paro está en mínimos, al tiempo que los salarios suben), unos costes financieros bajos y una política fiscal que seguirá ofreciendo apoyo al crecimiento económico. Las expectativas de inflación también se han moderado de la mano del abaratamiento del petróleo, pese a lo cual los precios siguen cerca de las proyecciones del BCE.

### El BCE a la expectativa, pero con un tono abiertamente *dovish*

Draghi confirmó el fin del programa de expansión cuantitativa ofreciendo un marco de reinversión flexible al tiempo que admitía un deterioro en las expectativas. Como afirmó, «confianza continuada, pero más cautela». En consecuencia, el mercado ha aplazado las expectativas sobre la primera subida del tipo de interés de la facilidad de depósito a 2020. Si los datos se mantuvieran estables y su deterioro no fuera a más, pensamos que el BCE debiera aprovechar y hacer alguna subida en tipos. En cuanto a un nuevo programa de TLTRO, están aumentando las probabilidades y podría utilizarse como mecanismo de estabilización, aunque previsiblemente sería menos generoso que las líneas de financiación anteriores.

### Política

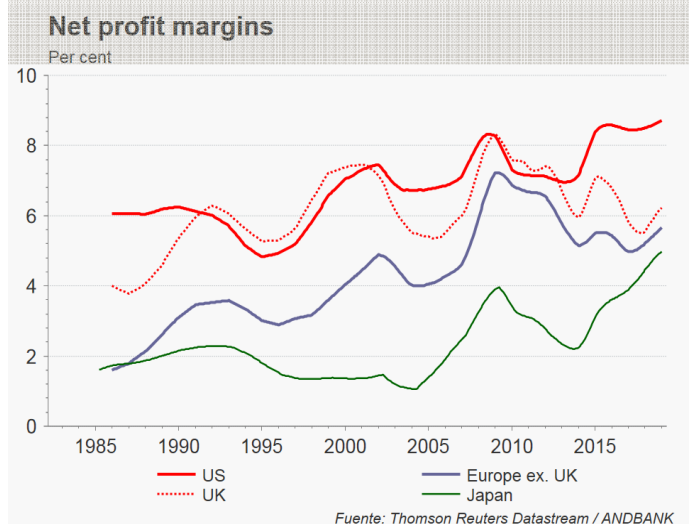
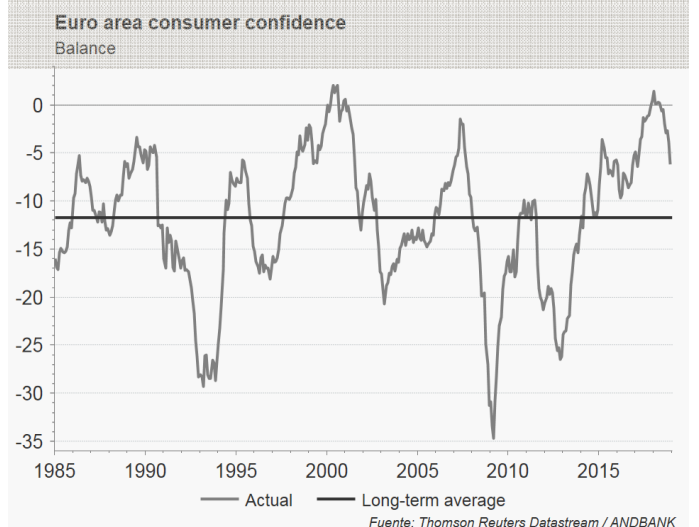
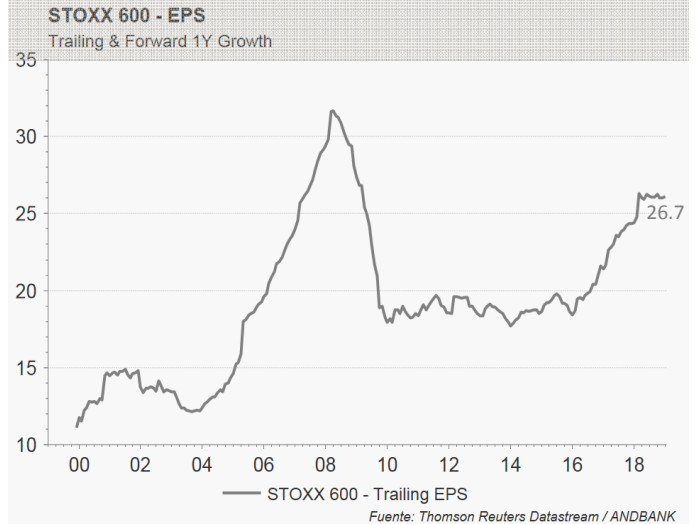
En cuanto al *brexít*, ha llegado el momento de las conversaciones entre partidos sobre el acuerdo. Difícil entorno para nuevas renegociaciones con la UE, si bien destacaríamos que la probabilidad de una ruptura sin acuerdo (de un «*brexít* duro») sigue siendo baja en la medida en que el Parlamento británico así lo ha manifestado, y este recuperase el control del proceso.

### Mercado europeo de renta fija

Nuestro escenario de elevación gradual en TIRs de la deuda pública se mantiene inalterado., si bien, el nuevo tono del BCE, abriendo la puerta a volver a usar todos los instrumentos de estímulo a su alcance, nos hacen revisar los objetivos en TIR para los bonos de gobierno de la Zona Euro. En el caso de la deuda corporativa, en este nuevo año asistimos a un buen inicio, habiendo registrado los índices de HY (alta rentabilidad) una carrera alcista acorde con la recuperación de las bolsas, mientras que los diferenciales de la deuda IG denominada en EUR quedaron rezagados en este movimiento debido al creciente aumento de la oferta. El mercado de deuda corporativa parece libre de la sensación de pánico que se observó el año pasado, quizás por ello, y tras el fuerte rally observado, aconsejamos actuar con prudencia y no sobreexponer las carteras. A nuestro juicio, la presión por el lado de la oferta seguirán ampliando los diferenciales. Hay que evitar empresas cíclicas dependientes de las exportaciones y buscar compañías no cíclicas. Mantenemos la cautela ante el sector financiero, donde el grueso de la mejoría del ratio CET1 provino de unos menores activos ponderados por riesgo (y no de un aumento de capital). La actividad en el mercado primario ha sido frenética en estas primeras semanas del nuevo año (principalmente en el sector bancario). Esta tendencia debería prolongarse, lo que seguiría limitando las perspectivas de una contracción favorable de los diferenciales de la deuda IG en EUR.

### Perspectivas de los mercados financieros

- Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL (punto medio: 369.; salida: 406)
- Renta variable (Euro Stoxx): POSITIVO (punto medio: 366; salida: 403)
- Deuda soberana (Países centrales): NEGATIVO (objetivo rend. Bund: 0,60%)
- Deuda soberana (periféricos): NEGATIVO (ES 1,60%, IT 2,7%, PT 1,9%)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEGATIVO (diferencial objetivo: 92)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe HY) : NEGATIVO (diferencial objetivo: 350)
- Divisas (EUR/USD): NEGATIVO (1,125)





# ESPAÑA

## El IBEX sigue lastrado por los bancos

### Estabilidad política y Presupuestos

El Gobierno intenta minimizar el impacto del primer gran fiasco parlamentario e insiste, con su socio Podemos, en que la coalición gobernante no está en peligro. En vista de la nueva dinámica de bloques políticos en España, tras haber surgido un partido ultraconservador en Andalucía, el Gobierno socialista aprovechado para reactivar la votación de los Presupuestos de 2019. El objetivo de déficit está actualmente en el 1,3%, ya que el Senado rechazó la senda de estabilidad presupuestaria pactada con la UE del 1,8% para este año. Consideramos que no se cumplirá este objetivo (prevemos una brecha de 10.000 millones de EUR, es decir, alrededor del 2,1% del PIB). ¿Por qué? Nos mostramos escépticos acerca de las hipótesis presupuestarias no sólo en relación con unos ingresos «inflados», sino también en la vertiente de los gastos. Estamos en un año electoral, por lo que prevemos un aumento del gasto en casi todas las partidas, incluida las últimas subidas de las pensiones y los salarios de los funcionarios. Todavía está por ver si, con la subida del salario mínimo, se incrementarán las bases de cotización a la Seguridad Social de los trabajadores autónomos. También expresamos cautela ante la efectividad del nuevo impuesto del 5% de los dividendos que las empresas reciben de sus filiales extranjeras. De manera similar, tenemos dudas razonables sobre la eficacia de la tasa Tobin, así como de la tasa Google (en España, «impuesto sobre determinados servicios digitales»). Se trata de impuestos de nuevo cuño y probablemente tendrán que ser legislados por separado de los Presupuestos en el Senado. Una cámara que está en manos del PP y de Cs, que han bloqueado ya más de 50 proyectos de ley. Estos impuestos no pueden ser retroactivos. Todo ello nos hace ser mucho menos optimistas que los oficiales del Gobierno.

### ¿Por qué son los bancos un problema para el IBEX?

Hay una notable diferencia entre los bancos en EE.UU. y en Europa: la bolsa paga un 35% menos por los bancos europeos. Esta afirmación queda demostrada por el ratio Precio/Valor contable, cuya media en el caso de los diez mayores bancos del sector estadounidense se sitúa en 1,24, mientras que en el Viejo Continente cae hasta 0,80. Esto significa que los inversores no reconocen el valor del 20% de los activos bancarios europeos. En el caso de los dos grandes bancos españoles, Banco Santander y BBVA, el precio de mercado es incluso inferior a la media, ya que muestran un ratio de 0,8 y 0,7, respectivamente. ¿Está justificada esa elevada penalización? La respuesta reside en si realmente hay una diferencia en el momento del ciclo estructural por el que atraviesa cada continente. En EE.UU., los tipos de interés ya han subido (en cuatro ocasiones tan solo el pasado año), mientras que en Europa vamos con cuatro años de retraso. También tiene que ver con que el mercado alberga expectativas optimistas sobre la generación futura de beneficios para los bancos estadounidenses, mientras que tiene poca confianza en los bancos europeos (y españoles). El precio del dinero es uno de los principales problemas del sector en Europa y España, con tipos de interés que siguen en el 0%, lo que afecta directamente a los márgenes (la diferencia entre lo que los bancos pueden cobrar por los préstamos y lo que ofrecen por los depósitos). Las previsiones apuntan a que no es probable que se produzca una subida de tipos de interés antes de principios de 2020, una circunstancia que seguirá pesando en la banca española.

### Crecimiento en España. El único que el FMI no ha revisado a la baja

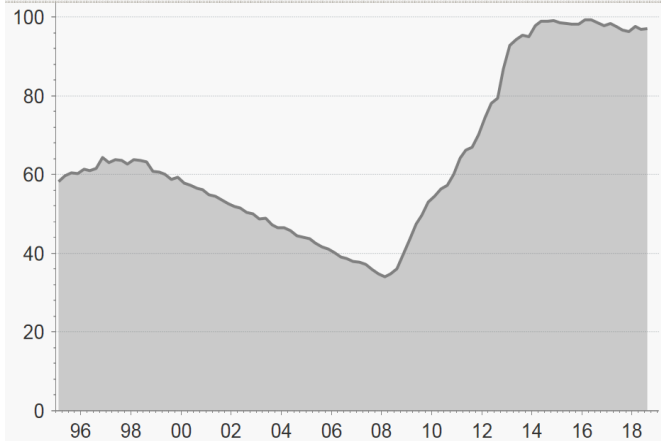
El FMI no rebajó en enero su previsión de crecimiento para España. Pronostica un crecimiento en 2019 de casi el 2% tras haber cerrado 2018 y 2017 con una tasa cercana al 2,5% y del 3,1%, respectivamente. Los resultados más discretos en el sector exterior explican la tendencia descendente, habiendo sufrido las exportaciones una caída trimestral del 0,8%. La demanda interna, las renovaciones de bienes de equipo, el aumento de la renta disponible y la recuperación en el mercado inmobiliario sostendrán el crecimiento en 2019.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): POSITIVO (punto medio: 9.612; salida: 10.570)  
 Deuda soberana: NEGATIVO (objetivo de rendimiento del bono: 1,90%)  
 Deuda corporativa (IG): NEGATIVO  
 Deuda corporativa (HY): NEGATIVO

Spain government debt

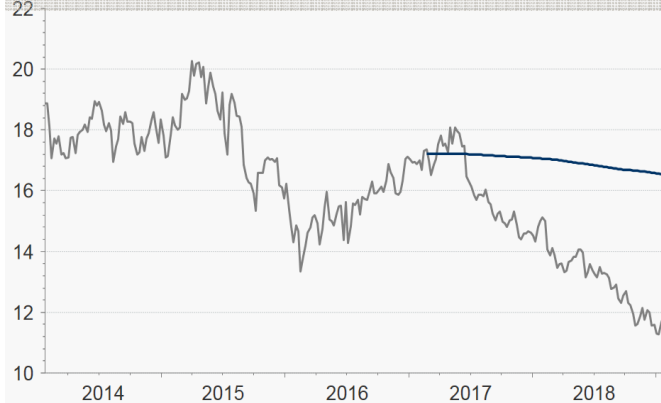
Per cent of GDP



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

SPAIN IBEX

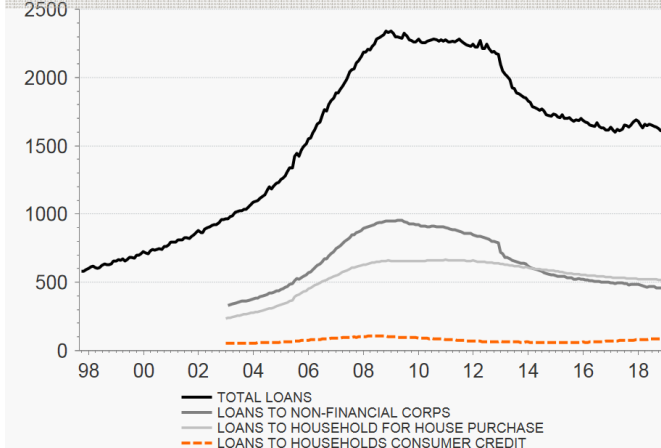
PE Trailing



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

SPAIN - OUTSTANDING LOANS

x 1.000 PRIVATE SECTOR



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



## JAPÓN

### La discreta dinámica de inflación limitará la capacidad del Banco de Japón de normalizar la política monetaria

#### Decepcionante dinámica de la inflación

El IPC general de diciembre se situó en un parco +0,3% interanual (en contraste con el +0,8% del mes anterior). La inflación subyacente también experimentó una desaceleración hasta situarse en una preocupante tasa interanual del +0,7%. El BoJ tuvo que volver a rectificar, y revisar a la baja todas sus proyecciones de precios. En consecuencia, ha aumentado el número de analistas que consideran que el banco central no cambiará su política de estímulos en todo este año (49 de los 50 economistas encuestados), aunque una gran mayoría se ratifica en que la próxima medida del BoJ implicará un endurecimiento de su política. La evidente incapacidad de las autoridades para estimular la inflación, junto con el elevado número de participantes en el mercado que siguen confiando en una normalización monetaria a medio plazo, nos lleva a pensar que podría estar gestándose una sorpresa y que las condiciones monetarias podrían seguir siendo flexibles por más tiempo del que el conjunto de los inversores hoy piensa. De hecho, Kuroda señaló que «la tasa natural, que es acorde con las tasas de crecimiento potencial, caerá si el ritmo de crecimiento a largo plazo sigue moderándose de la mano de una población decreciente y envejecida». Kuroda también admitió los riesgos que para los bancos centrales representa el problema del límite inferior cero (en los rangos objetivos de tipos de referencia), a lo que añadió: «hemos inventado diversas medidas de política monetaria no convencionales para abordar este problema». Con ello, sugiere que cabría aplicar de nuevo políticas monetarias expansivas y no convencionales, si fuera necesario. El «Whatever it takes» del BCE, pero a la Japonesa. Esto nos hace mantener una opinión negativa respecto al yen, evidentes por motivos estructurales.

#### Se recrudece el temor a una recesión, sin ser aún el escenario central

Los datos publicados confirman la ralentización del ritmo de actividad, lo que aleja a la economía japonesa de una recuperación sostenida. El índice Tankan de confianza de la industria cayó a su nivel más bajo en dos años, situándose en enero en un nivel de 18 puntos (frente a los 23 en que se situó en diciembre), siendo arrastrado por caídas en sectores como el siderúrgico y el de automoción. Se trata de la tercera caída consecutiva y se prevé que volverá a hacerlo hasta 17 en abril. Las empresas exportadoras se quejaron de la falta de demanda en China y Estados Unidos (sus dos mayores socios comerciales). De manera similar, un reciente sondeo puso de relieve la mayor preocupación entre las empresas niponas por el impacto que pudiera tener la guerra comercial entre EE.UU. y China en los planes de inversión en bienes de equipo. Aunque el 52% de los encuestados afirma que no cambiarán su plan de inversiones para el año próximo en comparación con el de este año, un 12% declaró que lo recortarían (frente al 10% en el anterior sondeo). Estas cifras indican que la percepción de que Japón podría entrar en recesión en 2019 ha aumentado, según subrayan 28 de los 38 economistas encuestados por Reuters; con todo, siguen sin considerar que una recesión sea el escenario más probable en 2019, siendo la previsión de crecimiento para 2019 del 0,6%.

#### Perspectivas a largo plazo: la dura realidad comportará nuevas caídas del crecimiento potencial

Un análisis elaborado por el Ministerio de Trabajo ha puesto de manifiesto dos conclusiones nada tranquilizadoras en relación con el mercado de trabajo de Japón: 1) los trabajadores de edad avanzada supondrán el 20% de la población activa en 2040, ya que 1 de cada 5 trabajadores tendrá 65 años o más; 2) las proyecciones indican que la población activa de Japón será en 2040 un 20% menor que en 2017, debido al descenso general de la población y a que las mujeres y personas de más edad continúan teniendo dificultades para encontrar trabajo. Con una menor población activa y unos trabajadores de mayor edad que representen una mayor proporción de esta población activa, los trabajadores eventuales tendrán que aumentar y los avances tecnológicos habrán de dar cabida a fórmulas de trabajo flexible (que den respuesta a una población activa envejecida) si se quiere evitar una caída del crecimiento potencial.

#### Perspectivas de los mercados financieros

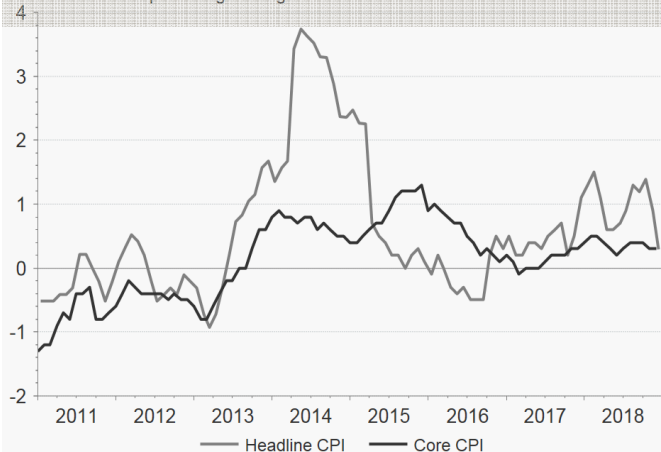
Renta variable (N225): CAUTELA (precio objetivo: 22.500; entrada: 20.000)

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

Divisas (USD/JPY): NEUTRAL-NEGATIVO (objetivo a medio plazo: 114)

Japan CPI

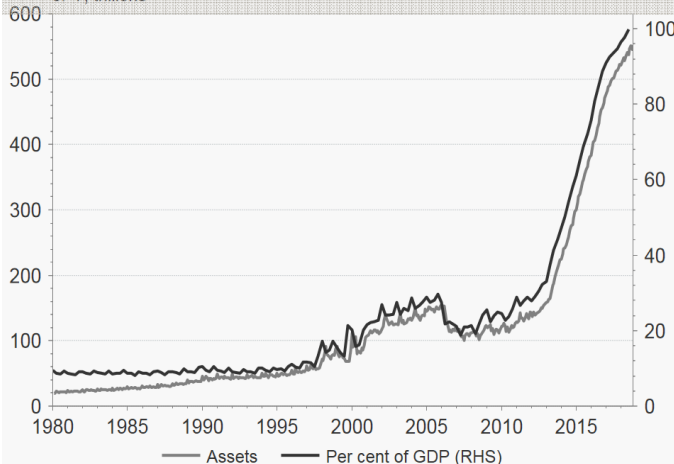
Twelve-month percentage change



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Bank of Japan assets

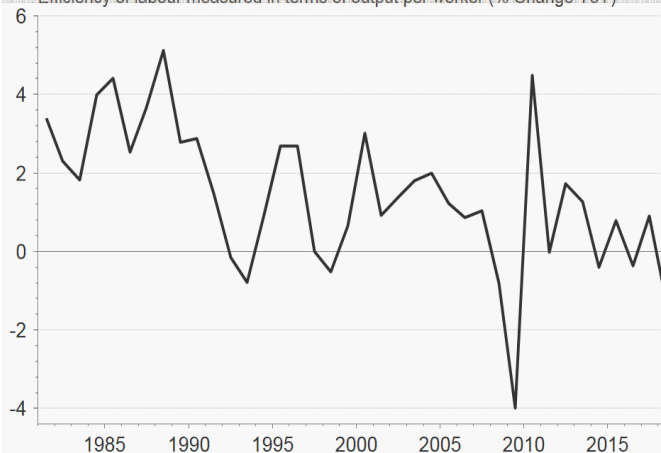
JPY, trillions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

### JAPAN - LABOUR PRODUCTIVITY GROWTH

Efficiency of labour measured in terms of output per worker (% Change YoY)



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting



# CHINA

## La prudencia aún se prefiere a los estímulos

### Las autoridades chinas no parecen inquietas por la corrección del mercado

El índice de Shanghái ha acumulado fuertes pérdidas en los 12 últimos meses, aunque esto no parece preocupar mucho a las autoridades chinas. Pekín sigue con su ofensiva contra el sistema financiero no regulado («en la sombra»), poniendo límites al crédito de entidades financieras no bancarias. Esto está limitando la liquidez, lo que está conduciendo, a su vez, a quiebras de empresas dependientes del crédito. Pekín también sigue prohibiendo la práctica de la pignoración (constituir acciones en garantía para la compra a crédito de más acciones), lo que se manifiesta en el descenso continuado del porcentaje de acciones compradas de este modo (apenas el 9,1% de la capitalización bursátil). A diferencia de la corrección en los mercados de 2015, Pekín no está usando las suspensiones de la cotización de acciones (tan solo ha suspendido la cotización del 2% de los valores admitidos a cotización, bastante por debajo del 25% de 2015). A diferencia también de 2015, Pekín no está animando a las empresas públicas a comprar acciones para sostener el mercado. En resumidas cuentas, pese al fuerte descenso, parece que las autoridades chinas no han caído presas del pánico y siguen ejecutando su programa nacional de saneamiento y desapalancamiento, unido a cierta retórica que trata de mantener los estímulos «suficientes» en forma de programas de financiación *ad hoc* por parte del banco central chino.

### ¿Qué se necesita para una carrera alcista en los mercados?

Para que se produzca una carrera alcista en la bolsa de Shanghái el Gobierno tendría que reequilibrar su postura, pasando de una posición dominada por la prudencia a otra más claramente inclinada por los estímulos. Recientemente se han dado algunos pasos prometedores, que condujeron a alzas en el mercado. Hemos asistido al anuncio de una reducción de 100 pb en los coeficientes de reservas obligatorias y también observado una estabilización en el número de suspensiones de pagos (de 35 en noviembre por un total de 17.500 millones de RMB a 18 en diciembre por un total de 9.200 millones de RMB). El volumen de acciones compradas vía pignoración es en la actualidad mucho menor y sigue descendiendo. También se ha hecho público el programa de emisión de deuda de los entes locales, cuando normalmente no se publicaban las cuotas hasta marzo. Ha habido asimismo ciertos avances en las negociaciones entre China y EE.UU. para rebajar las tensiones en el conflicto comercial entre ambos, lo que aumenta la probabilidad de alcanzar un acuerdo satisfactorio que podría anunciarse en la cumbre de Davos. MSCI decidirá en febrero si aumenta la ponderación del índice Shanghái-A dentro del índice MSCI EM (desde el actual 5% hasta el 20%). Sospechamos que la actitud menos intervencionista del Gobierno chino ante las caídas de los mercados (tan solo se han suspendido de cotización 13 acciones de empresas, frente a las 203 de 2015) jugará, sin duda, a favor de la decisión de MSCI de elevar el peso relativo de la bolsa china dentro de sus índices internacionales.

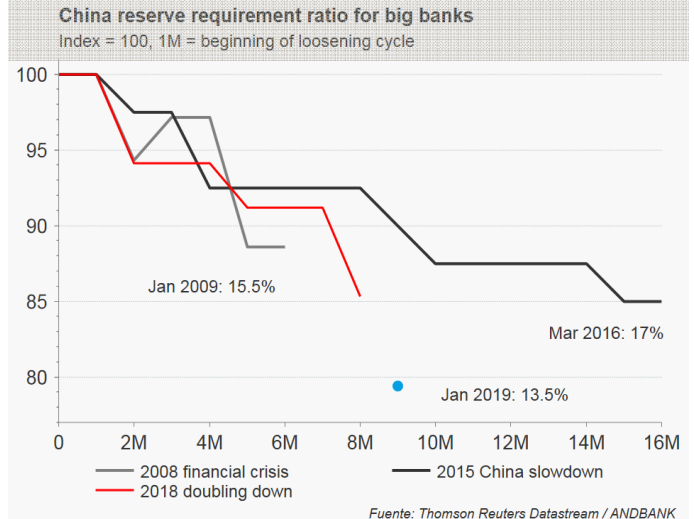
En resumen, aunque la economía podría dar señales de atonía durante el primer trimestre de 2019, no lo consideraríamos crucial si las autoridades chinas siguen haciendo progresos en los tres factores que determinan la confianza inversora: postura política (más compromiso con medidas de estímulo), liquidez (dinámica de las suspensiones de pagos de bonos) y conflicto comercial con EE.UU.

### Ventas, márgenes y beneficios empresariales

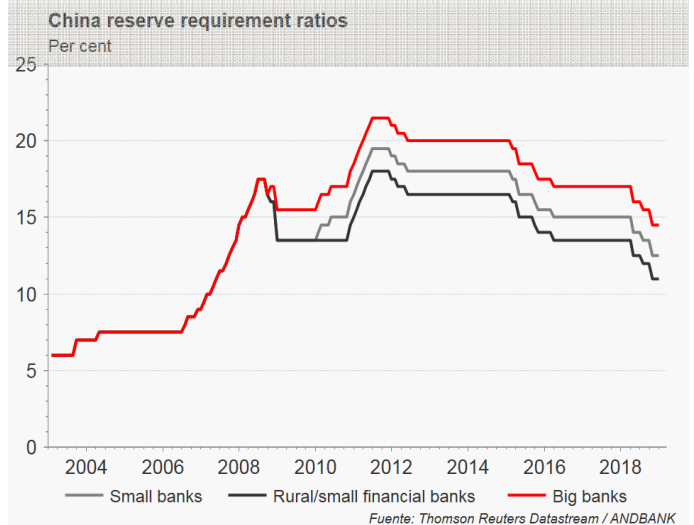
Prevedemos para 2019 un crecimiento de las ventas de las empresas del índice SSE Composite cercano al 8%, acompañado de una modesta expansión de los márgenes hasta el 9,3%, gracias principalmente a las mejoras de productividad (+4,5%), limitadas en parte por el aumento de los costes laborales y por las condiciones de financiación. Esto podría traer consigo un crecimiento del BPA del 12%. No prevedemos un aumento significativo del PER (nuestras previsiones apuntan a un nivel de 10,5x), lo que se traduce en un precio objetivo para este índice de 2.900 puntos (+14%).

### Perspectivas de los mercados financieros

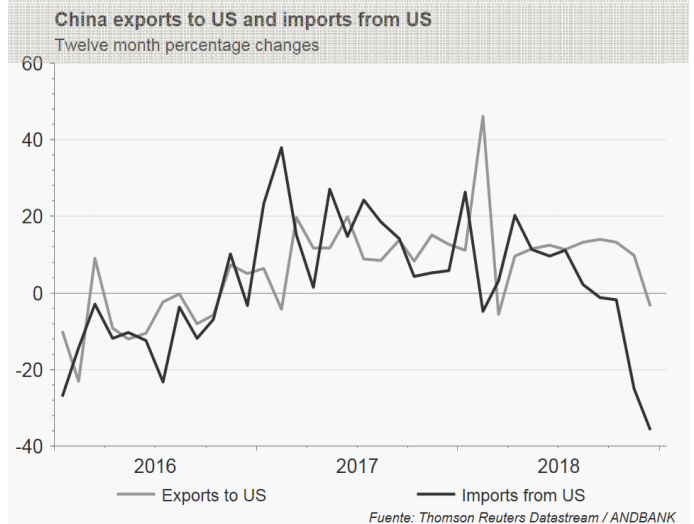
- Renta variable (índice Shanghái): NEUT-POSITIVO (punto medio: 2.907)
- Renta variable (índice Shenzhén): POSITIVO (punto medio: 1.506)
- Deuda soberana: NEUTRAL-POSITIVO (objetivo de rendimiento: 3,10%)
- Divisas (CNY/USD): NEUTRAL-POSITIVO (objetivo: 6,70)



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



# INDIA

## El enfrentamiento entre el banco central y el Gobierno deja de ser un motivo de riesgo

### Dos resultados recientes positivos

Dos acontecimientos pueden cambiar los cálculos de los inversores respecto a la Bolsa india (pese a haber sido en 2018 la segunda bolsa más rentable en moneda local, la rupia tuvo una incidencia negativa en su rentabilidad medida en monedas fuertes). En primer lugar, los discretos resultados cosechados por el partido de Modi en las recientes elecciones locales llevarán al Primer Ministro a acelerar los programas de gasto e inversión para tratar de ganar las elecciones presidenciales en 2019. En segundo lugar, la dimisión del Gobernador del RBI (Urjit Patel) y el nombramiento de un sustituto más colaborador desbloqueará el reparto del superávit acumulado por el RBI, que se canalizará hacia el Ministerio. Esto proporcionará la financiación necesaria para esos programas públicos, que el partido de Modi (BJP) utilizaría para mejorar las perspectivas de reelección.

### Efecto favorable de la postura más acomodaticia del nuevo Gobernador del banco central indio (RBI)

Los bonos indios tuvieron una reacción extremadamente favorable tras el nombramiento del nuevo Gobernador del RBI (quien mostró una clara inclinación a seguir una línea más blanda en materia monetaria). Por otra parte, tras unos datos de inflación más benignos, en estos momentos es muy posible que, pese a la postura de «endurecimiento calculado de las condiciones monetarias» que ha adoptado el RBI, la próxima medida del banco central probablemente sea un recorte de tipos de interés, que a su vez afectará favorablemente a las bolsas (reduciendo la tasa de descuento de flujos de tesorería). No está claro si una posición más acomodaticia del RBI en materia de tipos causará la depreciación de la moneda (del mismo modo que el sesgo fuertemente favorable a subir los tipos del anterior Gobernador no benefició a la rupia india). Atendiendo al tipo de cambio real efectivo, la rupia ya estaría infravalorada respecto al USD, por lo que no prevemos una depreciación significativa.

### Resultados empresariales listos para un mayor crecimiento

Los resultados empresariales en 2019 podrían ser más brillantes que en 2018. Nos gusta ver como está evolucionando la temporada de resultados. Para el trimestre que ha acabado en diciembre el 55% de las empresas (o 394 compañías) ya han publicado resultados, con unos beneficios que están arrojando un crecimiento interanual del 24.2% (sensiblemente por encima de nuestra hipótesis conservadora del 17%). Estos resultados favorables están proponiendo a la India como uno de los mercados con mejores dinámicas en beneficios, tan sólo superado por Israel. Mantenemos la previsión de crecimiento de las ventas del 10,1%, con márgenes en torno al 11% (gracias a una mejora de la productividad superior a la tasa de crecimiento del 5%). Esto debería traducirse en un crecimiento del BPA en el año 2019 de alrededor del 16%. Si el PER permaneciese estable en un nivel de 20x, la potencial revalorización de la Bolsa india podría rondar el 16%.

### El riesgo político lastrará los índices bursátiles en 2019

El Primer Ministro Modi, quien hasta fechas recientes representaba a la fuerza política dominante de la India, parece vulnerable. Sus partidarios (entre ellos, inversores internacionales) encuentran numerosos motivos de preocupación. Su partido, el BJP, ha sido vapuleado en una serie de elecciones estatales a finales del pasado año en todo el pulmón de la zona septentrional del país. El partido de la oposición en el Congreso salió victorioso en un trío de comicios. Modi ha intentado desde entonces batallar por el control de manera claramente populista (ampliando el polémico sistema antidiscriminatorio de cuotas de la India en materia de empleo público –diseñado originalmente para ayudar a las castas más bajas– para incluir a los miembros más pobres de las castas más altas de la India). Un sondeo del Pew Research Center puso de manifiesto que el 56% de los indios pensaban que su economía avanzaba en la dirección correcta, un porcentaje inferior al 83% de 2018. La buena noticia es que los partidos regionales están divididos y son díscolos, y que el BJP también mantiene una formidable ventaja en términos organizativos y de financiación.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice SENSEX): POSITIVO (punto medio: 40.850)

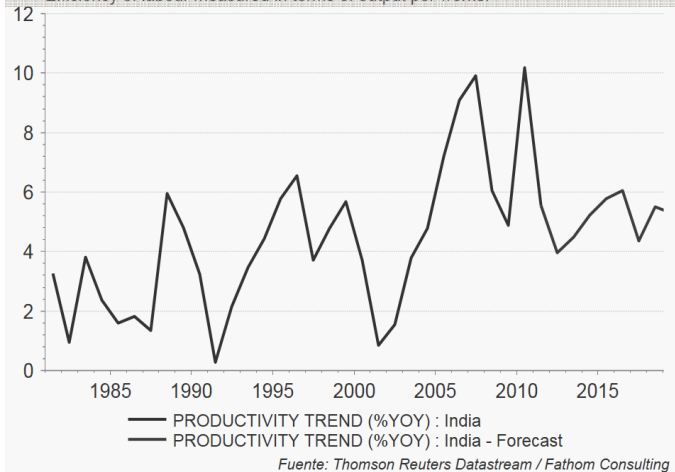
Deuda soberana: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 6,80%)

Deuda corporativa: POSITIVO

Divisas (INR/USD): ESTABLE (objetivo: 72)

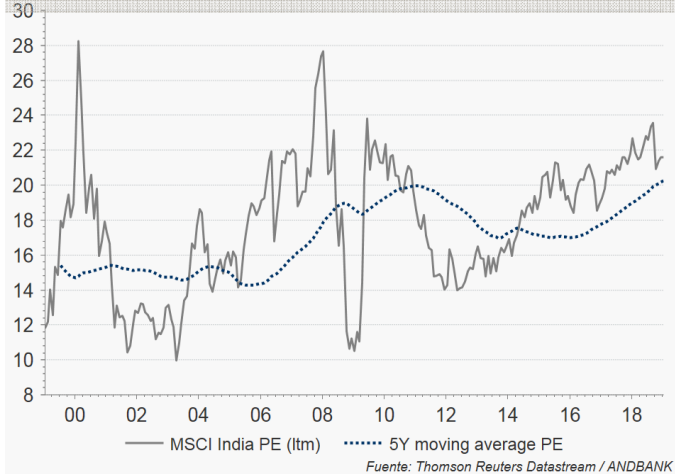
### INDIA - LABOR PRODUCTIVITY GROWTH

Efficiency of labour measured in terms of output per worker



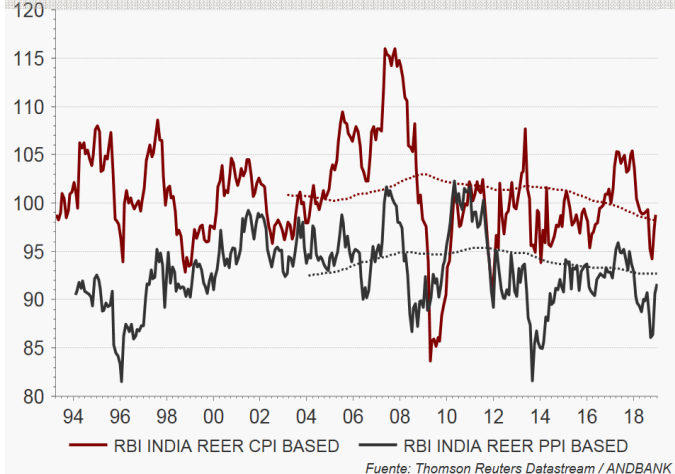
### PE - India

MSCI India



### Indian Rupee REER vs 6 currencies

CPI & PPI based







# MÉXICO

## Banxico mantendrá unas condiciones más favorables. La política crea contratiempos.

### El banco central mantendrá unas condiciones monetarias más favorables

Banco de México deja sin cambios su tasa de referencia como era ampliamente esperado. La decisión fue unánime. Aunque se esperaba un comunicado menos 'hawkish' se mantuvo una perspectiva negativa respecto a los riesgos inflacionarios, incluida una lectura de incertidumbre sobre la economía que se ha mantenido en comunicados recientes. También se mantiene una perspectiva negativa sobre riesgos a la baja para el crecimiento económico incluyendo tanto factores internos como externos. Respecto a los mercados locales se incluyó como un riesgo reciente, la reducción sobre la calificación crediticia de Pemex. En resumen. El banco central sigue apreciando mayor probabilidad de que la inflación supere las expectativas y también que el crecimiento podría ser inferior al esperado. Los miembros de su Comité de Política Monetaria siguen percibiendo como un riesgo la reciente aplicación de la política económica del nuevo Gobierno. Dicho esto, pensamos que tras el cambio de orientación sobre las decisiones futuras de la Fed, ha disminuido la posibilidad de que Banxico siga subiendo su tipo de referencia. Tras la subida de tipos de interés en diciembre, el tipo de interés real a un día de México es el más alto de los mercados emergentes.

### Política

En relación con las reformas relacionadas con la mejora del estado de derecho, alguien muy cercano a Andrés Manuel López Obrador (AMLO) fue nombrado recientemente Fiscal General del Estado de México, lo que puede menoscabar la percepción de independencia institucional, así como la credibilidad del Presidente. A ello se suma que, pese a haber prometido en campaña la retirada del ejército de las calles, al final AMLO ha creado una Guardia Nacional bajo mando militar para cubrir tareas policiales locales. La política se aplicó en respuesta al robo de combustible y causó escasez de gasolina en algunas regiones del país. Cambió la manera de transportar el combustible, pasando del uso de oleoductos (de los que el combustible estaba siendo robado) al de camiones cisterna (llamadas «pipas»). La buena noticia es que no se produjo una subida de precios y que el suministro ha comenzado a normalizarse en la ciudad de México. Sorprendentemente, esto ha coincidido con las mayores cotas de aceptación política de AMLO.

### Los contratiempos para la economía continuarán en 2019

Nuestras perspectivas apuntan a un crecimiento del PIB en 2019 del 2%. La menor inversión pública y privada sigue siendo un riesgo interno, además de los efectos negativos de la discreta ejecución del gasto público, sobre todo a comienzos de año.

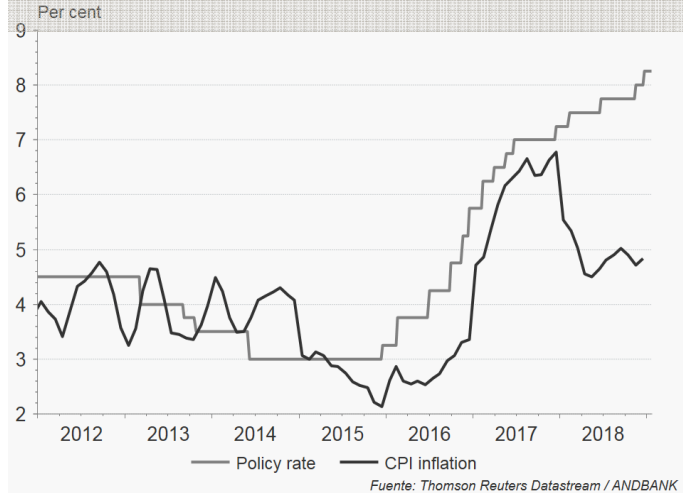
### Estado de ánimo de los inversores respecto a los activos mexicanos

**Renta variable:** existen riesgos internos y externos para el mercado de capitales local, en concreto la posible ralentización económica, la ejecución de la política fiscal por el Gobierno de AMLO, y la posibilidad de una revisión del USMCA (acuerdo comercial entre EE.UU., México y Canadá), que exige una selección permanente de acciones defensivas. **Renta fija:** el bono mexicano («Mbono») a 10 años cotiza con un diferencial cercano a los 600 pb. Si pudiese mantenerse el diferencial, y en un contexto de aplanamiento de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro, el bono mexicano denominado en moneda local debería cotizar en niveles en torno al 8,75%. En el caso del bono mexicano en dólares, nuestro objetivo para el diferencial frente a los bonos del Tesoro de EE.UU. permanece sin cambio en el entorno de los 175 pb. Esto significa que estamos fijando un objetivo de rendimiento para este bono del 5%. **Divisas:** el peso ha registrado una fuerte apreciación (aunque sería más adecuado hablar de un giro del dólar frente a todas las monedas emergentes). No descartamos períodos de volatilidad causada por las perspectivas de un endeble crecimiento, unida a los citados riesgos. Nuestro objetivo para el cambio MXN/USD es de 20 pesos por dólar estadounidense.

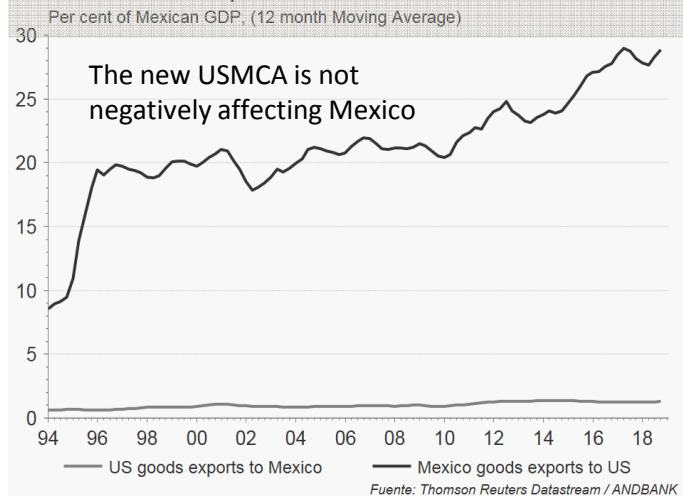
### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): NEGATIVO (objetivo: 44.000; salida: 48.400)  
 Deuda soberana en MXN: NEUT-POSIT (dif. obj.: 550, obj. rto.: 8,75%)  
 Deuda soberana en USD: NEUTRAL (dif. obj.: 175, obj. rto.: 5%)  
 Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 20,00)

Mexico inflation and exchange, policy rates



US trade relationship with Mexico



Mexico equities price/earnings ratio





# BRASIL

## Los indicadores adelantados apuntan a una posible aceleración del PIB este año

### Grandes expectativas puestas en el Gobierno recién entrante

El mercado local ha acogido positivamente las medidas iniciales adoptadas por el nuevo Gobierno. Pese a rumores de subidas de impuestos, la composición del nuevo equipo económico ya está decidida y cuenta con el beneplácito del mercado. Se ha permitido a Paulo Guedes, el Ministro de Hacienda, nombrar un equipo a su discreción, con una escasa injerencia por parte del Presidente. El Ministro de Justicia, Sergio Moro, goza de gran popularidad, lo que acrecienta el capital político de Bolsonaro y, en último término, ayuda con la negociación en el Congreso.

Por tanto, hay señales claras de que este Gobierno aplicará una agenda económica liberal (aunque aún deben adoptarse medidas concretas). De momento, poco se sabe de los avances sobre la principal reforma que se aplicará este año (planes de pensiones).

El nuevo Congreso se conformó a primeros de febrero y solo entonces adoptará el Gobierno medidas más firmes. También es importante subrayar que Paulo Guedes señaló que aprovecharán la reforma de Michel Temer, lo que podría acortar el plazo necesario para votarla, aunque esto bien podría dificultar su aprobación. Las primeras cifras filtradas de esta reforma son el billón de BRL de ahorro en los 10 próximos años (frente al ahorro final de 400.000 millones de BRL de la reforma de Temer). El Gobierno también ha señalado que el sistema de pensiones podría incorporar un método de capitalización, por el cual los trabajadores ahorran para su jubilación en sus propias cuentas personales. El gran reto que tiene por delante será el Congreso y su reacción ante la reforma propuesta.

### Situación económica: momento cíclico favorable a un crecimiento del PIB

El índice IBC-Br registró en noviembre un alza de +0,29%, ligeramente superior a la mediana de previsiones de +0,20%. Los datos más positivos se dieron en las ventas minoristas («efecto Black Friday»), manteniéndose la atonía en los servicios y la producción industrial. Los indicadores adelantados muestran que el PIB podría experimentar este año una aceleración, con una mediana de las previsiones de crecimiento del 2,5%. La economía brasileña se halla en un momento del ciclo que favorece el crecimiento. Los bancos, que en los últimos años habían reducido la inversión crediticia para asimilar los efectos de la recesión sobre sus balances, están listos para volver a prestar. Tras la profunda recesión de 2015-2016, las empresas han recortado costes considerablemente y reducido su apalancamiento, posicionándose para beneficiarse con fuerza de la recuperación económica a través del apalancamiento operativo y financiero. Esto es una buena señal para la bolsa. A diferencia de otros países con mercados emergentes, Brasil ha mantenido una vulnerabilidad externa mínima, reflejada en un bajo déficit por cuenta corriente actual y proyectado, elevadas entradas de IED, voluminosas reservas de divisas y una deuda pública externa neta negativa. La inflación, medida por el índice IPCA, acabó 2018 en un nivel razonable del +3,75%, bastante por debajo del objetivo central del 4,5%. Esta cifra se considera baja después de que la huelga de camioneros provocase un alza transitoria de precios no reflejada en la inflación subyacente (como energía y alimentos). Las previsiones para 2019 apuntan a un IPCA ligeramente más alto (4,00%), aún inferior al nuevo objetivo central del 4,25%. En cuanto a la política monetaria, el exitoso mandato de Ilan Goldfajn al frente del banco central llega a su fin, dejando bien ancladas las expectativas de inflación, y con un tipo Selic que aún seguirá un tiempo, posiblemente durante todo el año, en un nivel mínimo (6,5%) habida cuenta de las perspectivas de una baja inflación.

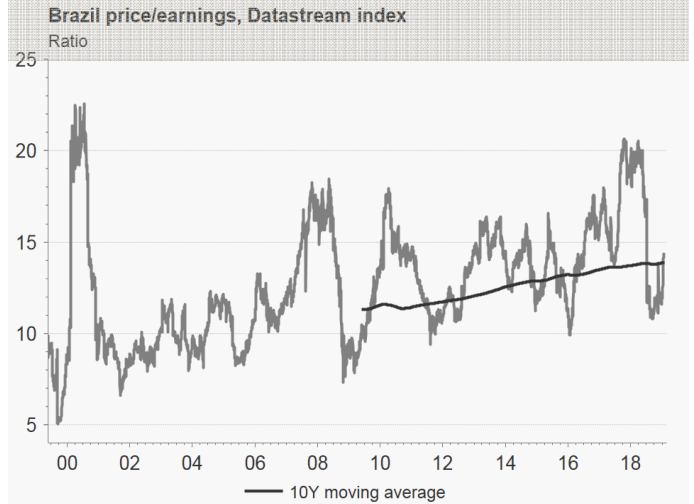
### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): NEUTRAL (obj.: 94.200; salida: 103.600)

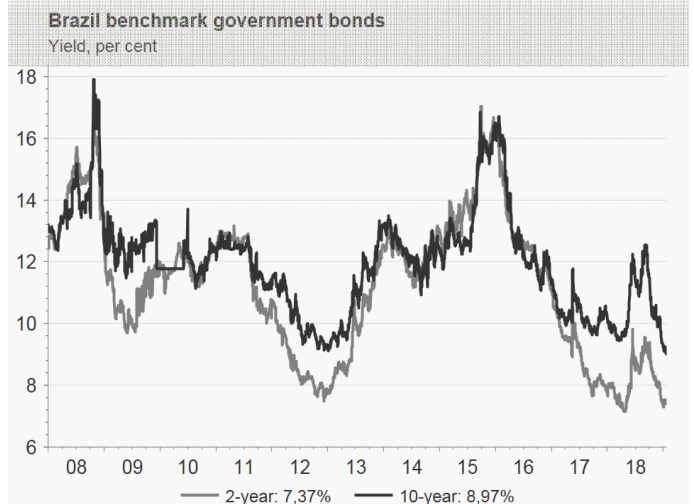
Deuda soberana en BRL: POSITIVO (dif. obj.: 625 pb, obj. rto.: 9,5%)

Deuda soberana en USD: POSITIVO (dif. obj.: 230 pb, obj. rto.: 5,55%)

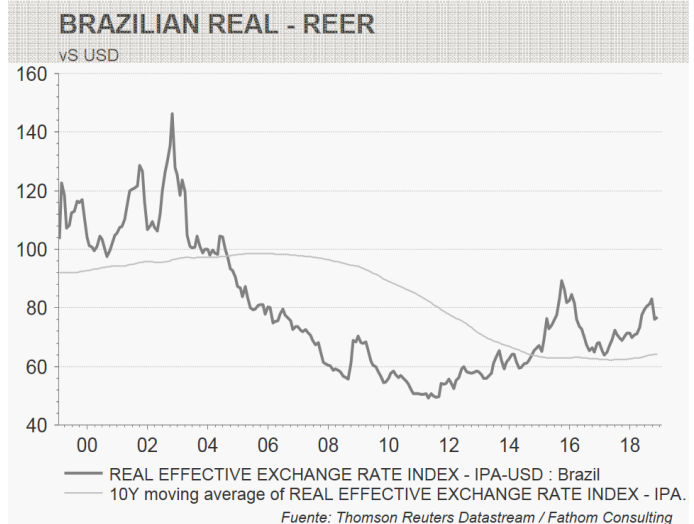
Divisas (BRL/USD): POSITIVO (objetivo a medio plazo: 3,75)



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting



# ARGENTINA

## Haciendo ajustes para alcanzar los objetivos del Gobierno

Tras una severa corrección cambiaria, unida a una economía en recesión, Argentina ha comenzado por fin a dar señales de normalización de sus cuentas exteriores y de una contracción de la prima de riesgo-país (situada en este momento en 616 pb en el caso del CDS5Y tras perforar el umbral de 800 pb en diciembre).

El pasado viernes, el Ministro Dujovne presentó el resultado de las cuentas públicas para 2018, que muestran un déficit primario del 2,4% del PIB, un 1,4% por debajo del de 2017. Por tanto, el Gobierno ha cumplido el objetivo de déficit primario establecido por el FMI del 2,7% para el año. Los ingresos públicos primarios aumentaron un 30,2%, situándose un 7,8% por encima del crecimiento del 22,4% del gasto público primario. En diciembre, Argentina había enlazado 17 meses consecutivos de ingresos públicos superiores al crecimiento del gasto público.

No obstante, en lo sucesivo el Gobierno necesita encontrar la manera de normalizar su política monetaria para impulsar la recuperación económica y, al mismo tiempo, mantener bajo control la volatilidad cambiaria. Recordamos que, tras marcar un máximo de algo más del 73% en octubre, el tipo LELIQ ha caído hasta situarse en niveles 47.5%; aunque su tendencia es a la baja, sigue en cotas extremadamente altas, si bien la dinámica es muy esperanzadora.

### ¿Equilibrio en la balanza primaria en un año electoral?

El objetivo de un déficit primario del 0% para el año en curso parece factible, aunque persisten algunos altos riesgos de ejecución. En concreto, el recorte de ayudas a la energía y los ingresos resultantes de la disposición de los activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad no parecen alcanzables. Por lo tanto, se prevé una desviación del 0,3%-0,5% en el PIB, aunque esto no debería suponer una amenaza para el acuerdo con el FMI.

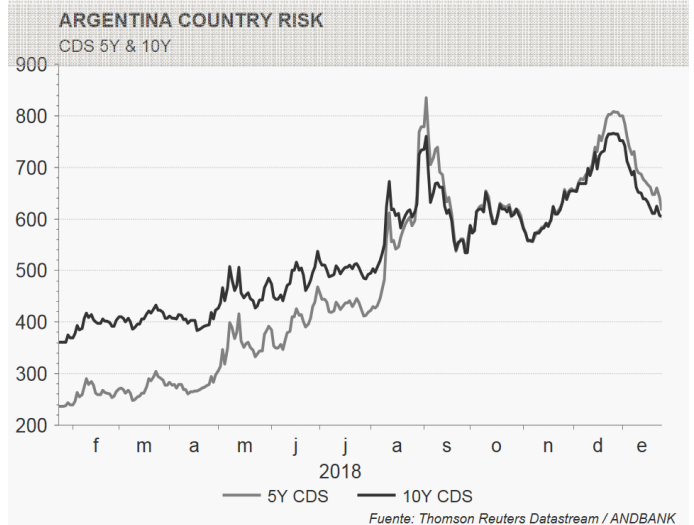
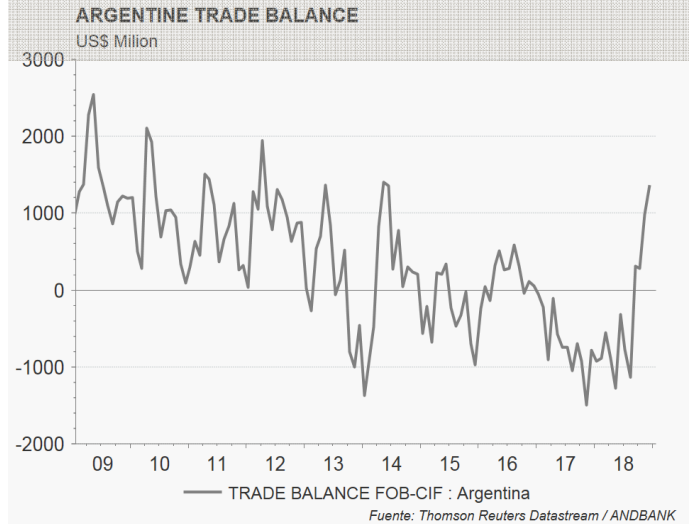
### Clima político

Los acontecimientos más relevantes de la agenda electoral son las primarias abiertas simultáneas y obligatorias (PASO) en agosto y elecciones generales en octubre (está programada una segunda vuelta electoral para noviembre, que será prácticamente ineludible). Aunque siguen considerándose lejanos, algunas discusiones están concitando mucha atención, como el debate acerca de las elecciones en la Provincia de Buenos Aires (BA). Algunos representantes de Cambiemos piensan que celebrar las elecciones por separado de los comicios nacionales es la mejor manera de que la Gobernadora María Eugenia Vidal resulte reelegida y posteriormente apoyar la candidatura de Macri desde una posición más sólida. Por otra parte, algunos consideran que el hecho de que Vidal participe sólo en las elecciones generales en la misma lista con Macri le da a éste las mayores probabilidades de ser reelegido Presidente. El anuncio de que las elecciones de la Provincia de BA se celebrarán antes que las presidenciales podría transmitir un buen mensaje a los inversores que muestren gran confianza en el Gobierno. Mientras tanto, la mejor estrategia del partido CFK es aprovechar los eventuales fracasos en el ámbito macroeconómico. Cuantas más posibilidades atribuyan los ciudadanos al CFK de ganar, más activos seguros buscarían (vendiendo pesos), lo que comportaría una mayor volatilidad cambiaria que elevaría, a su vez, las probabilidades de recesión. Cabe señalar que los votantes de Cambiemos serían los primeros en sentir los efectos de la recuperación (los habitantes de zonas agrícolas y los relacionados con sectores exportadores), mientras que las zonas con mayor concentración de empleados públicos y aquellas relacionadas con el consumo de masas (Provincia de BA, por ejemplo, donde el CFK cuenta con su máximo apoyo) serían las últimas en sentir la pujanza económica, lo que añade un obstáculo adicional a la capacidad de Macri para atraer nuevos votantes. La inflación está dando sus primeros síntomas de desaceleración, lo que unido a una mejora de los salarios parecen ser las mejores vías por las que este Gobierno puede tratar de lograr la reelección.

### Perspectivas de los mercados financieros

**Deuda soberana** (bono a 10 años en USD): POSITIVO (diferencial objetivo: 550 pb, objetivo de rendimiento: 8,75%)

**Divisas** (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para final de año: 44)





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Análisis fundamental**

Index	Andbank's Sales growth 2019	Sales per Share 2019	Projected Net Margin 2019	EPS 2019	EPS Growth 2019	Current PE Itm 2018	Current PE Fw 2019	Dec 2019 EPS 2019	INDEX CURRENT PRICE	2019 Central Point (Fundam range)	2019 E[Perf] to Centr. Point	2018 Exit Point
USA S&P 500	5,5%	1.419	11,9%	168	2,7%	16,51	16,08	16,60	2.706	2.794	3,2%	3.073
Europe - Stoxx Europe 600	5,4%	322	8,3%	27	3,2%	13,84	13,41	13,73	360	369	2,4%	406
Euro Zone - Euro Stoxx	5,4%	360	7,5%	27	4,3%	13,43	12,88	13,55	348	366	5,2%	403
Spain IBEX 35	3,6%	8.252	9,3%	769	2,2%	11,85	11,60	12,50	8.919	9.612	7,8%	10.573
Mexico IPC GRAL	6,7%	37.453	7,9%	2.975	1,0%	14,81	14,66	14,80	43.625	44.035	0,9%	48.438
Brazil BOVESPA	7,1%	66.644	10,6%	7.080	8,1%	14,42	13,33	13,30	94.406	94.167	-0,3%	103.583
Japan NIKKEI 225	5,6%	22.928	6,3%	1.445	3,1%	14,83	14,38	15,40	20.773	22.250	7,1%	24.475
China SSE Comp.	8,0%	2.972	9,3%	277	12,2%	10,61	9,46	10,50	2.618	2.907	11,0%	3.197
China Shenzhen Comp	8,2%	1.603	6,3%	100	14,6%	14,95	13,05	15,00	1.310	1.506	15,0%	1.657
Hong Kong HANG SENG	3,0%	12.535	15,2%	1.905	5,4%	15,47	14,67	14,50	27.946	27.624	-1,2%	30.386
India SENSEX	10,1%	18.808	10,9%	2.042	16,6%	20,96	17,98	20,00	36.723	40.843	11,2%	44.927
Vietnam VN Index	8,4%	690	9,0%	62	10,8%	16,17	14,59	17,00	909	1.059	16,5%	1.165
MSCI EM ASIA	7,3%	488	9,7%	47	12,6%	12,42	11,03	11,60	522	548	5,2%	603

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

ANÁLISIS TÉCNICO

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

**S&P: LATERAL-ALCISTA**

Soporte: 2.322. Resistencia: 2.815

**STOXX600: LATERAL-ALCISTA**

Soporte: 327. Resistencia: 369

**EUROSTOXX50: LATERAL-ALCISTA**

Soporte: 2.892. Resistencia: 3.263

**IBEX: LATERAL-ALCISTA**

Soporte: 8.286. Resistencia: 9.262

**EUR/USD: LATERAL**

Soporte: 1,121. Resistencia: 1,162

**Petróleo (WTI): LATERAL-ALCISTA**

Support at 42.2. Resistencia: 58

**Oro: LATERAL-BAJISTA**

Soporte: 1.255. Resistencia: 1.309

**Bonos Tesoro EE.UU.: LATERAL**

Soporte: 2,54%. Resistencia: 2,95%.

POSICIONAMIENTO, FLUJO Y CONFIANZA

**Valoración de Andbank**

Nature of Index	Index Name	Andbank's Assessment
Positioning	Asset Allocators - Equity	0
Flow	ETF's Flows (Hot money) - Global Asset Class	-0,5
Sentiment	Breadth - Companies over their 200 ma level	0,5
	Investor Intelligence Bull/Bear Ratio	0,5
	AAII Bull & Bears	0
	NAAIM Active Managers	-1
	NDR Crowd Composite Sentiment	0
	FGA's Composite Sentiment	-0,5

**Andbank's Market Assessment (from -8 to +8)**

**-1,00**

The lower the figure, the less attractive is the market

FI

RENTA FIJA – BONOS DEL ESTADO

Página 13

MERCADOS DESARROLLADOS

**Análisis fundamental**

**Treasury EE.UU.:** suelo 2,45%; valor razonable 3,2%; techo 4,4%

**Diferencial swap:** El diferencial swap se redujo a +6,9 pb (desde los +7 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 descendió a 15 pb (desde 21 pb), con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 2,75% (valor actual: 2,71%), para alcanzar la pendiente media a 10 años (165 pb), el rendimiento del bono con ese vencimiento debería situarse en el 4,4%.

**Rendimiento real:** Un buen punto de entrada en el UST a 10 años sería cuando el rendimiento real estuviese en el 1%. Al ser nuestra previsión para el IPC de 2,0%-2,25%, el rendimiento del UST tendría que alcanzar el 3,25% para situarnos en posición de «COMPRAR».

**Bund alemán:** suelo 1,1%; valor razonable 1,30%; techo 2,7%

**Diferencial swap:** El diferencial swap se elevó a 59 pb (desde los 57 pb del mes pasado). Para que se normalizase en 36 pb, con un anclaje del tipo swap alrededor del 1,50% (actualmente está en 0,80%), el rendimiento del Bund debería avanzar hacia 1,14% (punto de entrada).

**Pendiente:** La pendiente de la curva en EUR disminuyó a 78 pb (desde 96 pb el mes pasado). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al 0% (en estos momentos está en -0,60%), para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (130 pb) el rendimiento del Bund debería situarse en 1,30%.

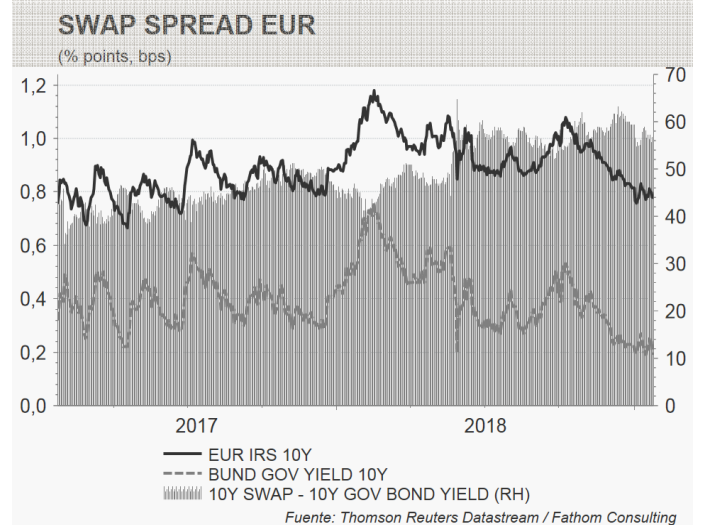
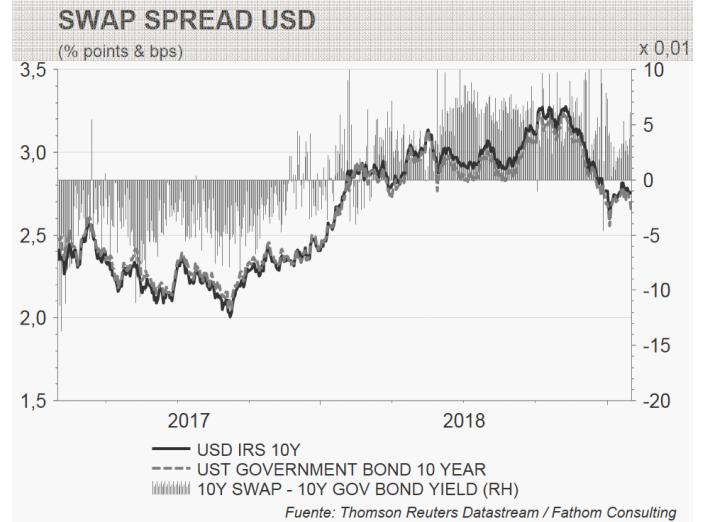
**Rendimiento real:** Un buen punto de entrada en el Bund podría ser cuando el rendimiento real estuviese en 1%. Dado que nuestras previsiones para el IPC están en 1,7%, el rendimiento del Bund debería alcanzar el 2,7% para posicionarnos en «COMPRAR».

**Gilt británico:** valor razonable 1,9%; techo 3,2%

**Diferencial swap:** El diferencial swap se amplió a 24 pb (desde los 18 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 1,51%), 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:** Se prevé para 2019 una suavización de la inflación hasta el 2,2%. Un rendimiento real del 1% implica que el rendimiento del bono británico a 10 años debería situarse en 3,2%.



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: 1,90%

Bono del Estado irlandés. Rendimiento objetivo: 0,90%

Bono del Estado griego. Rendimiento objetivo: 4,20%

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 un 1,50% 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%. Los mercados (y sus bonos del Estado) que cumplen dichos requisitos figuran con fondo gris.

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	7,78%	3,13%	4,65%	-1,00%	6,78%
	India	7,47%	2,20%	5,27%	-1,00%	6,47%
	Philippines	6,19%	5,10%	1,09%	-0,50%	5,69%
	China	3,00%	1,90%	1,10%	-0,50%	2,50%
	Malaysia	4,01%	0,25%	3,75%	-1,00%	3,01%
	Thailand	2,40%	0,37%	2,03%	-0,75%	1,65%
	Singapore	2,11%	0,46%	1,66%	-0,50%	1,61%
	South Korea	1,90%	1,33%	0,57%	0,00%	1,90%
	Taiwan	0,85%	0,01%	0,85%	0,00%	0,85%
EME	Turkey	14,03%	20,30%	-6,27%	1,00%	15,03%
	Russian Fed	8,14%	4,30%	3,84%	-1,00%	7,14%
LATAM	Brazil	8,94%	3,43%	5,51%	-1,00%	7,94%
	Mexico	8,41%	4,85%	3,56%	-1,00%	7,41%
	Colombia	6,64%	3,22%	3,42%	-1,00%	5,64%
	Peru	5,77%	2,22%	3,55%	-1,00%	4,77%



## ENERGÍA – PETRÓLEO

### Opinión fundamental (WTI): Banda objetivo: 45-65 USD/barril.

Vender por encima de 65 USD; comprar por debajo de 45 USD.

### Factores a corto plazo

**(Negativo para el precio) – Los productores ajenos a la OPEP aumentarán la oferta mundial en 2019 a pesar de los esfuerzos de la OPEP por recortar la producción.** En su informe mensual la AIE revisó al alza la previsión de crecimiento de la oferta de países no pertenecientes a la OPEP para 2019, encabezada por la producción estadounidense. La AIE mencionó que la producción de crudo en EE.UU. superará a mediados de año las capacidades productivas de Rusia y Arabia Saudita. El informe también cuestionó el compromiso de Rusia de llevar a la práctica los recortes de producción que acordó el mes pasado, señalando que de hecho elevó su producción en diciembre hasta un nuevo récord de 11,5 Mbd. La OPEP depende de la cooperación continuada de Rusia para reducir la producción, y el Kremlin ha seguido expresando reticencias sobre la alianza. Por su parte, los países de la OPEP mantienen la estrategia de reducir la producción, y de hecho lograron reducir la producción mundial en diciembre (en 751.000 bpd), atribuyéndose a Arabia Saudita el grueso de la reducción. Pese a ello, la AIE mantuvo su estimación de producción de la OPEP en 2019 en 31,6 Mbd (en diciembre, la producción de la OPEP se fijó en 31,58 Mbd tras los recortes).

**(Negativo para el precio) – La demanda global no ha aumentado, aunque lo haya hecho la oferta.** La AIE dejó recientemente inalterada su cifra de crecimiento de la demanda para 2019, señalando que la desaceleración económica probablemente contrarrestará cualquier aumento en la demanda de petróleo propiciada por su abaratamiento.

**(Negativo para el precio) – Sanciones a las importaciones procedentes de Venezuela, que no a las exportaciones de petróleo venezolano.** El gobierno de Trump ha sancionado a PDVSA, pero ha evitado aplicar sanciones directas a los flujos de crudo venezolano al temer que eso pudiera aumentar los precios del petróleo y que las sanciones pudieran empeorar la crisis humanitaria que sufre el país. La producción de crudo venezolano de 1,2 Mbd en diciembre casi igualó el mínimo registrado en 2003, cuando el volumen se desplomó como resultado de una huelga general. Si bien se prevé que la producción venezolana seguirá cayendo, lo haría a tasa decreciente. Con una perspectiva de más largo plazo, los bonos venezolanos se han recuperado en los últimos días después de que la oposición del país plantease un desafío legislativo a Maduro. El gobierno de Trump está considerando reconocer al presidente de la Asamblea Nacional, Juan Guaidó, como el legítimo presidente del país. El partido de la oposición considera ilegítima la presidencia de Maduro, argumentando que la Constitución del país prevé que el presidente de la Asamblea Nacional pueda cubrir una vacante presidencial. Cualquier cambio estructural en el panorama político de Venezuela podría significar un aumento en la capacidad de producción de crudo mundial a medio plazo de 1-2 Mbd. Una circunstancia que debería ejercer una considerable presión a la baja sobre los precios del petróleo.

**(Negativo para el precio) – Estados Unidos está ganando la guerra de la energía. Los fletes de crudo estadounidense a China se reanudaron.** Tres cargamentos de crudo procedente de EE.UU. se dirigen a China, los primeros desde que se declarase una pausa de 90 días en la guerra comercial entre ambos países. China había sido el principal comprador de crudo estadounidense en los últimos años, con unas importaciones de 325.000 bpd antes de que se intensificara el conflicto en septiembre. Según algunos analistas, estas compras siguen a las declaraciones del gobierno chino de que volvería a comprar productos básicos a Estados Unidos. Malos augurios, pues, para los exportadores de la OPEP, que tendrán que bajar los precios para aumentar sus ventas en otras partes del mundo.

**(Positivo para el precio) – Lo más probable es que México no pueda reemplazar la brecha de suministro para el crudo pesado venezolano:** Platts dijo que las refinerías estadounidenses no podrán confiar en que México reemplace el crudo venezolano pesado. La prohibición de las exportaciones venezolanas creó una brecha de suministro de 500.000 bpd en crudo pesado. Sin embargo, los EE. UU. y México podrían hacer un canje de crudo ligero por pesado, ayudando a aumentar la eficiencia de las refinerías de configuración simple de Pemex. Irán intentará también vender nuevamente crudo en su bolsa de energía doméstica. Platts informó que Irán ofrecerá 1M de barriles en una subasta a partir de Febrero. La bolsa permite que las partes privadas compren crudo iraní para revenderlo en el mercado internacional, pero muchos compradores se han negado a realizar dichas compras domésticas por temor a que aún puedan estar sujetos a las sanciones.

**(Neutral para el precio) – La decisión de Alberta, al estilo de la OPEP, de reducir la producción de crudo ha empujado los precios al alza, pero también ha desplazado la inversión de capital hacia otros lugares.** Alberta recorta la producción en 325.000 bpd a partir de este mes, lo que ya ha facilitado reducir el descuento aplicado al petróleo pesado canadiense desde más de 40 USD/barril en octubre a menos de 7 USD/barril. Sin embargo, los ejecutivos señalaron que, apenas se enteraron de esta limitación en la producción, redirigieron el capital hacia otras provincias como Saskatchewan (lo que sería indicativo de que los recortes de producción no son sostenibles).

### 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 (en teoría) por una rápida alza en la producción a partir de petróleo de esquisto.



## 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) se elevó hasta 1.163 USD/oz (desde los 1.100 USD/oz del mes anterior). En términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 891 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,10793 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 987 USD/onza.

**Ratio entre oro y plata** (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Esta ratio cayó a 82,77 (desde 85,99 el mes pasado), pero continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 62,84, 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 976 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio en el mes a 24,89 (desde 24,01 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 182.000 contratos (desde 156.000 del mes pasado); las cortas cayeron de 154.000 contratos a 106.000. Por tanto, la posición neta registró un alza mensual de +75.000 contratos (desde los +1.900 el mes pasado), lo que sugiere que el apetito de los especuladores por el oro se ha incrementado recientemente.

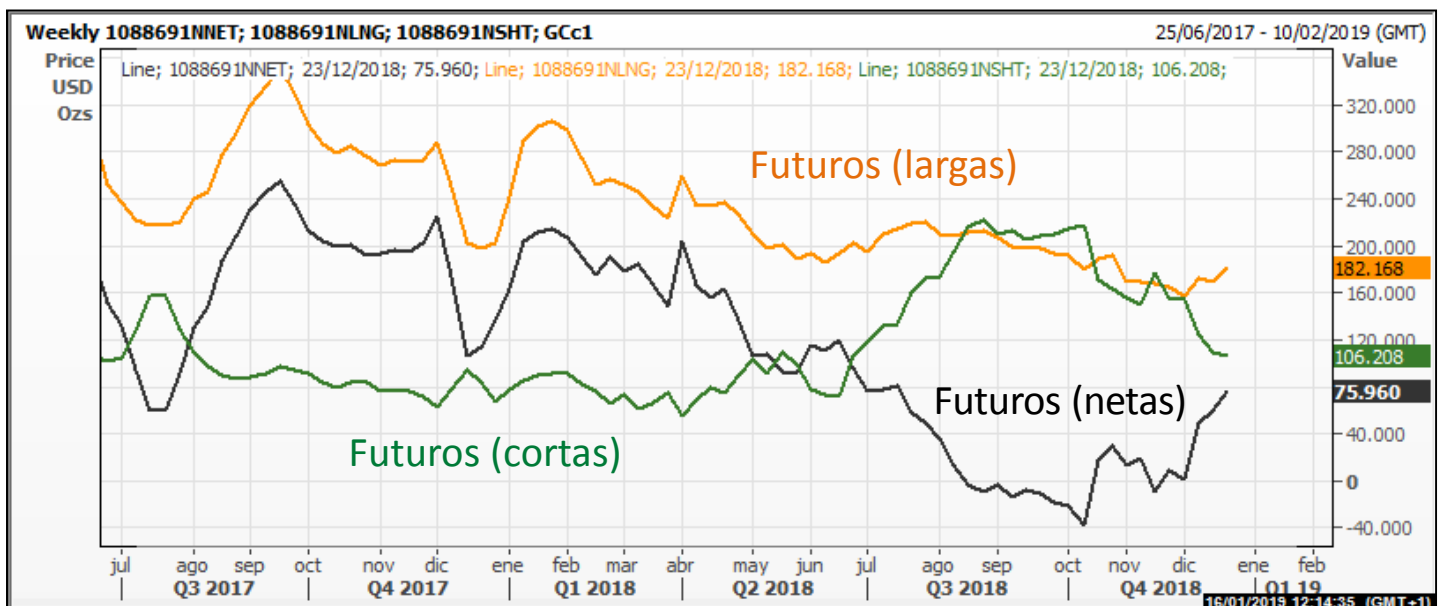
**Liberalización financiera en China.** El incremento cada mes de las «cuotas» en el programa QFII (de apertura de la balanza de capital para inversores financieros cualificados) está ampliando las alternativas de inversión de los inversores chinos (enfocados tradicionalmente en el metal áureo).

#### Factores positivos

**Ratio entre oro y S&P500.** Esta ratio se elevó desde 0,442 el mes pasado hasta 0,494, pero todavía está muy por debajo de su promedio de largo plazo de 0,598. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.800 USD, el precio del oro debería aproximarse a 1.674 USD/oz para que esta relación permaneciese 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: Objetivo fundamental a medio plazo: 1,125; soporte: 1,11; resistencia: 1,162**

**Flujos:** El dólar estadounidense parece estar sobrecomprado frente al resto de las monedas del mundo. En el mercado de derivados, las posiciones especulativas son largas en el dólar frente al resto de monedas en una intensidad de 1.5 sigmas. Sin ser un nivel extremo, es indicativo de que los aumentos adicionales en el dólar son más limitados (lo que a priori es favorable para los mercados y los activos de riesgo). Mirando el gráfico de barras en detalle, vemos cómo la posición larga del dólar se financia esencialmente mediante posiciones cortas en las monedas del G10 (especialmente con el JPY, el AUD). En cuanto al cruce EUR-USD, si bien la situación es compleja para el billete verde, la moneda europea atravesará un año incluso más complejo. Nuestra **discusión más fundamental** se mantiene con nuestra visión bajista estructural del euro con un objetivo a medio plazo de 1.125, sin descartar los aumentos en la moneda europea debido a una reversión de los flujos especulativos; hecho que aprovecharíamos para vender euros. Nuestro **análisis técnico** dentro del Comité de Inversiones indicó una visión bajista lateral. EUR-USD ahora enfrenta un soporte clave en 1.12, con resistencia en 1.162.

**USD/JPY: Objetivo: 114; EUR/JPY: Objetivo: 128,25**

Continuamos viendo algo de estrés en el dólar, especialmente contra el JPY y el AUD. Sin embargo, en nuestra opinión, varios aspectos sugieren que el JPY no debería apreciarse frente al USD: (1) Aunque la Fed sugiere que relajará la reducción de su balance (a priori malo para el dólar), la verdad es que, aunque a una tasa más baja, continuará haciéndolo, mientras que el BoJ probablemente continuará expandiendo su balance y la oferta de dinero, haciendo que el JPY sea aún menos atractivo. (2) Minimizamos la opción endurecimiento del BoJ, después de que este reiteró que pretende mantener su política monetaria ultra flexible, al menos hasta que alcance la meta de inflación del 2% (inalcanzable en el corto plazo). (3) Los rendimientos reales son más bajos en JGB, y con los 10Y JGB controlados a 0.10%, hay pocas posibilidades de que los rendimientos reales japoneses aumenten.

**GBP/USD: Objetivo: 1.37; EUR/GBP: Objetivo: 0,82**

**USD/CHF: Objetivo: 0,98; EUR/CHF: Objetivo: 1,10**

**USD/MXN: Objetivo: 20; EUR/MXN: Objetivo: 22,50**

**USD/BRL: Objetivo: 3,75; EUR/BRL: Objetivo: 4,22**

**USD/ARS: Objetivo: 44**

**USD/INR: Objetivo: 72**

**CNY: Objetivo: 6,7**

**RUB: NEUTRAL-NEGATIVO**

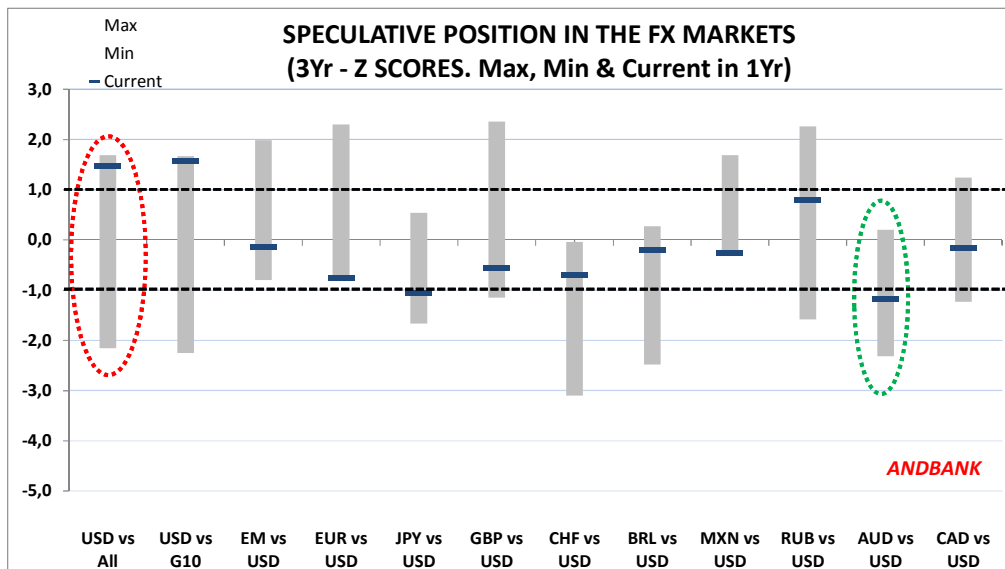
**AUD: POSITIVO**

**CAD: NEUTRAL**

- Positive
- - - Neutral-Positive
- - - Neutral-Negative
- Negative

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month in the currency (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score	Z-score 3-yr
USD vs All	28,77	-0,21	32,1	-28,2	5,5	1,46	1,46
USD vs G10	29,49	-0,31	30,9	-25,4	5,9	1,57	1,57
EM	0,72	-0,10	3,8	-0,8	1,3	-0,14	-0,14
EUR	-7,54	-0,83	23,4	-8,0	8,6	-0,77	-0,77
JPY	-11,42	-0,32	0,6	-13,9	-6,9	-1,07	-1,07
GBP	-4,80	-1,33	4,3	-6,5	-1,2	-0,55	-0,55
CHF	-2,89	-0,42	0,0	-6,0	-3,1	-0,69	-0,69
BRL	0,01	-0,10	0,4	-0,8	-0,3	-0,20	-0,20
MXN	-0,02	-0,37	2,8	-0,5	1,2	-0,26	-0,26
RUB	0,73	0,36	1,2	-0,2	0,5	0,79	0,79
AUD	-2,52	1,75	1,4	-5,2	-2,0	-1,18	-1,18
CAD	-0,55	-0,08	3,2	-4,0	-0,8	-0,17	-0,17

ANDBANK



En los últimos meses, las divisas que favorecen a los inversores verdes.





TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fundamental Central Point 2019	Expected Performance 2019
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	4,2%	7,9%	2.706	2794	3,2%
	Europe - Stoxx Europe 600	3,3%	6,6%	361	369	2,4%
	Euro Zone - Euro Stoxx	2,7%	5,8%	348	366	5,2%
	SPAIN - IBEX 35	0,7%	4,7%	8.920	9.612	7,8%
	MEXICO - MXSE IPC	-0,1%	4,8%	43.625	44.035	0,9%
	BRAZIL - BOVESPA	0,6%	7,4%	94.406	94167	-0,3%
	JAPAN - NIKKEI 225	3,8%	3,7%	20.773	22250	7,1%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	3,3%	5,0%	2.618	2907	11,0%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	0,5%	3,3%	1.310	1506	15,0%
	INDIA - SENSEX	1,7%	2,5%	36.705	40.843	11,3%
	MSCI EM ASIA (in USD)	5,4%	7,4%	522	548	5,2%
	<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	0,9%	0,5%	2,66	3,25
UK 10 year Gilt		0,9%	0,9%	1,17	2,00	-5,6%
German 10 year BUND		0,3%	0,6%	0,16	<b>0,60</b>	-3,4%
Japanese 10 year Govie		0,3%	0,1%	-0,02	0,10	-0,9%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	1,8%	1,6%	1,23	<b>1,60</b>	-1,9%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,3%	-1,6%	2,95	<b>2,70</b>	4,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,7%	0,7%	1,64	<b>1,90</b>	-0,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,2%	0,3%	0,87	<b>0,90</b>	0,5%
	Greece - 10yr Gov bond	2,4%	3,1%	3,97	<b>4,20</b>	1,7%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	0,6%	71,20	92	-1,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,3%	2,0%	301,38	350	-0,4%
	Credit USD IG - CDX IG	0,5%	0,6%	68,50	85	0,5%
	Credit USD HY - CDX HY	1,7%	3,1%	363,29	490	-0,1%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond	18,8%	16,3%	14,03	16,00	-1,7%
	Russia - 10yr Gov bond	2,7%	5,2%	8,14	7,70	11,7%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	1,7%	2,0%	7,74	7,25	11,6%
	India - 10yr Gov bond	0,4%	-0,3%	7,49	6,80	13,0%
	Philippines - 10yr Gov bond	6,0%	8,5%	6,07	7,00	-1,4%
	China - 10yr Gov bond	0,9%	1,5%	3,00	3,10	2,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,6%	0,8%	4,02	3,25	10,2%
	Thailand - 10yr Gov bond	1,2%	0,4%	2,36	2,00	5,2%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,6%	-0,8%	2,15	2,00	3,3%
	South Korea - 10yr Gov bond	0,0%	-0,1%	1,93	2,25	-0,7%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,1%	0,1%	0,85	1,75	-6,4%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,2%	2,6%	8,41	8,75	5,7%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,4%	2,7%	4,64	5,00	1,7%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,6%	3,1%	8,94	<b>9,50</b>	4,5%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,3%	3,4%	5,10	5,55	1,5%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	6,1%	15,2%	9,75	8,75	17,7%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	0,1%	15,9%	52,6	50,00	-5,0%
	GOLD	1,8%	2,1%	1.310,0	1.100	-16,0%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-1,4%	-1,1%	1,134	1,125	-0,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,6%	1,5%	1,30	1,37	5,8%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-2,9%	-2,5%	0,88	0,82	-6,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,8%	2,1%	1,00	0,98	-2,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,4%	1,0%	1,14	1,10	-3,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	1,3%	0,2%	109,80	114,00	3,8%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,1%	-0,9%	124,52	128,25	3,0%
	USDMXN (price of 1 USD)	-0,2%	-2,8%	19,09	<b>20,00</b>	4,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,4%	-3,8%	21,66	22,50	3,9%
	USDBRL (price of 1 USD)	0,2%	-4,2%	3,72	3,75	0,9%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,2%	-5,3%	4,22	4,22	0,1%
	USDARS (price of 1 USD)	2,5%	0,4%	37,76	44,00	16,5%
	USDINR (price of 1 USD)	1,2%	2,5%	71,29	72,00	1,0%
	CNY (price of 1 USD)	-0,7%	-1,9%	6,74	6,70	-0,6%

\* 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 (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)
<b>Cash</b>	<b>15,0</b>	<b>22,3</b>	<b>10,0</b>	<b>16,1</b>	<b>5,0</b>	<b>10,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>
<b>Short-Term debt &amp; MM instrument</b>	<b>25,0</b>	<b>32,7</b>	<b>15,0</b>	<b>21,2</b>	<b>5,0</b>	<b>8,8</b>	<b>0,0</b>	<b>2,4</b>
<b>Fixed Income Long-Term - OECD</b>	<b>30,0</b>	<b>21,0</b>	<b>20,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,0</b>	<b>10,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>
US Gov & Municipals & Agencies		16,8		11,2		8,4		2,8
EU Gov & Municipals & Agencies		1,1		0,7		0,5		0,2
European Peripheral Risk		3,2		2,1		1,6		0,5
<b>Credit (OECD)</b>	<b>20,0</b>	<b>14,0</b>	<b>20,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,0</b>	<b>10,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>
Investment Grade USD		7,0		7,0		5,3		1,8
High Yield Grade USD		3,5		3,5		2,6		0,9
Investment Grade EUR		1,4		1,4		1,1		0,4
High Yield Grade EUR		2,1		2,1		1,6		0,5
<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		1,5		2,3		3,0		4,5
Latam Credit		1,0		1,5		2,0		3,0
Asia Sovereign		1,5		2,3		3,0		4,5
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		2,5		10,0		16,3		25,0
European Equity		2,3		9,0		14,6		22,5
Japan Equity		0,3		1,0		1,6		2,5
<b>Equity Emerging</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>
Asian Equity		0,0		3,6		7,2		7,2
Latam Equity		0,0		1,9		3,9		3,9
<b>Commodities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>
Energy		0,0		0,4		0,9		0,9
Minerals & Metals		0,0		0,4		0,9		0,9
Precious		0,0		0,6		1,2		1,2
Agriculture		0,0		0,3		0,5		0,5
<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>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>
REITs		0,0		0,0		0,8		1,6
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,8		1,6
Market Neutral		0,0		0,0		0,9		1,9
Volatility		0,0		0,0		0,6		1,3
<b>Currency Exposure (European investor perspective)</b>								
EUR		96,0		91,4		87,4		82,8
USD		4,0		8,6		12,6		17,2

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



**David Tomas**  
Spain & Europe: Politics & Equity  
+34 647 44 10 07



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



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



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



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



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



**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.