

PERSPECTIVA INTERNACIONAL  
ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

OPINIÓN CORPORATIVA DE ANDBANK  
Mayo de 2017

**Alex Fusté**

Chief Global Economist

+376 881 248

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)



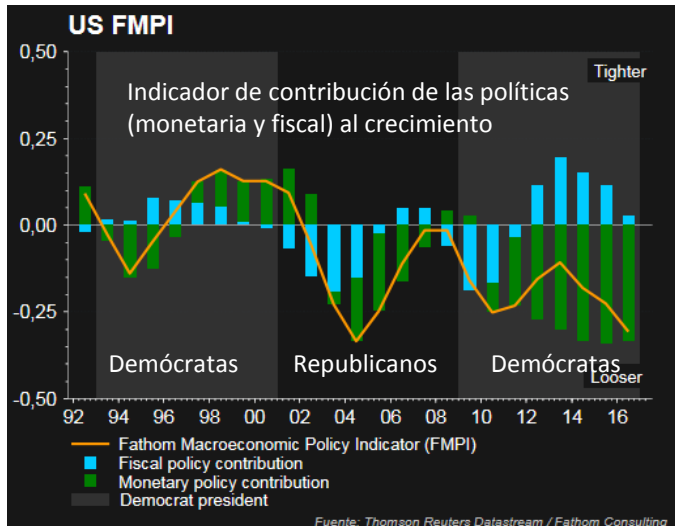
## Índice

|                                                                                 |           |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| ▪ <b>Resumen ejecutivo</b>                                                      | <b>3</b>  |
| ▪ <b>Cobertura por países</b>                                                   |           |
| ▪ EE.UU.                                                                        | 4         |
| ▪ Europa                                                                        | 5         |
| ▪ China                                                                         | 6         |
| ▪ India                                                                         | 7         |
| ▪ Japón                                                                         | 8         |
| ▪ Brasil                                                                        | 9         |
| ▪ México                                                                        | 10        |
| ▪ Argentina                                                                     | 11        |
| ▪ <b>Mercados de renta variable</b>                                             |           |
| ▪ Análisis fundamental                                                          | 12        |
| ▪ Análisis a corto plazo. Probabilidad de desactivación del riesgo              | 12        |
| ▪ Análisis técnico. Índices principales                                         | 12        |
| ▪ <b>Mercados de renta fija</b>                                                 |           |
| ▪ Renta fija, Países principales                                                | 13        |
| ▪ Renta fija, Periferia europea                                                 | 13        |
| ▪ Renta fija, Deuda empresarial                                                 | 14        |
| ▪ Renta fija, Mercados emergentes                                               | 14        |
| ▪ <b>Materias primas</b>                                                        |           |
| ▪ Energía (Petróleo)                                                            | 15        |
| ▪ Metales preciosos (Oro)                                                       | 16        |
| ▪ <b>Divisas</b>                                                                | <b>17</b> |
| ▪ <b>Cuadro resumen de rentabilidades esperadas de los mercados financieros</b> | <b>18</b> |
| ▪ <b>Propuesta mensual de asignación internacional de activos y divisas</b>     | <b>19</b> |

## Resumen ejecutivo

- **EE.UU.** — La Casa Blanca hizo su propuesta inicial de lo que Washington llama la «mayor bajada de impuestos» en la historia de EE.UU. El mercado está reflejando menores expectativas de futuras subidas de tipos por la Fed.
- **Europa** — Las encuestas de confianza mantienen un tono optimista, con unos datos preliminares de abril superiores a lo esperado.
- **China** — Es la primera vez que se encausa a un regulador financiero (del sector asegurador) en la campaña anti-corrupción de Beijing. Haber establecido la estabilidad financiera como prioridad de primer orden sin duda conllevará un desarrollo más equilibrado y estable
- **India** — India se está poniendo seria con sus bancos. Éstos tendrán que encontrar un comprador o un socio estratégico que pongan solución al problema de la morosidad. El banco central (RBI) señaló que podría requerir una valoración por terceros de los préstamos incobrables. Según una propuesta del vicegobernador Acharya, el control de los principales activos bancarios perjudicados pasaría a una sociedad de gestión de activos privada, la cual a continuación invitaría a los inversores privados a pujar por esos activos en dificultades.
- **Japón** — El Banco de Japón (BoJ) mantendrá durante un tiempo el ritmo actual de su programa de flexibilización cuantitativa y cualitativa (QQE) a pesar de comentarios de que podría revisar al alza sus previsiones de crecimiento económico. Dicho esto, la reciente compra de ETF por parte del BoJ no está ayudando a los mercados de valores tanto como en otras ocasiones.
- **Brasil** — El Banco Central recortó el tipo principal de su política monetaria en 100 pb y esperamos recortes adicionales que podrían ayudar a la economía. La variable indicativa de actividad económica refleja alivio. Se ha aprobado el texto principal de la reforma laboral. También se hicieron públicas las declaraciones inculpativas de Odebrecht en el marco del procedimiento abreviado, que cayeron como una bomba en Brasilia.
- **México** — La Casa Blanca declaró que Trump había hablado con el presidente mexicano, Enrique Peña Nieto, y con el primer ministro canadiense, Justin Trudeau, y que acordó no retirarse por ahora del TLCAN/NAFTA. Los principales indicadores económicos reflejaron un ritmo de crecimiento moderado. Las estimaciones del PIB para 2017 siguen en torno al 1,5%.
- **Argentina** — Las tensiones políticas van en aumento conforme se endurecen las negociaciones salariales con los sindicatos y se acercan las elecciones legislativas (previstas para octubre de este año).

## EE.UU.: Propuesta inicial de lo que Washington llama la «mayor bajada de impuestos» en la historia de EE.UU. Continúa la insistencia en el programa de infraestructuras.



### Reserva Federal de EE.UU.

- El mercado está reflejando menores expectativas de futuras subidas de tipos por la Fed a raíz de unos datos de PIB e inflación más débiles, de indicaciones de reducción anticipada del balance de la Fed y de unas expectativas más contenidas sobre medidas expansivas en materia fiscal.
- Pero los mercados pueden estar subestimando tres factores que apuntan a unos aumentos sostenidos y constantes: (1) el crecimiento global ahora parece más firme que en fases más tempranas del ciclo; (2) no sólo son menos los aspectos positivos para el crecimiento de la agenda de Trump, sino también los negativos, sobre todo los asociados al proteccionismo; (3) la holgura del mercado de trabajo ha desaparecido en gran medida, incluso cuando se utilizan criterios muy amplios.
- El balance de la Fed sigue siendo un tema de debate candente, tanto para los mercados como para los responsables de la Fed, suscitando preocupación el ritmo de su reducción. Ya oímos hablar de la preferencia de la Fed por el gradualismo, habiendo señalado Williams que la «normalización» podría llevar unos cinco años.
- Continuamos esperando dos alzas de tipos en 2017, si bien han emergido señales de que cabría una tercera subida de tipos este año.

### Coyuntura macroeconómica y evolución de los precios

- Tras registrar un bache en el crecimiento en 2016, la economía estadounidense tiene visos de recuperarse este año, puesto que los principales contratiempos comienzan a desaparecer (el sector energético se está estabilizando, etc.).
- Aunque el crecimiento en el primer trimestre parece flojo, se espera que esta debilidad tenga carácter temporal, por las siguientes razones: (1) la tendencia del crecimiento del empleo ha repuntado de nuevo a principios de este año; (2) las mejoras salariales mantienen el crecimiento de la masa salarial total en un nivel estable compatible con un sólido consumo; (3) mejora el dato de inversión empresarial; (4) la construcción y la venta de viviendas han aguantado bien el aumento de los tipos hipotecarios; (5) la reciente mejoría de una amplia gama de datos procedentes de encuestas, como la confianza de los consumidores, el ISM, el optimismo de pequeñas empresas y las buenas expectativas de los directivos de empresas, etc. Todos ellos, factores que deberían impulsar el crecimiento del PIB real hasta situarlo en el 2,3% en 2017.
- Nuestra perspectiva sobre la inflación sigue siendo prudentemente optimista. Esperamos que la inflación subyacente se mantenga por debajo del objetivo del 2% de la Fed durante el resto de 2017, aunque la posibilidad de una perturbación inflacionista favorecida por medidas de políticas (fiscal, comercial, sanitaria, etc.) ha aumentado con la administración Trump.

### Reformas

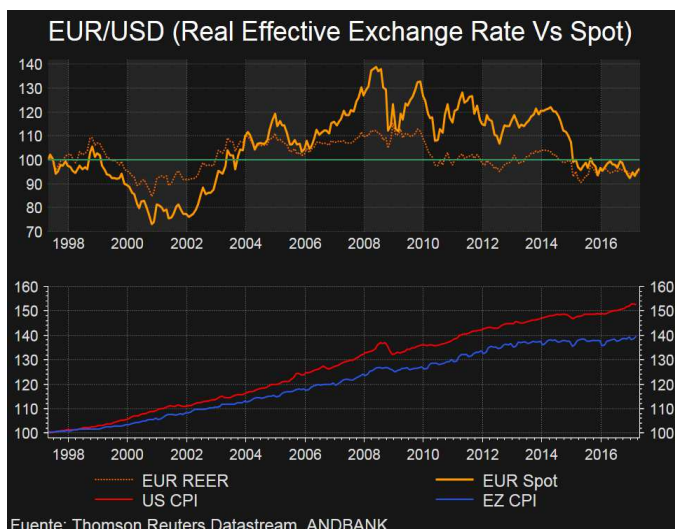
- La Casa Blanca presentó su propuesta inicial de lo que Washington ha llamado la «mayor bajada de impuestos» en la historia de EE.UU. (con ciertos recortes que beneficiarían a las empresas, la clase media y a algunos particulares con ingresos elevados), pero dejó sin responder cómo se financiaría, en su caso, el plan. El Comité para un Presupuesto Federal Responsable (CRFB) estima que, si estos recortes hubieran de financiarse con sus efectos positivos sobre el crecimiento económico (como ha dado a entender la Casa Blanca), el crecimiento del PIB tendría que ser del 4,5%, frente a la previsión actual de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO), que es del 1,8% para la próxima década.
- El sector del «Freedom Caucus» se ha manifestado a favor de votar una versión modificada de la ley de reforma del sistema de salud (aunque no derogaría por completo la ley sanitaria de Obama).

### Comercio

- El Presidente Trump ha informado a los dirigentes de Canadá y México de su decisión de no retirarse del TLCAN/NAFTA por ahora, buscando en su lugar la manera de comenzar a renegociarlo con ellos.

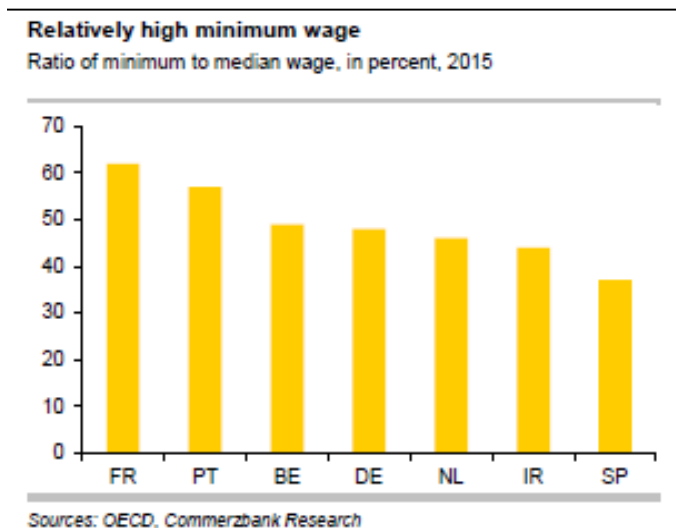
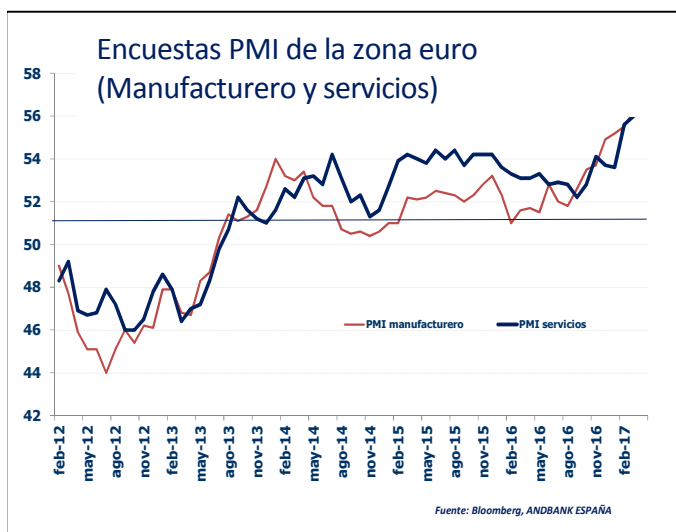
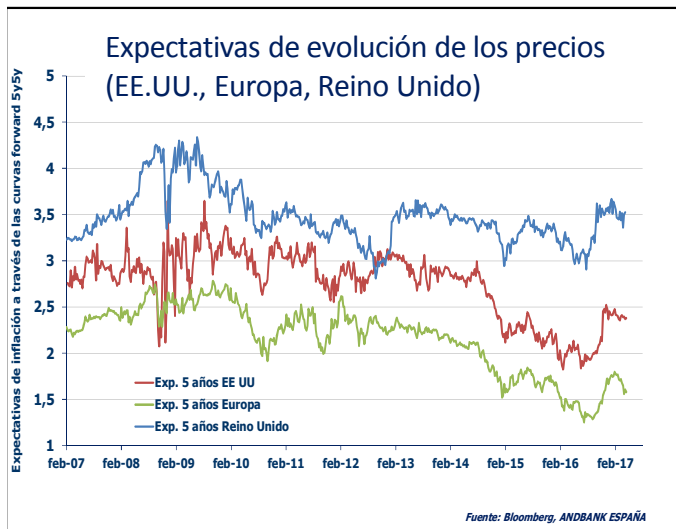
### Mercados financieros: (muy capaces de ignorar las malas noticias)

- Renta variable (S&P): NEUTRAL. Cotización objetivo por fundamentales: 2.233 puntos; salida: 2.456 puntos.** Apenas acaba de comenzar la temporada de publicación de resultados: a 20 de abril, tan sólo contamos con el 7% de los resultados de las empresas del S&P 500. De éstos, un 79% han superado sus previsiones de BPA y un 59% las de ventas, mejorando ambas cifras los datos del trimestre anterior. El actual mercado alcista estadounidense se inició hace más de ocho años y se ha convertido ya en el segundo en duración, habiendo superado numerosos retrocesos sin llegar a experimentar una caída del 20%. Los mercados alcistas con frecuencia terminan con el estallido de una burbuja o al producirse una recesión. No creemos que ninguna de estas cosas vaya a suceder hoy, pero la baja volatilidad de la que han disfrutado los inversores desde finales del año pasado podría no durar debido a los riesgos geopolíticos y al paulatino aumento de los tipos de interés. Seguimos considerando los niveles de valoración de las acciones como un riesgo fundamental para la renta variable estadounidense en el corto plazo.
- Deuda soberana: PRECAUCIÓN. Objetivo del bono estadounidense a 10 años (UST10): 2,75%.** El presidente Trump abogó hace poco por una política de tipos de interés bajos e incluso sugirió que no excluía volver a nominar a Yellen para presidir la Fed (aunque dudamos que lo haga). La preferencia de Trump por unos tipos de interés bajos reduciría la probabilidad de que se nominase a un economista «basado en reglas», si bien algunos titulares recientes especulan con la posibilidad de que pudiera proponer a Randal Quarles (de hecho partidario de un enfoque de política monetaria basado en reglas).
- Deuda de empresas: CDX IG: NEUTRAL (objetivo en 70).** Sobreponderar: Finanzas, Tecnología. Infraponer: Comercio minorista, Cuidado de la salud, Telecomunicaciones.
- ¡NOVEDAD! Deuda de empresas: CDX HY: NEUTRAL (el objetivo se reduce de 340 a 323).** Sobreponderar: Finanzas, Tecnología, Medios de comunicación. Infraponer: Materiales, Energía, Comercio minorista.





## Europa: Los resultados en las elecciones en Francia eliminan los riesgos políticos más inmediatos y permite fijar el centro de atención en aspectos mas favorables.



### El BCE está a la espera de los acontecimientos

- La reunión de abril podría pasar sin pena ni gloria. Después de que la reunión de marzo trajera mejores perspectivas de precios y crecimiento, el BCE podría ahora admitir que las expectativas sobre la evolución de los precios han disminuido, mientras que las perspectivas de crecimiento siguen mejorando. El BCE piensa que la inflación no se está sosteniendo de forma autónoma, por lo que podría querer esperar a disponer de más pruebas para confirmar las incipientes buenas cifras de inflación.
- Nos atenemos al escenario de una disminución gradual del programa de compras de activos, que se debatirá abiertamente sobre mediados de año, después de las elecciones francesas. Si el BCE siguiera la senda de la Fed, las compras podrían reducirse en 2018 y comenzar las subidas de tipos de interés en 2019. En sus últimas declaraciones los miembros del BCE ha sido un tanto confusos, habiendo diluido la probabilidad de que los tipos suban antes de poner fin a la expansión cuantitativa (QE).

### Cifras macroeconómicas: mejora del entorno económico

- La confianza permanece alta, con los datos preliminares de las encuestas de abril superando las expectativas, tanto los de producción industrial como los del sector servicios, incluso en países en plenas elecciones como Francia. La dinámica de crecimiento es firme: mejores cifras de empleo, buenos datos de confianza de los consumidores y un repunte de la producción industrial. El margen de «sorpresa» en el dato de crecimiento, a juzgar por la resiliencia y aceleración reflejadas en las encuestas, sin duda es ahora mayor.
- Las cifras de inflación (tanto general como subyacente) de marzo disminuyeron debido al componente energético y podrían haberse visto afectadas por efectos de calendario. Los datos de abril podrían confirmar un ligero repunte que, unido al nuevo intento de Trump de sacar adelante sus planes de reforma fiscal, podría reactivar la apuesta por la reflación de aquí a la temporada estival.

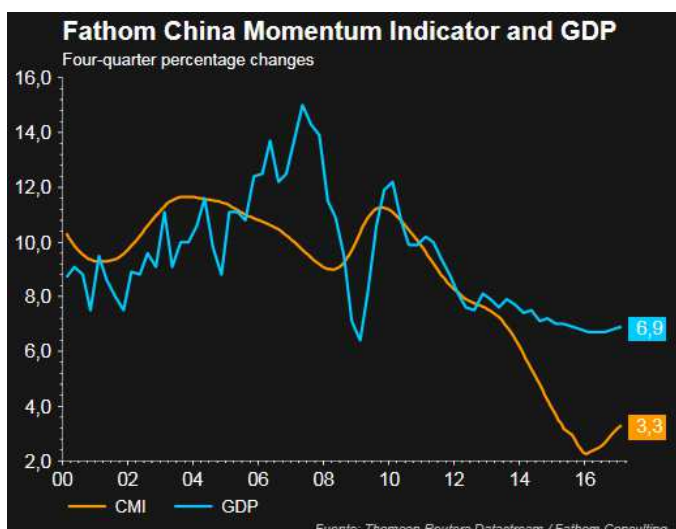
### Política: la primera vuelta electoral en Francia elimina riesgos políticos

- Las encuestas francesas acertaron en que Macron ganaría las elecciones presidenciales en Francia. Este escenario central es un resultado favorable para los mercados, aunque gran parte ya estaba puesto en precio. Ahora cabe calibrar la capacidad de Macron para iniciar su agenda de reformas e impulsar la agenda europea. Macron esencialmente quiere continuar las vacilantes reformas de su predecesor, pero podría carecer de apoyo para abordar el mayor problema de Francia: el desempleo. Sus propuestas conocidas van desde reducciones de impuestos (de sociedades y sobre la propiedad) hasta un programa de inversión (por importe de 50.000 millones de EUR), la reforma del seguro de desempleo, mayores incentivos para que los desempleados acepten un empleo, reducciones de costes en los gobiernos central y regionales (recortes de personal)... Seguirán poco después las elecciones parlamentarias (11-18 de junio), con Macron al frente de «La República en Marcha». Existe riesgo de «cohabitación» (es decir, de que el primer ministro y el presidente procedan de partidos distintos), pero algunas encuestas apuntan a una coalición fácil.
- Convocatoria de elecciones anticipadas en el Reino Unido (8 de junio). La Primera Ministra, Theresa May, está aprovechando su ventaja de más de 20 puntos en las encuestas sobre el Partido Laborista. Ya se invocó el artículo 50 y la posición negociadora de May sobre la salida del Reino Unido saldría reforzada si resultase elegida formalmente. En virtud de estas elecciones anticipadas, las negociaciones en toda regla no se pospondrían más, pudiendo comenzar hacia finales de año. El Consejo Europeo se reunirá el próximo sábado al objeto de adoptar directrices comunes de cara a las negociaciones del Brexit.

### Perspectiva de los mercados financieros

- ¡NOVEDAD! Renta variable (STOXX 600): NEUTRAL.** Revisamos al alza el PER objetivo de fin de año de 15 a 15,5 veces debido a las elecciones en Francia, lo que comporta un leve aumento de la cotización objetivo por fundamentales a 368 (desde 349) y del punto de salida (de 383 a 405). La relación de parámetros fundamentales se refleja en la página 12.
- ¡NOVEDAD! Renta variable (IBEX): NEUTRAL.** Hemos revisado al alza el PER objetivo de fin de año de 15,5 a 15,8 veces, lo que comporta un leve aumento de la cotización objetivo por fundamentales a 10.078 (desde 9.801) y del punto de salida (de 10.780 a 11.085). La particular composición del índice (una tercera parte del mismo son acciones bancarias) y el nuevo entorno de la curva de tipos representan un contratiempo para el IBEX. El crecimiento de las ventas continúa estable en el 4% y, con márgenes estimados del 8,3%, el crecimiento esperado del BPA es del 18,1%. La temporada de publicación de resultados empresariales estuvo en línea con las expectativas (no fue necesario realizar ajustes).
- Deuda soberana: NEGATIVA.** La reducción de los riesgos políticos y una mejor perspectiva macroeconómica deberían presionar sobre los bonos según avance el año, con una creciente señalización de eliminación de la acomodación monetaria. Nos atenemos a nuestras metas para los bonos a 10 años en 2017: Alemania 0,70%, Italia 2,3%, España 1,9%, Portugal 3,3% e Irlanda 1,4%.
- Deuda de empresas: IG iTraxx: NEUTRAL** (objetivo: 80). El riesgo político fue el factor que más afectó al mercado en el mes, reduciéndose la actividad primaria por la misma razón. La actividad de fusión y adquisición (M&A) sigue representando uno de los principales riesgos, previniéndose una mayor actividad de emisión. Las presiones tendentes a una ampliación podrían ir a más en mayo.
- Deuda de empresas: HY iTraxx: NEUTRAL** (objetivo: 350). Los diferenciales se mantuvieron sin cambios en el mes, pero tras la votación en Francia se han estrechado tanto en IG (de 74 a 67) como HY (de 291 a 270), situándose ahora por debajo de los niveles de comienzos de año. Los segmentos de beta alto de IG a HY (bancos franceses) lideraron el avance. Somos optimistas sobre: deuda bancaria, subordinada, senior no preferente, empresas francesas, portuguesas.

## China: La última gran victoria de la agencia anticorrupción implica la instauración de un sistema de supervisión financiera más potente.



### iNOVEDAD! Programa de reformas (campaña contra la corrupción)

- Es la primera vez que cae un regulador financiero en el marco de la campaña de Beijing contra la corrupción. El pasado 10 de abril, la principal agencia anticorrupción de China (la Comisión Central de Inspección Disciplinaria del Partido Comunista) anunció que el principal responsable del sector asegurador (Xiang Junbo) estaba bajo investigación, señalando con ello su caída personal.
- Xiang Junbo había sido presidente del Banco Agrícola de China (ABC), cuya sucursal en Nueva York fue multada en noviembre de 2015 por vulnerar las normas contra el blanqueo de dinero.
- En marzo, el primer ministro Li Keqiang pronunció un discurso denunciando a «ciertos reguladores individuales», sugiriendo con ello que los días de Xiang Junbo estaban contados.

### Las causas

- Mientras Xiang presidió la Comisión Reguladora de Seguros de China (CIRC), las aseguradoras del país se expandieron con fuerza. Xiang eliminó en 2015 el tope máximo de rentabilidad garantizada (que era del 2,5%) en los productos de inversión que comercializan las aseguradoras, provocando una explosión en la venta de productos que tenían más en común con productos de gestión patrimonial que con los seguros tradicionales.
- En 2013-2014, la cifra mensual de ventas del sector de productos de inversión rondaba los 30.000 millones de RMB. En 2016, ascendió a 200.000 millones de RMB. Los más agresivos en la venta fueron aseguradoras privadas como Anbang, Foresae Life o Evergrande Life, cuyas ventas representaron el 80%, 75% y 95% de los ingresos totales, respectivamente.
- El presidente de Foresae Life ha sido inhabilitado por 10 años para trabajar en el sector. Todo un logro para la agencia anticorrupción.
- En cambio, las grandes aseguradoras estatales (China Life y New China Life) seguían vinculadas a la venta de productos de seguro tradicionales, con los productos de inversión aportando menos del 20% de su negocio.

### Las implicaciones son profundas

- La rápida expansión de las aseguradoras chinas probablemente se detendrá.
- La CIRC sufre ahora presiones para reforzar la supervisión de estas entidades. Al menos dos de los acuerdos propuestos por Anbang han sido rechazados.
- Si bien esto implicaría menores beneficios y cotizaciones bursátiles más bajas, sin duda significa un desarrollo futuro más equilibrado y estable para el sector, lo que debería ayudar a aliviar temores sobre la existencia de desequilibrios en un área clave de la economía china.
- En principio, la venta de un menor volumen de productos de inversión por las aseguradoras implicaría un mercado local de renta variable más débil pero, a la postre, también más equilibrado. No obstante, ciertos aspectos nos hacen pensar que esto no tiene por qué implicar una futura corrección bursátil.
- Si la CIRC restablece la venta de productos de rentabilidad garantizada, sus pasivos aumentarán, lo que a su vez llevará a las aseguradoras a buscar activos (sobre todo, instrumentos de renta fija) para casar esos pasivos, pero también activos que brinden más rentabilidad (acciones vinculadas al mercado chino, bonos extranjeros o incursiones en el extranjero, aunque esta última opción será más difícil ahora que el CSRC ha endurecido la regulación sobre adquisiciones en el extranjero para contener las salidas de capitales).

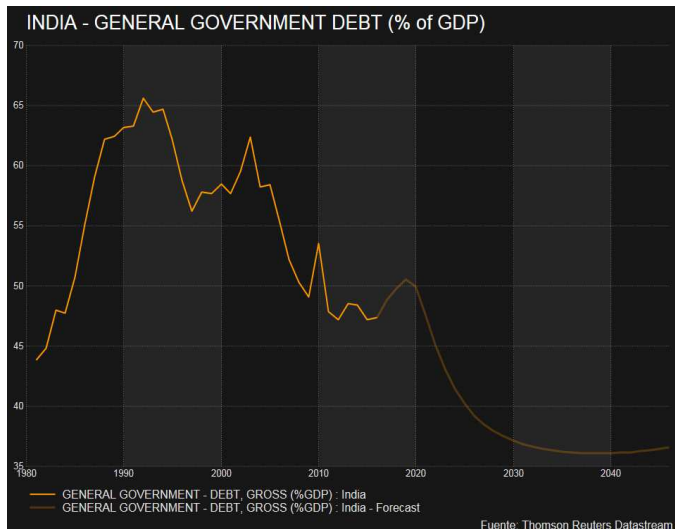
### Perspectivas

- La caída en desgracia de este alto funcionario enfatiza la nueva dirección del organismo regulador: un mercado más controlado, equilibrado y estable.
- Durante mucho tiempo el marco regulador chino adoleció del problema de que los diferentes reguladores tenían incentivos para centrarse únicamente en sus estrechos intereses burocráticos. El resultado fue un agujero regulatorio que amenazó a veces con desestabilizar el sistema financiero de China. Beijing aprovechará esta oportunidad para centralizar la regulación financiera.
- La coordinación entre los diferentes organismos reguladores (sobre todo entre el Banco Popular de China y el CSRC) tan sólo ha empezado a surtir efecto en este último par de meses.
- Haber establecido la estabilidad financiera como una prioridad de primer orden comportará nuevas medidas para reducir el arbitraje regulatorio y reforzar el sistema de supervisión financiera de China.

### Mercados financieros

- Renta variable (Shanghái): NEUTRAL.** Cotización por fundamentales: 3.226.
- Renta variable (Shenzhen): ATRACTIVA.** Cotización por fundamentales: 1.979, con punto de salida en 2.177.
- Deuda: ATRACTIVA.** Objetivo para el bono a 10 años: 2,9%.
- Divisas (RMB): BARATA.** Objetivo por fundamentales USD/CNY: 6,75-6,8.

## India: El gobierno está colaborando con el RBI en una propuesta radical para resolver el problema de los préstamos incobrables en el sistema bancario indio.



### Evolución de los mercados y de la actividad económica real

- En el primer trimestre de 2017 las acciones indias se anotaron la rentabilidad más alta entre los mercados emergentes, conforme la economía se recuperaba de la debacle provocada por las medidas de desmonetización de noviembre.
- El crecimiento del PIB en el ejercicio fiscal hasta el 31 de marzo probablemente superó el 7%, lo que permitió a India retener su corona como la economía de mayor crecimiento del mundo.

### Todo sugiere que India cuenta con buenos fundamentos estructurales

- La producción industrial lleva tres meses consecutivos creciendo.
- La demanda de consumo está volviendo a niveles normales.
- La decisiva victoria del BJP en las elecciones estatales ha impulsado la confianza de que el Primer ministro Modi sacará adelante reformas favorables al mercado.
- Lo más significativo es que por fin existe un plan, elaborado por el ministro de Hacienda, Arun Jaitley, para resolver el problema crónico de los préstamos incobrables del sistema bancario indio.

### El plan

- Jaitley no reveló detalles, pero insinuó que los bancos tendrán que encontrar un comprador o un socio estratégico que aporte una solución, indicando que «si se tarda en hacerlo, pensando que el sistema en realidad no tiene solución, habrá que aplicar otros instrumentos». Y añadió: «Desde luego que tendremos que saber presionar para forzar acuerdos de liquidación pero, vista la estructura en su conjunto, existen instrumentos suficientes para alcanzar esos acuerdos».
  - El banco central de la India (RBI) señaló que podría requerir una valoración por terceros de los préstamos incobrables, una medida que podría ayudar a acelerar la resolución de activos cuyo valor se mantiene artificialmente elevado en libros y que están bloqueando el sistema bancario del país.
  - Hasta ahora el Estado ha ido facilitando, según lo iba requiriendo la situación, el capital mínimo imprescindible para evitar la quiebra de estos bancos, pero la aplicación de un enfoque más exigente es inminente. Según una propuesta del vicegobernador Acharya, los principales activos bancarios perjudicados pasarían a ser controlados por una sociedad de gestión de activos privada, que invitaría a continuación a los inversores privados a pujar por ellos. Esta intervención tiene carácter imperativo, ya que la mayoría de bancos prefieren aguardar a recibir ayuda pública antes que vender con un fuerte descuento activos perjudicados. Cualquier activo no resuelto por este procedimiento sería «barrido» de los balances bancarios con arreglo al nuevo código legal en materia concursal.
  - El Código de Insolvencia y Quiebras refundido reemplazará a una mezcla de leyes anticuadas. (1) Clasificará a los prestamistas por orden de prelación en sus derechos de cobro, entendiendo que los acreedores *junior* posiblemente no serán reembolsados. (2) Constituirá tribunales especializados en quiebras para decidir en materia de colateral y baja en libros, en lugar de tribunales ordinarios mucho más lentos. (3) Su objetivo es acortar el proceso de resolución de quiebra de empresas a nueve meses (conforme a las mejores prácticas) y dar a los deudores menos margen para evadirse.
- El código de insolvencia es un primer paso fundamental hacia la creación de un mercado de crédito funcional y no excesivamente dependiente del préstamo bancario. Las antiguas leyes sobre insolvencia disuadieron la operación de otros proveedores de crédito, que se enfrentaban a varios años en los tribunales en caso de incumplimientos en los pagos, impidiéndose de este modo el desarrollo de un mercado de bonos corporativos en la India.

### Relevancia del problema del sector bancario para la divisa

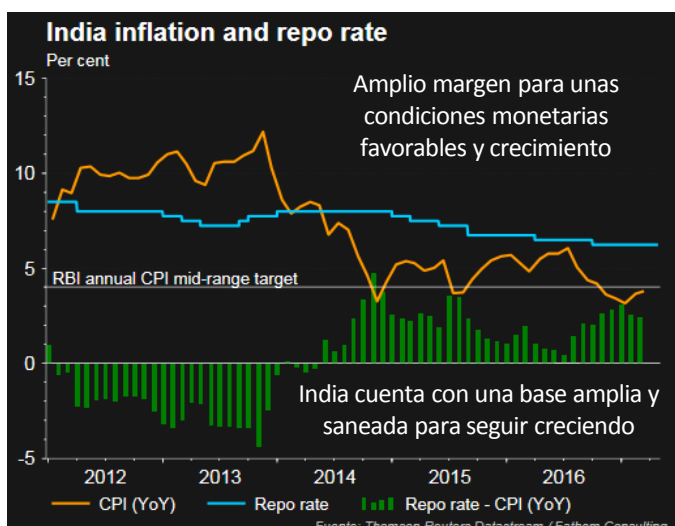
- El sector bancario indio está dominado por 27 entidades del sector público que suponen más del 70% del crédito total. Los prestamistas públicos registraron activos incobrables por importe de 7,2 billones de INR (110.000 mill. de USD) a finales de diciembre, representando los préstamos dudosos y reestructurados hasta un 20% en los bancos en peor situación. Esta situación está lastrando el crecimiento del crédito (creció un anémico 3,3% interanual en febrero) y la inversión privada (muy exigua desde 2012).
- Fitch estima que los prestamistas de la India precisan una inyección de capital de 90.000 millones de USD para cumplir las nuevas normas de fondos propios de Basilea III en 2019, pero Nueva Delhi sólo ofrece 11.500 mill. de USD.

### Perspectivas

- Este enfoque más radical entrañaría la necesidad de captar más capital privado, vender más activos y acometer fusiones generalizadas. Y, si el plan de Acharya se impone, evitará que los bancos fallidos acepten depósitos. Esto canalizaría el capital desde las entidades más débiles (cuyas relaciones precio/valor en libros rondan 0,5x o menos) hacia entidades públicas más solventes (con relaciones próximas a 1) y bancos del sector privado (con relaciones de 1,5-4x). Con ello las entidades menos solventes acabarían por desaparecer, mientras que las cotizaciones bursátiles de las entidades públicas supervivientes se dispararían (véase el gráfico en esta página). El país incluso podría lograr su tan ansiada revisión al alza de la calificación crediticia del emisor soberano.
- India no logrará su sueño de alcanzar un crecimiento económico del 8-10% si no solucionara antes el problema de su deteriorada banca pública.

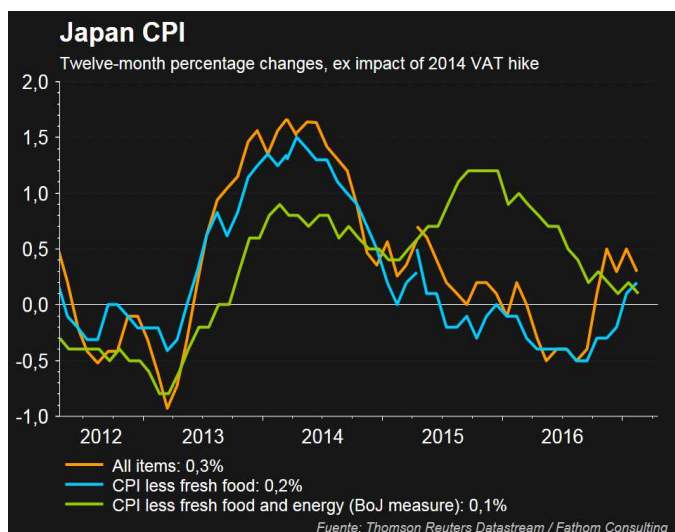
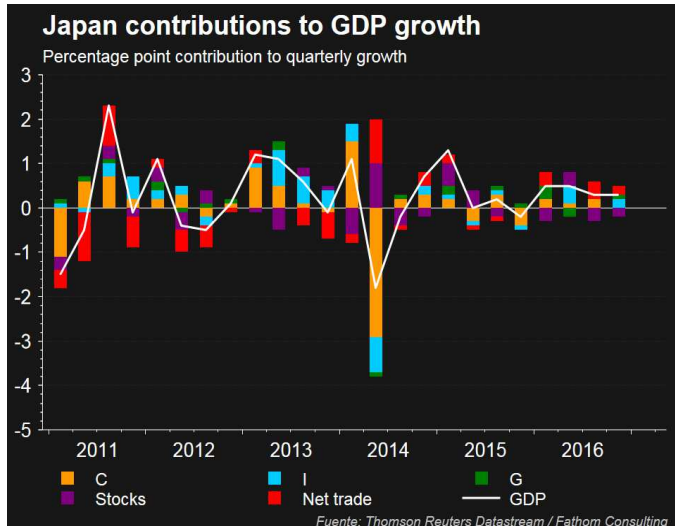
### Mercados financieros

- Renta variable (Sensex): ATRACTIVA.** Cotización objetivo por fundamentales: 29.958. Punto de salida: 32.953.
- Deuda: ATRACTIVA.** Objetivo para el bono a 10 años: 5,7%.
- Divisas: VALOR RAZONABLE.**





**Japón: Las expectativas de los fabricantes son las más altas desde la crisis financiera, pero el objetivo de inflación es inalcanzable. El BoJ mantendrá el actual ritmo de QQE.**



#### Economía

- **El BoJ podría revisar al alza sus previsiones de crecimiento económico:** El diario *Yomiuri* informó de que el BoJ planea revisar su previsión de crecimiento del PIB para el ejercicio fiscal 2017 gracias a la mejora de las exportaciones. Según esta fuente, es probable que el banco central cambie su previsión de PIB desde el actual 1% a cerca del 1,5%. Al mismo tiempo, el informe afirma que es poco probable que cambien las previsiones de inflación actuales, que son del 1,5% para este ejercicio fiscal y 1,7% para el próximo.
- **Las expectativas del sector industrial están en su nivel más alto desde la crisis financiera:** El índice de expectativas del sector industrial del informe Tankan de Reuters se situó en abril en 26, un dato superior al del mes anterior, y la lectura más alta desde agosto de 2007. La mejora la encabezaron alimentación, metales y maquinaria. Las perspectivas apuntan a un retroceso en julio a 20. Las percepciones de mejora de la demanda mundial son el principal factor en que se apoyan las condiciones actuales, aunque la incertidumbre continúa pesando en las perspectivas.
- **La demanda de crédito cayó entre las pequeñas empresas:** La encuesta de abril del BoJ sobre prácticas de préstamo bancario de grandes bancos japoneses, realizada a los responsables de la concesión de crédito, reveló que la demanda de préstamo por las pequeñas empresas cayó del dato anterior de 7 p.p. a 4 p.p., lo que explica la mayor caída en la demanda de crédito.
- **El BoJ considera reducir ligeramente su previsión de inflación:** Las fuentes indican que el BoJ está sopesando recortar su previsión de inflación en el informe trimestral de perspectiva que presentará en la reunión de formulación de políticas de la semana próxima. El artículo señala que la inflación prevista por el banco central para el actual ejercicio fiscal es de 1,5%, una cifra que casi duplica el 0,8% estimado por economistas en una encuesta de Bloomberg.

#### El BoJ y los mercados financieros

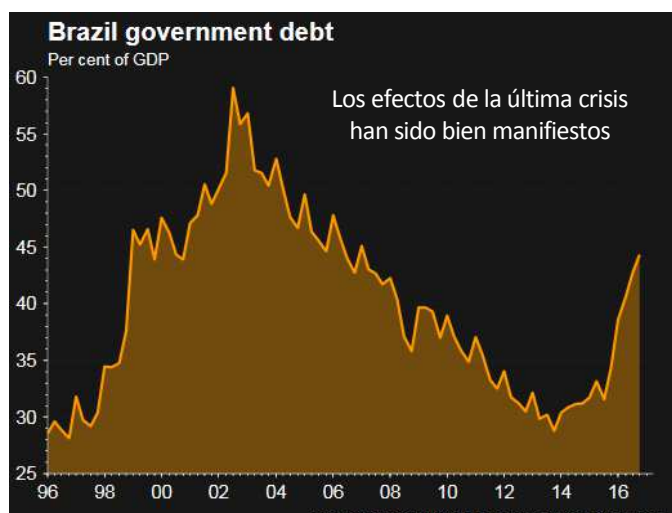
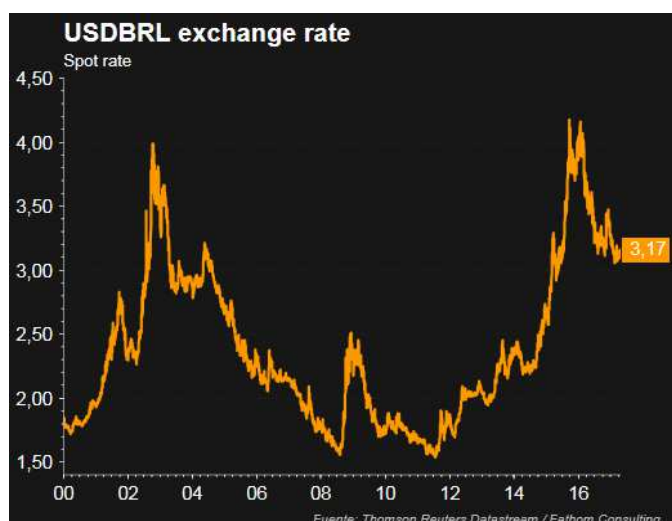
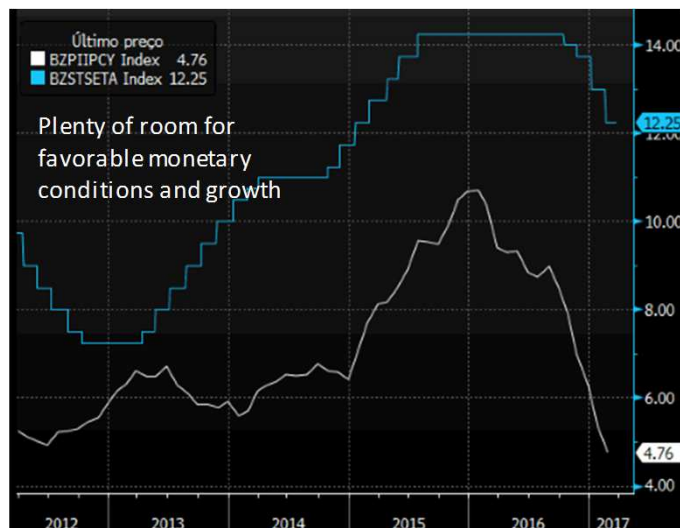
- **El BoJ mantendrá durante un tiempo el ritmo actual de su programa de flexibilización cuantitativa y cualitativa (QQE):** Bloomberg entrevistó al gobernador de BoJ, Haruhiko Kuroda, quien manifestó que el BoJ mantendrá durante un tiempo el control de la curva de rendimientos y el ritmo de compras actual. «Es pronto para debatir una estrategia de salida. La reciente fortaleza del yen ha complicado la política, y el tipo de cambio puede ejercer presión a la baja sobre la inflación. Esta sigue siendo mínima, aunque la economía real va mejor de lo anticipado».
- **La reciente compra de ETFs por el BoJ no está ayudando a los mercados de valores tanto como en otras ocasiones:** A pesar de la inesperada compra de ETFs por el BoJ en la tercera semana de abril, los mercados no mostraron entusiasmo por las operaciones del BoJ, ya que los inversores estaban inquietos por los riesgos geopolíticos y los acontecimientos políticos en el extranjero. El BoJ inyectó 72.500 millones en ETFs ese lunes, habiendo invertido un billón de yenes en ellos desde marzo, incrementando las compras para apoyar el mercado.
- **Los rendimientos de los bonos a 10 años tocaron el 0% por primera vez desde noviembre:** El rendimiento de los bonos del Estado japonés a 10 años cayó brevemente a cero (habiéndolo hecho también en abril los rendimientos del Tesoro de EE.UU.), a pesar de que el BoJ realizó sus operaciones regulares de compra de bonos por importe de 450.000 millones de JPY. Algunos analistas señalaron que el BoJ no tiene intención alguna de contener la caída de los rendimientos, alegando que el BoJ podría tolerar que el rendimiento a 10 años retornase a territorio negativo. De ser cierto, esto tendría serias implicaciones para los rendimientos en otros mercados de deuda internacionales.
- **Los éxitos del BoJ hasta ahora:** (1) El crédito de nueva creación a los hogares creció un 20% en 2016, principalmente por la contratación de hipotecas a bajo coste por propietarios de viviendas e inversores para comprar inmuebles con fines de arrendamiento atraídos por rentas de alquiler del 4%. (2) El endeudamiento de las empresas se incrementó en casi un billón de yenes en el cuarto trimestre de 2016 pero, al margen del sector inmobiliario, este apenas se utilizó para financiar inversiones en capacidad interna.
- **¿Por qué no debería esperarse el tapering?** (1) Todos estos éxitos podrían bien describirse como «logros limitados», ya que todos ellos están relacionados con el sector inmobiliario y simplemente son el reflejo de los bajos rendimientos de los bonos, que obligan a las instituciones y a los inversores a asignar un mayor porcentaje de sus recursos a activos que entrañan más riesgo (acciones) o son menos líquidos (bienes inmuebles). (2) Las expectativas de crecimiento pueden haber mejorado, pero siguen siendo mediocres. (3) El BoJ no tiene posibilidades realistas de lograr su meta de inflación del 2% en un futuro previsible. La inflación subyacente apenas está en territorio positivo, y las expectativas de inflación no se han movido. Y, siendo tal nivel inalcanzable, estará agradecido de cualquier alza en el crédito y en los precios inmobiliarios. (4) El BoJ sigue siendo el único actor en el mercado de bonos del Estado japonés; dada la escasa profundidad de este mercado, cualquier intento de reducir la compra de bonos conduciría a una drástica elevación de sus tipos, que podría asfixiar la frágil recuperación de Japón. (5) Habrá una sustitución de miembros del consejo del BoJ partidarios de una política monetaria restrictiva. Un economista reflacionista (Goshi Kataoka) y un economista más neutral (Suzuki) podrían reemplazar a los miembros salientes discordantes con la mayoría, más partidarios de una orientación acomodaticia. Ambos se unirán al consejo en julio y podrían cambiar el tono del debate a favor de QQE.

#### Mercados financieros

- **Renta variable (Nikkei 225): NEUTRAL-NEGATIVA.** Cotización por fundam.: 18.599 puntos. Punto de salida: 19.528.
- **Deuda: CARA (IMPRODUCTIVA).** Objetivo para el bono a 10 años: 0%.
- **Divisas: NEUTRAL.** Objetivo por fundamentales USD/JPY: 112.



## Brasil: La política copa los titulares de prensa, el impulso reformista se mantiene, los mercados se han estancado...



### Banco central

▪ **El banco central de Brasil recortó el tipo oficial principal en 100 pb:** En su orientación previa ya había indicado que el ritmo de recortes de tipos de interés se aceleraría. En el acta, los miembros mencionan que la situación económica permite recortes más rápidos, pero las incertidumbres y otros riesgos harán que el comité mantenga el ritmo actual, que consideran «adecuado». Este tono abre la puerta a un aumento en el ritmo, al tiempo que muestra que la aprobación de las reformas estructurales será imprescindible para la relajación monetaria. Los riesgos tienden más al alza (aguardan mayores recortes) que a la baja.

### Coyuntura macroeconómica y evolución de los precios

- **La variable indicativa de actividad económica refleja alivio:** El índice IBC-Br del banco central sorprendió al alza al acelerarse un 1,31% en febrero (frente a expectativas del mercado en torno a 0,50%). Es importante resaltar que al mejor resultado contribuyeron los cambios introducidos en la metodología del IBGE (Oficina Nacional de Estadística) para las ventas minoristas y los servicios. Pese a ello, las cifras han sorprendido al mercado positivamente y podrían indicar un primer trimestre mejor de lo esperado para la actividad económica.
- **La creación de empleo es exigua:** Los datos del CAGED sobre creación neta de empleo en marzo decepcionaron, con una pérdida neta de 63.600 puestos de trabajo y el sector servicios como principal factor negativo. La mediana de expectativas del mercado era de +9.000 nuevas ofertas.
- **Los precios todavía son menores de lo esperado:** La inflación de abril hasta la fecha (medida por el IPCA-15) volvió a sorprender positivamente al mercado. El dato de +0,21% (inferior al +0,27% del consenso) fue el menor para el mes desde 2006. Los principales factores en lo positivo fueron alimentación y vivienda.

### Reformas

- **Aprobación del texto principal de la reforma laboral:** La Cámara Baja del Congreso de Brasil aprobó el cuerpo del proyecto de ley dirigido a liberalizar las restrictivas leyes laborales del país, puntal principal de las medidas del presidente Michel Temer para impulsar la inversión y sacar a la economía de la peor de sus recesiones. La medida se aprobó con 296 votos a favor y 177 en contra, lo que refleja el decidido respaldo del Congreso a seguir insistiendo en la vía de las reformas. En la tramitación del proyecto de ley se modificaron unos 100 puntos de la actual Ley del Trabajo (CLT), incluyendo acuerdos laborales más flexibles y menos obligaciones para los empleadores. La Cámara Baja aún tiene que votar las enmiendas a la propuesta que eliminan las limitaciones al trabajo temporal y refuerza los convenios colectivos.
- **La reforma de la seguridad social, presión dilutiva:** Tras topar con fuerte oposición, el proyecto de ley de seguridad social se diluyó en las últimas semanas por contraste con su redacción original. Los ahorros en costes que inicialmente se estimaron (para los próximos 10 años) rondaban los 780 millones de BRL, pero la presión de diferentes sectores condujo a una propuesta rebajada, de 470 millones de BRL (alrededor del 60% de la propuesta original). Aunque aún pendiente de una versión final, el proyecto de ley se someterá a la Comisión Especial el 2 de mayo, previéndose su votación en la Cámara Baja para mediados de mayo.

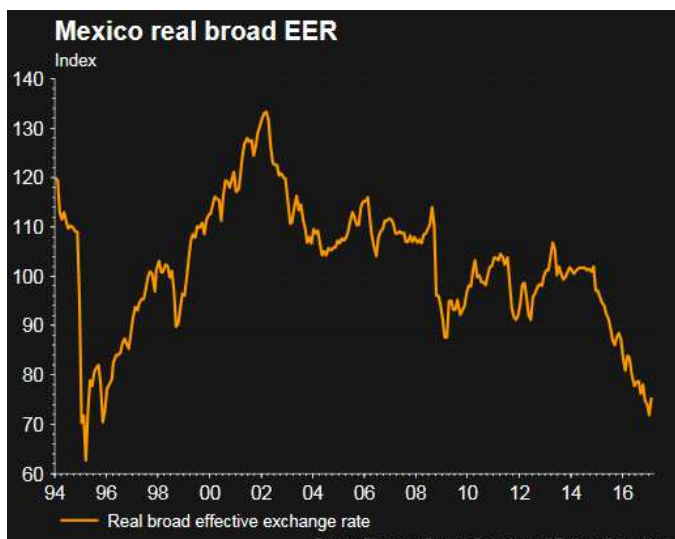
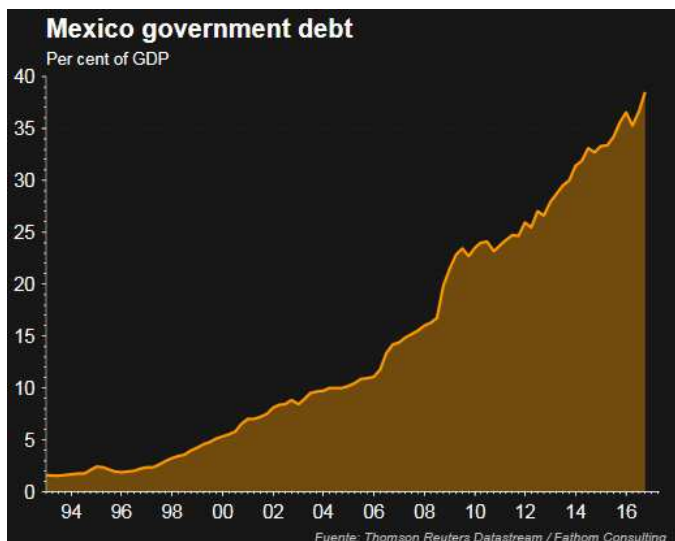
### Política

- **Operación «Java Lato»:** Se hicieron públicas las declaraciones inculpativas de Odebrecht en el marco del procedimiento abreviado, que cayeron en Brasilia como una bomba. La mayoría de los principales políticos y líderes se hallan involucrados en acusaciones de financiación ilegal de campaña electoral a cambio de favores a las grandes empresas constructoras. Era un evento muy esperado por la clase política y la impresión es que ya pasó lo peor, en términos de flujo de malas noticias. Temer respondió mostrando que la actividad legislativa no puede detenerse, actuando con rapidez para reintroducir las reformas en la agenda.

### Mercados financieros

- **Renta variable (Ibovespa): NEUTRAL.** Los niveles no han cambiado en estas últimas semanas y las valoraciones continúan un tanto elevadas por el momento. La incertidumbre adicional asociada a las tensiones geopolíticas a nivel mundial podría aumentar la volatilidad en el corto plazo. El mercado está a la expectativa, pendiente de la tramitación de la ley de seguridad social. Somos optimistas a largo plazo, con todo, siempre y cuando se aprueben las reformas estructurales.
- **Deuda soberana: POSITIVA.** Mantenemos la opinión optimista ante la deuda soberana local. El mercado está a la expectativa, muy atento a la tramitación de la ley de seguridad social. En estos momentos vemos el tipo Selic en el 8,50% anual (consenso del mercado: 8,50% anual; nivel actual: 11,25% anual) y los tipos de interés reales rondando el 5,0% anual, o por debajo de esta cifra, al final de 2017 (actualmente se sitúan entre 5,50% y 5,20% anual en toda la curva).
- **Deuda empresarial: High Grade: POSITIVA. Low Grade: NEGATIVA.**
- **Divisas: NEUTRAL.** Las reformas estructurales reducirán el riesgo de Brasil y, por lo tanto, suavizarán la presión ejercida por las subidas de los tipos de interés estadounidenses. Perspectivas: 3,25 reales por dólar en diciembre de 2017 (consenso del mercado: 3,23 BRL por USD; nivel actual: 3,13). A corto plazo, sin embargo, prevemos una revalorización adicional del BRL, hasta 3,05 unidades por dólar (consenso del mercado: 3,15 BRL por USD).

## México: El retorno de los inversores a los mercados emergentes favorece al MXN, pero apreciamos escaso margen de mejora.



### Banco central

- El Banco central de México (Banxico) elevó el 29 de marzo su tipo de referencia en 25 pb, un incremento inferior al de alzas anteriores.
- Las encuestas más recientes reflejan que los analistas esperan que el tipo de interés del banco central cierre 2017 en el 7% (7,25% el mes pasado).
- Agustín Carstens, gobernador del banco central, declaró que Banxico no necesariamente seguirá las alzas de tipos de la Fed.

### Inflación

- El IPC sigue superando el objetivo a medio plazo de Banxico del 3% ( $\pm 1\%$ ) por los efectos de la depreciación cambiaria, que se hicieron más evidentes durante los primeros 15 días del mes (IPC del 5,62% en base anual).
- Aun cuando abril es un mes deflacionario debido a los subsidios oficiales a la electricidad, la inflación general repuntó tras el alza visto en los precios agrícolas.

### Indicadores económicos

- Los principales indicadores reflejaron tasas de crecimiento moderado. La previsión de PIB para 2017 se mantiene en torno al 1,5%.

### NAFTA/TLCAN

- Trump ha amenazado reiteradamente con retirarse del pacto comercial (en vigor desde hace 23 años) si no pudiera renegociar mejores términos para EE.UU., que pasó de tener un pequeño superávit comercial con México a principios de los años noventa a un déficit de 63.000 millones de dólares en 2016.
- El miércoles 26, la Casa Blanca señaló que Trump había hablado con el presidente de México, Enrique Peña Nieto, y con el primer ministro de Canadá, Justin Trudeau, y que acordó no retirarse por ahora del TLCAN. «Los líderes acordaron progresar con agilidad, supeditados a sus procedimientos internos, para permitir que el NAFTA se renegocie de manera que beneficie a los tres países.»

### Perspectivas

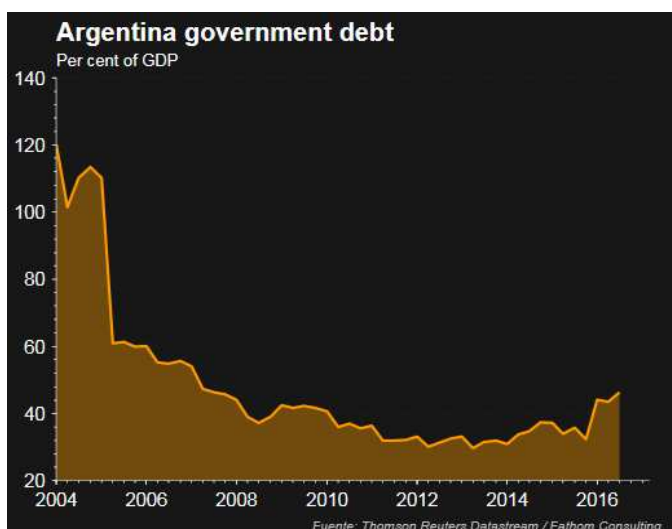
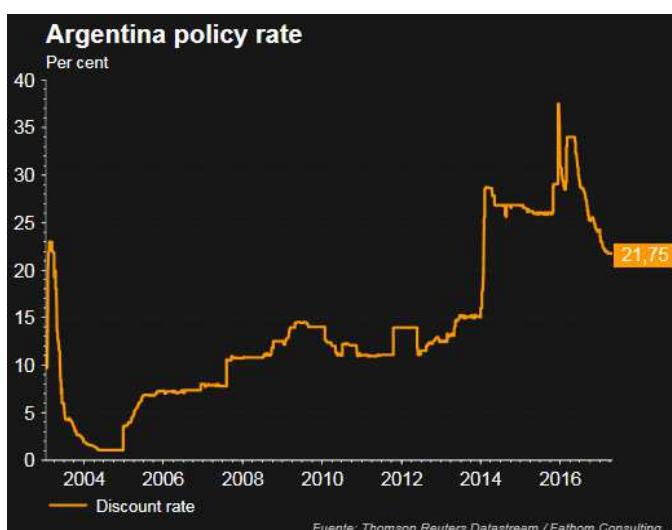
- Naturalmente, EE.UU. parte de una posición de ventaja en la negociación. Aun así, México también tiene mucho que decir, y esto equilibra las posiciones de cara a alcanzar un acuerdo que satisfaga a ambas partes. Por ejemplo, excluido el sector del automóvil, es México el que tiene un déficit comercial con EE.UU. Esto se explica porque EE.UU. exporta numerosos productos agrícolas a México, en especial por ejemplo desde el Medio Oeste. Esto significa que, en caso de una postura agresiva que provocase la ruptura del TLCAN, la población del Medio Oeste estadounidense resultaría seriamente perjudicada, algo que merece recibir atenta consideración por constituir esta región el núcleo del electorado de Trump. México tiene amplia experiencia en la negociación de tratados. Se ha ocupado de negociar los pactos del TPP en materia laboral y medioambiental. Asimismo, ha firmado acuerdos comerciales con 45 países (más que la gran mayoría de países), lo que revela su experiencia indiscutible en la negociación en materia de comercio. México ha manifestado su disposición a negociar y modernizar el TLCAN, pero al mismo tiempo presentará férrea resistencia a todo cuanto implique limitar el libre comercio. Suponemos que la negociación se centrará en las «normas de origen», que establecen las condiciones para que un producto pueda beneficiarse del libre comercio. Una de éstas se refiere al Contenido de Valor Agregado (o de valor producido en el seno del bloque comercial), el cual a su vez se divide en dos grupos: el régimen específico de productos y el régimen amplio. Esta última categoría comprende «reglas de minimis» (que estipulan el contenido máximo de materiales externos admisible en un producto) y la «regla de acumulación» (que permite tratar los productos importados como si fueran nacionales). Estas reglas son muy flexibles, por lo que es probable que la negociación recaiga sobre ellas.

### Finanzas públicas

- El último informe sobre 2016 reveló que las medidas oficiales fueron insuficientes para lograr un superávit primario. Por otra parte, la relación deuda/PIB alcanzó el 50,5% en su punto más amplio, un nivel que las agencias de calificación crediticia consideran suficiente para rebajar el rating de solvencia del emisor soberano.

### Mercados financieros

- Renta variable (IPC): PRUDENCIA.** Cotización central por fundamentales: 46.756 puntos. Punto de salida: 49.515.
- iNOVEDAD! Renta fija: NEGATIVA.** Pensamos ahora que el diferencial entre el bono mexicano a 10 años en moneda local (T10) y su homólogo denominado en USD (T10) podría fluctuar en torno a 480 pb (frente a los 500 pb del mes pasado). En consecuencia, con un rendimiento estimado del 2,75% para el bono de EE.UU. a 10 años (UST10), la previsión mediana para el bono mexicano a 10 años se mantiene en torno a 7,55%. Para el T10 esperamos un diferencial de 160 pb frente al UST10 (inferior a los 175 pb previos). Atendiendo a nuestro objetivo de rendimiento para el UST10, el del bono mexicano debería rondar el 4,35%. La curva de rendimientos mexicana incorpora ya una revisión a la baja de un escalón en la calificación de solvencia crediticia del emisor soberano.
- iNOVEDAD! Divisas: NEGATIVA.** Nuestro objetivo de fin de año permanece en 20,25 pesos por dólar.

**Argentina: Un año clave para la transformación, o quizás no.****Acontecimientos más recientes**

- La economía por fin de muestras de recuperación, habiéndose confirmado que en el último trimestre de 2016 Argentina registró dos trimestres consecutivos de crecimiento mientras la inflación cedía levemente. Sin embargo, la tensión política va a más conforme se endurecen las negociaciones salariales con los sindicatos y se aproximan las elecciones legislativas (previstas para octubre de este año).
- Amnistía fiscal: El 31 de diciembre de 2016 venció el plazo principal de este programa. Los resultados reflejan un gran éxito, ascendiendo a 98.000 millones de USD los activos declarados por los argentinos (en una economía de 530.000 millones de USD). Un 86% de los activos declarados está en otras jurisdicciones, mientras que el otro 14% permanece en territorio argentino. El plazo siguiente (y definitivo) es el 31 de marzo, con estimaciones que indican que podrían declararse otros 20.000 millones de USD.
- El gobierno anterior recurrió a la emisión de moneda para cubrir la brecha fiscal (lo que causó altos niveles de inflación). Una vez resuelto el asunto de los bonistas que rechazaban el canje de deuda (*holdouts*), el gobierno actual cambió de fuente de financiamiento y apeló a los mercados de deuda internacionales para cubrir sus necesidades de financiación hasta que pudiera aplicar las reformas necesarias para recuperar el equilibrio presupuestario (gradualismo). En este plan hay dos aspectos clave: el reducido apalancamiento de la economía (los cocientes de deuda total y deuda externa, ambos sobre PIB, ascienden al 53,8% y 31,7%, respectivamente) y la legitimidad del propio plan, que se pondrá a prueba en las elecciones legislativas de este año.

**Coyuntura macroeconómica**

- La economía argentina creció un 0,5% intertrimestral en el cuarto trimestre de 2016, marcando el final de la recesión que comenzó justo un año antes. Como se esperaba, el PIB se contrajo un 2,3% en el conjunto del año. Aunque en el tercer trimestre de 2016 el principal factor impulsor del crecimiento del PIB fue el gasto público, en el cuarto lo fue el sector exterior, con un buen comportamiento tanto de las importaciones como de las exportaciones. Los indicadores basados en datos actualizados con una elevada frecuencia, sin embargo, emiten señales dispares, con mejores datos de ventas minoristas y caídas en los índices de producción industrial. El repunte de la inflación en marzo, que condujo a una subida de tipos por el banco central, nos hace pensar que el consumo privado será inferior a lo anticipado, por lo que hemos reducido nuestra previsión de crecimiento del PIB en términos reales para 2017 al 2,75%.

**Situación fiscal**

- Tras la reorganización del gabinete en la que Nicolás Dujovne asumió el cargo de Ministro de Hacienda, el gobierno ha confirmado su objetivo de un déficit primario para 2017 del 4,2%. Sin embargo, las metas para el próximo año se revisaron al alza del 1,8% al 3,2% en 2018 y del 0,3% al 2,2% en 2019. Aunque estos cambios no son buenas noticias, ya que retrasan la consolidación fiscal, son más razonables teniendo en cuenta la trayectoria de ajustes realizados hasta la fecha. La buena noticia es que el gobierno empieza a tomar medidas para acordar una nueva ley de responsabilidad fiscal, si bien todavía no está claro cómo se utilizarán los incentivos para que las provincias se comprometan a asegurar que el gasto no superará la inflación.

**Evolución de los precios**

- La inflación se mantuvo alta en marzo en el 2,4% (2,5% en febrero, 1,3% en enero). La inflación subyacente también se mantuvo alta, lo que indujo al banco central a subir los tipos de interés de 24,75% a 26,25%. Este alza confirma la firmeza de su postura contra la inflación, en marcado contraste con su postura en el terreno fiscal, que se muestra firme en el discurso pero hasta el momento débil en los hechos. Sin embargo, considerando que se trata de un año electoral, y la persistencia de la inflación subyacente, pensamos que no se alcanzará el objetivo, de forma que prevemos que la inflación cerrará 2017 en el 20%.

**Mercados financieros**

- Renta variable:** Algunas acciones aún parecen baratas, pero esto dependerá en gran parte de que tengan éxito las medidas de Macri en restablecer el equilibrio macroeconómico. Ejemplos de empresas que podrían beneficiarse de sus políticas son YPF, acciones financieras (BMA, BFR, GGAL) y de suministros públicos (PAM, EDN, TGS).
- Renta fija:** El bono a 10 años del Gobierno emitido más recientemente en USD (Global 2027) cotiza con una rentabilidad al vencimiento del 6,05%. Los bonos argentinos están experimentando una intensa recuperación este año, gracias sobre todo a la compresión de los diferenciales (el del bono a 10 años se estrechó 78 pb). Considerando que éstos podrían ampliarse en los próximos meses, antes de las elecciones legislativas, así como las perspectivas para los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años, revisamos nuestra meta para 2017 a 7% (desde 7,5%).
- Dívidas:** Pensamos que el ARS seguirá apreciándose este año por lo menos hasta las elecciones primarias de agosto, y que se depreciará hacia finales de año. Nuestra meta para final de 2017 es de 18 pesos por dólar, lo que representa una depreciación anual del 13%, todavía muy por debajo de la inflación debido a importantes entradas en USD.



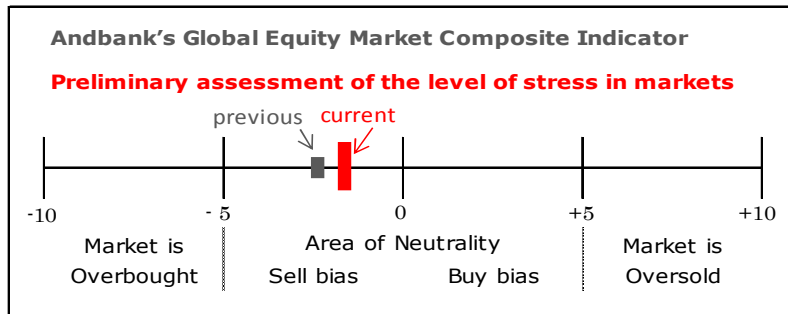
*Mercados de renta variable*■ **ÍNDICES DE RENTA VARIABLE MUNDIAL: Análisis fundamental**

| Index               | Net Margin 2016 | Andbank's Sales growth 2017 | Sales per Share 2017 | Andbank's Net Margin 2017 | EPS 2017 | EPS Growth 2017 | PE Itm 2016 | PE Itm 2017 | INDEX CURRENT PRICE | 2017 Central Point (Fundam range) | 2017 E[Perf] to Centr. Point | 2017 Exit Point | E[Perf] to Exit point |
|---------------------|-----------------|-----------------------------|----------------------|---------------------------|----------|-----------------|-------------|-------------|---------------------|-----------------------------------|------------------------------|-----------------|-----------------------|
| USA S&P 500         | 10,3%           | 10,0%                       | 1.276                | 10,0%                     | 128      | 7,2%            | 20,16       | 17,50       | 2.399               | 2.233                             | -6,9%                        | 2.456,3         | 2,4%                  |
| Europe STXE 600     | 6,9%            | 3,7%                        | 313                  | 7,6%                      | 24       | 14,6%           | 19,08       | 15,50       | 396                 | 368                               | -6,9%                        | 405,3           | 2,4%                  |
| Spain IBEX 35       | 7,3%            | 4,0%                        | 7.685                | 8,3%                      | 638      | 18,3%           | 20,63       | 15,80       | 11.121              | 10.078                            | -9,4%                        | 11.085,3        | -0,3%                 |
| Mexico IPC GRAL     | 7,4%            | 7,0%                        | 33.048               | 7,1%                      | 2.338    | 2,0%            | 21,61       | 20,00       | 49.506              | 46.756                            | -5,6%                        | 49.515,0        | 0,0%                  |
| Brazil BOVESPA      | 7,6%            | 5,5%                        | 53.915               | 7,7%                      | 4.151    | 6,4%            | 16,80       | 16,00       | 65.526              | 66.423                            | 1,4%                         | 69.744,1        | 6,4%                  |
| Japan NIKKEI 225    | 5,1%            | 2,5%                        | 19.981               | 5,2%                      | 1.039    | 4,4%            | 19,93       | 17,90       | 19.843              | 18.599                            | -6,3%                        | 19.528,6        | -1,6%                 |
| China SSE Comp.     | 8,5%            | 7,5%                        | 2.689                | 8,0%                      | 215      | 1,1%            | 14,48       | 15,00       | 3.081               | 3.226                             | 4,7%                         | 3.387,6         | 10,0%                 |
| China Shenzhen Comp | 8,2%            | 8,5%                        | 890                  | 7,8%                      | 69       | 2,8%            | 27,36       | 28,50       | 1.848               | 1.979                             | 7,1%                         | 2.078,2         | 12,5%                 |
| Hong Kong HANG SENG | 14,8%           | 3,0%                        | 12.535               | 14,5%                     | 1.818    | 0,6%            | 13,77       | 12,50       | 24.889              | 22.720                            | -8,7%                        | 24.991,9        | 0,4%                  |
| India SENSEX        | 10,5%           | 11,0%                       | 15.851               | 10,5%                     | 1.664    | 10,7%           | 19,93       | 18,00       | 29.950              | 29.958                            | 0,0%                         | 32.953,8        | 10,0%                 |
| MSCI EM ASIA (MXMS) | 12,6%           | 7,5%                        | 407                  | 12,6%                     | 51       | 7,4%            | 10,26       | 8,75        | 490                 | 449                               | -8,4%                        | 494,1           | 0,8%                  |

ANDBANK ESTIMATES

■ **PROBABILIDAD DE UN RISK-OFF: Análisis a corto plazo****Andbank's Global Equity Market Composite Indicator (Breakdown)**

|                        | Previous Month | Current Month |
|------------------------|----------------|---------------|
| Buy signals            | 1              | 4             |
| Positive Bias          | 3              | 1             |
| Neutral                | 7              | 6             |
| Negative Bias          | 3              | 4             |
| Sell signals           | 8              | 7             |
| <b>FINAL VALUATION</b> | <b>-3,2</b>    | <b>-2,0</b>   |



**Indicador compuesto GEM de Andbank: NOS MANTENEMOS EN ZONA NEUTRAL CON SESGO VENDEDOR.** Nuestro índice general pasó de un nivel de -3,2 el mes pasado a -2 (en un rango de  $\pm 10$ ), situándose en una zona indicativa de que el mercado está ligeramente «sobrecapado». Nuestra puntuación no refleja, por tanto, niveles de estrés en los mercados de renta variable estadounidenses desde la reciente estrategia de minoración del riesgo ejecutada en el transcurso del mes pasado, antes de las elecciones a la presidencia de Francia, bastante evidente en los siguientes factores: 1. La desaceleración en la afluencia de recursos hacia fondos de acciones cotizados (ETFs); 2. El desplazamiento del beta de los fondos especulativos con estrategias macro discrecionales hacia el S&P 500 adoptó un sesgo claramente defensivo; 3. Las encuestas de confianza, que no registran mejoras sobre sus niveles moderados previos (debido al evento político mencionado), y 4. Medidas de riesgo (el índice Macro Risk Index de Citi está marcando sus niveles más bajos desde 2013).

Los gestores de fondos siguen sobreponderando la posición de liquidez (la cual se sitúa por encima del nivel promedio de los últimos 10 años), lo que podría sostener nuevas alzas en los mercados bursátiles. Por contraste, los inversores no pusieron a trabajar su dinero en marzo, cayendo de hecho bruscamente las asignaciones a renta variable estadounidense (hasta su nivel más bajo desde enero de 2008, con una infraponderación del 20%). A partir de tal punto suelen remontar, esta vez impulsadas quizás por el próximo plan de Trump de reducir al 15% el tipo fiscal sobre los beneficios empresariales.

La diferencia entre los flujos dirigidos hacia fondos de renta variable y fondos de bonos superó una desviación típica negativa, ilustrando la famosa «gran rotación». El posicionamiento cayó en acciones estadounidenses y subió en bonos. Por otra parte, esto podría propiciar otra rotación relativa, ya no en clases de activos sino geográficamente, hacia la renta variable europea (la exposición a ésta se elevó a +48%, lo que equivale a +1,5 desviaciones típicas sobre su media de largo plazo), apoyada en las expectativas sobre los beneficios empresariales.

■ **ANÁLISIS TÉCNICO: escenario de tendencias; niveles de soporte y resistencia**

- o **S&P: LATERAL-ALCISTA.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 2280/2245; de resistencia a 1 y 3 meses: 2450.
- o **STOXX600: LATERAL.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 359/351; de resistencia a 1 y 3 meses: 387.
- o **IBEX: LATERAL-ALCISTA.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 9654/9900; resistencia a 1 y 3 meses: 11016/11249.
- o **EUR/USD: LATERAL.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 1,04/1,035; de resistencia a 1 y 3 meses: 1,095.
- o **Petróleo: LATERAL.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 42,2; de resistencia a 1 y 3 meses: 56,5.
- o **Oro: LATERAL.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 1226/1122; de resistencia a 1 y 3 meses: 1303.
- o **Bonos Tesoro EE.UU.: LATERAL-BAJISTA.** Soporte a 1 y 3 meses: 2,09/1,97; resistencia a 1 y 3 meses: 2,37/2,4.

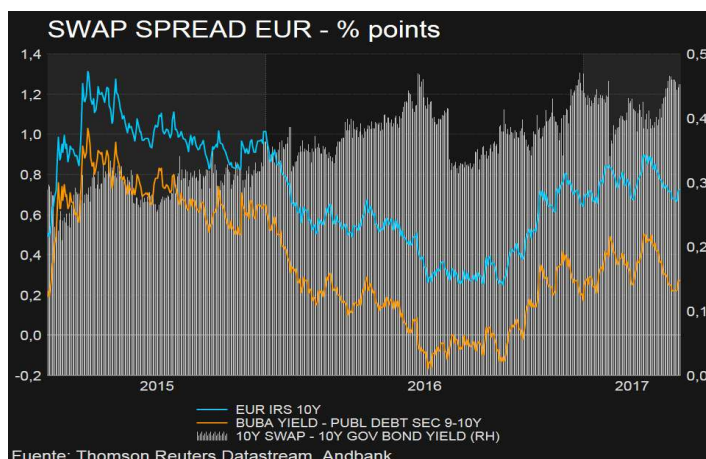
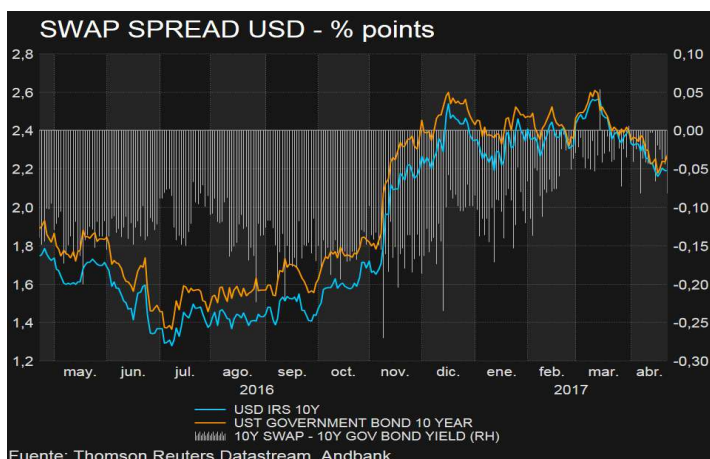
## Mercados de renta fija – Bonos de países principales

### ❑ BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS: Suelo: 1,83%; techo: 3%. Nuevo objetivo: 2,75%

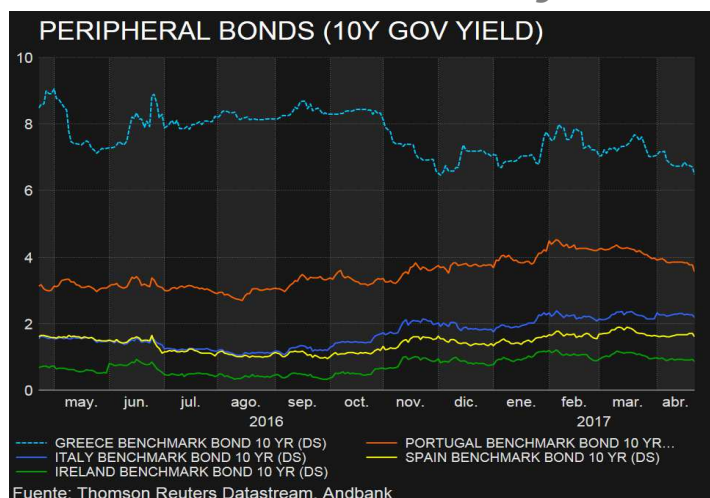
- Diferencial swap:** Los tipos *swap* se redujeron con fuerza en el mes hasta el 2,19% (desde 2,35% el mes pasado). El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años también cayó a 2,27% (desde 2,40%). En consecuencia, el diferencial *swap* se redujo a -8 pb (desde -5 pb el mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en torno a +17 pb, con un anclaje de las expectativas de inflación a 10 años (reflejadas en el tipo *swap*) alrededor de 2,0%, sería necesario que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años avanzara hacia **1,83%**.
- Pendiente:** La pendiente de la curva de rendimientos del bono estadounidense a 10 años se redujo a 104 pb (desde 133 pb). Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia el 1,25% (en estos momentos, en 1,23%), para igualar la pendiente media a 10 años (175 pb) el rendimiento del bono del Tesoro con ese vencimiento debería situarse en **3,0%**.
- Rendimiento real:** Un buen punto de entrada en el bono del Tesoro estadounidense a 10 años podría ser cuando el rendimiento real se situase en el 1%. Dado que nuestras previsiones para el IPC se sitúan en la banda del 2%-2,5%, el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería subir hasta el **3%-3,25%** para posicionarnos en «COMPRAR».

### ❑ BONO DE REFERENCIA EN EUR (BUND ALEMÁN) A 10 AÑOS: Techo: 0,90%. Objetivo: 0,70%

- Diferencial swap:** Los tipos *swap* cayeron a 0,72% (desde 0,81% el mes pasado), como hicieron los rendimientos del *Bund*, que cayeron a +0,27% (desde +0,42%). Por lo tanto, el diferencial *swap* se elevó a 45 pb (desde 40 pb). Para que este diferencial se normalizase en torno a 30-40 pb con un anclaje de las expectativas de inflación a 10 años (reflejadas el tipo *swap*) en el rango del 1,25%, el rendimiento del *Bund* debería avanzar hacia **0,90%** (punto de entrada).
- Pendiente:** La curva de rendimientos en EUR se redujo a 99 pb (desde 114 pb). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al -0,25% (en estos momentos está en -0,72%), para igualar la pendiente media a 10 años (122 pb) el rendimiento del *Bund* debería situarse en **0,97%**.



## Mercados de renta fija – Bonos de países periféricos



### Objetivo de rendimiento del bono a 10 años

**España:** 1,90%  
**Italia:** 2,30%  
**Portugal:** 3,30%  
**Irlanda:** 1,40%  
**Grecia:** 7,50%

## Mercados de renta fija – *Deuda pública de ME. ¿A qué esta calma?*

### Los factores negativos conocidos:

1. El fortalecimiento del dólar ha sido sinónimo de «malas noticias» para los mercados emergentes en el pasado (1997).
2. Los tipos de interés y rendimientos más altos en EE.UU. no ayudaron en el pasado (recuérdese el *taper tantrum* de los mercados de renta fija en 2013).
3. Las perspectivas de un incremento del proteccionismo suenan a algo «tóxico» para los mercados emergentes.

### Los factores positivos no tan conocidos:

1. ¡iNOVEDAD!! La nueva guía de intervención que utilizan los bancos centrales para defender la moneda: «Vender la exposición a USD mediante contratos a plazo sin entrega física con liquidación en moneda local». Las ventajas son claras: (1) Los contratos a plazo normalizados no afectan inmediatamente al valor de las reservas de divisas. (2) Los compradores de exposición a plazo al USD son sucursales locales de bancos internacionales (interesados en minorar pérdidas) que, como cobertura a esta mayor exposición a plazo, venden USD contra la moneda local en el mercado de contado, lo que resulta en una subcontratación de facto de las operaciones de mercado abierto del banco central. (3) Estos bancos comerciales se benefician de los mayores tipos a un día o de cualquier alza en los tipos a un día resultante de una caída en la moneda. Una depreciación adicional en la moneda local implica una pérdida en su operación de contado, pero en una ganancia en sus operaciones a plazo. (4) El banco central puede resistir las presiones tendentes a una depreciación, al tiempo que satisface la demanda para sus dólares mantenidos como reservas de divisas. (5) Esta estrategia no es la panacea: si la depreciación persiste, los contratos a plazo han de renovarse, materializando pérdidas cada vez el banco central. Ahora bien, la estrategia permite ganar tiempo para reformas estructurales fundamentales.
2. Tras una prudente reconstrucción, la mayoría de mercados emergentes muestran ahora unas balanzas exteriores más equilibradas (India, Brasil, etc.), lo que las hace menos dependientes de la financiación externa en dólares.
3. En episodios pasados las monedas de países de mercados emergentes estaban sobrevaloradas por lo general. Hoy en día, sin embargo, están en su mayoría infravaloradas (MEX, TRY, RUB...), lo que significa que el riesgo de fuga de capitales es menor.
4. Si los mercados emergentes están ahora más sincronizados con las economías desarrolladas cabe suponer que sus activos aguantarán mejor un entorno de ajuste monetario en EE.UU. Además, un cierto sesgo restrictivo adicional en los mercados emergentes (causado por los mayores rendimientos) puede incluso ser útil de cara a contener cualquier riesgo de recalentamiento de sus economías.
5. Las empresas de mercados emergentes dependen cada vez más de los mercados de capitales y menos del respectivo sistema financiero nacional. En 1997, los préstamos bancarios en USD representaban el 65% de la deuda nacional en USD; hoy, esa cifra es el 54%. Por lo tanto, sus bancos ya no están tan expuestos a la volatilidad del USD.

### Nuestra regla empírica

Hasta la fecha, nuestra *regla de oro* para los bonos de mercados emergentes ha sido «comprar» cuando se cumplieren las dos condiciones siguientes:

1. Los bonos del Tesoro de EE.UU. estuviesen baratos o a valor razonable;
2. El rendimiento real de los bonos de ME fuese 150 pb superior al de los bonos del Tesoro de EE.UU.

### ¿Están los bonos del Tesoro de EE.UU. baratos o a valor razonable?

- ✓ Históricamente, un rendimiento real de 1,75% constituía un buen nivel de entrada en los bonos del Tesoro de EE.UU. Habida cuenta de la situación de «nueva normalidad» (ZIRP, es decir, políticas de tipos de interés cero), un rendimiento real del 1% podría ser un buen punto de entrada en estos bonos. Dado nuestro objetivo para 2017 del **2%-2,25%** para el IPC estadounidense, un valor teórico razonable (como punto de entrada) correspondería a rendimientos nominales del **3%-3,25%**. **No se cumple la primera condición.**

### ¿Ofrece el rendimiento real de la deuda de mercados emergentes un diferencial suficiente?

- ✓ Un buen punto de entrada en los bonos de mercados emergentes ha sido cuando sus rendimientos reales estaban 150 pb por encima del rendimiento real de los bonos del Tesoro de EE.UU., hallándose éstos a valor razonable. En consecuencia, suponiéndose que se cumpliera la primera condición, deberíamos comprar esos bonos simplemente con que ofreciesen un rendimiento real del 2,5% (o superior) (véanse los bonos resaltados en verde en el Cuadro).

|         |             | 10 Year<br>Yield<br>Govies | CPI (y/y)<br>Last<br>reading | 10 Year<br>Yield<br>Real | Projected<br>change in<br>Yield |
|---------|-------------|----------------------------|------------------------------|--------------------------|---------------------------------|
| EM ASIA | Indonesia   | 7,04%                      | 4,17%                        | 2,87%                    | -0,75%                          |
|         | India       | 6,94%                      | 3,70%                        | 3,25%                    | -1,00%                          |
|         | Philippines | 4,73%                      | 3,40%                        | 1,33%                    | -0,50%                          |
|         | China       | 3,58%                      | 0,90%                        | 2,68%                    | -0,75%                          |
|         | Malaysia    | 3,93%                      | 5,10%                        | -1,17%                   | 1,00%                           |
|         | Thailand    | 2,69%                      | 0,36%                        | 2,33%                    | -0,75%                          |
|         | Singapore   | 2,18%                      | 0,62%                        | 1,55%                    | -0,50%                          |
|         | South Korea | 2,14%                      | 1,92%                        | 0,23%                    | 0,00%                           |
| EME     | Taiwan      | 1,11%                      | 0,19%                        | 0,91%                    | 0,00%                           |
|         | Turkey      | 10,33%                     | 11,29%                       | -0,96%                   | 1,00%                           |
| LATAM   | Russian Fed | 7,70%                      | 4,30%                        | 3,40%                    | -1,00%                          |
|         | Brazil      | 10,19%                     | 4,57%                        | 5,62%                    | -1,00%                          |
|         | Mexico      | 7,19%                      | 5,38%                        | 1,81%                    | -0,50%                          |
|         | Colombia    | 6,22%                      | 4,74%                        | 1,48%                    | -0,50%                          |
|         | Peru        | 5,93%                      | 3,74%                        | 2,19%                    | -0,75%                          |



## Materias primas – Energía (Petróleo WTI)

**Objetivo fundamental en 45 USD. (Comprar a 30 USD, vender a 55 USD).**

### Los factores determinantes del precio del petróleo a corto plazo apuntan a precios a la baja o sin cambios.

- (+) La gran noticia hoy es la indicación de los principales productores de la OPEP de que puede haber cierto grado de acuerdo preliminar para una ampliación temporal de los recortes de producción del cártel. Los ministros de Energía de Arabia Saudita y Kuwait afirmaron que «está emergiendo un consenso» para dicha ampliación, aunque todavía no se ha alcanzado un acuerdo.
- (+) Los fondos de cobertura y los gestores de dinero elevaron por tercera semana consecutiva sus apuestas alcistas sobre el crudo (con un aumento de la posición larga neta de 14.100 contratos o +4,6%). Sin embargo, los precios se movieron en dirección opuesta (cayendo 1,9% en la semana del informe).
- (-) Al-Falih dejó abierta la posibilidad de que la ampliación del acuerdo fuese inferior a los seis meses esperados. Esta menor duración del hipotético nuevo acuerdo para recortar la producción es indicativo de la falta de compromiso con tales medidas.
- (-) Irak podría solicitar una extensión del acuerdo del cártel para reducir la producción y pedir un aumento de su propia producción. Ammar al-Hakim, líder de la coalición chiita gobernante, afirmó que su país necesita los ingresos del petróleo para seguir combatiendo al Estado Islámico.
- (-) También se permitiría mantener el nivel de producción a Irán, según confirmó el ministro de petróleo de Kuwait, Issam Almarzooq. Irán fue autorizado a elevar su producción con arreglo al acuerdo original para facilitar la reconstrucción de su industria tras años de sanciones internacionales.
- (-) Las autoridades rusas han indicado que su producción nacional podría alcanzar el nivel más alto de los últimos 30 años (11,07 millones de bpd) y que las petroleras locales están listas para elevar la producción una vez expire el pacto de la OPEP. Rusia aún no ha declarado públicamente si quiere que los recortes vayan más allá de junio, aunque el ministro ruso de Energía, Alexander Novak, apuntó «la mejoría del mercado del petróleo desde comienzos de marzo», lo que sugiere que Moscú puede ser reticente a ampliar el acuerdo para recortar la producción.
- (-) Para los expertos en Aramco, la valoración del Príncipe de cara a su salida a Bolsa en dos billones de dólares no es realista. Quienes trabajan en la operación indicaron que «la compañía probablemente valga como poco medio billón de dólares menos de lo apuntado anteriormente por el gobierno». Su venta a un precio considerablemente inferior disminuiría mucho el atractivo de una industria en estos momentos de por sí poco atractiva.
- (-) El consultor de la industria FGE sostiene que la OPEP necesita otro año de recortes para alcanzar su objetivo, lo que considera «misión imposible» en este momento. Arabia Saudita acaba de admitir que el grupo no logró la meta de reducir los inventarios por debajo de su media histórica de cinco años.
- (-) Irán se convierte por primera vez en el segundo suministrador de petróleo de Corea del Sur, al haber aumentado la producción para recuperar cuota de mercado tras el levantamiento de las sanciones. La cifra suministrada por Irán ascendió a 46,73 millones de barriles (lo que supone haber doblado con creces su cifra interanual de exportaciones a Corea).
- (-) El mercado de petróleo Brent para entrega física está emitiendo señales de debilidad, al sumarse las menguantes compras de Asia con la afluencia de crudo estadounidense en Europa para crear un exceso de oferta del mar del Norte justo cuando los especuladores comenzaban a rehacer posiciones alcistas.
- (-) La demanda de petróleo de China se ha disparado en los últimos años, pero su capacidad de refino se ha expandido aún más rápido, hasta rondar el 15% del total mundial a finales de 2015 (y ahora supera en un 20% el consumo anual chino de petróleo), lo que apuntaría a una previsible moderación de las importaciones de petróleo. Este ha sido un factor clave en la conversión de China en uno de los principales exportadores mundiales de diesel y gasolina, productos que podrían sufrir también presiones a la baja a nivel mundial en sus precios y, con ello, deprimir a su vez los precios del crudo.
- (-) La producción estadounidense de petróleo de esquisto va camino de registrar su mayor incremento desde hace más de dos años. Según el último informe mensual de productividad de perforación (DPR) de la Energy Information Administration (EIA) de EE.UU., la producción podría anotarse en mayo su mayor incremento mensual en más de dos años (+124.000 bpd) hasta alcanzar los 5,19 millones de bpd, desde la cifra, revisada al alza, de 5,069 millones de bpd de abril. La mayoría de las regiones estadounidenses productoras de petróleo de esquisto aumentarán la producción, previéndose que la cuenca del Pérmico lo hará en 76.000 bpd.

### Los factores estructurales que afectan al petróleo apuntan a precios bajos en el largo plazo.

- (-) **Las energías alternativas están tomando el testigo.** Los productores deben tener en cuenta que el valor de sus reservas ya no viene dictado por el precio del petróleo y el volumen de sus reservas, sino por el tiempo que pueden seguir bombeando antes de que las energías alternativas hagan que el petróleo resulte obsoleto. A fin de retrasar ese momento cuanto puedan, interesa a los productores mantener el precio del petróleo bajo el mayor tiempo posible (esto mantiene el coste de oportunidad de las fuentes alternativas de energía lo más alto posible).
- (-) **Los crecientes problemas medioambientales llevarán a un endurecimiento gradual de la legislación y los niveles de producción.** Los productores son conscientes de que el valor de sus reservas depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una nueva regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Por ejemplo, Arabia Saudita tiene entre 60 y 70 años de reservas probadas de petróleo al actual ritmo de producción, pero con la creciente preocupación por el cambio climático y los problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para Riad es el de estar sentado sobre una gran cantidad de «reservas varadas» que ya no podría extraer ni vender. Por tanto, es legítimo pensar que Arabia Saudita (y los demás productores) tiene un potente incentivo para obtener cuanto antes beneficios económicos de la mayoría de sus reservas mediante el bombeo de tanto petróleo como pueda (aunque sólo sea para financiar la construcción de una economía menos dependiente del petróleo).
- (-) **El retorno de Irán representa un cambio de juego** equivalente a un cambio estructural en el mercado global de la energía. Irán insiste en que debe permitírsele intensificar su producción, de los 3,6 millones de barriles diarios actuales a 4 millones. Esto implicaría que Arabia Saudita (el mayor productor del mundo) tendría que asumir en su propia producción la mayor parte, si no la totalidad, de los recortes propuestos. Esto es algo incompatible con la condición impuesta por los saudíes de no perder cuota de mercado en el marco del acuerdo.
- (-) **Los productores de la OPEP ya no están en condiciones de fijar los precios.** En la década de 1970 o a principios de la década de 2000, el cártel de exportadores acordó recortar la producción y este enfoque funcionó bien, ya que era fácil defender la cuota de mercado debido a que la principal competencia se daba entre los productores de petróleo (sobre todo entre la OPEP y los productores no pertenecientes a la OPEP). Ese no es el caso hoy en día. La mayor amenaza actual para cualquier productor de petróleo convencional proviene de productores no convencionales y otras fuentes alternativas de energía. La reducción de la energía producida a partir del petróleo convencional se verá fácilmente compensada con un rápido aumento de la producción de petróleo de esquisto, lo que significa que los productores de la OPEP ya no pueden fijar los precios.
- (-) **El desequilibrio global de la oferta sobre la demanda asciende a 1 millón de barriles diarios.** Incluso si los recortes de producción propuestos se confirman, este acuerdo no cambiará la situación en el mercado mundial de petróleo. El desequilibrio en el mercado mundial de petróleo de la oferta sobre la demanda sigue siendo de 1 millón de barriles diarios, según la propia OPEP. El recorte de producción propuesto por la OPEP será por lo tanto insuficiente para revertir el exceso de oferta de petróleo.
- (-) **Los productores de petróleo de esquisto están en condiciones de elevar significativamente la producción con el petróleo a 60 USD/barril.** Según la EIA, un precio de 60 dólares para el barril sería suficiente para que muchas compañías de esquisto estadounidenses reanudasen la producción.

## Materias primas – Metales preciosos (Oro)

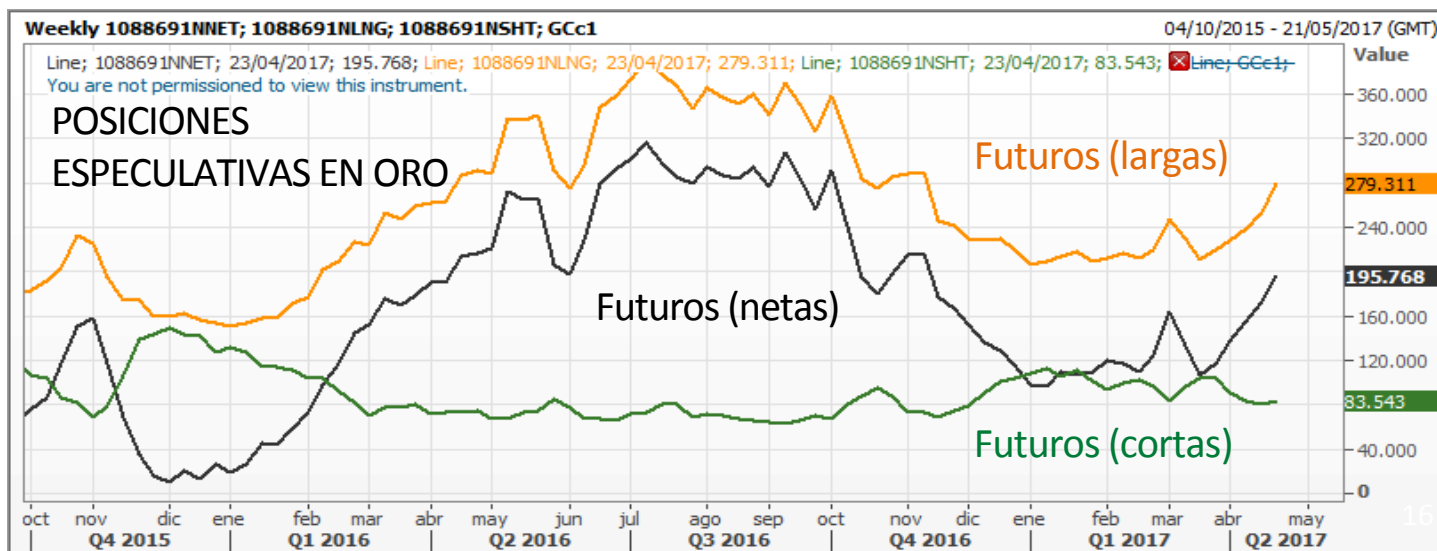
**Objetivo fundamental: 1.050 USD/onza. (Comprar a 900 USD/oz, vender sobre 1.200 USD/oz).**

### Factores negativos:

- Oro en términos reales.** En términos reales, el precio del oro (calculado al precio nominal actual dividido entre el *US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales*, que utilizamos como deflactor mundial) cayó a 1.090 USD/oz (desde los 1.117 USD/oz del mes anterior). Con todo, sigue cotizando muy por encima de su precio real promedio de 20 años de 786 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,235 en la actualidad), para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 883 USD.
- Oro en términos de plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos).** Este ratio se ha elevado algo de nuevo, hasta 71,25 veces (desde 68,97x el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de 20 años de 61,14, lo que indicaría que el oro está caro (al menos en comparación con la plata). Suponiendo que el metal argénteo cotiza a su precio razonable, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro tendría que situarse en 1.092 USD/oz.
- Oro en términos de Petróleo (Oro/Petróleo).** Este ratio ha aumentado en el mes a 26,04 veces (desde 25,96x el mes pasado), pero aún sigue muy por encima de su valor promedio de 20 años de 14,69. Considerando nuestro objetivo fundamental a largo plazo para el petróleo de 45 USD/barril (nuestro objetivo central), el precio nominal del oro debería acercarse al nivel de 661 USD para que esta relación continuara cerca de su promedio de largo plazo.
- Oro en términos de renta variable, DJI (Dow Jones/Oro).** Este ratio se ha reducido a 16,30 veces (desde su valor anterior de 16,49x), todavía por debajo de su valor promedio de largo plazo de 20,32. Dado nuestro precio objetivo a largo plazo para el DJI de 20.000 puntos, el precio del oro debería acercarse a 984 USD para que esta relación se mantuviera próxima a su nivel promedio de largo plazo.
- Oro en términos de renta variable, S&P (Oro/S&P500).** Este ratio se ha mantenido estable en 0,536 veces (su valor anterior fue 0,532x), pero todavía está por encima de su promedio de largo plazo de 0,5828. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.233 puntos, el precio del oro debería aproximarse a 1.301 USD para que esta relación estuviese cerca de su promedio de largo plazo.
- Posicionamiento especulativo.** Evolución mensual de posiciones abiertas en contratos de futuros no comerciales (CEI 100 oz) en CFTC: las posiciones largas aumentaron bruscamente a 279.300 (antes eran 219.700; las posiciones cortas caen de 103.460 a 83.540 => Evolución mensual de la posición neta: aumento de +116.000 a +195.700. Los especuladores continúan largos en oro, y de forma más intensa, a 23 de abril (fecha de las elecciones en Francia).
- Liberalización financiera en China.** El incremento mensual de las «cuotas» de apertura de la balanza de capital para inversores financieros cualificados amplía las alternativas de los inversores chinos (enfocados tradicionalmente al metal áureo).
- Compra de oro por bancos centrales.** Las reservas de oro de los bancos centrales siguen bastante por encima de los niveles de 2008.

### Factores positivos

- Los rendimientos negativos aún confieren atractivo al oro.** La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija (el oro no ofrece 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 (volumen relativo).** El valor total de las existencias de oro comercial en el mundo ronda los 6,9 billones de USD, un porcentaje bien pequeño (3,2%) del valor total de los mercados monetarios (212 billones). La negociación diaria en el LBMA y en otros mercados de oro se aproxima en valor a 173.000 millones de USD (equivalente apenas al 0,08% del total de los mercados financieros).



## Divisas – Objetivos fundamentales

### • **EUR/USD: Fundamental Target (1.00)**

Recorte en las expectativas de la capacidad de Trump para impulsar medidas económicas que mejoran el crecimiento (de ahí el reciente bajo rendimiento del USD frente al EUR en el mes), pero cualquier signo de que la Casa Blanca logre avanzar en el Congreso podría dar lugar a una renovada confianza en el dólar. En términos de posicionamiento global, las posiciones largas en USD (frente al resto de monedas) fueron recortadas en abril (de US \$ 18.000mn a US \$ 14.660mn). Después de este reciente descenso, el posicionamiento en el dólar estadounidense a nivel mundial está ahora muy por debajo de los US\$ +28.700 millones registrados en septiembre de 2016, aunque se mantiene en la mitad superior del rango visto en los últimos 3 años (ver gráfico Z-score). El posicionamiento neto en EUR se modificó mínimamente durante el último mes (desde los US\$ -2.66 bn a los US\$ -2.85bn). A raíz ya de la primera vuelta en las presidenciales francesas, el euro tuvo un buen comportamiento, con los cortos en EUR batiéndose en retirada (pasaron de US\$ -7,67bn a US \$ -2,66bn). Parece que el próximo movimiento "largo EUR" está esperando a algunos nuevos conductores de apoyo, que serán necesarios ya que el posicionamiento en Euros es casi el más largo visto en los últimos tres años, sin duda reflejo de la mejora en los datos en Europa. Si el dinamismo económico persiste en Europa (a pesar de la reciente debilidad observada en Estados Unidos y China), entonces se podría materializar un nuevo posicionamiento récord de 3 años en el Euro, lo que impulsaría un mayor repunte de la moneda única frente al USD. Sin embargo, tenemos algunas dudas sobre si este salto económico observado en la zona del euro es auto sostenido, especialmente si consideramos que el "reflation trade" provocado por los estímulos de 2016 en China, está disminuyendo. Nuestro valor fundamental para EUR / USD permanece sin cambios en 1,00.

### • **JPY= Target (112); EUR/JPY: Target (112).**

El JPY ha alcanzado nuestro objetivo, y varios aspectos sugieren que el rally no debiera ir más allá: (1) Con el choque político en Europa apaciguado, los inversores pasa a modo "risk-on", sugiriendo que un flujo de ahorro hacia el refugio local en Japón es menos probable. (2) El rendimiento real es menor en los JGB, y con el 10YJGB controlado al 0%, hay pocas perspectivas de que los rendimientos reales japoneses aumenten desde aquí. (3) BoJ ha reiterado su intención de atenerse a su política monetaria ultra-flexible, al menos hasta que alcance el objetivo de inflación del 2% (inaceptable en el corto plazo). (4) En su lugar, la Reserva Federal seguirá en su camino de ascenso de tasas, lo que a su vez elevará los rendimientos reales en USD. (5) La creciente perspectiva de que la FED reduzca su balance (algo que puede ocurrir con la Fed al 1%-1.5%) hace que el USD sea más atractivo

### • **GBP= Target (0.83); EUR/GBP: Target (0.83).** Las elecciones hacen subir enteros al Hard Brexit

### • **CHF= Target (0.95); EUR/CHF: Target (0.95).** Espacio para posicionamientos mas largos en CHF

### • **MXN= Target (20.25); EUR/MXN: Target (20.25)**

### • **BRL= Target (3.20); EUR/BRL: Target (3.20)**

### • **ARS= Target (18.0); EUR/ARS: Target (18.0)**

### • **RUB: NEUTRAL**

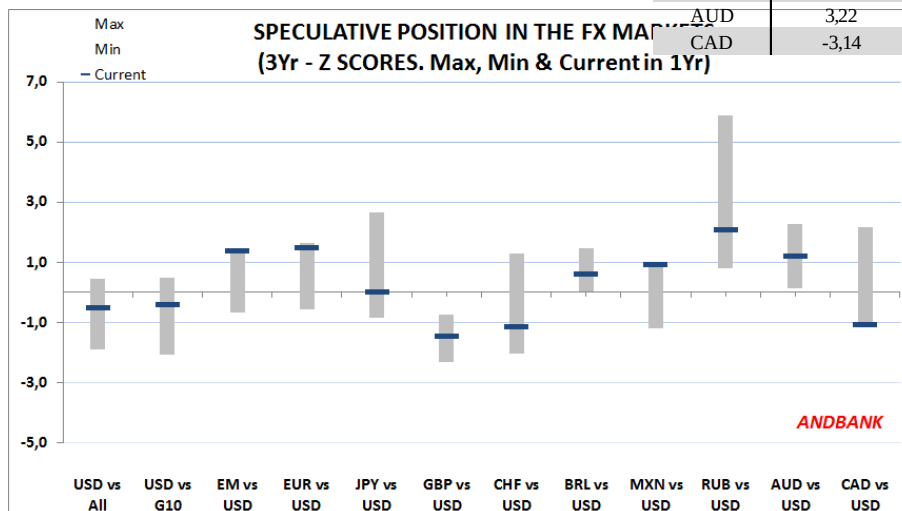
### • **AUD: NEUTRAL**

### • **CAD: POSITIVE**

### • **CNY: Target (6.75-6.80)**

| Currency   | Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$) | Change vs last week in the currency (Bn \$) | 1-yr Max (Bn \$) | 1-yr Min (Bn \$) | 1-yr Avg (Bn \$) | Current Z-score 3-yr |
|------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|----------------------|
| USD vs All | 14,66                                              | -0,06                                       | 28,7             | -6,9             | 13,0             | -0,51                |
| USD vs G10 | 16,37                                              | -0,03                                       | 28,4             | -7,1             | 12,7             | -0,42                |
| EM         | 1,71                                               | 0,03                                        | 1,7              | -1,7             | -0,2             | 1,38                 |
| EUR        | -2,85                                              | 0,05                                        | -1,1             | -19,0            | -9,3             | 1,46                 |
| JPY        | -3,02                                              | 0,49                                        | 8,6              | -9,3             | 1,0              | -0,01                |
| GBP        | -7,32                                              | 0,67                                        | -3,0             | -8,4             | -5,8             | -1,47                |
| CHF        | -2,18                                              | -0,45                                       | 1,4              | -3,1             | -0,7             | -1,15                |
| BRL        | 0,39                                               | -0,04                                       | 0,8              | 0,0              | 0,4              | 0,60                 |
| MXN        | 0,43                                               | 0,04                                        | 0,4              | -2,3             | -1,2             | 0,91                 |
| RUB        | 0,90                                               | 0,03                                        | 1,3              | 0,1              | 0,6              | 2,08                 |
| AUD        | 3,22                                               | -0,05                                       | 4,6              | -1,2             | 1,9              | 1,21                 |
| CAD        | -3,14                                              | -0,66                                       | 2,3              | -3,1             | 0,3              | -1,09                |

ANDBANK



### Z-Score a 3 años:

Posición actual – posición promedio a 3 años  
Desviación típica a 3 años

Valores por encima de +1 sugieren que el posicionamiento puede estar sobrecomprado.

Valores por debajo de -1 sugieren que el posicionamiento puede estar sobrevendido.



## Perspectivas de mercado – Rentabilidad esperada por fundamentales

| Asset Class                                  | Indices                      | Performance Last month | Performance YTD | Current Price 09/05/2017 | Central Point (Fundam range) | Exp. Perf. To Central Point |
|----------------------------------------------|------------------------------|------------------------|-----------------|--------------------------|------------------------------|-----------------------------|
| <b>09/05/2017</b>                            |                              |                        |                 |                          |                              |                             |
| <b>Equity</b>                                | USA - S&P 500                | 1,8%                   | 7,2%            | 2.399                    | 2233                         | -6,9%                       |
|                                              | EUROPE - STOXX 600           | 3,8%                   | 9,5%            | 396                      | 368                          | -6,9%                       |
|                                              | SPAIN - IBEX 35              | 6,5%                   | 18,9%           | 11.121                   | 10078                        | -9,4%                       |
|                                              | MEXICO - MXSE IPC            | -0,1%                  | 8,5%            | 49.506                   | 46756                        | -5,6%                       |
|                                              | BRAZIL - BOVESPA             | 1,4%                   | 8,8%            | 65.526                   | 66423                        | 1,4%                        |
|                                              | JAPAN - NIKKEI 225           | 5,6%                   | 3,8%            | 19.843                   | 18599                        | -6,3%                       |
|                                              | CHINA - SHANGHAI COMPOSITE   | -5,8%                  | -0,7%           | 3.081                    | 3226                         | 4,7%                        |
|                                              | CHINA - SHENZHEN COMPOSITE   | -8,0%                  | -6,2%           | 1.848                    | 1979                         | 7,1%                        |
|                                              | HONG KONG - HANG SENG        | 2,6%                   | 13,1%           | 24.889                   | 22720                        | -8,7%                       |
|                                              | INDIA - SENSEX               | 1,3%                   | 12,5%           | 29.950                   | 29958                        | 0,0%                        |
|                                              | MSCI EM ASIA                 | 3,4%                   | 17,0%           | 490                      | 449                          | -8,4%                       |
| <b>Fixed Income Core countries</b>           | US Treasury 10 year Govie    | 0,0%                   | 1,3%            | 2,39                     | 2,75                         | -0,5%                       |
|                                              | UK 10 year Gilt              | -0,7%                  | 0,9%            | 1,18                     | 2,00                         | -5,4%                       |
|                                              | German 10 year BUND          | -1,8%                  | -1,8%           | 0,43                     | 0,70                         | -1,7%                       |
|                                              | Japanese 10 year Govie       | 0,1%                   | 0,1%            | 0,03                     | 0,00                         | 0,2%                        |
| <b>Fixed Income Peripheral</b>               | Spain - 10yr Gov bond        | 0,0%                   | -1,4%           | 1,60                     | 1,90                         | -0,8%                       |
|                                              | Italy - 10yr Gov bond        | -0,2%                  | -3,1%           | 2,27                     | 2,30                         | 2,0%                        |
|                                              | Portugal - 10yr Gov bond     | 3,5%                   | 4,1%            | 3,38                     | 3,30                         | 4,0%                        |
|                                              | Ireland - 10yr Gov bond      | 0,3%                   | -0,8%           | 0,88                     | 1,40                         | -3,3%                       |
|                                              | Greece - 10yr Gov bond       | 8,9%                   | 13,3%           | 5,52                     | 7,50                         | -10,4%                      |
| <b>Fixed Income Credit</b>                   | Credit EUR IG-Itraxx Europe  | 0,4%                   | 0,4%            | 62,42                    | 80                           | -0,3%                       |
|                                              | Credit EUR HY-Itraxx Xover   | 1,0%                   | 1,7%            | 261,86                   | 350                          | -1,1%                       |
|                                              | Credit USD IG - CDX IG       | 0,1%                   | 1,1%            | 62,25                    | 70                           | 1,4%                        |
|                                              | Credit USD HY - CDX HY       | 0,5%                   | 2,7%            | 325,37                   | 323                          | 3,4%                        |
| <b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>          | Turkey - 10yr Gov bond       | 3,9%                   | 8,9%            | 10,33                    | 10,60                        | 8,2%                        |
|                                              | Russia - 10yr Gov bond       | 2,5%                   | 7,9%            | 7,70                     | 7,00                         | 13,3%                       |
| <b>Fixed Income Asia</b><br>(Local currency) | Indonesia - 10yr Gov bond    | 0,8%                   | 9,2%            | 7,04                     | 6,50                         | 11,4%                       |
|                                              | India - 10yr Gov bond        | -0,1%                  | -1,1%           | 6,94                     | 5,67                         | 17,1%                       |
|                                              | Philippines - 10yr Gov bond  | -0,2%                  | 1,7%            | 4,73                     | 4,25                         | 8,5%                        |
|                                              | China - 10yr Gov bond        | -2,1%                  | -3,4%           | 3,58                     | 2,87                         | 9,2%                        |
|                                              | Malaysia - 10yr Gov bond     | 1,6%                   | 3,7%            | 3,93                     | 4,50                         | -0,6%                       |
|                                              | Thailand - 10yr Gov bond     | -0,4%                  | -0,1%           | 2,69                     | 2,00                         | 8,2%                        |
|                                              | Singapore - 10yr Gov bond    | 0,4%                   | 3,1%            | 2,18                     | 1,57                         | 7,0%                        |
|                                              | South Korea - 10yr Gov bond  | 0,3%                   | 0,0%            | 2,14                     | 2,50                         | -0,7%                       |
|                                              | Taiwan - 10yr Gov bond       | -0,1%                  | 1,0%            | 1,11                     | 1,00                         | 1,9%                        |
|                                              | Mexico - 10yr Govie (Loc)    | -0,3%                  | 4,4%            | 7,19                     | 7,55                         | 4,3%                        |
| <b>Fixed Income Latam</b>                    | Mexico - 10yr Govie (usd)    | 0,8%                   | 4,4%            | 3,89                     | 4,35                         | 0,2%                        |
|                                              | Brazil - 10yr Govie (Loc)    | -1,3%                  | 14,1%           | 10,19                    | 9,75                         | 13,7%                       |
|                                              | Brazil - 10yr Govie (usd)    | 0,9%                   | 8,6%            | 4,98                     | 5,25                         | 2,8%                        |
|                                              | Argentina - 10yr Govie (usd) | 2,7%                   | 8,4%            | 6,05                     | 7,00                         | -1,5%                       |
| <b>Commodities</b>                           | CRY                          | -5,1%                  | -7,5%           | 178,1                    | 180,0                        | 1,0%                        |
|                                              | Oil (WTI)                    | -12,3%                 | -13,3%          | 46,6                     | 45,00                        | -3,4%                       |
|                                              | GOLD                         | -2,3%                  | 6,4%            | 1.224,8                  | 1.100                        | -10,2%                      |
| <b>Fx</b>                                    | EUR/USD (price of 1 EUR)     | 3,0%                   | 3,8%            | 1,091                    | 1,00                         | -8,3%                       |
|                                              | GBP= (price of 1 USD)        | -4,1%                  | -4,7%           | 0,77                     | 0,83                         | 7,4%                        |
|                                              | EUR/GBP (price of 1 EUR)     | -1,2%                  | -1,0%           | 0,84                     | 0,83                         | -1,5%                       |
|                                              | CHF= (price of 1 USD)        | -0,8%                  | -1,7%           | 1,00                     | 0,95                         | -5,0%                       |
|                                              | EUR/CHF (price of 1 EUR)     | 2,1%                   | 1,8%            | 1,09                     | 0,95                         | -12,9%                      |
|                                              | JPY= (price of 1 USD)        | 2,4%                   | -2,8%           | 113,60                   | 112                          | -1,4%                       |
|                                              | EUR/JPY (price of 1 EUR)     | 5,5%                   | 0,7%            | 123,98                   | 112,00                       | -9,7%                       |
|                                              | MXN= (price of 1 USD)        | 2,6%                   | -7,5%           | 19,16                    | 20,25                        | 5,7%                        |
|                                              | EUR/MXN (price of 1 EUR)     | 5,7%                   | -4,1%           | 20,91                    | 20,25                        | -3,1%                       |
|                                              | BRL= (price of 1 USD)        | 2,1%                   | -1,7%           | 3,20                     | 3,20                         | 0,1%                        |
|                                              | EUR/BRL (price of 1 EUR)     | 5,2%                   | 2,0%            | 3,49                     | 3,20                         | -8,3%                       |
|                                              | ARS= (price of 1 USD)        | 1,7%                   | -2,5%           | 15,46                    | 18,00                        | 16,4%                       |
|                                              | CNY (price of 1 USD)         | 0,1%                   | -0,6%           | 6,90                     | 6,75                         | -2,2%                       |

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

XX (Target cut) XX (Target raised)

*Propuesta mensual de asignación internacional de activos y divisas*

|                                    | Conservative  |              | Moderate      |              | Balanced      |              | Growth        |              |
|------------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| Max Drawdown                       | < 5%          |              | 5%/15%        |              | 15%/30%       |              | 30%>          |              |
| Asset Class                        | Strategic (%) | Tactical (%) | Strategic (%) | Tactical (%) | Strategic (%) | Tactical (%) | Strategic (%) | Tactical (%) |
| Money Market                       | 15,0          | 21,6         | 10,0          | 17,1         | 5,0           | 14,0         | 5,0           | 13,7         |
| Fixed Income Short-Term            | 25,0          | 31,0         | 15,0          | 22,1         | 5,0           | 12,1         | 0,0           | 6,8          |
| Fixed Income (L.T) OECD            | 30,0          | 22,5         | 20,0          | 15,0         | 15,0          | 11,3         | 5,0           | 3,8          |
| US Gov & Municipals & Agencies     |               | 11,3         |               | 7,5          |               | 5,6          |               | 1,9          |
| EU Gov & Municipals & Agencies     |               | 2,3          |               | 1,5          |               | 1,1          |               | 0,4          |
| European Peripheral Risk           |               | 9,0          |               | 6,0          |               | 4,5          |               | 1,5          |
| Credit (OCDE)                      | 20,0          | 16,0         | 20,0          | 16,0         | 15,0          | 12,0         | 5,0           | 4,0          |
| Investment Grade USD               |               | 4,0          |               | 4,0          |               | 3,0          |               | 1,0          |
| High Yield Grade USD               |               | 6,4          |               | 6,4          |               | 4,8          |               | 1,6          |
| Investment Grade EUR               |               | 1,6          |               | 1,6          |               | 1,2          |               | 0,4          |
| High Yield Grade EUR               |               | 4,0          |               | 4,0          |               | 3,0          |               | 1,0          |
| Fixed Income Emerging Markets      | 5,0           | 5,0          | 7,5           | 7,5          | 10,0          | 10,0         | 15,0          | 15,0         |
| Latam Sovereign                    |               | 1,5          |               | 2,3          |               | 3,0          |               | 4,5          |
| Latam Credit                       |               | 1,0          |               | 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          |
| Equity OECD                        | 5,0           | 4,0          | 20,0          | 16,0         | 32,5          | 26,0         | 50,0          | 40,0         |
| US Equity                          |               | 1,4          |               | 5,6          |               | 9,1          |               | 14,0         |
| European Equity                    |               | 2,6          |               | 10,4         |               | 16,9         |               | 26,0         |
| Equity Emerging                    | 0,0           | 0,0          | 5,0           | 4,5          | 10,0          | 9,0          | 10,0          | 9,0          |
| Asian Equity                       |               | 0,0          |               | 2,3          |               | 4,5          |               | 4,5          |
| Latam Equity                       |               | 0,0          |               | 2,3          |               | 4,5          |               | 4,5          |
| Commodities                        | 0,0           | 0,0          | 2,5           | 1,8          | 5,0           | 3,5          | 5,0           | 3,5          |
| Energy                             |               | 0,0          |               | 0,3          |               | 0,5          |               | 0,5          |
| Minerals & Metals                  |               | 0,0          |               | 0,4          |               | 0,7          |               | 0,7          |
| Precious                           |               | 0,0          |               | 0,9          |               | 1,8          |               | 1,8          |
| Agriculture                        |               | 0,0          |               | 0,3          |               | 0,5          |               | 0,5          |
| Alternative (Reits, Alt Energy...) | 0,0           | 0,0          | 0,0           | 0,0          | 2,5           | 2,1          | 5,0           | 4,3          |

| Currency Exposure<br>(European investor perspective) |      |      |      |      |
|------------------------------------------------------|------|------|------|------|
| EUR                                                  | 95,4 | 91,0 | 86,6 | 81,3 |
| USD                                                  | 4,6  | 9,0  | 13,4 | 18,7 |

Este cuadro de asignación recomendada de activos ha sido elaborado por el Comité de Asignación de Activos, integrado por los directores de los departamentos de gestión de carteras de cada una de las jurisdicciones en las que operamos. Del mismo modo, la distribución de activos para cada uno de los perfiles de cliente cumple los requisitos de control de riesgos establecidos por la normativa.

### ***Autores principales***

*Alex Fusté* – Chief Global Economist – Asia & Commodities: Equity, Rates, FX +376 881 248

*Giuseppe Mazzeo* – CIO Andbank USA – US Rates & Equity. +1 786 471 2426

*Eduardo Anton* – Portf. Manager USA – Credit & Quasi governments. +1 305 702 0601

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

*Renzo Nuzzachi, CFA* – Product Manager LatAm – Rates & FX. +5982-626-2333

*Jonathan Zuloaga* – Analyst, Mexico – Macro, bonds & FX. +52 55 53772810

*Albert Garrido* – Portfolio Manager Andorra – European Equity. +376 874 363

*Luis Pinho* – CIO Andbank LLA Brazil – Macro, Politics & Markets Brazil. +55 11 3095-7089

*Gabriel Lopes* – Product Analyst Brazil - Bonds, FX & Equity Brazil. +55 11 3095 7075

*Andrés Davila* – Head of Asset Management Panama – Venezuela. +507 2975800

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

*David Tomas* – Wealth Management, Spain – Spanish Equity. +34 647 44 10 07

*Andrés Pomar* – Portf Manager Luxembourg – Volatility & ST Risk Assessment +352 26193925

*Carlos Hernández* – Product Manager – Technical Analysis. +376 873 381

*Alejandro Sabariego* – Portfolio Manager Luxembourg – Flow & Positioning. +352 26 19 39 25

*Alicia Arriero* – Portfolio Manager Spain – European Banks. HG & HY Credit. +34 91 153 41 17



### *Aviso legal*

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

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

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

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

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

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

El presente documento no analiza otros factores importantes que pudieran afectar a dicha decisión, 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.

