

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank

Perspectiva estratégica mundial – Mayo de 2019

Análisis corporativo

Mayo de 2019

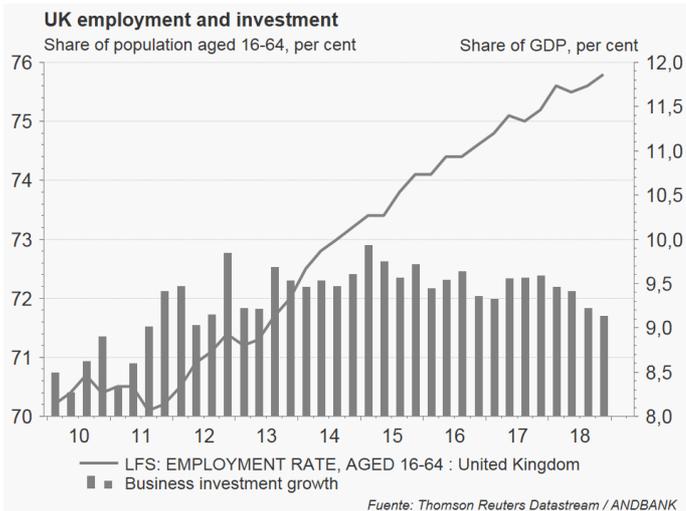
**Incertidumbre sobre el
precio del crudo tras las
nuevas sanciones a Irán**

Alex Fusté
Economista Jefe Global
+34 677 041 058
+376 684 245
alex.fuste@andbank.com

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES

(La actividad, la inversión y el empleo mantienen un ritmo febril en el Reino Unido)



EQUITIES

RENTA VARIABLE

Si bien la «pausa paciente» de la Fed en el proceso de endurecimiento monetario ha sido decisiva para la intensa recuperación de las bolsas y de la deuda corporativa a principios de año, son varios los indicadores que han comenzado a emitir señales que invitan al optimismo, lo que podría prestar un respaldo continuado a los activos de riesgo. Nuestras perspectivas para la renta variable, en síntesis: **EE.UU. (S&P)**: NEUTRAL (sesgo de cautela). Punto medio: 2.800; salida: 3.070. **Europa (Stoxx 600)**: NEUTRAL-POSITIVA. Punto medio: 395; salida: 414. **España (IBEX)**: NEUTRAL-POSITIVA. Objetivo: 9.700. **Japón (N225)**: NEUTRAL (sesgo de cautela). Objetivo: 22.250. **China (Shenzhen)**: NEUTRAL-POSITIVA. Objetivo: 1.857. **India (Sensex)**: POSITIVA. Objetivo: 40.850. **México**: NEUTRAL. **Brasil**: NEUTRAL.

FI

RENTA FIJA

A continuación, una síntesis de nuestras perspectivas para la renta fija. **Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años (UST 10Y)**: NEGATIVA. Punto de entrada: 3%. **Bono alemán (Bund)**: NEGATIVA. Objetivo: 0,35%. **Bono español**: NEGATIVA. Objetivo: 1,35%. **Bono italiano**: POSITIVA. Objetivo: 2,45%. **Bono portugués**: NEGATIVA. Objetivo: 1,65%. **Bono irlandés**: NEUTRAL. Objetivo: 0,65%. **Bonos de ME (Asia)**: POSITIVA (preferencia por: India, Indonesia, Malasia, Filipinas y China). **Bonos de ME (Latinoamérica)**: POSITIVA (preferencia por Brasil en moneda nacional y USD, y México en moneda nacional).



DEUDA CORPORATIVA

Pese a la abundante oferta y a unos datos peores de lo esperado, la frenética búsqueda de rendimientos ha continuado favoreciendo a los diferenciales de los bonos corporativos. Observamos ciertos excesos en el mercado de renta fija privada y pensamos que tras su excelente evolución en los últimos meses, podría registrar algunas tomas de beneficios. Nuestra opinión: **Deuda corporativa en EUR (IG) (iTraxx)**: NEGATIVA, con un diferencial objetivo de 92 pb. **Deuda corporativa en EUR (HY) (Xover)**: NEGATIVA, con diferencial objetivo de 350 pb. En el mercado de deuda corporativa en USD, tanto para los valores con ratings de categoría de inversión (IG) como de alta rentabilidad (HY), los diferenciales continúan reduciéndose al mantenerse la situación técnica muy propicia, gracias a los bajos rendimientos a escala mundial y a la reducida oferta neta de bonos. En los dos últimos trimestres, la oferta neta ha sido menor que en cualquier otro trimestre desde Octubre de 2011. Opinión: **Deuda corporativa en USD (CDX IG)**: NEGATIVA, con diferencial objetivo de 70 pb. **Deuda corporativa en USD (CDX HY)**: NEGATIVA, con diferencial objetivo de 450 pb.



DIVISAS

El posicionamiento global en el dólar volvió a reforzarse durante el mes pasado. Aun sin llegar a niveles extremos, las posiciones especulativas largas netas en el billete verde alcanzan un nivel considerable. Los especuladores financiaron sus posiciones largas en USD por medio de posiciones cortas, principalmente en monedas de países desarrollados del G-10. Mantenemos una perspectiva de prudencia ante el USD frente a una amplia cesta de divisas. Expresamos preferencia por AUD, CAD y BRL, y somos pesimistas respecto a MXN, RUB y JPY.



MATERIAS PRIMAS

La Casa Blanca anunció que no prorrogaría las exenciones de las sanciones impuestas a Irán. La decisión de EE.UU. de no volver a renovar las exenciones de las sanciones a los compradores de crudo iraní amenaza con estrangular la oferta mundial en un mercado que ya está afrontando interrupciones por la vertiente del suministro. Vender crudo WTI por encima de 65 USD/barril.



MACROECONOMÍA

EE.UU.

El BPA del primer trimestre va camino de crecer a una tasa del 2,5%

La Reserva Federal de Estados Unidos

El enfoque paciente adoptado por la Reserva Federal es idóneo, considerando la incertidumbre sobre el bajo nivel de inflación de partida. Nuestro escenario base prevé nuevas tensiones en el mercado de trabajo y un repunte del crecimiento salarial, lo que posiblemente justifique otra subida de tipos de interés por parte de la Fed, pero sería en la parte final del año.

Mercado bursátil estadounidense

Si bien la «pausa» de la Fed en el proceso de endurecimiento monetario ha sido decisiva para la intensa recuperación de las bolsas y de la deuda privada a principios de año, varios indicadores han comenzado a emitir señales que invitan al optimismo en cuanto a la actividad, lo que podría prestar un respaldo continuado a los activos de riesgo. Es evidente que la campaña de presentación de resultados empresariales de este trimestre ayudará a marcar el rumbo del mercado, sobre todo la orientación que se proporcione sobre su dirección. Ante las menguantes estimaciones de estas últimas semanas, el grado de empresas que superen las expectativas será fundamental para mejorar el anclaje de proyecciones, y ello podría sostener una carrera alcista en las bolsas. Los resultados recientemente publicados por algunos de los mayores bancos parecen alentadores y el mes que viene analizaremos detenidamente los informes. Las previsiones de consenso apuntan a una moderación de los márgenes en todos los sectores. A finales de Abril, cerca del 20% de las empresas del S&P 500 había publicado resultados del primer trimestre, y los beneficios estaban batiendo las expectativas en un 6,1%, habiendo superado el 80% de las empresas sus estimaciones de partida. Este dato contrasta con el 5,4% y 71% respectivamente, de los tres últimos años. El BPA va camino de crecer a una tasa del 2,5%, asumiendo una tasa típica de empresas que baten las expectativas en lo que resta de temporada. La volatilidad continúa siendo una amenaza al adentrarnos en las últimas fases del ciclo y, por tanto, reiteramos un nivel de cotización razonable por fundamentales para el índice S&P de 2.800 puntos para finales de año, con un punto de salida (si se alcanzara este año) de 3.070 punto.

Mercados de deuda pública y deuda corporativa de EE.UU.

Por vez primera desde mediados de 2007, el diferencial de rendimiento entre los valores del Tesoro estadounidense a 3 meses y 10 años pasó a estar invertido a primeros de abril. La inversión de este tramo de la curva suele considerarse como preludio de un proceso recesivo, si bien, deberíamos atender al momento en que suelen producirse esas recesiones. En el pasado, el plazo medio hasta una recesión tras la inversión de la curva es de 27 meses. Por tanto, no cabe esperar una recesión hasta dentro de 2,25 años, siempre que se mantuviese la inversión. En la actualidad, estimamos una probabilidad de que se produzca una recesión en el curso de los 12 próximos meses del 20%. Consideramos que la presión bajista sobre los rendimientos a largo está ligada a factores de incertidumbre mundiales como el Brexit y los riesgos de recesión en Europa, así como a la postura restrictiva de la Reserva Federal. Mientras tanto, los tipos de interés estadounidenses parecen haberse asentado en un nuevo rango de valores al moderarse la inquietud por el crecimiento mundial, gracias a la recuperación del indicador ISM industrial, a la mejora de los indicadores PMI chinos, al discurso optimista sobre los avances en la negociación comercial entre EE.UU. y China y a la mayor probabilidad de un desenlace positivo del *brexit*. Los rendimientos de los bonos a 10 años se han estabilizado en torno a 2,50%, rondando los tipos de interés «de equilibrio» (el diferencial entre bonos con rendimientos «reales» y bonos nominales) para el plazo a 10 años el 1,90%. Seguimos pensando que el bono de EE.UU. a 10 años ofrece un punto de entrada atractivo en torno al 3%.

En el mercado de deuda corporativa en USD, tanto para los valores con ratings de categoría de inversión como de alta rentabilidad los diferenciales continúan reduciéndose al mantenerse la situación técnica muy propicia, gracias a los bajos rendimientos a escala mundial y a la reducida oferta neta de bonos. En los dos últimos trimestres, la oferta neta ha sido menor que en cualquier otro desde el tercer trimestre de 2011. Continuamos apreciando excesos en el mercado de deuda corporativa (perspectiva de cautela), por lo que consideramos prudente reducir gradualmente el riesgo.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL-CAUTELA (objetivo: 2.800; salida: 3.070)

Deuda soberana: NEGATIVA (punto de entrada en UST a 10 años: 3%)

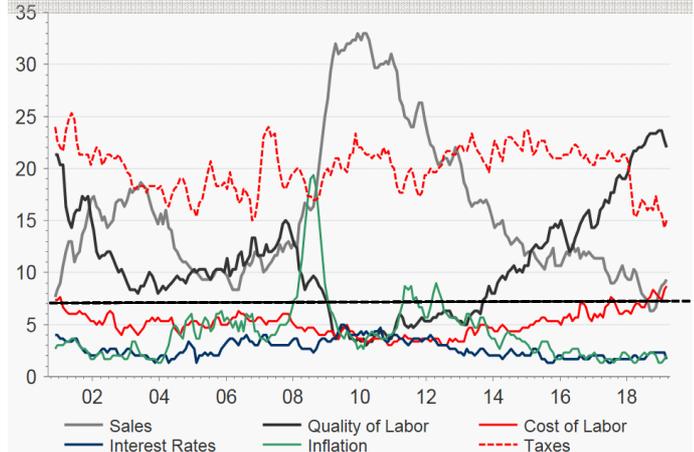
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 70)

Deuda corporativa (CDX HY): NEGATIVA (diferencial objetivo: 450)

Divisas (Índice DXY): NEUTRAL

US BUSINESSES ASSESSMENT (NFIB)

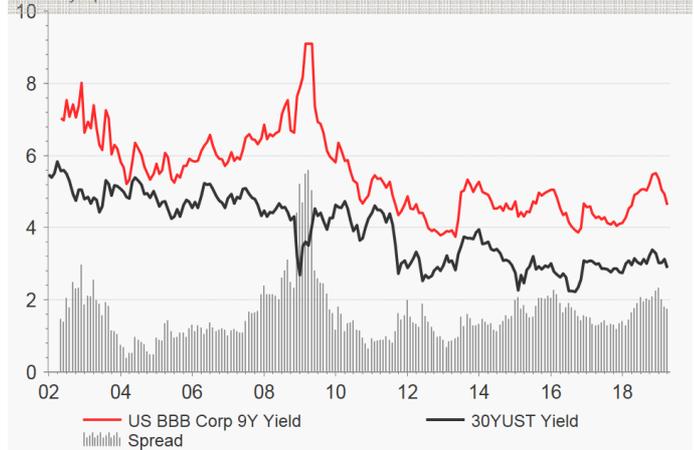
SINGLE MOST IMPORTANT PROBLEM



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

US Corp Bond Yield Vs 30YUST Yield

Key Spread



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

US NAHB housing market index

Index



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



EUROPA

Ni recesión ni tampoco deflación como escenario central

La estabilización industrial podría estar más cerca

Los datos de producción industrial podrían estar a punto de dar un cierto respiro. Esto, unido a las señales favorables del sector servicios, podría acabar con la prolongada fase de revisiones a la baja del crecimiento europeo por parte del BCE. Pese a la caída en marzo del IPC general y de la inflación subyacente (1,3% y 0,8% interanual, respectivamente), las expectativas de inflación han experimentado una leve recuperación respecto sus bajos niveles y las encuestas profesionales señalan unas previsiones a 5 años estables. No parece que el BCE afronte presiones por el lado de los precios.

El BCE, listo para «ajustar todos los instrumentos si es necesario»

El anuncio del nuevo programa TLTRO podría venir seguido de medidas adicionales, como una estructuración en tramos de los tipos de interés de depósito (*depo tiering*). Aunque aún en fase preliminar, este instrumento se analizará en los próximos meses. El *depo tiering* ya lo están aplicando otros bancos centrales (BoJ y SNB) para amortiguar el impacto de los tipos negativos. Esto debería beneficiar a los bancos de los países centrales y semicentrales de la zona euro, que mantienen mayores reservas excedentarias en el BCE. La estructuración en tramos de los tipos de depósito debería considerarse un posible instrumento adicional para el anclaje de expectativas sobre la evolución de los tipos de interés (*forward guidance*). Más bajos, durante más tiempo.

Prórroga flexible del *brexit*

La UE ha concedido una «prórroga flexible», hasta el 31 de octubre, de la fecha de aplicación del artículo 50. Si el Reino Unido no ratifica un acuerdo antes del 23 de mayo, se celebrarán automáticamente en este país las elecciones al Parlamento Europeo. Dado que el Parlamento británico (tan sólo) alcanzó un acuerdo sobre la «salida sin acuerdo», al menos nos quedan dos escenarios: la aprobación del Acuerdo de Salida propuesto por Theresa May, o bien un cambio de estrategia con la revocación del artículo 50. No parece probable un acuerdo entre May y Corbyn faltando tantos meses para la fecha tope. El problema sigue sin estar resuelto, aunque se ha perdido el sentido de urgencia.

Mercado bursátil

Hemos modificado ligeramente nuestros precios objetivo tras mejorar nuestras perspectivas sobre el *brexit* y para reflejar la sensibilización del BCE sobre el perjuicio que su política de tipos de interés negativos puede tener sobre los beneficios de la banca. En el caso del Stoxx Europe 600, estamos elevando el PER hasta 14,7 (desde 14,25), quedando nuestra nueva cotización objetivo para el índice en 395, con punto de salida en 415. Los bancos italianos y españoles podrían verse favorecidos si el BCE mitigase los efectos de los tipos de interés negativos, pues la banca abonó en 2018 alrededor de 7.000 millones de euros en intereses. El principal problema de los bancos no son los niveles de capital, sino la rentabilidad. Están apareciendo noticias en el sector sobre fusiones y adquisiciones (Unicredit, Commerzbank, Deutsche Bank, ING). Las sinergias harían que estas entidades fueran más rentables, al menos a corto plazo.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-POSIT (Objetivo: 395; salida: 415)

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-POSIT (Objetivo : 384; salida: 304)

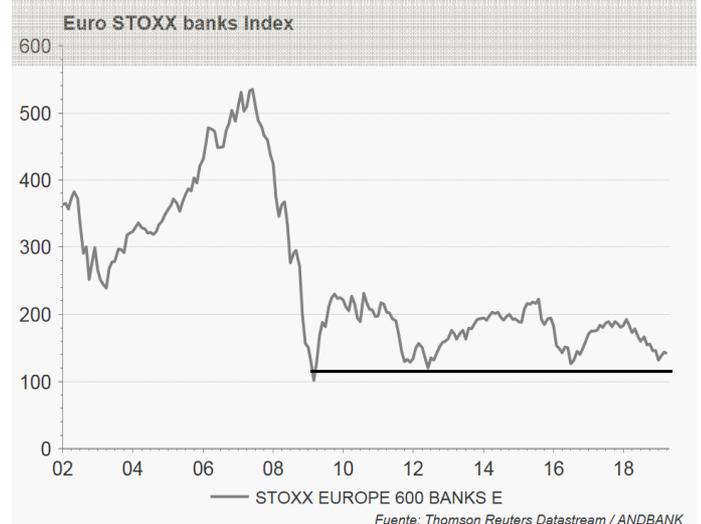
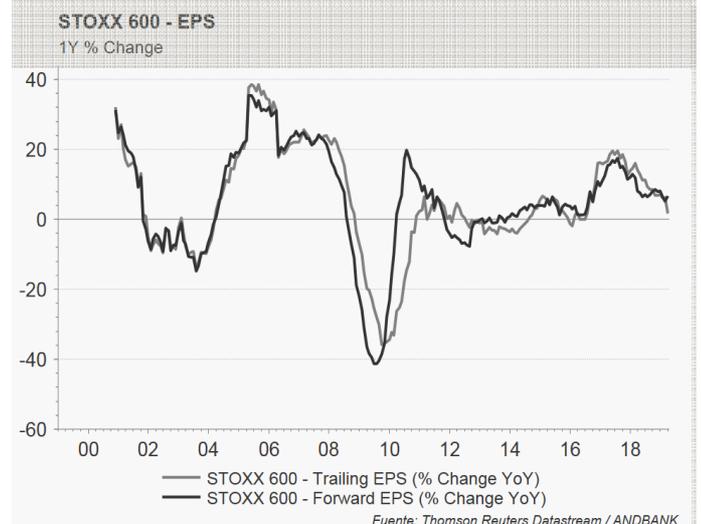
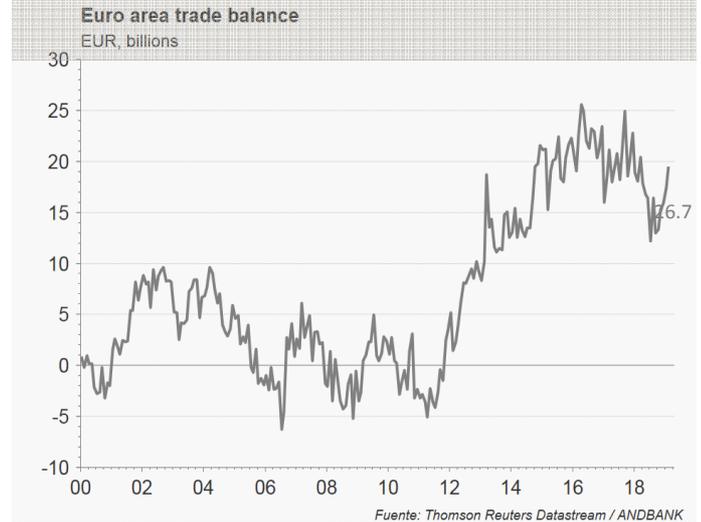
Deuda soberana (P. centrales): NEGATIVA (TIR obj Bund: 0,35%)

Deuda soberana (P. periféricos): NEGATIVA (ES 1,35%, IT 2,45%, PT 1,65%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEGATIVA (diferencial obj: 92)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY) : NEGATIVA (diferencial obj: 350)

Divisas (EUR/USD): NEGATIVA (1,125)





ESPAÑA

Continúa el buen tono de la economía domestica

Persistencia de las mejoras internas

Los datos del primer trimestre confirman el repunte de la actividad interna de la economía española, anotándose en febrero las ventas minoristas un crecimiento anual del 1,6%, superior al de enero. El mercado inmobiliario continúa mejorando en términos tanto de actividad como de precios. La confianza de los consumidores también prosigue su mejoría, lo que nos lleva a mantener el moderado optimismo sobre los agregados de demanda doméstica. Esto, unido al optimismo expresado por el sector industrial (según encuestas recientes) y a un sector exterior que aún muestra una dinámica de gradual mejoría, justifica nuestra confianza en nuestra previsión de crecimiento del PIB en el ejercicio 2019 del 2%-2,1%. El coste del servicio de la deuda en porcentaje del PIB sigue reduciéndose (del 2,8% del PIB en diciembre al 2,3% en marzo). El sector exterior todavía no requiere financiación neta, de modo que, pese al aumento del gasto público, impulsado por las elecciones de este año, mantenemos nuestra previsión de un déficit público del 2,2%.

Gobernabilidad y política fiscal

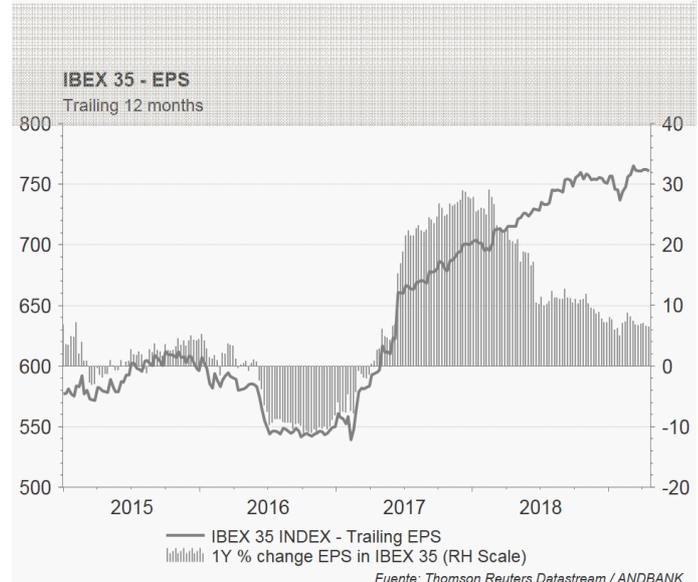
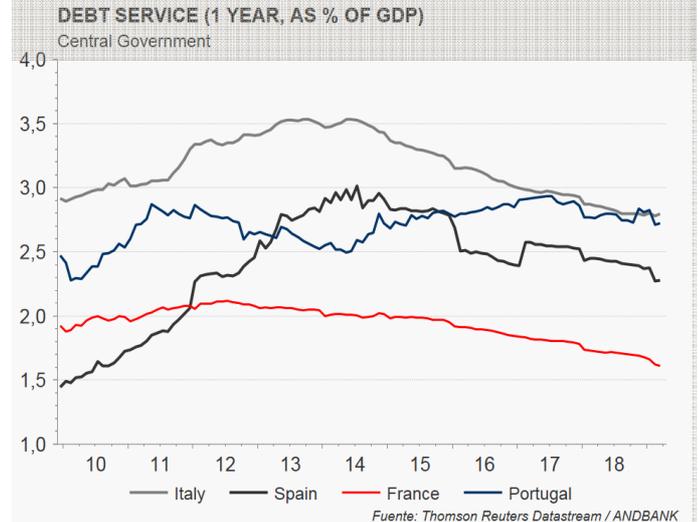
El Partido Socialista puede ahora elegir entre varias opciones para formar un gobierno, ya sea en minoría con acuerdos específicos, hasta la formación de coaliciones de distinta naturaleza. Creemos, por lo tanto, que el escenario de ingobernabilidad se ha alejado. La socialdemocracia española es muy conocida por los mercados internacionales, y podemos decir, al menos, que los mercados de capital no se enfrentan a lo desconocido. En cuanto a las opciones de coalición, la más probable sería una coalición de izquierda votada en una segunda vuelta, si bien la coalición de izquierda y centro derecha (PSOE + C) es también una posibilidad (y más favorable para los mercados), sin embargo, esta opción dependerá de la voluntad de las partes, y parece que hoy hay poca predisposición. Una lectura rápida desde el punto de vista de los mercados, nos lleva a concluir lo siguiente: 1) Tendremos un gobierno estable (algo que no teníamos). 2) En el caso de la coalición de izquierda, aunque los mercados pueden tener una interpretación desfavorable con respecto a la inclusión de Podemos en el gobierno, la verdad es que el programa económico prevaleciente será el del PSOE. Si a esto le sumamos la abrumadora mayoría del PSOE en el Senado, junto con el discurso pro-europeo del nuevo presidente y la supuesta alineación con la doctrina económica impuesta desde Bruselas, nos sentimos relativamente cómodos en cuanto a los riesgos potenciales de un desorden fiscal. No debería haber nervios, pero si el mercado cae, creemos que no debería ser por una razón de extrema desconfianza política.

Bolsas españolas

Tras la subida del IBEX el mes pasado, que llevó este índice general hasta los 9.700 puntos, mantenemos las previsiones. El respaldo del BCE a la banca a través de un nuevo programa TLTRO, una posible estructuración en tramos de los tipos de interés negativos aplicados a los depósitos y la probabilidad de concentración en el sector bancario (las fusiones que se rumorean y afectan a varios importantes bancos de Europa probablemente se materializarán) han llevado al índice cerca de nuestro objetivo. Aunque esto se ha traducido en un aumento del PER medio del mercado, consideramos que es demasiado pronto para elevar nuestras estimaciones de márgenes y de BPA. Aun reconociendo una mejor percepción del riesgo para los bancos (30% del IBEX 35), nos parece que no procede precipitarse elevando la cotización objetivo también a través de un aumento del PER.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): NEUTRAL-POSITIVA (obj.: 9.736; salida: 10.200)
 Deuda soberana: NEGATIVA (objetivo de rendimiento del bono: 1,35%)
 Deuda corporativa (IG): NEGATIVA
 Deuda corporativa (HY): NEGATIVA





JAPÓN

EE.UU. opta por llegar a un acuerdo rápido en materia agrícola con Japón

Negociaciones comerciales

El Ministro de Economía japonés, Toshimitsu Motegi, declaró que en abril no se había llegado a un acuerdo amplio en materia comercial con Estados Unidos. El representante comercial de EE.UU. expresó preocupación por el «abultadísimo» déficit comercial su país con Japón, mientras Tokio afirmaba que rechazaría cualquier petición de establecer contingentes de automóviles o de disposiciones cambiarias, si bien estaba dispuesto a debatir la simplificación de los trámites aduaneros. El Secretario de Agricultura estadounidense, Sonny Perdue, recalzó que «EE.UU. quiere llegar a un acuerdo temporal en materia comercial con Japón, limitado a los productos agrícolas», antes de sellar un acuerdo bilateral formal pleno. Dicho y hecho. Según un informe de Nikkei, EE.UU. aceptó la propuesta de Japón de reducir aranceles en productos agrícolas procedentes de EE.UU. que fueran acordes con el Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP) de EE.UU. con Asia. Aunque algunos miembros del Gobierno de EE.UU. han reclamado recortes más exigentes, los negociadores decidieron dar prioridad a unos resultados rápidos que puedan esgrimirse ante los votantes estadounidenses. También pareció que EE.UU. daba prioridad a la celeridad en las conversaciones sobre los sectores del automóvil y otros bienes industriales, evitando exigencias potencialmente conflictivas como un contingente sobre las exportaciones japonesas de vehículos a EE.UU.

El Banco de Japón va camino de convertirse en el mayor titular de acciones japonesas

El Banco de Japón (BoJ) tenía a finales de marzo más de 28 billones de yenes (250.000 millones de USD) en fondos cotizados (ETFs) en su balance, un 4,7% de la capitalización bursátil total de la primera sección de la Bolsa de Valores de Tokio. Suponiendo que el banco central mantenga su actual objetivo de realizar compras por importe de 6 billones de yenes al año, su cartera de acciones crecerá hasta rondar los 40 billones de yenes a finales de noviembre de 2020. Esta cifra lo situaría por encima de la cartera de acciones que mantiene el Fondo de Inversión de Pensiones Públicas, que supera el 6% de capitalización bursátil de la primera sección de la Bolsa de Tokio. Y, lo que es más importante, a finales de marzo el BoJ se convirtió en el mayor accionista de 23 empresas y figuraba entre los 10 principales accionistas del 49,7% de todas las empresas cotizadas en Tokio. Esta estrategia de hacerse con acciones se explica por la creencia de que, al mantener estable el mercado, el BoJ está apoyando la futura actividad económica de las empresas. El Gobernador del BoJ, Kuroda, declaró que «los altos precios de las acciones definitivamente ejercen un efecto positivo significativo en la economía, alentando la inversión y elevando la confianza del público». Aunque sabemos que es improbable que las compras del BoJ hagan bajar los precios, estamos convencidos de que los efectos indirectos (riesgos de caída) superan claramente al potencial alcista. El programa de compra de activos del BoJ está menoscabando la disciplina del mercado, al recompensar a empresas simplemente por formar parte de los grandes índices de mercado, en lugar de por disponer de estrategias de negocio inteligentes y rentables. Este claro trastorno del correcto funcionamiento del mercado tendrá obligatoriamente que estar reflejándose en alguna parte de los mercados financieros japoneses, y sospechamos que esta mala práctica repercutirá en el valor de la moneda.

Economía

DATOS POSITIVOS. Dato revisado final de crecimiento mensual en febrero de la producción industrial del +0,7%, en contraste con la caída del 2,5% del mes anterior. Aumento mensual de los pedidos de maquinaria industrial en febrero del 1,8%, frente al dato revisado de -5,4% del mes anterior. Variación interanual de la inversión crediticia de la banca en marzo de +2,4% frente a +2,3% del mes anterior. Alza interanual del CGPI (índice de precios de los bienes de equipo) en marzo del +1,3%, en contraste con el dato revisado del +0,9% del mes anterior. **DATOS NEGATIVOS.** Indicador de coyuntura de la encuesta *Economy Watcher* de marzo en 44,8, frente a 47,5 en el mes anterior. Índice de Perspectivas de 48,6 frente al 48,9 del mes anterior. Se prevé que Japón seguirá adelante con la subida prevista para octubre del impuesto sobre las ventas hasta el 10% (desde el 8%), que probablemente sumirá a la economía en una contracción en el cuarto trimestre.

Perspectivas de los mercados financieros

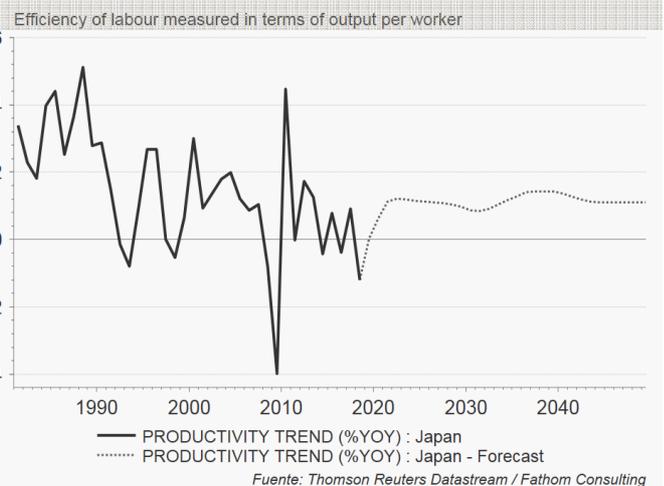
Renta variable (N225): NEUTRAL (precio objetivo: 22.250; salida: 23.300)

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

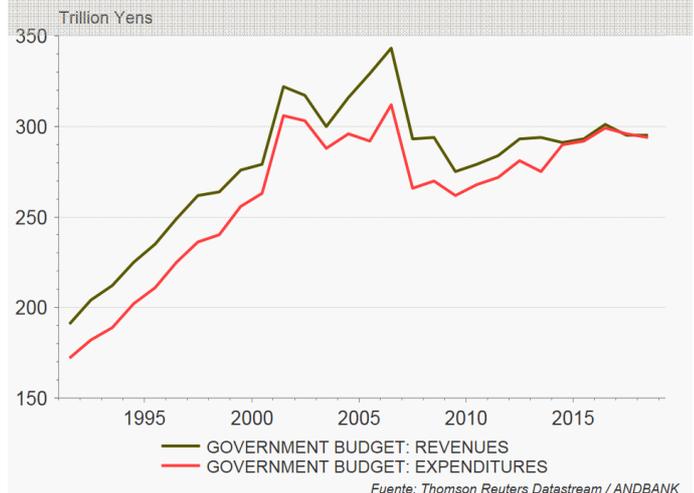
Divisas (USD/JPY): NEGATIVA (objetivo a medio plazo: 114)



JAPAN - LABOUR PRODUCTIVITY GROWTH



JAPAN: BUDGET BALANCE





CHINA

En toda negociación, el último paso es el más complicado.

Negociaciones comerciales. ¿De nuevo tensión comercial?

Hace una semana, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Steven Mnuchin, afirmó que el acuerdo comercial entre EE.UU. y China iría «más allá» de esfuerzos previos por abrir los mercados chinos a las empresas estadounidenses y que confiaba en que las dos partes estuvieran «cerca de la ronda final» de negociaciones. Uno de los puntos clave que ha permitido que las negociaciones avanzasen era que EE.UU. había suavizado recientemente sus exigencias de que China redujera los subsidios estatales al sector industrial. Según negociadores estadounidenses, Washington habría suavizado sus demandas al respecto como condición para llegar a un acuerdo comercial tras la fuerte resistencia opuesta por Pekín, lo que supondría una cesión en un punto central de las negociaciones. EE.UU. se ha resignado a obtener menos de lo que querría en contener los subsidios para facilitar un acuerdo que satisfaga los objetivos de Washington en lo que respecta a transferencias forzadas de tecnología, protección de la propiedad intelectual y ampliación del acceso a los mercados de China. En línea con esta inclinación «armoniosa» entre los dos países, China está considerando una petición de EE.UU. de transferir algunos aranceles sobre productos agrícolas clave a otros productos, al objeto de aumentar el predicamento de la administración Trump entre los agricultores de cara a las elecciones presidenciales de 2020. EE.UU. ansía este cambio, ya que no planea eliminar sus propios aranceles por importe de 50.000 millones de dólares de importaciones chinas, incluso si las dos partes lograsen un acuerdo para poner fin a la guerra comercial. Según el WSJ, en el marco de un posible acuerdo comercial, EE.UU. y China acordaron medidas que requerirían mayor divulgación de medidas económicas como forma de disuadir a Beijing de manipular el tipo de cambio de su moneda. Si bien la manipulación de la moneda ya está prohibida por directrices de organizaciones internacionales como el G-20, estas carecen de mecanismos ejecutivos. Por lo que respecta a este punto, el de los mecanismos para exigir el cumplimiento, el secretario del Tesoro Steven Mnuchin manifestó en reuniones del FMI que EE.UU. se expone a «repercusiones» si incumpliese sus compromisos en un eventual acuerdo comercial con China, reconociendo que el mecanismo de ejecución opera en ambos sentidos.

Quizás el reflejo más claro de todos estos avances es que las tenencias chinas de bonos estadounidenses aumentaron en febrero en 4.200 millones de USD, ascendiendo a 1,13 billones de USD, y marcando con ello su tercer aumento mensual consecutivo.

Economía: la actividad se mantuvo «estable en líneas generales»

Según datos de la Asociación de Fabricantes de Automóviles de China (CAAM), las ventas de automóviles chinos se contrajeron un 5,2% interanual en marzo, situándose en 2,52 millones de unidades, y marcando así su novena disminución consecutiva, bien que la menor desde agosto de 2018. Un representante de la CAAM se mostró optimista ante el apoyo que suponen los recientes recortes del IVA y confiado en ver un punto de inflexión alrededor de julio o agosto. Según el diario Xinhua, la economía china se mantuvo «estable en líneas generales» y el mercado de valores «dio muestras de haber tocado fondo y de empezar a recuperarse». El diario agregó que China continuará implementando una política monetaria prudente y una política fiscal proactiva este año.

Políticas: seguirá impulsándose la apertura del sector financiero

El vicegovernador del banco central de China (PBOC), Chen Yulu, declaró que el país seguirá impulsando la apertura de su sector financiero «de manera sistémica a nivel institucional». Yulu añadió que el gobierno está trabajando para dispensar a las instituciones financieras chinas y a fondos extranjeros «el mismo trato, operando de manera más transparente y ajustada a las mejores prácticas internacionales». En cuanto al tipo de cambio, reiteró el compromiso de China de mejorar su mecanismo cambiario y de mantener el cambio del RMB en línea con los valores fundamentales en un nivel de equilibrio adaptativo.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice Shanghái): NEUTRAL (obj.: 3.460; salida: 3.529)
 Renta variable (índice Shenzhén): NEUT-POSIT (obj.: 1.857; salida: 1.950)
 Deuda soberana: POSITIVA (objetivo de rendimiento: 2,75%)
 Divisas (CNY/USD): NEUTRAL-POSITIVA (objetivo: 6,70)

Fathom China Momentum Indicator 2.0 and GDP

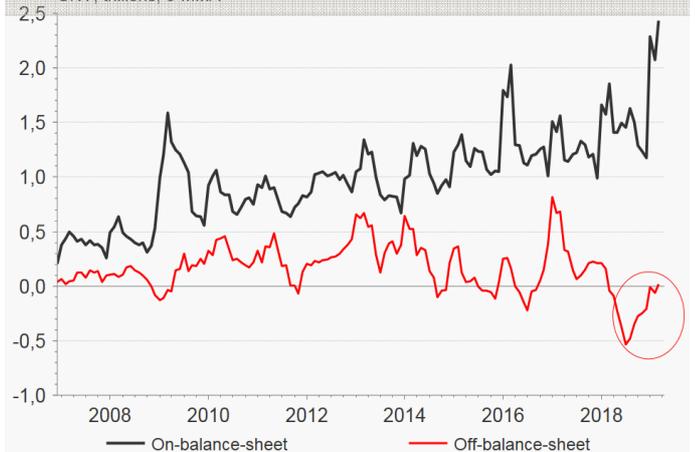
Four-quarter percentage changes



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

China net new total social financing

CNY, trillions, 3-MMA



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

China price/earnings, Datastream index

Ratio



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



INDIA

Arranca el mayor ejercicio democrático del mundo (que durará hasta el 19 de mayo)

Elecciones

Las expectativas de que Modi (quien anteriormente fue comerciante de té) pueda ganar un segundo mandato han aumentado en las últimas semanas. Las dudas previas se debieron al flojo desempeño de su partido a finales del año pasado en las elecciones en tres estados. Sin embargo, la confianza ha cambiado después de que la India lanzase ataques aéreos contra Pakistán como represalia por un atentado mortal con coche-bomba, ya que los votantes parecen responder a la táctica de Modi de presentarse como un hombre fuerte. El mercado apuesta por una victoria de Modi en coalición, en contraste con las elecciones de 2014, en las que su partido (BJP) obtuvo la primera mayoría absoluta en tres décadas. Si el BJP repitiese su éxito anterior, las acciones continuarían su recorrido al alza.

El crecimiento repuntará hasta el 7,3% en 2019 y el 7,5% en 2020

Según el informe *Perspectivas de la Economía Mundial (WEO)* del IMF, la India crecerá un 7,3% en 2019 y un 7,5% en 2020, manteniéndose como la economía principal que más crece del mundo. En 2018 la tasa de crecimiento de la India fue del 7,1%, frente al 6,6% de China. De cara al futuro, el crecimiento indio previsiblemente se estabilizará a medio plazo en el 7% gracias a la continua implementación de reformas estructurales y a la reducción de cuellos de botella en las infraestructuras. Sin embargo, el informe también destacó que es preciso proseguir la consolidación fiscal para reducir la deuda pública y materializar las perspectivas de crecimiento económico. «En el corto plazo el crecimiento podría apoyarse en la mayor recaudación del impuesto sobre bienes y servicios y en las importantes medidas adoptadas para sanear los balances del sector financiero, sobre todo en la amortización acelerada de activos improductivos en un marco concursal simplificado».

«Vamos camino de tener un PIB de 5 billones de USD en 2024»

Al presentar los Presupuestos para el ejercicio 2019-20, el Ministro de Finanzas, Piyush Goyal, afirmó que los últimos cinco años, que estuvieron presididos por Narendra Modi como Primer Ministro, fueron testigos de una serie de reformas estructurales de vanguardia que sentaron las bases para varias décadas de alto crecimiento. Goyal también señaló que la India va camino de convertirse en una economía de 5 billones de USD en los próximos cinco años y que aspira a tener, 8 años más tarde, un PIB nominal de 10 billones. En los últimos cinco años todo el mundo ha tenido a la India por una economía aventajada en el panorama global. Los datos del FMI muestran que India es la economía principal que más crece del mundo, habiéndose incrementado su PIB en los últimos cinco años más que bajo ningún otro gobierno anterior. Ha pasado de ser la undécima economía del mundo en 2013-14 a ser la sexta mayor en la actualidad. Lo que es más importante, el gobierno, además de lograr esa alta tasa de crecimiento, contuvo la inflación por debajo del 10% y restableció el equilibrio fiscal.

La producción en masa de iPhones se hará en India, no en China

Terry Gou, presidente de Foxconn, indicó que este año empezará la producción de iPhones en masa en la India. Se trata de un cambio importante para el mayor ensamblador de móviles de Apple, que durante mucho tiempo ha concentrado este proceso en China. Apple lleva varios años montando modelos anteriores en una planta en Bangalore, que ahora también ensamblará los últimos modelos. Según Foxconn, está lista para iniciar la producción piloto de iPhones, antes de que comience el ensamblaje a gran escala en su fábrica de Chennai (ciudad del sur de la India). ¿Por qué ahora? Apple ha estado perdiendo cuota de mercado frente a competidores locales como Huawei y Xiaomi y, además, la legislación india permitirá a la empresa californiana evitar aranceles de importación del 20%.

Perspectivas de los mercados financieros

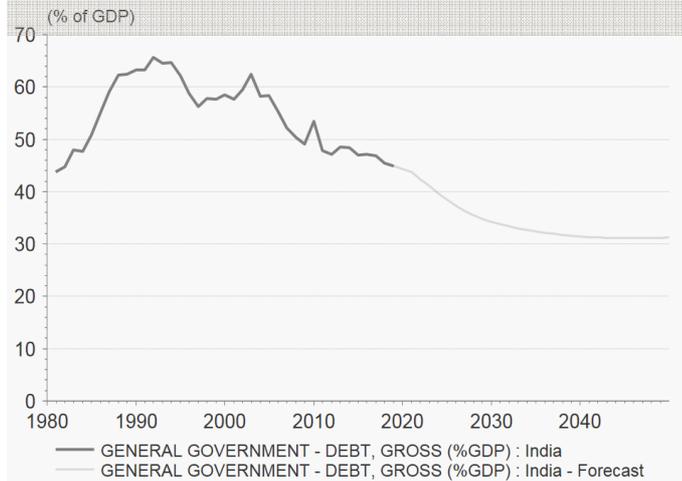
Renta variable (índice SENSEX): POSITIVA (objetivo: 40.850; salida: 42.885)

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

Deuda corporativa: POSITIVA

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

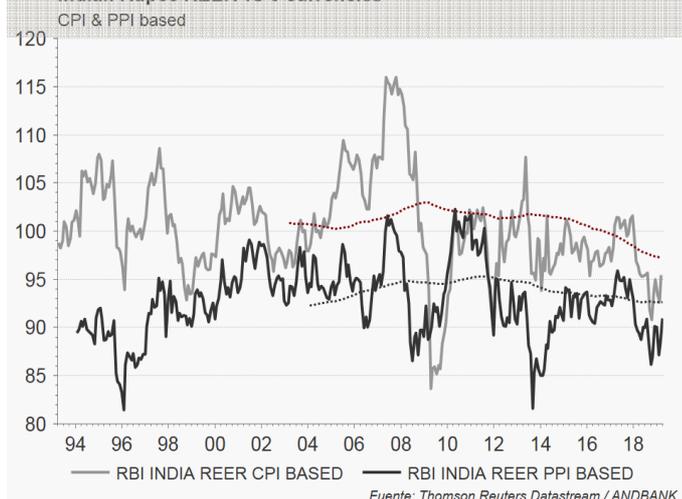
INDIA - GENERAL GOVERNMENT DEBT



India CPI



Indian Rupee REER vs 6 currencies





ISRAEL

El mercado de valores israelí ha digerido bien la desaceleración económica

Política

En Israel estos últimos meses se han caracterizado por la incertidumbre política, que afectó a los mercados de capitales. Las elecciones parlamentarias en Israel se celebraron el 9 de abril y, con los resultados en la mano, el actual primer ministro Benjamín Netanyahu previsiblemente mantendrá el cargo y presidirá el próximo gobierno. El ministro de Finanzas entrante tendrá que lidiar con el déficit que ha dejado el gobierno anterior y reducirlo.

Banco central, política monetaria y perspectivas de crecimiento

Tras la desaceleración mundial, el Banco de Israel redujo su previsión de crecimiento para el próximo año al 3,5% y dejó el tipo de interés oficial en su nivel actual del 0,25%. La reciente apreciación del shekel ha puesto difícil a su Comité Monetario elevar el tipo de interés. El FMI redujo su previsión de crecimiento para 2019 y 2020 más incluso que el Banco de Israel, al 3,3%, y estimó que el desempleo alcanzaría el 3,9%-4%, con un buen anclaje de las expectativas de inflación situado en 0,9% para este año. La pérdida de fuelle de los indicadores del sector empresarial el mes pasado avaló la tesis de que la economía seguirá desacelerándose.

Valoración rápida de los mercados de capitales israelíes

Renta variable. La temporada de presentación de informes financieros de las empresas cotizadas en el mercado de valores israelí terminó justo antes de las elecciones parlamentarias. La mayoría de ellas, especialmente las pequeñas y medianas, anunciaron buenos resultados y un crecimiento continuado. El índice de empresas de mediana capitalización bursátil (TLV 90) se ha revalorizado un 12,6% desde comienzos de año, frente a una subida de tan solo 8,1% del índice TLV 35 de empresas de gran capitalización.

En el índice TLV 90 de empresas de mediana capitalización bursátil se incluyen numerosas sociedades inmobiliarias que se benefician del entorno de tipos de interés bajos. Otras empresas del TLV 90 son compañías de alta tecnología con doble mercado de cotización, cuyas acciones se negocian asimismo en bolsas estadounidenses. Estas compañías tecnológicas, cuya evolución guarda una elevada correlación con el índice Nasdaq, muestran un crecimiento del BPA y unos múltiplos PER superiores ambos al 10%. Con todo, son numerosas las empresas israelíes que cotizan en el TLV 90 cuyo PER es de 8-9 veces.

El índice TLV 35 de empresas de gran capitalización bursátil cotiza (a fecha de 21 de abril) a su PER medio de largo plazo de 14,2x, con un crecimiento medio del beneficio neto en 2018 de +10,2%.

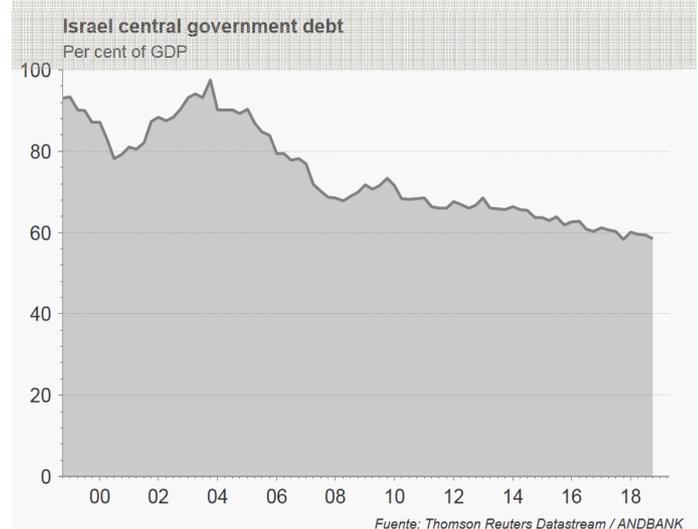
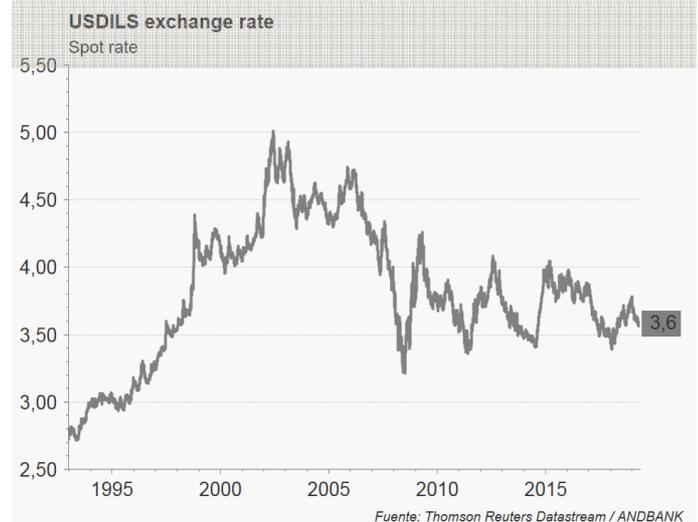
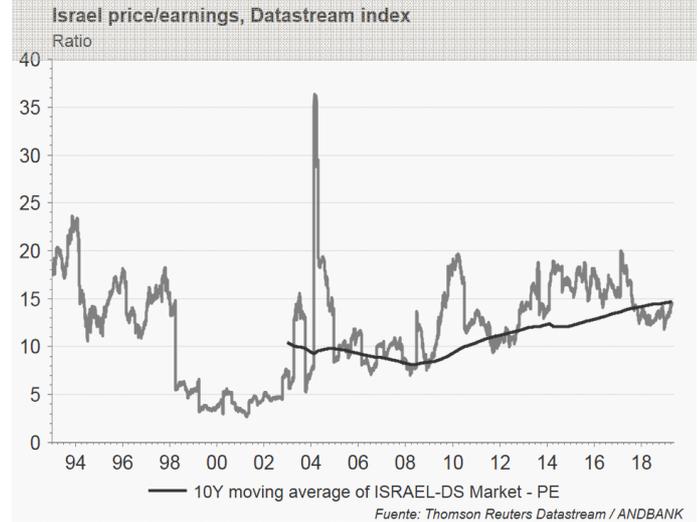
Renta fija. El mercado de bonos israelí reaccionó al alza de los tipos de interés que pagan los bonos en Estados Unidos como se esperaba, con un aumento del rendimiento. El aumento de los precios del petróleo, y de otros productos básicos y materias primas que tienen un fuerte efecto en el IPC israelí, suscitó renovada inquietud por una posible alza de los tipos. El rendimiento de un bono con vencimiento a corto plazo, como el bono a 2 años, puede rondar el 0,55%, mientras que el bono a 10 años, de vencimiento más largo, puede rendir cerca del 2%. El índice israelí del segmento de deuda corporativa con categoría de grado de inversión (Tel-Bond60) cotiza con un diferencial de apenas 1,07 p.p. respecto a los mínimos de los últimos seis años. Su índice homólogo de deuda con categoría de alto rendimiento (Tel-Bond-Tsuot) cotiza con un diferencial de 312 pb (tan solo un 1,5% por encima de su mínimo histórico).

Divisa. Desde comienzos de 2019 el shekel israelí se ha apreciado casi un 6% frente al euro.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL (a valor razonable)

Deuda soberana (bono a 10 años): CARA





MÉXICO

A diferencia de en las acciones, aún vemos potencial alcista en instrumentos de deuda

Riesgo político

Los indicadores de incertidumbre se han deteriorado a nivel nacional en los primeros meses del año, lo que ha llevado a la sociedad a empezar a cuestionar la solvencia y las capacidades del nuevo gobierno. El lunes 29 de abril arranca la construcción del nuevo aeropuerto de Santa Lucía tras haberse cancelado la del aeropuerto de Texcoco.

Coyuntura económica

Las cifras de inversión, producción industrial y ventas de grandes almacenes y tiendas de autoservicio en México siguen cayendo. La inversión se contrajo más del 6% a finales de 2018. Con todo, la producción industrial logró recuperarse ligeramente en diciembre, conteniendo de ese modo tres meses consecutivos de ralentización. La inflación en México en la primera quincena de abril rondó el 4,4%, rompiendo nuevamente el rango superior del objetivo a largo plazo del Banco de México (Banxico). La inflación subyacente, por su parte, alcanzó el 3,94%, superando también con ello las previsiones de los analistas.

Finanzas públicas (ejecución presupuestaria de febrero)

Los ingresos fiscales siguen por debajo de lo presupuestado, aunque mostraron una mejoría al ir disminuyendo el uso de petroleros. La recaudación por IVA, en concreto, se redujo de la mano de la desaceleración de la economía doméstica. También el gasto público fue inferior al presupuestado, en particular en el caso de los gastos planificados. Cabe señalar que la inversión acumulada se redujo un 5,8% interanual en febrero, habiéndose registrado cifras sorprendentemente positivas en la primera parte del año.

El déficit presupuestario total ascendió a 27.626 millones de pesos (menor de lo esperado), mientras que el saldo presupuestario primario registró superávit.

Banco central y política monetaria

Banxico mantuvo sin cambios su tasa de referencia después de haber revisado su perspectiva sobre las futuras decisiones de la Fed, así como tras recientes revisiones a la baja en las estimaciones de crecimiento e inflación para el año. La posibilidad de que Banxico continúe elevando su tasa es prácticamente inexistente. De hecho, han aumentado las expectativas de que pueda reducirla hacia final del año (50% de probabilidad).

Confianza de los inversores en los activos mexicanos

Renta variable. Los mercados de acciones tendieron al alza (+11,72% el Índice IPC y 18% los principales índices bursátiles de EE.UU.), pero persisten riesgos tanto internos como externos. En particular, la posibilidad de una desaceleración económica significa que conviene seleccionar acciones defensivas. También existe el riesgo inherente a la incertidumbre sobre los objetivos del presidente AMLO, así como la posibilidad de revisiones al T-MEC. Nuestra estimación de valor razonable del Índice IPC para el conjunto de 2019 es de 44.000 puntos, con una cotización de salida en 46.200.

Renta fija. Mantenemos una perspectiva neutral-positiva, considerando los movimientos a la baja a lo largo de toda la curva de referencia gracias a la entrada de capitales asociados a la actividad de arbitraje sobre tipos de interés y tipos de cambio (*carry trade*). El bono soberano con vencimiento a 10 años en MXN (M10) cotiza con un diferencial superior a 500 pb sobre el rendimiento de su homólogo del Tesoro estadounidense (UST10), siendo nuestro objetivo para dicho diferencial de 475 pb. Dado el contexto local, persiste el riesgo de que los problemas de Pemex afecten a la deuda soberana de México, lo que podría ejercer presiones sobre sus mercados de deuda pública y deuda corporativa. En el caso del diferencial con la deuda mexicana denominada en USD, nuestra previsión es que su nivel se mantendrá sin cambios en 175 pb.

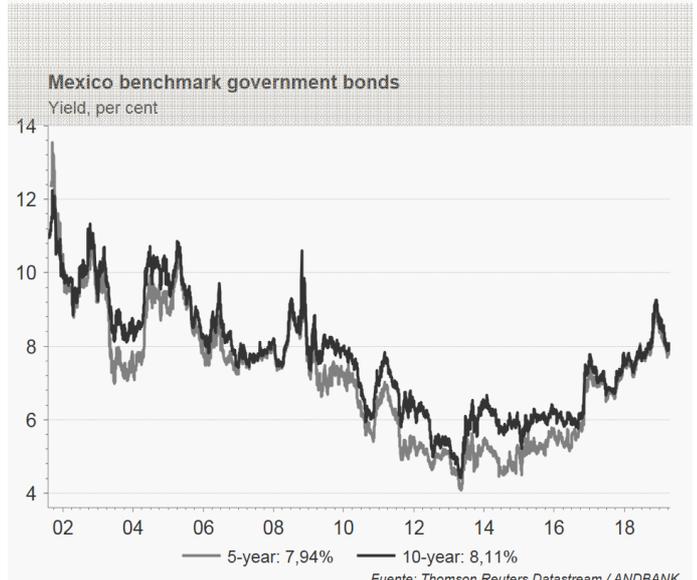
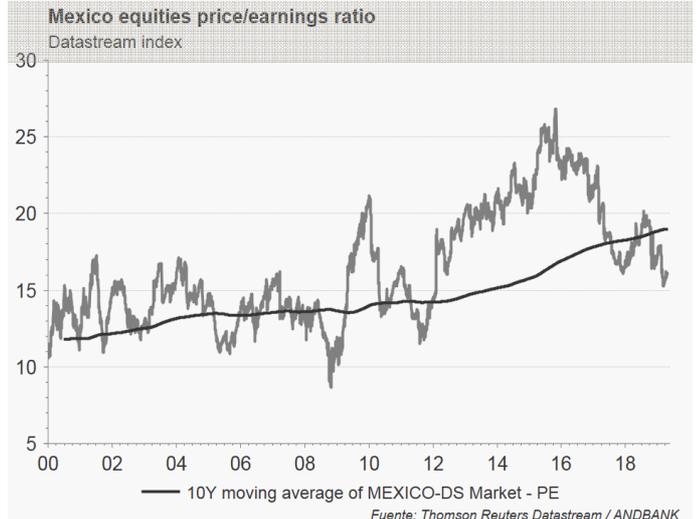
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): NEGATIVA (objetivo: 44.000; salida: 46.200)

Deuda soberana en MXN: NEUTRAL-POSITIVA (dif. obj.: 475; obj. rto.: 7,75%)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL (diferencial obj.: 175, obj. rto.: 4,75%)

Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 20,00)





BRASIL

La reforma de las pensiones se enfrenta a una resistencia política, como se esperaba

Política: confusión en el frente político

Las últimas semanas han sido confusas en el frente político. No está claro que el gobierno de Bolsonaro logre alcanzar, con su «nueva política», las reformas constitucionales que necesita, y se ha elevado la incertidumbre sobre el alcance del ahorro que podría lograrse con la aplicación de la reforma de las pensiones. El gobierno se las ve y se las desea para que sus reformas se tramiten en el Comité de Asuntos Constitucionales y Jurídicos (CCJ), primer requisito de cara a acometer cualquier enmienda constitucional. El Comité se limita a aspectos procedimentales, por lo que se considera una etapa más sencilla de superar que las posteriores del proceso de reforma. La falta de coordinación dentro de la base del gobierno en el Congreso está permitiendo a la oposición retrasar la aprobación del CCJ, que esperamos se obtenga a finales de abril. El proyecto de ley se remitirá a continuación al Comité Especial, donde se esperan algunos retoques. Estimamos que los ahorros rondarán los 700.000 millones de BRL al final del proceso (unos 180.000 millones de USD, o cerca del 9% del PIB).

El enfoque seguido por Jair Bolsonaro en sus negociaciones con el Congreso difiere del de presidentes anteriores: no se basa en dar a los aliados cargos en el Ejecutivo, sino en negociar intereses comunes con grupos específicos del Congreso. El éxito de esta «nueva política» está por ver y probablemente provocará mayor volatilidad en los mercados. Sin embargo, es indicativo de que habrá menos incentivos para la corrupción y un enfoque más republicano del debate político.

Economía: los economistas revisan a la baja su previsión de PIB

Las últimas cifras económicas no fueron alentadoras. El índice IBC-Br, indicador de actividad económica elaborado por el Banco central, se situó en febrero en -0,73%, bien por debajo de las expectativas del mercado de -0,25%. Los datos del sector servicios y de comercio minorista fueron los principales detractores este mes. La recuperación del mercado laboral, más débil de lo esperado, está deprimiendo el consumo de los hogares, al tiempo que los salarios aumentan más despacio de lo previsto. Aun así, los precios se ha acelerado en los últimos dos meses, principalmente por efecto del encarecimiento de transporte y de alimentos (estos últimos subieron un 8,71% interanual, frente a un índice IPCA del 4,58% interanual en marzo).

El Banco central ha señalado que, tras las últimas cifras de inflación, esperará a tener más datos antes de decidir si seguirá o no reduciendo la tasa Selic. Las previsiones de crecimiento del PIB se han ajustado a la baja. Según el *Boletim Focus* del Banco central, la previsión media del mercado de crecimiento del PIB en 2019 es ahora de 1,71% (habiéndose reducido, por tanto, desde alrededor de 2,50% a principios de año).

Los bancos han reducido la inversión crediticia en los últimos años, mientras digerían los efectos de la recesión sobre sus balances, y se disponen de nuevo a prestar. Tras la severa recesión de 2015-2016, las empresas redujeron el apalancamiento y se posicionaron para sacar todo el partido de la recuperación económica mediante el apalancamiento operativo y financiero. A diferencia de otros países con mercados emergentes, Brasil mantuvo una vulnerabilidad externa mínima, con un bajo déficit por cuenta corriente previsto, voluminosas entradas de IED, reservas de divisas y deuda pública externa neta negativa.

Perspectivas de los mercados financieros

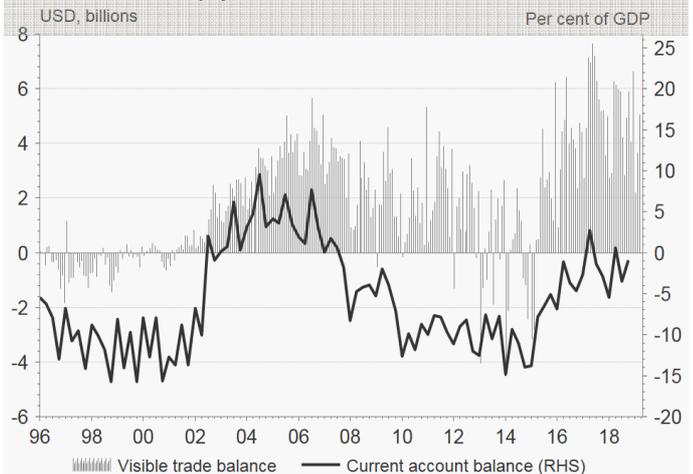
Renta variable (IBOVESPA): NEUTRAL (objetivo 94.200; salida: 103.600)

Deuda soberana en BRL: POSITIVA (dif. obj.: 550 pb, obj. rto.: 8,5%)

Deuda soberana en USD: POSITIVA (dif. obj.: 150 pb, obj. rto.: 4,5%)

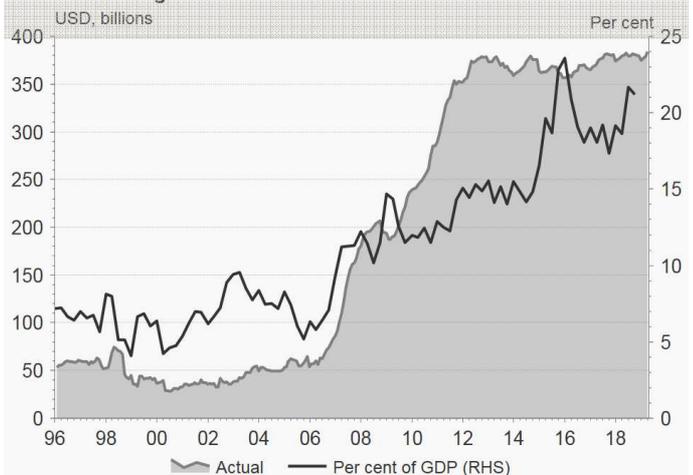
Divisas (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 3,75)

Brazil balance of payments



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil foreign reserves



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil domestic credit to private sector



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



ARGENTINA

Dándolo todo por la reelección

Una vez más las cifras de inflación fueron decepcionantes. Los precios subieron un 4,7% mensual en marzo (frente al 3,8% en febrero y 4,05% previsto), lo que se traduce en un dato interanual de +54,7%. Las fluctuaciones estacionales fueron el factor más significativo, registrando educación y vestido las mayores alzas (17,9% y 6,6%, respectivamente). El mismo día en que se publicaron las cifras de inflación, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) anunció modificaciones en su marco cambiario: eliminará los ajustes diarios en la «zona de no intervención» (ZNI) (cuyas bandas superior e inferior están ahora fijadas en 39,755 y 51,448), con el compromiso de no comprar dólares antes del 30 de junio si el peso se situase por debajo de la ZNI.

Nuevo paquete de medidas económicas y sociales

Al día siguiente, el gobierno anunció varias medidas: a) pautas para «congelar» durante 6 meses los precios de 60 artículos, en su mayoría alimentos y bebidas (basándose en una iniciativa introducida durante los regímenes de Kirchner); b) las tarifas de electricidad, gas y transporte no se incrementarán en el segundo semestre del año; c) aumento del préstamo a jubilados y a beneficiarios de la seguridad social; d) medidas de apoyo a las PYME (determinadas exenciones de impuestos a la exportación). Algunas de estas medidas, en concreto a) y c), no es previsible que tengan efectos económicos significativos, dirigiéndose más bien a mejorar el grado de satisfacción popular con el gobierno. Por otro lado, la congelación de tarifas tendrá un coste de 9.000 millones de ARS (214 millones de USD), esperándose que reduzca la inflación en el cuarto trimestre de 2019 en 1-1,5 p.p. El gobierno está recurriendo a todo el arsenal de que aún dispone, aplicando parches a corto plazo que posponen el ajuste al próximo año con la esperanza de que la reelección alivie algunas presiones, por ejemplo sobre el tipo de cambio, y termine reduciendo el riesgo-país significativamente.

El riesgo-país se dispara y la carrera electoral se complica

El riesgo-país se ha situado en 851, su nivel más alto desde 2014. Además, las últimas encuestas reflejan mayor apoyo a Cristina Fernández de Kirchner (CFK) (entre 35,9% y 39,8%), mientras que las intenciones de voto de Macri estarían entre 28,8% y 31,2%. Lavagna, en tercera posición con alrededor del 16,5%, iría ganando terreno a los otros dos candidatos si los comicios acabasen en una segunda ronda (balotaje). CFK y Macri estarían empatados, con poca diferencia en caso de balotaje. Un decreto presidencial prohibió las listas de partidos con candidaturas múltiples («listas colectoras»), un instrumento que los peronistas buscaban utilizar en la provincia de Buenos Aires en particular.

Mejoría de algunas cifras de actividad

La producción industrial cayó en febrero un 8,5% interanual (frente al dato de -10,8% interanual de enero), pero creció un 2,4% en el mes. Lo mismo sucedió con el índice de actividad de la construcción, que en febrero cayó un 5,3% interanual (frente al -15,7% interanual en enero) pero creció un 8,3% en el mes, el segundo incremento mensual consecutivo y el mayor desde marzo de 2017. En su informe de Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de marzo, el BCRA revisó al alza su previsión de crecimiento del PIB para 2019 de -1,3% a -1,2%, lo contrario que hizo para 2020, año para el que redujo el crecimiento previsto de +2,5% a +2,4%.

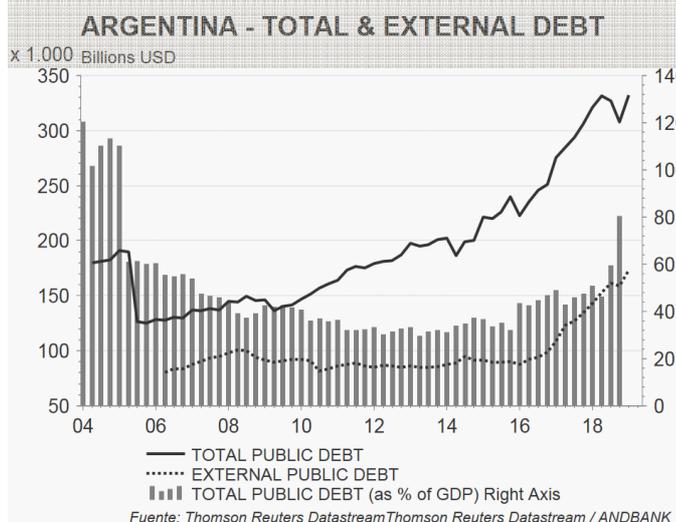
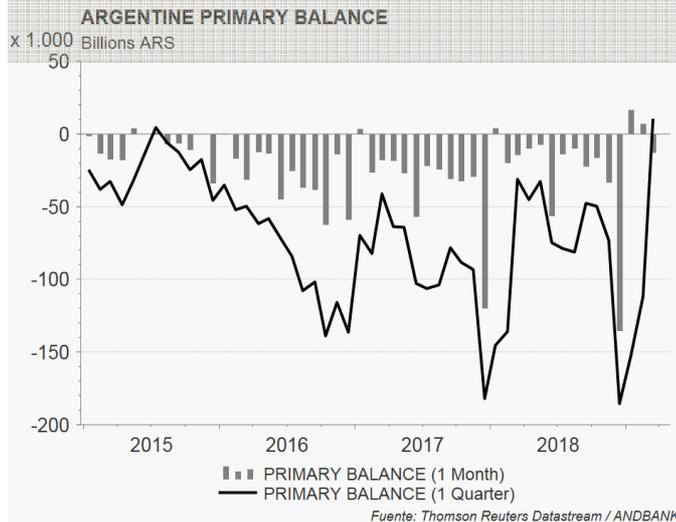
Dinámica del tipo de cambio

El BCRA inició el 15 de abril subastas diarias de hasta 60 millones de USD en nombre del Tesoro. Además, las exportaciones agrícolas comenzaron a llegar al mercado en cantidades significativas. Esto, unido a un menor riesgo de fugas de capital, cambios en el marco cambiario y contracción de la liquidez en ARS, son factores que apuntalan al ARS. Ahora bien, a medida que nos acerquemos a las elecciones, la demanda de USD previsiblemente aumentará y, habida cuenta de la menor capacidad del BCRA para intervenir ahora en los mercados de divisas, tiene sentido que el último REM muestre un tipo de cambio esperado de 50 pesos por dólar para diciembre de 2019.

Perspectivas de los mercados financieros

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL-POSITIVA (obj. rto.: 9,50%)

Divisas (USD/ARS): NEGATIVA (objetivo para final de 2019: 47)





RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Andbank's	Sales	Projected	EPS	EPS Growth	Current PE ltm	Dec 2019 PE ltm	INDEX CURRENT PRICE	2019	2019	2018
	Sales growth	per Share	Net Margin						2019	E[Perf] to	
	2019	2019	2019	2019	2019	EPS 2018	EPS 2019		(Fundam range)	Centr. Point	Point
USA S&P 500	5,5%	1.419	11,9%	168	2,7%	17,96	16,60	2.943	2.794	-5,1%	3.073
Europe - Stoxx Europe 600	5,3%	322	8,3%	27	3,1%	14,99	14,70	390	395	1,1%	414
Euro Zone - Euro Stoxx	3,4%	354	7,5%	27	2,3%	14,76	14,50	382	384	0,5%	404
Spain IBEX 35	3,5%	8.242	9,5%	779	3,5%	12,68	12,50	9.537	9.736	2,1%	10.223
Mexico IPC GRAL	6,7%	37.453	7,9%	2.975	1,0%	15,27	14,80	44.957	44.035	-2,1%	46.237
Brazil BOVESPA	7,1%	66.644	10,6%	7.080	8,1%	14,74	13,30	96.547	94.167	-2,5%	103.583
Japan NIKKEI 225	5,6%	22.928	6,3%	1.445	3,1%	15,39	15,40	21.557	22.250	3,2%	23.362
China SSE Comp.	8,0%	2.972	9,3%	277	12,2%	12,47	12,50	3.078	3.460	12,4%	3.529
China Shenzhen Comp	8,2%	1.603	6,3%	100	14,6%	18,67	18,50	1.637	1.857	13,5%	1.950
Hong Kong HANG SENG	3,0%	12.535	15,2%	1.905	5,4%	16,44	16,00	29.699	30.481	2,6%	32.005
India SENSEX	10,1%	18.808	10,9%	2.042	16,6%	22,28	20,00	39.032	40.843	4,6%	42.885
Vietnam VN Index	8,4%	690	9,0%	62	10,8%	17,43	17,00	980	1.059	8,1%	1.112
MSCI EM ASIA	7,3%	488	9,7%	47	12,6%	13,09	11,60	550	548	-0,2%	576

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

FLUJOS INTERNACIONALES (mensuales)
Por Clase de activo y por Regiones

FLAWS BY ASSET TYPE - AS OF 03/31/2019

1D 1W 1M 1Y

NORTH AMERICA

Asset Type	Flow \$B
Bond	41.35
Equity	2.23
Mixed Assets	0.64
Other	-3.94
Money Market	-12.53

EUROPE

Asset Type	Flow \$B
Bond	47.47
Money Market	-1.44
Other	-2.74
Mixed Assets	-7.01
Equity	-25.39

ASIA

Asset Type	Flow \$B
Equity	4.42
Bond	0.28
Mixed Assets	-0.03
Other	-0.12
Money Market	-22.24

GLOBAL

Asset Type	Flow \$B
Bond	96.88
Mixed Assets	18.63
Equity	-21.57
Money Market	-49.58
Other	-56.42

© 2015 Thomson Reuters. All Rights Reserved

ANÁLISIS TÉCNICO
Escenario de tendencia.
Soportes y resistencias (1 mes)

S&P: LATERAL

Soporte: 2.785. Resistencia: 2.940.

STOXX600: LATERAL

Soporte: 372. Resistencia: 394.

EUROSTOXX50: LATERAL

Soporte: 359. Resistencia: 391.

IBEX: LATERAL-ALCISTA

Soporte: 9.106. Resistencia: 9.671.

EUR/USD: LATERAL-ALCISTA

Soporte: 1,117. Resistencia: 1,148.

Petróleo (WTI): ALCISTA

Soporte: 57,8. Resistencia: 71,4.

Oro: LATERAL-ALCISTA

Soporte: 1.255. Resistencia: 1.324.

Bonos Tesoro EE.UU.: LATERAL

Soporte: 2,30%. Resistencia: 2,80%

(desde la perspectiva del rendimiento).

FI

RENTA FIJA – BONOS DEL ESTADO

Página 14

MERCADOS DESARROLLADOS

Análisis fundamental

Treasury EE.UU.: suelo 2,45%; valor razonable 3,2%; techo 3,60%

Diferencial swap: El diferencial *swap* retornó a territorio negativo al situarse en -2,5 pb (desde +8,4 pb el mes pasado). Para que el diferencial se normalizase en +5 pb, con un anclaje del tipo *swap* en torno al 2,5% (atendiendo al nivel de inflación que esperamos), 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 aumentó a 19 pb (desde 14 pb el mes pasado), con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 2% (valor actual: 2,4%), para alcanzar la pendiente media a largo plazo (161 pb), el rendimiento del bono a 10 años debería situarse en 3,61%.

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%-3,25% para situarnos en posición de «COMPRAR».

Bund alemán: suelo 0,64%; valor razonable 1,30%; techo 2,2%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se elevó a +50 pb (desde +46 pb el mes pasado). Para que se normalizase en +36 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 1,00% (actualmente en 0,57%), el rendimiento del *Bund* debería avanzar hacia 0,64% (punto de entrada).

Pendiente: La pendiente de la curva en EUR disminuyó a 62 pb (desde 70 pb el mes pasado). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al 0% (en estos momentos está en -0,56%), 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 1,2%, el rendimiento del *Bund* debería alcanzar el 2,2% para posicionarnos en «COMPRAR».

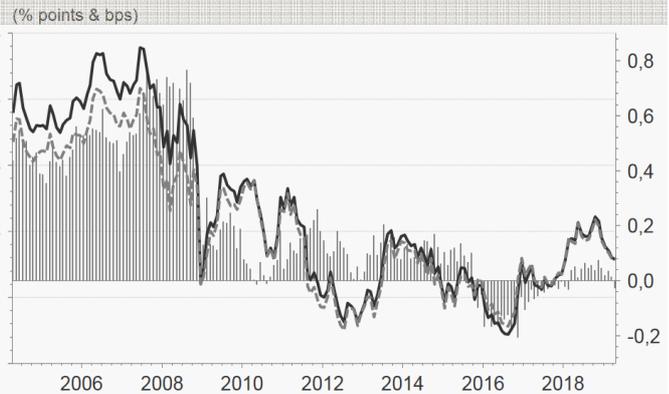
Gilt británico: valor razonable 1,9%; techo 3,2%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se redujo a +16 pb (desde +22 pb el mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en +11 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 2% (actualmente en 1,4%), el rendimiento del bono británico a 10 años debería avanzar hacia el 1,89%.

Pendiente: Puesto que los valores británicos a 2 años están normalizados en el 1%, para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (1,6%) el rendimiento del Gilt con ese vencimiento debería situarse en 2,6%.

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%.

SWAP SPREAD USD



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

SWAP SPREAD EUR



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

BONOS EUROPEOS PERIFÉRICOS

Objetivos fundamentales: rentabilidades a 10 años

Bono español. Rendimiento objetivo: 1,35%

Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 2,45%

Bono del Estado portugués. Rendimiento objetivo: 1,65%

Bono del Estado irlandés. Rendimiento objetivo: 0,65%

Bono del Estado griego. Rendimiento objetivo: 3,95%

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 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	7,76%	2,48%	5,28%	-1,00%	6,76%
	India	7,41%	2,81%	4,60%	-1,00%	6,41%
	Philippines	6,01%	3,30%	2,71%	-0,75%	5,26%
	China	3,39%	2,30%	1,09%	-0,50%	2,89%
	Malaysia	3,78%	-0,42%	4,20%	-1,00%	2,78%
	Thailand	2,42%	1,25%	1,17%	-0,50%	1,92%
	Singapore	2,15%	0,47%	1,68%	-0,50%	1,65%
	South Korea	1,77%	0,38%	1,39%	-0,50%	1,27%
	Taiwan	0,73%	0,57%	0,16%	0,00%	0,73%
EME	Turkey	18,68%	19,71%	-1,03%	1,00%	19,68%
	Russian Fed	8,14%	5,30%	2,84%	-0,75%	7,39%
LATAM	Brazil	8,98%	4,67%	4,31%	-1,00%	7,98%
	Mexico	8,09%	4,04%	4,05%	-1,00%	7,09%
	Colombia	6,59%	3,15%	3,44%	-1,00%	5,59%
	Peru	5,54%	2,23%	3,30%	-1,00%	4,54%



ENERGÍA – PETRÓLEO

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

Comprar por debajo de 45 USD; vender por encima de 65 USD.

Factores a corto plazo

(Positivo para el precio) – La Casa Blanca anunció que no prorrogaría las exenciones de las sanciones impuestas a Irán. Los precios subieron a pesar de las promesas de Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos (EAU) de incrementar la producción en caso de que se hundieran las exportaciones de Irán. La decisión de EE.UU. de no volver a renovar las exenciones de las sanciones a los compradores de crudo iraní amenaza con estrangular la oferta mundial en un mercado que ya está afrontando interrupciones por la vertiente del suministro. En relación con esto, un alto cargo militar iraní declaró su intención de cerrar el Estrecho de Ormuz en caso de que se impidiese al país navegar libremente por él.

(Negativo para el precio) – Sin embargo, Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos se comprometen a incrementar su producción conjunta en 1,5 millones de barriles de petróleo diarios (Mbpd). El ministro de energía de Arabia Saudita, Khalid Al-Falih, manifestó que su país colaborará con otros productores para garantizar que el suministro disponible sea el adecuado para que el mercado no se desestabilice. Ambos países aumentarían en un breve período de tiempo su producción conjunta en 1,5 Mbpd, yendo más allá de los 1,1 Mbpd de crudo y condensados petrolíferos que Irán exportó en tanques en la primera quincena de abril, y que los 0,7-0,8 Mbpd que podrían desaparecer del mercado mundial en el corto plazo debido a la eliminación de las exenciones. Esto cuadra con la afirmación de Trump de que Arabia Saudita y otras naciones de la OPEP podrían «más que compensar» cualquier insuficiencia en las exportaciones iraníes. Los comentarios siguieron a un informe la semana pasada que apuntaba a que cualquier decisión del gobierno de Trump sobre las sanciones a Irán estaría previsiblemente ligada a los incrementos de producción de Arabia Saudita. No es tarea sencilla valorar los efectos que tendrá el final de las exenciones sobre los precios mundiales. Como decimos, la decisión de no renovar las exenciones de las sanciones a los compradores de crudo iraní amenaza con estrangular la oferta mundial en un mercado que ya se enfrenta a interrupciones del suministro, pero al mismo tiempo, la decisión podría amenazar el acuerdo para recortar la producción entre la OPEP y sus aliados (provocando con ello un aumento de la producción total). Los analistas del sector energético han detallado el modo en que la decisión dificultará a la OPEP y a sus aliados mantener la disciplina de oferta. Rusia ya ha expresado dudas sobre la posibilidad de ampliar los recortes, al tiempo que el aumento de la producción saudí podría dificultar el intento de persuadir a otros para que limitasen su propia producción. Según los analistas de Barclays, la decisión de poner fin a las exenciones implica revisar al alza en 5 USD la previsión del precio del Brent para este año, llevando su cotización a 70 USD/barril, si bien —explican— la medida no afectará a las perspectivas de los precios a más largo plazo. Los analistas del banco también dijeron que la decisión eleva el riesgo de conflicto en Oriente Próximo.

(Negativo para el precio) – El acuerdo de la OPEP+ ya estuvo en riesgo de quebrarse en la sesión de diciembre de la alianza, en pleno descontento por la situación en estados con problemas como Venezuela y Libia, así como por la presión de EE.UU. para mantener bajos los precios. La intervención de Rusia fue crucial para resolver la crisis. El cártel exportador no ha dejado de atravesar recientemente una crisis tras otra, llevando a Rusia a servirse de su influencia como importante productor mundial para evitar una ruptura. Sin embargo, últimamente no ha quedado nada claro que Rusia vaya a continuar colaborando después de junio en el pacto de reducir la producción. De hecho, se han publicado informes según los cuales el ministro de Finanzas ruso, Anton Siluanov, habría manifestado que su país se enfrentaba a un dilema; a saber: perder cuota de mercado en beneficio de Estados Unidos o abandonar el acuerdo de la OPEP+. Siluanov añadió que, si Rusia denunciase el acuerdo, los precios del petróleo bajarían, pero que eso presionaría a su vez sobre la producción de petróleo a partir de esquistos (cuyos costes de producción son más altos). El ministro subrayó que no hay nada decidido en relación con el acuerdo de la OPEP+ más allá de junio.

(Negativo para el precio) – El Departamento de Energía de EE.UU. considera probable un aumento de la producción de petróleo mediante fracking en mayo. El informe mensual del Departamento de Energía de EE.UU. (EIA), *Drilling Productivity Report*, indica que la producción de hidrocarburos en las siete principales formaciones de esquistos de EE.UU. se incrementará en mayo en aproximadamente 80.000 bpd y marcará un récord de 8,46 Mbpd. El mayor cambio se prevé en la cuenca del Pérmico, donde la producción se incrementaría en 42.000 bpd para alcanzar un nuevo pico de 4,14 Mbpd. La producción en estas cuencas venía disminuyendo ante la caída de los precios en el cuarto trimestre, así como debido a recortes de inversión, si bien señalan que las principales compañías petroleras están aumentando de nuevo el porcentaje que representa el petróleo de esquisto en su producción.

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 tornen 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 que «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.



MATERIAS PRIMAS

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) disminuyó hasta 1.144 USD/oz (desde los 1.169 USD/oz del mes anterior). En términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 899 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,11258 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 1.001 USD/onza.

Ratio entre oro y plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Esta ratio se elevó a 85,08 (desde 84,99 el mes pasado), pero continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 63 veces, 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 946 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio cayó en el mes a 19,98 (desde 22,25 el mes pasado), pero supera aún con creces su promedio de los últimos 20 años de 14,99. 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 199.000 contratos (desde 205.000 el mes pasado); las cortas se redujeron de 126.000 a 94.100 contratos. Por tanto, la posición neta se elevó, de 78.000 contratos el mes pasado a 105.000 en este, lo que sugiere que el apetito especulador por el oro se ha «incrementado» un tanto 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).

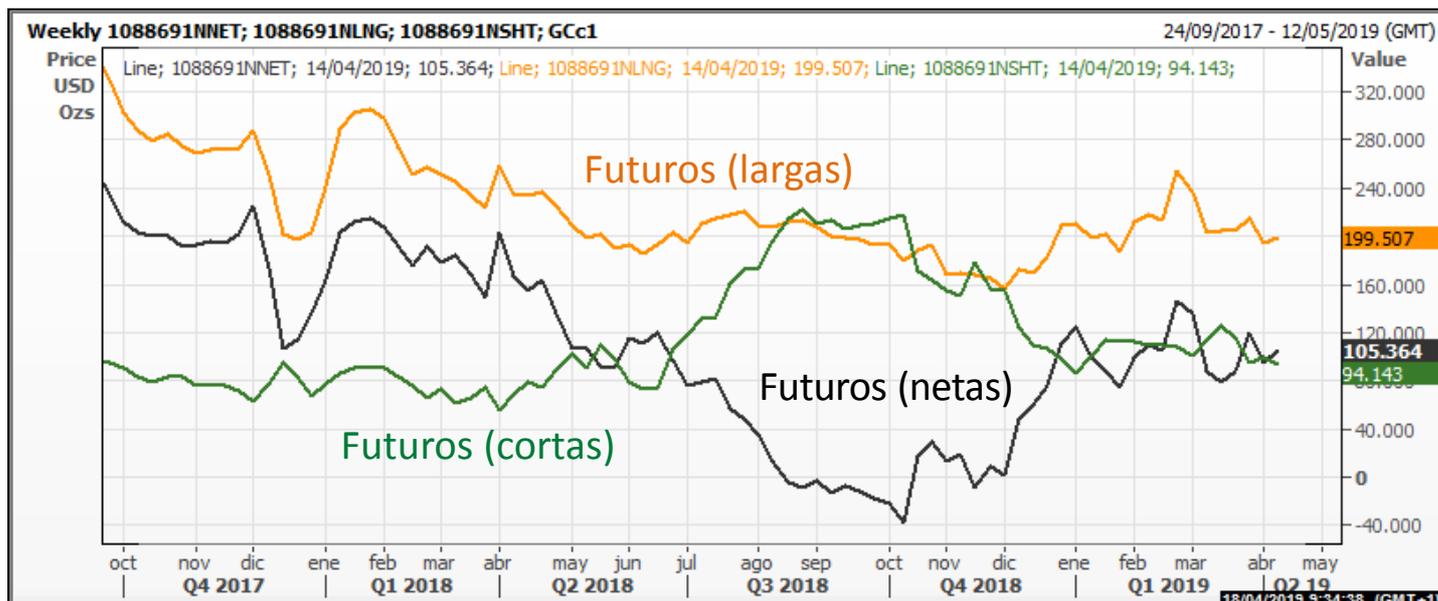
Desmonetización en India. La desmonetización obligó a millones de hogares indios a utilizar por primera vez servicios bancarios formales, contribuyendo a su integración en la economía formal. Esta medida ayudará a movilizar un ahorro de miles de millones de dólares que está incorporado en activos físicos improductivos como el oro.

Factores positivos

Ratio entre oro y S&P500. Esta ratio cayó de 0,46 el mes pasado a 0,44, pero todavía está muy por debajo de su promedio de largo plazo de 0,60. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.800 USD, el precio del oro debería aproximarse a 1.680 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

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

EUR/USD: Objetivo fundamental a medio plazo para 2019 situado en 1,125

El posicionamiento global en el dólar volvió a reforzarse en los mercados de derivados durante el mes pasado, con una desviación respecto al nivel promedio de los últimos 3 años de 1,30 *sigmas* (frente a 1,22 el mes anterior). Aun sin llegar a niveles extremos, las posiciones especulativas largas netas en el billete verde alcanzan un nivel considerable (GAB). Analizando con atención la tabla (abajo) se observa que las posiciones largas en USD se financian básicamente con posiciones cortas en EUR, CAD, AUD y CHF. Adviértase en particular la forma en la que los inversores han reforzado también su posición larga neta en monedas de países de mercados emergentes (por un valor de mercado de 5.000 millones de USD), alcanzando un máximo de 3 años (como refleja su Z de 2,33). Esto sugiere que los inversores piensan que la economía de EE.UU. tendrá un buen comportamiento, al igual que las economías de mercados emergentes en los próximos meses. La otra lectura es que estas monedas de países de mercados emergentes estarían ahora más sobrecompradas que sobrevendidas, sobre todo en el caso del MXN y el RUB. No sería tal el caso del BRL, que consideramos sobrevendido (como refleja su Z de -1,07). Nuestro **análisis fundamental** se reafirma, desde consideraciones estructurales, en una opinión alcista del USD frente al EUR, con un objetivo a medio plazo en 1,125 dólares por euro, sin descartar apreciaciones en la moneda única europea hasta 1,15 debido a la reversión de flujos especulativos. El **análisis técnico** examinado en el Comité de Inversiones se materializó en la opinión de que el cambio de este par de monedas se mantendrá en el plazo de un mes dentro de una banda de cotización limitada («lateral») o bien con tendencia alcista. El cambio EUR/USD cuenta ahora con un soporte clave en 1,117, afrontando una resistencia en 1,148.

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

A nuestro juicio, son varios los aspectos que sugieren que el JPY no debería apreciarse frente al USD. Considerémoslos. (1) Si bien la Reserva Federal apunta a que aminorará el ritmo de reducción de su balance, la verdad es que, aunque a menor ritmo, continuará reduciéndolo, mientras que el BoJ probablemente seguirá ampliando su balance y, con ello, la oferta monetaria, lo que realza el atractivo del USD (o se lo resta al JPY). (2) Restamos importancia a la opción de una reducción gradual de los 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) 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 dichos rendimientos reales.

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: 47

USD/INR: Objetivo: 72

CNY: Objetivo: 6,7

RUB: NEGATIVA

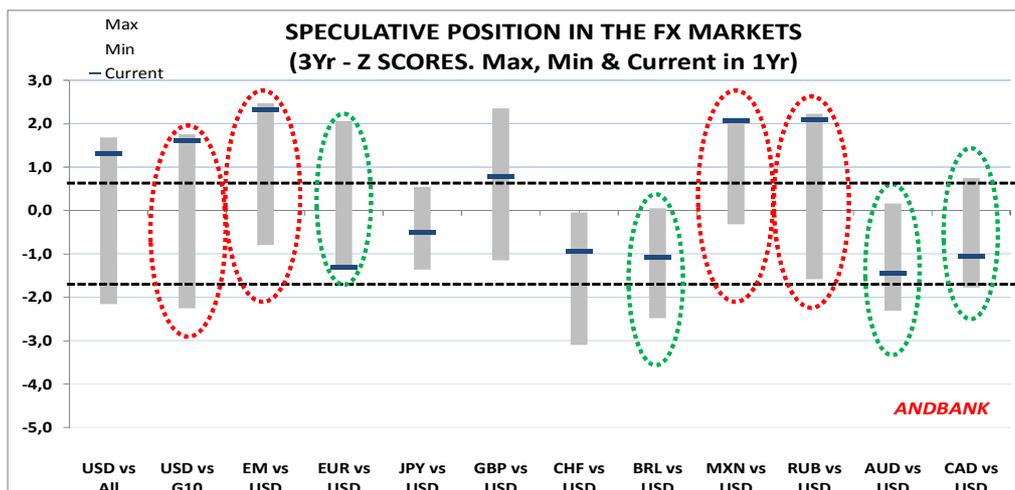
AUD: POSITIVA

CAD: POSITIVA



Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	28,70	2,36	32,1	-28,2	13,9	1,30
USD vs G10	33,70	4,67	33,7	-25,4	14,4	1,62
EM	5,00	2,32	5,0	-0,8	1,3	2,33
EUR	-14,39	-3,70	23,4	-14,4	1,9	-1,32
JPY	-8,05	-1,45	0,6	-12,8	-5,6	-0,50
GBP	-0,53	2,47	4,3	-6,5	-2,2	0,79
CHF	-3,52	-0,63	0,0	-6,0	-3,2	-0,94
BRL	-0,38	-0,27	0,1	-0,8	-0,4	-1,07
MXN	4,11	2,16	4,1	-0,5	1,3	2,08
RUB	1,28	0,42	1,3	-0,2	0,4	2,09
AUD	-3,88	-0,78	1,4	-5,2	-2,8	-1,46
CAD	-3,24	-0,17	1,9	-5,0	-1,9	-1,05

ANDBANK



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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 18

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fundamental Central Point 2019	Expected Performance 2019
Equity	USA - S&P 500	2,6%	17,4%	2.943	2794	-5,1%
	Europe - Stoxx Europe 600	1,8%	15,9%	390	395	1,1%
	Euro Zone - Euro Stoxx	3,0%	16,6%	382	384	0,5%
	SPAIN - IBEX 35	2,1%	0,11	9.537	9.736	2,1%
	MEXICO - MXSE IPC	2,9%	8,0%	44.957	44.035	-2,1%
	BRAZIL - BOVESPA	0,5%	9,4%	96.547	94167	-2,5%
	JAPAN - NIKKEI 225	4,4%	11,2%	21.557	22250	3,2%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-2,9%	23,4%	3.078	3460	12,4%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-6,8%	29,1%	1.637	1857	13,5%
	INDIA - SENSEX	0,4%	8,3%	39.032	40.843	4,6%
MSCI EM ASIA (in USD)	1,2%	13,2%	550	548	-0,2%	
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,0%	2,1%	2,53	3,00	-2,1%
	UK 10 year Gilt	-1,1%	1,1%	1,19	2,00	-5,7%
	German 10 year BUND	-0,5%	1,7%	0,03	0,35	-2,5%
	Japanese 10 year Govie	-0,3%	0,4%	-0,05	0,10	-1,2%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	1,0%	3,7%	1,01	1,35	-2,0%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,7%	1,7%	2,61	2,45	3,0%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,3%	5,3%	1,12	1,65	-3,5%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,0%	2,8%	0,57	0,65	-0,2%
	Greece - 10yr Gov bond	2,4%	9,0%	3,35	3,95	-2,5%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	1,1%	57,95	92	-1,9%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,3%	4,0%	257,54	350	-2,3%
	Credit USD IG - CDX IG	0,3%	1,1%	57,80	70	0,2%
	Credit USD HY - CDX HY	0,9%	5,1%	325,87	450	-1,4%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	-14,8%	-17,4%	18,68	15,00	48,1%
	Russia - 10yr Gov bond	2,7%	7,2%	8,14	7,70	11,7%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	-1,0%	3,6%	7,76	7,25	11,8%
	India - 10yr Gov bond	0,0%	2,0%	7,41	6,80	12,3%
	Philippines - 10yr Gov bond	-1,9%	10,5%	6,01	5,75	8,1%
	China - 10yr Gov bond	-2,3%	-0,9%	3,39	2,75	8,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,2%	3,7%	3,78	3,25	8,0%
	Thailand - 10yr Gov bond	0,4%	0,4%	2,42	2,00	5,8%
	Singapore - 10yr Gov bond	-0,6%	-0,4%	2,15	1,75	5,3%
	South Korea - 10yr Gov bond	0,3%	1,6%	1,77	1,40	4,7%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,3%	1,3%	0,73	0,75	0,5%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,2%	7,1%	8,09	7,75	10,8%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,2%	6,6%	4,28	4,75	0,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-0,6%	4,8%	8,98	8,50	12,8%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,0%	5,6%	4,97	4,50	8,8%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	-16,1%	-4,2%	12,48	9,50	36,4%
Commodities	Oil (WTI)	4,2%	41,3%	64,2	50,00	-22,1%
	GOLD	-0,2%	0,1%	1.284,6	1.100	-14,4%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,0%	-2,2%	1,121	1,125	0,3%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,8%	1,8%	1,30	1,37	5,5%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,8%	-3,9%	0,86	0,82	-4,8%
	USDCHF (price of 1 USD)	2,0%	3,8%	1,02	0,98	-4,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	2,0%	1,5%	1,14	1,10	-3,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,0%	1,6%	111,30	114,00	2,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,0%	-0,7%	124,83	128,25	2,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	-0,7%	-3,3%	19,00	20,00	5,3%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-0,7%	-5,4%	21,30	22,50	5,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	2,4%	1,6%	3,94	3,75	-4,9%
	EURBRL (price of 1 EUR)	2,4%	-0,6%	4,42	4,22	-4,6%
	USDARS (price of 1 USD)	3,8%	17,8%	44,31	47,00	6,1%
	USDINR (price of 1 USD)	0,8%	0,3%	69,76	72,00	3,2%
	CNY (price of 1 USD)	0,4%	-2,1%	6,73	6,70	-0,5%

* 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	21,9	10,0	16,2	5,0	10,8	5,0	6,5
Short-Term debt & MM instrument	25,0	33,1	15,0	21,9	5,0	9,8	0,0	3,3
Fixed Income Long-Term - OECD	30,0	21,0	20,0	14,0	15,0	10,5	5,0	3,5
US Gov & Municipals & Agencies		15,8		10,5		7,9		2,6
EU Gov & Municipals & Agencies		1,1		0,7		0,5		0,2
European Peripheral Risk		4,2		2,8		2,1		0,7
Credit (OECD)	20,0	14,0	20,0	14,0	15,0	10,5	5,0	3,5
Investment Grade USD		8,4		8,4		6,3		2,1
High Yield Grade USD		2,8		2,8		2,1		0,7
Investment Grade EUR		2,1		2,1		1,6		0,5
High Yield Grade EUR		0,7		0,7		0,5		0,2
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,3	7,5	7,9	10,0	10,5	15,0	15,8
Latam Sovereign		1,6		2,4		3,2		4,7
Latam Credit		1,3		2,0		2,6		3,9
Asia Sovereign		1,6		2,4		3,2		4,7
Asia Credit		0,8		1,2		1,6		2,4
Equity OECD	5,0	4,8	20,0	19,0	32,5	30,9	50,0	47,5
US Equity		2,4		9,5		15,4		23,8
European Equity		1,9		7,6		12,4		19,0
Japan Equity		0,5		1,9		3,1		4,8
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	5,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Asian Equity		0,0		3,0		6,0		6,0
Latam Equity		0,0		2,0		4,0		4,0
Commodities	0,0	0,0	2,5	2,0	5,0	4,0	5,0	4,0
Energy		0,0		0,3		0,6		0,6
Minerals & Metals		0,0		0,5		1,0		1,0
Precious		0,0		0,8		1,6		1,6
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		95,0		91,5		87,8		84,0
USD		5,0		8,5		12,2		16,0

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



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



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.