

OPINIÓN CORPORATIVA DE ANDBANK Junio de 2017



OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 2

Índice

	Resumen ejecutivo	3
	Cobertura por países	
	■ EE.UU.	4
	■ Europa	5
	■ España	6
	China	7
	 India 	8
	 Japón 	9
	Brasil	10
	México	11
	Argentina	12
	Mercados de renta variable	
	 Análisis fundamental 	13
	 Análisis a corto plazo. Probabilidad de desactivación del riesgo 	13
	 Análisis técnico. Índices principales 	13
	Mercados de renta fija	
	 Renta fija, Países principales 	14
	 Renta fija, Periferia europea 	14
	 Renta fija, Deuda empresarial 	15
	 Renta fija, Mercados emergentes 	15
•	Materias primas	
	■ Energía (Petróleo)	16
	Metales preciosos (Oro)	17
	Divisas	18
•	Cuadro resumen de rentabilidades esperadas de los mercados financieros	19
	Propuesta mensual de asignación internacional de activos y divisas	20

OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 3

Resumen ejecutivo

- **EE.UU.** La posibilidad de un juicio político ha pasado de insignificante a no despreciable y esto ha pesado sobre el dólar. Sin embargo, el control firme de los republicanos en ambas cámaras del Congreso (55% y 52%) da a Trump un punto de partida más fuerte en comparación con los escándalos pasados y que afectaron al Presidente. Índice S&P Equity: NEUTRAL. El punto de salida permanece intacto en 2456. 10y UST bond: CAUTELA. Hemos reducido nuestra meta de fin de año para la TIR del bono hasta el 2,68%. Crédito Corp Índice CDX IG: NEUTRAL. Meta a 70bps. Índice CDX HY: NEUTRAL. Meta en 350.
- Europa Siguen las sorpresas económicas positivas y esta tendencia puede continuar durante unos meses más. Los minutas del BCE indican que estamos más cerca de la normalización monetaria. Mercados: Indice STXE600 Europe: NEUTRAL. El punto de salida permanece intacto en 405. Índice IBEX: NEUTRAL. Punto de salida revisado a 11,127. Bonos de Gobiernos: NEGATIVO. Bund alemán, objetivo de rendimiento en 0.70%. Reino Unido NEGATIVO, objetivo de rendimiento al 1,50%. Bonos periféricos: VISIÖN MIXTA. Bonos españoles NEGATIVOS (objetivo: 1,90%). Bonos italianos NEUTRALES (objetivo 2.3%). Bonos portugueses POSITIVOS (Nuevo objetivo al 3%). Bonos irlandeses NEGATIVOS (objetivo al 1,4%). FX EUR / USD: NEGATIVO, objetivo de fin de año 1.05. Objetivo fundamental 1.00.
- China El enfoque macroprudencial de PBoC busca un equilibrio entre el desapalancamiento y la estabilidad de liquidez. PBOC: "Los participantes del mercado deberían esperar una supervisión y una regulación fuertes y continuas. Mercados: Índice compuesto de Shenzhen: POSITIVO. Objetivo fundamental en 1979 (precio actual 1810). 10Y Gov Bond: POSITIVO, objetivo de rendimiento al cierre del año de 2,9%. FX CNY NEUTRAL, objetivo a 6,75
- India Las acciones indias han sido las de mejor desempeño este año con una ganancia ajustada a la divisa del 22% en el primer trimestre. Mercados: India Sensex Equity Index: POSITIVO. Punto de salida en 32953 (precio actual 31089). 10Y Gov Bond: POSITIVO, objetivo de rendimiento al cierre del ejercicio de 5,7%.
- Japón Los bajos tipos de interés siguen presionando a las ganancias de los bancos, aunque se espera que las ganancias agregadas de los valores cotizadas crezcan un 4% interanual FY17, comparado con un 21% en el 2016. Kuroda & BoJ: "No estoy considerando un cambio en la combinación de políticas". Mercados: Nikkei Equity Index: NEGATIVO. Punto de salida en 19528. 10Y Gov Bond: negativo, objetivo de rendimiento al final del año en 0%. FX JPY / USD NEUTRAL. Objetivo final del año en 112.
- Latam Brasil Bovespa Equity Index: NEGATIVO (Corto Plazo), POSITIVO (Largo Plazo). Punto de salida en 69744. México IPC Equity Index: NEUTRAL. Punto de salida en 52000. Bonos del Estado: Bonos brasileños de 10Y POSITIVOS (Objetivos: 9,75% en Loc, 5,25% en USD). Bonos Mexicanos en local POSITIVOS (Meta 7.5%), bonos mexicanos en usd NEGATIVOS (objetivo 4.35%). Bonos globales argentinos: NEGATIVO (objetivo de rendimiento del 7%). Objetivos FX: BRL 3,25, MXN 20,25, ARS 18.

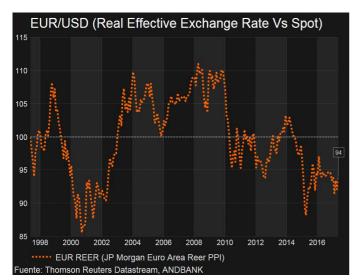
OPINIÓN CORPORATIVA

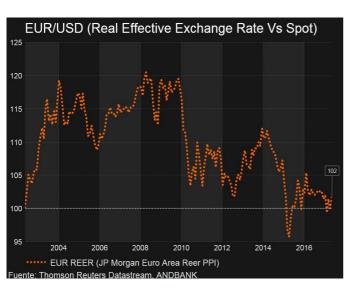
ANDBANK /

JUNIO DE 2017 Pág. 4

EE.UU.: Para bien o para mal, Trump influirá menos en la economía de EE.UU. y en la economía mundial de lo que muchos esperaban.







Riesgos políticos y el dólar

La revelación de informes internos que sugerirían obstrucción a la justicia por el presidente Trump hizo que la posibilidad de incoar un juicio político pasase a ser significativa, una circunstancia que lastró la evolución del indice del dólar. No obstante, el firme control republicano de ambas cámaras del Congreso (55% y 52%) ofrece a Trump una mejor posición de partida que la que en su día tuvieron otros presidentes estadounidenses ante escándalos que les afectaron (Nixon y el caso Watergate en 1972, con un control del 44% y 43% de Cámara de Representantes y Senado, respectivamente; Reagan y el caso Irán-Contra en 1986, con un control del 42% y 53%, o Clinton y el caso Lewinsky en 1998, con un control de sólo un 48% y 45%). Atendiendo a estos datos, pensamos que en esta ocasión el riesgo de juicio político a Trump se disipará y con ello el dólar podría estabilizarse, para recuperar terreno más adelante.

Probable aceleración del crecimiento. ¿Qué haría mejorar los datos?

- Cuando los datos basados en encuestas se mueven bruscamente al alza, ambas series suelen converger.
- series sueen converger.

 2. Estacionalidad. En los últimos 7 años, un primer trimestre de débil crecimiento ha sido la norma. En promedio, el crecimiento del primer trimestre fue menos de la mitad que el registrado en cada uno de los otros tres y, a día de hoy, el Banco de la Reserva Federal de Atlanta prevé un crecimiento anualizado del 3,6% en el segundo trimestre.
- El crecimiento del empleo se mantiene como principal factor del crecimiento de EE.UU. El indicador de condiciones del mercado laboral del Banco de la Reserva Federal de Kansas City es compatible con una reaceleración del crecimiento del empleo hasta una tasa del 3%.
- 4. La recuperación del gasto de inversión en bienes de equipo (un componente del crecimiento del PIB de beta alta) fácilmente podría contribuir al crecimiento (sobre todo a la luz del nivel actual de confianza empresarial y la disponibilidad de crédito). En los últimos 7 años, la inversión fija ha añadido de media 80 pb al crecimiento del PIB cada trimestre, representando alrededor del 40% de la tasa de crecimiento del mismo en dicho periodo.

Programa de reformas e impulso inducido por Trump

- En la última edición de la Milken Global Conference (que reúne a multimillonarios de los sectores tecnológico y financiero, «globalistas», etc.), la atención se centró en qué cabría esperar de los proyectos de reforma fiscal, desregulación e inversión pública. He aquí un resumen de las principales impresiones de nuestras fuentes:
- Desregulación: Mnuchin y Wilbur Ross parecen decididos a desregular todo lo que puedan. Aun cuando los congresistas demócratas lograsen bloquear cambios legislativos de las leyes Dodd-Frank o Clean Air, la administración de Trump tiene margen para debilitar las regulaciones de los sectores energético y financiero reinterpretando sin más la legislación vigente. «No necesitas cambiar la regulación si puedes cambiar al regulador» (Mnuchin). Por lo tanto, la perspectiva de menos regulación justifica mucho más un aumento de la confianza empresarial que las esperanzas depositadas en programas de inversión pública o de recortes de impuestos. Las pequeñas empresas, las que más se quejan de la regulación, obtendrían menos ventajas en un primer momento, pues la burocracia la generan más las agencias estatales que las federales. Ahora bien, esto se compensará con el hecho de que una industria importante que saldrá ganando con la desregulación es la financiera, en especial la banca dirigida a pequeñas empresas y la hipotecaria. Infraestructuras: Elain Chow, ministra de Transportes de Trump, repitió por tres veces que el Gobierno Federal tan sólo representa el 16% del gasto total en infraestructuras de EE.UU, lo que implica que un gasto inferior a 200.000 millones de dólares deberá inducir otro próximo al billón de dólares. Obamacare: La derogación plena está prácticamente fuera de discusión. Impuestos: Qué tipo de reforma tributaria podrá promover Trump dependerá de cuánto déficit acepten los congresistas conservadores en materia fiscal (especialmente si consideramos que los ahorros de costes vinculados a Obamacare y los impuestos de ajuste fronterizo están esfumándose). Proteccionismo y otros impuestos a la importación: Los cambios a gran escala en la política comercial son poco probables. W. Ross expresó su satisfacción por las mejoras logradas en las relaciones comerciales con China y el director de personal del comité financiero del Senado señaló: «Los grandes importadores y los minoristas hicieron un buen trabajo info

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

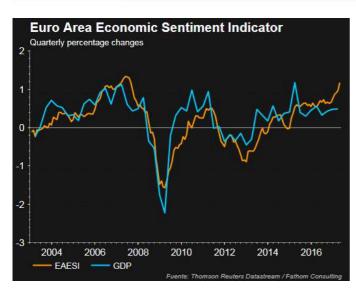
- Renta variable (S&P): NEUTRAL. Cotización objetivo: 2.233 puntos; salida: 2.456 puntos. Sigue preocupándonos un posible retroceso o un movimiento lateral de las cotizaciones en el mercado bursátil en su conjunto en los próximos meses, pero somos optimistas en un horizonte temporal de 6-12 meses. Las valoraciones siguen siendo el principal escollo, pero las revisiones de resultados empresariales, indicadores económicos y las políticas son factores favorables.
- indicadores economicos y las politicas son factores favorables.

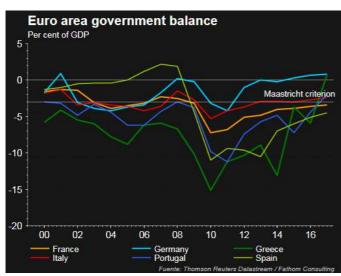
 i Novedad! Deuda soberana: PRECAUCIÓN. Objetivo del bono estadounidense a 10 años (UST10): 2,68%. Las expectativas de subidas de tipos de interés a corto plazo por la Fed se han mantenido por lo general estables, con un retroceso de los swaps OIS. Es un hecho que el calendario de eventuales movimientos al alza en TIRes se ha retrasado como consecuencia de la falta de progreso fiscal y de las distracciones asociadas a la agenda legislativa, si bien pensamos que el mercado apenas está reflejando en los precios el riesgo de subidas de tipos por la Fed. Los costes de financiación a plazo garantizados no están teniendo en cuenta la probable carestía de emisiones de Letras, ya que el Tesoro sigue operando en un marco de medidas extraordinarias sin acuerdo a la vista sobre el «techo» de deuda. La emisión de Letras del Tesoro sequirá experimentando presiones.
- Deuda de empresas: CDX IG: NEUTRAL (objetivo: 70).
- Deuda de empresas: CDX HY: NEUTRAL (objetivo: 323).

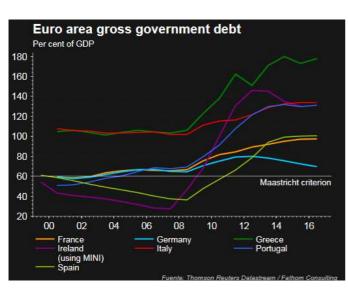
OPINIÓN CORPORATIVA

JUNIO DE 2017 Pág. 5

Europa: Las actas del BCE indicarían que la normalización podría estar más cerca.







Política: menos riesgo en Francia, pero entra en escena Reino Unido

- Francia: Las primeras medidas de Macron como presidente de la República, como el nombramiento del Primer Ministro y del resto del gabinete, fueron bien recibidas (un 61% de aprobación). Macron ha avanzado en los sondeos de las elecciones parlamentarias, lidérando la intención de voto, pero sin mayoría absoluta.
- Reformas: Persiste el escepticismo sobre la capacidad de Macron para avanzar en las reformas, si bien las primeras indicaciones parecen apuntar en la dirección correcta (centrarse en el empleo y promover una mayor integración en la Unión Europea). Moscovici, comisario de la UE, respalda el presupuesto de la zona euro, y el ministro de Finanzas Schäuble, así como Le Maire, piden armonizar la fiscalidad de las empresas.
- Versión británica del Brexit: Reino Unido quiere: (1) no estar sujeto al control del Tribunal de Justicia Europeo; (2) salir de la unión aduanera de la UE (ya que limita los tratados de libre comercio con terceros países); y (3) controlar sus fronteras. Irónicamente, la UE ha cerrado recientemente acuerdos comerciales con cláusulas similares a las que exige Reino Unido. Es el caso del DECTA (Desparad Comprehensive Fron Trado Agrangant), colebrado caso del **DCFTA** (Deep and Comprehensive Free Trade Agreement) celebrado con Ucrania, Georgia y Moldavia, cuyos cuatro puntos principales son: (1) acceso libre a bienes, servicios y capitales (aranceles cero, procedimientos aduaneros adecuados, normas y reglamentaciones adecuados, competencia aduaneros adecuados, normas y reglamentaciones adecuadas, competencia efectiva, derechos de la propiedad intelectual, regulación antidumping, reglas básicas sobre fiscalidad, etc.); (2) licencia para operar («pasaporte comunitario») a bancos (ucranianos, en el caso del DCFTA) que cumplan las normas de la UE; (3) restricciones al movimiento de personas; (4) pacto de aviación civil (parte del sistema de «cielo único» de la UE). Reino Unido podría buscar un acuerdo no muy disimilar, con la característica más obvia siendo el dinero (la aportación sería de unos 3.500 millones de euros anuales, sobre el modelo de acuerdo del EEE con Noruega). **Conclusión:** existe una plantilla que se corresponde aproximadamente con los objetivos británicos, lo que significa que existe una base objetiva para alcanzar un acuerdo.
- El problema es que aún no existe la base política para un acuerdo: (1) primero habría que llegar a un acuerdo sobre la «factura de salida» (unos 100.000 nabria que llegar a un accierdo sobre la «ractura de salida» (unos 100.000 millones de euros) y (2) el hecho de que la DCFTA esté diseñada para atraer nuevos miembros a la esfera de influencia de la UE, por lo que no es del interés de la UE ofrecerlos a miembros que decidan marcharse. Ahora bien, una vez finalice la temporada de elecciones en Europa podría acabar, imponiéndose un enfoque político más pragmático, aunque es algo que esté por ver si ocurrirá
- El acuerdo entre el Canadá y la UE no respondería a lo que persigue Reino Unido ya que, si bien elimina casi todos los aranceles para las exportaciones, suaviza restricciones a los servicios, permite una mayor movilidad de mano de obra y reconoce cualificaciones profesionales, tal acuerdo dista mucho de proporcionar el acceso al mercado que demanda la *City* de Londres.

Coyuntura macroeconómica: mejora el entorno económico

- Las sorpresas económicas siguen siendo probables, en una tendencia que puede mantenerse algunos meses más. Los datos de confianza basados en encuestas y los de actividad económica están convergiendo: los indicadores PMI y de pedidos de fábrica alemanes se mueven al alza (fabricación y servicios), al igual que lo hacen la confianza de los consumidores y las cifras del comercio minorista.
- BCE: «La economía ha pasado de frágil y desigual a entrar en una
- BCE: «La economia na pasado de fragil y desigual a entrar en una recuperación firme y generalizada». Las cifras de inflación repuntaron en abril más de lo esperado debido a efectos de calendario (Semana Santa/Pascua) y al encarecimiento de la energía, mientras que las expectativas de inflación permanecen contenidas.

Perspectiva de los mercados financieros

- Renta variable (STOXX 600): NEUTRAL. Objetivo: 368 puntos; salida:
- Deuda soberana: NEGATIVA. La reducción de los riesgos políticos, una mejor perspectiva macroeconómica y una creciente señalización de cancelación de la acomodación monetaria deberían presionar sobre los rendimientos de los bonos según avance el año. Nos atenemos a la mayoría de nuestros objetivos para los bonos a 10 años en 2017: Alemania 0,70%, Italia 2,3%, España 1,9% e Irlanda 1,4%. Nuevo objetivo para Portugal: 3% (desde el 3,3% anterior) debido a la continuidad de la reestructuración financiera, la mayor disciplina fiscal y el hecho de que la Comisión Europea considere sacar al país del procedimiento de déficit excesivo (EDP).

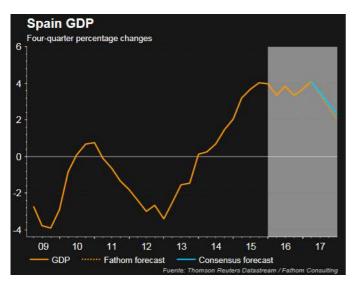
 Deuda de empresas: IG iTraxx: NEUTRAL (objetivo: 80). Los inversores
- Deuda de empresas: IG iTraxx: NEUTRAL (objetivo: 80). Los inversores han reforzado considerablemente sus posiciones largas netas en activos de riesgo desde la primera ronda de las elecciones francesas. El BCE redujo su compra de emisiones de deuda corporativa en los meses de abril y mayo y se ha requerido (desde el Parlamento europeo) mayor transparéncia en la compra de deuda de empresas. Lo ajustado de las valoraciones en el mercado secundario deja a estos activos en euros expuestos a una mayor materialización de plusvalías y, además, los diferenciales podrían ampliarse ante el anuncio de nuevas emisiones.
- Deuda de empresas: HY iTraxx: NEGATIVA (objetivo: 350). La actividad primaria ha cobrado finalmente impulso. El atractivo de los costes de financiación ultrabajos y las elevadas necesidades de emisión motivadas por operaciones de fusión y adquisición (M&A) deberían mantener al mercado principal ocupado de cara al verano. No vamos a cambiar nuestra recomendación, pero creemos que la senda se ha complicado.

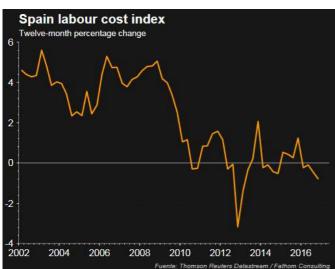
OPINIÓN CORPORATIVA

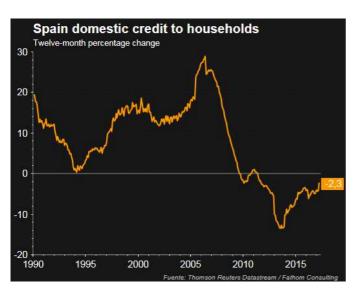


JUNIO DE 2017 Pág. 6

España: Los buenos datos compensan la falta de reformas, de momento.







Perspectivas económicas

- La economía mejoró a principios de este trimestre, registrándose mejores lecturas de actividad económica en consumo, producción industrial y exportaciones.
- Las encuestas sobre el futuro también anticipan mejorías en todos los sectores, incluido el mercado inmobiliario, con aumentos en los precios y de la actividad en estos tres primeros meses.
- Buenas noticias también desde el mercado de trabajo. El hecho de que la Semana Santa cayese en abril significa que los sectores de servicios retendrán a algunos trabajadores durante el verano.
- Esta mejora de la economía y la confianza ha permitido que el IPC suba 0,3 p.p., hasta el 2,6% interanual, principalmente por las subidas en servicios y ocio, y fácilmente comparable a la del mismo mes (excluyendo la Semana Santa) del año pasado.
- Por lo tanto, nuestras previsiones de crecimiento del PIB del 2,5% e IPC del 1,5% posiblemente se queden cortas, ya que la economía española muestra una mejor dinámica interna que la prevista a principios de año.
- El fuerte crecimiento de la inversión se contó entre los principales factores que contribuyeron al crecimiento del PIB en el primer trimestre (+0,8%). La formación bruta de capital fijo creció un 2% y la de maquinaria un 3%, lo que indicaría un mayor crecimiento en el futuro.
- Revisamos al alza, al 2,7%, la previsión de PIB para 2017. La inflación general medida por el IPC que habíamos previsto era del 1,5% pero creemos que el IPC acabará moderándose algo entre ahora y final del año, para acabar situándose en 1,7% a final de año.

Riesgos políticos

- Hasta ahora se ha cumplido nuestro escenario de referencia, a saber, un gobierno débil pero con una oposición constructiva en asuntos económicos. El nuevo líder del PSOE podría ser más agresivo y menos constructivo.
- Ni el gobierno (casos de corrupción) ni el nuevo candidato del PSOE tienen interés en convocar elecciones generales este año. La negociación de los presupuestos generales del Estado (PGE) encierran la clave de este nuevo escenario. Es bien previsible que los PGE se aprueben, y también que lo sean por 176-174 votos, en reflejo de la división del Congreso.
- Con un Congreso dividido y sin una oposición menos constructiva, al gobierno va a resultarle muy difícil aplicar las reformas que requiere la economía española.
- Lo que más nos preocupa del nuevo líder del PSOE y los partidos de la oposición es que podrían elaborar leyes para deshacer varias reformas clave ya en marcha.
- La situación podría también complicarse con todo el asunto del referéndum de independencia de Cataluña.
- Estaremos muy atentos al nuevo escenario político, si bien en estos momentos descartamos que vayan a convocarse por sorpresa elecciones generales en 2017.

- Renta variable (IBEX): NEUTRAL-POSITIVA. Objetivo: 10.116 puntos; punto de salida: 11.128 puntos.
- Revisamos al alza la cotización objetivo a raíz de haber hecho lo propio con la cifra de crecimiento de las ventas para el conjunto del año a fin de reflejar nuestras nuevas previsiones de PIB e IPC. El nuevo objetivo de crecimiento de las ventas para 2017 es, según cálculos de Andbank, del 4,4%.
- El crecimiento de las ventas dio la gran sorpresa en la temporada de presentación de resultados empresariales del primer trimestre. Más de la mitad de empresas españolas (excluidos bancos) superaron las cifras de negocio del consenso. Todos los bancos cotizados batieron sus previsiones de margen de intermediación (NII).
- Pese a esta revisión al alza, seguiremos muy atentos a la evolución de las cifras de ventas y de resultados de este año. A fecha de hoy preferimos suponer que nuestras previsiones pueden acabar superadas por los datos efectivos, siendo así que aún persisten factores de incertidumbre en el horizonte político y que algunas grandes empresas siguen expuestas a Latinoamérica. Por otra parte, el caso de Banco Popular pone de manifiesto que los bancos españoles todavía no están del todo fuera de peligro.
- Con este nuevo objetivo de crecimiento de las ventas (4,4% de Andbank frente al 5,1% del consenso), el crecimiento del BPA se sitúa en el 18,7%, todavía casi 10 puntos por debajo del consenso del mercado.
- Deuda soberana (bonos del Estado español con vencimiento a 10 años): NEGATIVA. Objetivo: 1,9%.
- Mantenemos el objetivo fijado al inicio del año. De hecho, esperamos que este nuevo escenario político pese más sobre los bonos que sobre las acciones.

OPINIÓN CORPORATIVA

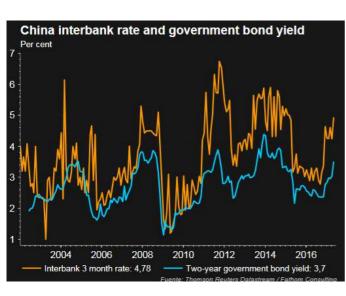
ANDBANK / Private Bankers

JUNIO DE 2017 Pág. 7

China: Fuerte desarrollo del comercio electrónico. PBoC simplifica sus tipos de interés al objeto de dotarse de instrumentos de política más orientados al mercado.







Las compras por Internet despegan en 2016

El centro de investigación del comercio electrónico de China informó de que las ventas minoristas por Internet aumentaron un 39,1% en 2016, hasta alcanzar los 5,3 billones de CNY (770.000 mill. de USD), suponiendo el 14,9% del total del comercio minorista. Un total de 500 millones de personas realizaron compras por Internet en 2016, lo que representa un incremento interanual del 8,6%.

Reformas: empeñados en el desapalancamiento

- Enfoque macroprudencial del PBoC: El PBoC destacó, en su último informe trimestral, la mayor coordinación de la regulación financiera y un modesto desapalancamiento de la economía.
- El PBoC reiteró que se propone alcanzar un equilibrio entre el desapalancamiento y la estabilidad de la liquidez, subrayando que «el impacto de medidas previas ha comenzado a refleiarse en los datos económicos».
- Medidas futuras: Según el PBoC, «los participantes en el mercado deberían esperar una supervisión y regulación firmes y constantes, pero no deben entrar en pánico». Y añadió: «La introducción de nuevas regulaciones tendrá en cuenta la tolerancia del mercado a los cambios y buscará prevenir riesgos de liquidez».
- El PBoC proporciona cierto margen de respiro suavizando la fiebre del desapalancamiento en caso de necesidad: los funcionarios del PBoC ven poca necesidad de continuar induciendo un aumento de los tipos interbancarios, lo que evita que siga incrementándose el coste de endeudarse. El rendimiento de los bonos chinos a 10 años disminuyó 7 pb desde su pico del 10 de mayo y el Shanghai Composite Index se recuperó un 2%.
- El PBoC se centra en dos tipos de interés clave: El PBoC anunció que, para la demanda de liquidez a corto y a medio plazo, se servirá principalmente de las operaciones de repo inverso a siete días y de la facilidad de préstamo a medio plazo (MLF) a un año, respectivamente. El banco central explicó que dos tipos contribuyen a comunicar mejor los objetivos de política en el proceso de dotarse de un conjunto de herramientas más orientado al mercado y que podría resultar crucial en la formación de una curva de rendimientos que los inversores entiendan y consideren fiable.

Esta política está dando frutos

- Veinticinco bancos que cotizan en Shanghái redujeron en 1,54 billones de CNY sus pasivos interbancarios en el primer trimestre de 2017 al coger tracción la campaña de desapalancamiento del gobierno y la evaluación macroprudencial del banco central. Se prevé que las transacciones interbancarias de empresas y de gestión patrimonial fuera de balance seguirán disminuyendo.
- Los riesgos crediticios disminuyen: Según China Securities Journal, el riesgo de incumplimiento en el mercado de bonos chino se ha moderado en un contexto de mejoria del entorno regulatorio, habiéndose reducido con fuerza en el año los nuevos casos de incumplimientos de pagos de deuda. No obstante, el mercado todavía sufrirá presiones en 2017, con vencimientos que ascenderán este año a más de 4 billones de CNY en productos de financiación con bonos y a más de 800.000 millones de CNY en bonos corporativos.
- Cesa la emisión de bonos de promotores inmobiliarios: La actividad de emisión de estos bonos prácticamente se ha detenido al aplicar los reguladores restricciones más severas.

Beneficios empresariales

- Las empresas admitidas a cotización prevén mayores beneficios en el primer semestre: Según datos de WIND, el 74% de las empresas cotizadas en Shanghái y Shenzhen que han publicado previsiones para el primer semestre esperan mejorar sus resultados netos; 144 empresas prevén un crecimiento superior al 100%. Las más optimistas pertenecen a los sectores de informática, telecomunicaciones, electrónica, productos químicos, maquinaria eléctrica, fabricación de maquinaria y farmacéutico. Sólo el 21% de las empresas espera un deterioro en sus resultados.
- China reducirá aún más los costes de las empresas: El Consejo de Estado anunció este mes medidas adicionales para minorar la carga que soporta el sector empresarial y prometió más apoyo al plan nacional «Made in China 2025». Según el comunicado, China prevé reducir los costes de las empresas en 120.000 millones de CNY (17.500 mill. de USD) anuales reduciendo las tarifas y los costes de logística. Las medidas adicionales incluyen menores tarifas por fletes y menores comisiones de inspección de fletes anuales.

Datos de actividad económica

- Vivienda: Precios de vivienda nueva en abril: +10,7 interanual (dato anterior: +11,3%) (+0,7% intermensual, frente al +0,6% del mes anterior).
 Inversión Directa en el extranjero: Entre enero y abril cayó un 56% interanual,
- Inversión Directa en el extranjero: Entre enero y abril cayó un 56% interanual, una caída más intensa que la disminución del 48,8% registrada en enero-marzo, reflejando los controles de capital introducidos a finales del año pasado.

Divisas

El tipo de referencia del yuan se ha fijado por encima de la cifra a que apuntaban las previsiones en 25 de las últimas 32 sesiones de negociación. El consenso actual es que el yuan es estable frente al dólar (y algo más débil frente a otras monedas) y sugiere una evolución que impulsará la confianza.

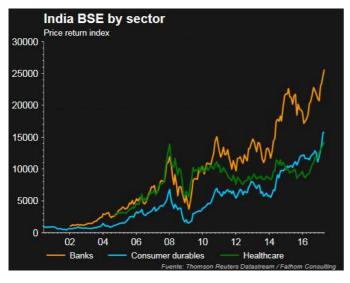
- Renta variable (Shanghái): NEUTRAL. Cotización por fundamentales: 3.226.
- Renta variable (Shenzhen): ATRACTIVA. Cotización por fundamentales: 1.979, con punto de salida en 2.177.
- Deuda: ATRACTIVA. Objetivo para el bono a 10 años: 2,9%.
- Divisa (RMB): BARATA. Objetivo por fundamentales USD/CNY: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

OPINIÓN CORPORATIVA

ANDBANK /

JUNIO DE 2017 Pág. 8

India: El mercado indio exhibe el mejor comportamiento bursátil en lo que va de año, con una revalorización ajustada por tipo de cambio del 22%. ¿Qué viene ahora?







Evolución de los mercados y de la actividad económica real

- La renta variable india es la que ha exhibido mejor comportamiento este año, con una revalorización ajustada por tipo de cambio del 22% en lo que va de año.
- Tal circunstancia no debe sorprender, pues India cuenta con fundamentos sólidos y un gobierno reformista que aún cuenta con apoyo popular.

Perspectivas: Nuestra opinión optimista a largo plazo permanece intacta, aunque el corto plazo no estará exento de dificultades

- La situación pareció mejorar el mes pasado, al haberse dado libertad al banco central para resolver un problema, el de los préstamos incobrables, que lastra el sistema bancario indio. Ahora bien, como bien recuerda U. Sikand en uno de sus artículos (que siempre leo con avidez), el corto plazo puede deparar dificultades en tres aspectos: crecimiento, liquidez y nivel de valoración.
- tres aspectos: crecimiento, liquidez y nivel de valoración.

 1. Crecimiento: Las esperanzas puestas en una rápida aceleración parecen infundadas. Autorizar al Banco de la Reserva de la India (RBI) a micro-gestionar la resolución de unos 155.000 millones de USD en préstamos de dudoso cobro no constituye un factor positivo por sí mismo, ya que el problema central sigue consistiendo en una falta de capital que el gobierno no está dispuesto a resolver del todo. Fitch estima que los prestamistas de la India precisan una inyección de capital de 90.000 mill. de USD para cumplir los requisitos de solvencia de Basilea III en 2019, pero Nueva Delhi sólo pone a su disposición 11.500 mill. de USD. Me parece que la administración de Modi está postergando la decisión hasta después de las elecciones generales de 2019. Como resultado, las esperanzas de que se inicie un nuevo ciclo de crédito vigoroso y con carácter inmediato no son realistas. Además, el episodio de desmonetización, si bien loable (en cuanto supuestamente dirigido a eliminar la corrupción, atraer más actividad a la economía formal y aumentar la base imponible) podría seguir lastrando a la economía al menos hasta el primer semestre de 2017. Por último, adviértase que la India adoptará pronto la mayor modificación de su código tributario desde la independencia. Cualquier impacto en la actividad económica derivado del despliegue del impuesto sobre bienes y servicios (GST) tendrá en ella un reflejo inmediato.
- 2.Liquidez: El panorama parece más favorable. Ciertamente, desde que el RBI estrechase la banda de tipos de interés para las operaciones de liquidez a corto plazo, cambiando la orientación de su política de «acomodaticia» a «neutral», las condiciones parecen haberse tornado más restrictivas. No obstante, estos efectos han quedado compensados con creces por las entradas de capital, con compras de acciones indias por extranjeros por un importe neto de 6.200 mill. de USD. Las condiciones de liquidez externas seguirán siendo favorables para la India gracias al abaratamiento de materias primas y productos básicos, a un cambio más estable del dólar estadounidense (desde niveles de sobrevaloración) y a la disminución de las tensiones proteccionistas a nivel global. La inquietud que suscita la perspectiva de subidas de tipos de interés por la Fed probablemente disminuirá (como ha sido el caso hasta ahora) a medida que se amplíe el saldo de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos.
- 3.Nivel de las valoraciones: El panorama se presenta más sombrío en este aspecto, aunque todavía hay margen para que los niveles de valoración sigan aumentando. El mercado de renta variable indio cotiza con un PER sobre beneficios previstos de 18 veces. Tal prima podría justificarse si el problema de la morosidad se resolviese rápidamente y el de la faita de capital se gestionase de forma que la visibilidad mejorase a medio plazo, propiciando un nuevo ciclo de inversión. Dicho esto, aún queda con todo trecho por recorrer antes de alcanzar los niveles de PER de 22,5x y 25x observados en 2000 y 2007, respectivamente. La rupia se ha anotado una subida superior al 6% frente al dólar estadounidense en lo que llevamos de año; en términos de tipo de cambio efectivo real (TCER), la moneda india parece estar en su nivel más alto desde principios de los noventa.

El plan para resolver el problema de los activos de dudoso cobro

- Los bancos habrán de encontrar un comprador que aporte una solución. El RBI señaló que podría requerir una valoración externa de los préstamos incobrables. Según una propuesta oficial, 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.
- El Código de Insolvencia y Quiebras refundido reemplazará a una mezcolanza 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) Procurará acortar el proceso de resolución de quiebra de empresas a nueve meses, dando a los deudores menos margen para evadirse.
- Este enfoque más radical implicaría captar más capital privado, acometer fusiones generalizadas e impedir que bancos potencialmente fallidos aceptasen depósitos. Esto canalizaría el capital desde las entidades más débiles hacia entidades públicas más solventes (cuyas relaciones precio/valor en libros rondan 1) y hacia otras del sector privado (con relaciones de 1,5-4x). Con ello las entidades menos solventes acabarían por desaparecer, mientras que las cotizaciones de las entidades públicas supervivientes se dispararían. El país incluso podría lograr su tan ansiada revisión al alza de la calificación crediticia del emisor soberano. En cualquier caso, India no logrará su sueño de alcanzar un crecimiento económico del 8-10% si no soluciona antes el problema de su deteriorada banca pública.

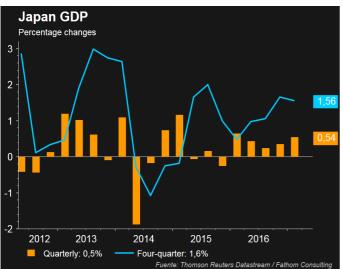
- Renta variable (Sensex): VALOR RAZONABLE (MANTENER). Cotización objetivo por fundamentales: 29.958; punto de salida: 32.953.
- Deuda: ATRACTIVA. Objetivo para el bono a 10 años: 5,7%.
- Divisa: NEUTRAL.

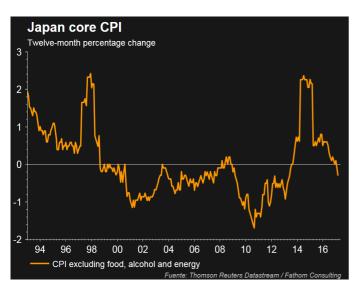
OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 9

Japón: Abe pospondrá la reducción de la deuda. Y luego, ¿qué?







Economía

- (+) El índice de condiciones actuales de abril de Economy Watchers se situó en 48,1, frente al dato de 47,4 del mes pasado. En cuanto al índice de perspectivas, lo hizo en 48,8, frente al dato de 48,1 del mes pasado.
- (\pm) El índice de indicadores económicos adelantados (LEI) pasó de 104,7 el mes anterior a 105,5 en este; el de indicadores coincidentes pasó de 115,2 a 114,6.
- (=) El préstamo bancario se incrementó en abril un 3,0% interanual, la misma tasa de crecimiento registrada el mes anterior.
- (-) El índice de actividad del sector terciario de marzo cayó 0.2% en el mes, frente al dato del consenso de +0.1% y el dato revisado de 0.0% del mes anterior.

Situación fiscal

Abe se propone posponer la reducción de la deuda. El Primer Ministro Shinzo Abe ha indicado que quiere aplicar una política de educación gratuita, aunque sería a expensas de un nuevo retraso en el objetivo del gobierno de lograr un superávit primario para 2020. La propuesta de un partido de la oposición para garantizar la educación gratuita (para lo que se requiere una enmienda constitucional) costaría al gobierno unos 5 billones de JPY (44.000 mill. de USD) al año.

El BoJ y el sector bancario

- Los bajos tipos de interés siguen deprimiendo los resultados de la banca: Nikkei comunicó el lunes que los cinco principales grupos bancarios de Japón registraron —por tercer año consecutivo— una contracción en sus resultados agregados, lo que se explica por la política de tipos negativos del BoJ, bien que mitigada en parte por unas satisfactorias operaciones en el extranjero. El beneficio conjunto neto se contrajo un 3% interanual. Tan sólo Sumitomo Mitsui Financial Group registró un aumento del 9% (8316.JP), si bien representa un rebote tras su intense caída del año anterior. intensa căída del año anterior.
- Intensa caída del ano anterior.

 El dinero ocioso de la banca aumenta un 23%. Entre los tres megabancos, la partida agregada de «efectivo y deuda de bancos», que representa el dinero no utilizado de sus balances y que consiste principalmente en depósitos de clientes, creció un 23%, hasta los 158 billones de JPY (1,4 billones de USD) en el ejercicio financiero 2016, habiendo aumentado 4,6 veces desde marzo de 2013, el mes inmediatamente anterior al lanzamiento del programa de compra de bonos del BoJ. Los bancos japoneses aún no han visto un fuerte crecimiento en la demanda de préstamos, después de que el BoJ aplicase medidas masivas de estímulo en abril de 2013, mientras que los depósitos no han dejado d aumentar.
- Kuroda: «No entra en nuestras consideraciones cambiar las medidas de política aplicadas. Kuroda reiteró que, a pesar de las mejoras en el crecimiento económico, todavía queda un largo camino por recorrer para alcanzar la meta de estabilidad de precios del 2% al no ser el impulso de la inflación suficientemente firme, con los riesgos aún sesgados a la baja (es decir, que es más probable que la cifra registrada acabe pecando por defecto que por exceso). Kuroda destacó la importancia primordial de que el BoJ mantenga su actual política de flexibilización.

Beneficios empresariales y contratiempos para el mercado bursátil

- Las empresas japonesas van camino de anotarse un segundo ejercicio consecutivo de beneficios récord: Se prevé que el beneficio neto agregado de las sociedades cotizadas aumentará un 4% interanual en el conjunto del ejercicio 2017 (frente al 21% del ejercicio 2016), mejorando resultados más del 60% de ellas. La mayoría suponen un tipo de cambio en el rango de 105-110 yenes por dólar, en línea con la media de 108 del ejercicio 2016.
- La gratificación estival registrará su primera reducción en cinco años: Las empresas japonesas abonarán a sus empleados una gratificación estival promedio de 839.560 yenes (7.530 dólares) este año, lo que representa una reducción del 2,75% respecto al año anterior, y su primera contracción en cinco años.

 Obstáculos para el mercado de valores: Factores que van desde un yen más fuerte de lo esperado hasta la inestabilidad política en EE.UU. pueden impedir el tan esperado retorno del índice Nikkei a cotas superiores a los 20.000 puntos.

Nuestro enfoque de inversión en el mercado de renta variable japonés

- Comprar: operadores y empresas en condiciones de sacar partido de la evolución de la economía china. Vender: fabricantes de instrumentos de alta precisión (al ser vulnerables a la fortaleza del yen).
- Los operadores de móviles esperan que sigan mejorando los resultados: El crecimiento de los tres principales operadores móviles se está acelerando a pesar de la competencia en precio con los operadores de bajo coste.
- Las empresas japonesas muestran renovado interés por China: El 40% de las empresas japonesas muestran renovado interes por china: el 40% de las empresas japonesas con actividad en China planean ampliar sus operaciones en este país en los próximos dos años (el primer aumento desde hace tres años). El artículo señala que la contención al invertir en China se había debido en gran medida al incremento registrado en los costes laborales en el país, aunque este mismo crecimiento salarial ha fortalecido el gasto realizado por los consumidores.
- Disminuyen los beneficios de las principales firmas de instrumentos de precisión: El resultado de explotación de los cinco principales fabricantes de instrumentos de precisión está acusando la fortaleza del yen. Nikon (7731.PY) destacó por registrar su primera caída del beneficio neto en siete años.

Disminuyen los riesgos de proteccionismo y para el comercio

Los riesgos de proteccionismo disminuyen según pierden influencia los asesores del equipo de Trump más beligerantes al respecto, habiendo salido Steve Bannon del Comité de Directores del Consejo de Seguridad Nacional de EE.UU. y tras ceder poder el Consejo Nacional de Comercio de la Casa Blanca, encabezado por Peter Navarro, al Ministerio de Comercio e Industria. Esto ha coincidido con una postura más suave ante China, aunque la presión sobre Japón sigue siendo alta.

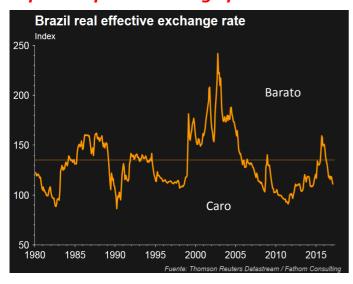
- Renta variable (Nikkei 225): CARA. Punto de salida: 19.528. Deuda: CARA (IMPRODUCTIVA). Objetivo para el bono a 10 años: 0%.
- Divisa: NEUTRAL. Objetivo por fundamentales USD/JPY: 112.

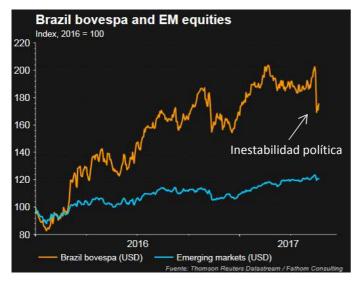
OPINIÓN CORPORATIVA

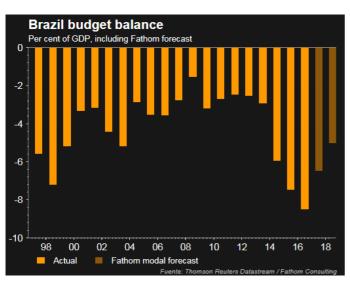
ANDBANK / Private Bankers

JUNIO DE 2017 Pág. 10

Brasil: La política reintroduce elementos de incertidumbre, pero no afecta a nuestra opinión optimista a largo plazo.







Política

- La operación «Lava Jato» está haciendo daño en Brasilia: El resultado más relevante de esta causa por corrupción están siendo las declaraciones incriminatorias de Joesley Batista, uno de los propietarios de JBS, en el marco del procedimiento abreviado, que han golpeado con fuerza a la administración federal con grabaciones de audio que implican al presidente Michel Temer.
- Escenario central: Dimisión de Temer como presidente. Las grabaciones que supuestamente le implican en prácticas de ocultación de fondos y obstrucción a la justicia están siendo objeto de análisis pericial al sospecharse que pudieran haber sido editadas, en cuyo caso se excluirían del proceso. No obstante, según el fiscal, las declaraciones incriminatorias de Joesley Batista en el marco de su transacción con la fiscalía contienen elementos suficientes para incluir a Temer en la investigación y encausarle. La situación es sumamente delicada, ya que la capacidad de gobernar del presidente de está desmoronando y hay presiones para que renuncie al cargo. En la Cámara Baja se han promovido varios juicios políticos de destitución. Actualmente el apoyo al gobierno parece haberse debilitado en gran medida, haciendo probable que Temer no pueda continuar ejerciendo la presidencia.

El riesgo es que la incertidumbre política ahogue el impulso reformista y no acaben prosperando las reformas laboral o de la seguridad social

- Próximos pasos. Con anterioridad a todos estos acontecimientos, la comisión especial había dado ya el visto bueno a la reforma de la seguridad social y se estaba recabando el apoyo del Congreso. Ahora está claro que el programa de reformas se retrasará, viéndose afectadas la Ley del Trabajo y de la Seguridad Social (en opinión de sus ponentes, Ricardo Ferraço y Arthur Maia). La amplitud del retraso dependerá de la agilidad con que se ponga solución a la crisis política. En función de la información disponible, el retraso estaría comprendido entre uno y cuatro meses, siendo más probable este segundo plazo.
- Posibles resultados: El presidente Temer afronta las siguientes alternativas: (1) dimisión; (2) inhabilitación por el Tribunal Superior Electoral (TSE); (3) destitución por el Congreso. Pensamos que la inhabilitación por el TSE es el escenario más probable, con la destitución por juicio político como salida menos probable y más tortuosa. En caso de inhabilitación, el próximo presidente sería elegido indirectamente (es decir, por el Congreso), siendo estos los principales candidatos: Henrique Meirelles (actual ministro de Hacienda); Nelson Jobim (ministro con los presidentes Fernando Henrique Cardoso, Lula y Dilma, y antes presidente de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, ahora socio del Banco BTG Pactual); Rodrigo Maia (actual presidente de la Cámara de Diputados); Eunicio Oliveira (actualmente presidente de la Cámara de Diputados); Eunicio Oliveira (actualmente presidente de la Cámara del Diputados); Eunicio Oliveira (actualmente presidente de la Cámara Alta); y Tasso Jereissati (durante tres mandatos gobernador del Estado de Ceará y ahora senador) En general, estos candidatos se ven como políticamente neutrales y partidarios de proseguir con las reformas. Temer ha declarado públicamente que sostiene su decisión de no dimitir y que asumirá su propia representación ante el tribunal.

Coyuntura económica

- Las cifras más recientes invitan al optimismo: La actividad económica y la inflación continúan al alza. El aumento de los precios fue del 0,14% en el mes, su menor lectura mensual desde 1994, y del 4,08% interanual (por debajo de la meta de inflación del banco central de Brasil, situada en 4,5%). El IBC-Br, la variable aproximativa por la que el banco central estima el crecimiento del PIB, aumentó un 1,12% en el primer trimestre de 2017, lo que indicaría que la recesión podría haber finalizado. Por lo que respecta a la cifra de empleo, en el mes la economía creó 59.856 puestos de trabajo en términos netos.
- Ciclo de endurecimiento monetario del banco central: El banco central de Brasil señalizó una aceleración en los recortes del tipo Selic (el mercado estaba descontando una bajada de 125 pb en la próxima reunión) ante el avance de las reformas y la contención de la inflación. Sin embargo, la crisis política plantea dudas sobre el avance efectivo del programa de reformas, presionando al banco central para no acelerar el ritmo actual de bajadas de tipos (100 pb).

- Renta variable (Ibovespa): NEGATIVA a corto plazo / POSITIVA a largo plazo. Objetivo: 66.423; punto de salida: 69.744. Los mercados de valores deberían ser más sensibles a la volatilidad a corto plazo, proporcionando menos protección ante una caída de los precios que los bonos.
- protección ante una caida de los precios que los bonos.

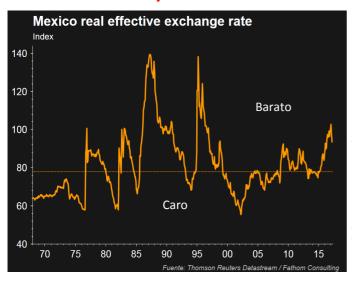
 Deuda soberana: POSITIVA. Objetivo para el bono del Estado federal de Brasil a 10 años en moneda local: 9,75%. Objetivo para el bono a 10 años en USD: 5,25%. La sobrerreacción del mercado al día siguiente de hacerse pública la grabación de JBS ha impulsado los rendimientos considerablemente al alza (alrededor de 150 pb), elevando la prima de la curva de rendimiento. Creemos que el programa de reformas se retomará en unos meses, con o sin Michel Temer en la presidencia. Seguimos previendo que el tipo Selic se situará en el 8,50% anual (nivel actual: 11,25%) y que los tipos de interés reales rondarán el 5,0% anual, como máximo, al final de 2017 (actualmente se sitúan entre 6,00% y 5,70% anual a lo largo de toda la curva).
- Divisa: NEUTRAL-NEGATIVA. Mientras perdure la elevada incertidumbre política el real brasileño debería cotizar a niveles más altos, como 3,20-3,40 BRL por USD, más que en el rango previo de 3,05-3,20 reales por dólar. Perspectivas: 3,25 BRL por USD en diciembre de 2017 (consenso del mercado: 3,23 BRL por USD; cambio actual: 3,28).

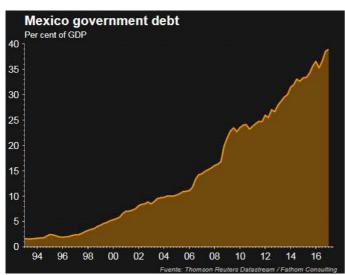
OPINIÓN CORPORATIVA

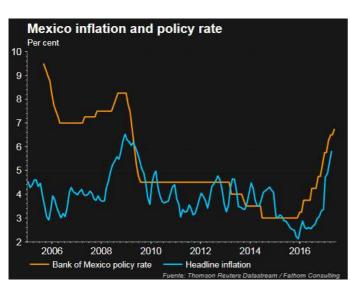
ANDBANK / Private Bankers

JUNIO DE 2017 Pág. 11

México: Banxico parece estar anticipándose a la situación, defendiendo bien la moneda y controlando las expectativas de inflación.







Banco central

- El Banco central de México (Banxico) elevó nuevamente, el 18 de mayo, su tipo de referencia en 25 pb.
- Preocupado por recientes alzas de la inflación, el banco central está mostrando un sesgo restrictivo ante las próximas reuniones de política monetaria, en un intento por mantener bien ancladas las expectativas de inflación.
- Según las últimas encuestas, los analistas prevén que el tipo de interés oficial cerrará 2017 en el 7,25%% (el mes pasado esperaban que lo hiciera en el 7%).
- Agustín Carstens, gobernador del banco central, declaró que el instituto emisor no necesariamente seguirá la senda de alzas de tipos de la Fed, lo que podría llevar a movimientos inesperados, sobre todo si la Fed mantuviese inalterados los tipos.

Inflación

- El IPC sigue superando con mucho el objetivo a medio plazo de Banxico del 3% (±1%) por la repercusión de la depreciación cambiaria, cuyos efectos se hicieron más evidentes en abril (IPC del 5,82% en base anual).
- Aun cuando abril suele ser un mes deflacionario debido a los subsidios oficiales a la electricidad, la inflación general repuntó tras el alza en los precios agrícolas y precios más altos de los bienes no alimentarios, que reflejan mejor la depreciación acumulada de la moneda.

Indicadores económicos

 Los principales indicadores crecieron de forma moderada, con las cifras de PIB más recientes correspondientes al primer trimestre superando las previsiones. Las previsiones de PIB para 2017 se han revisado al alza, con los analistas privados y el ministerio de Hacienda situándolas actualmente en 1,9%-2%.

Política

- No hay avances en la renegociación del TLCAN. Algunos comentarios de Trump sobre su posible desintegración perjudicaron al peso mexicano y a los tipos de los bonos, pero la crispación del discurso se ha suavizado en las últimas semanas, habiendo acordado los líderes involucrados proceder con agilidad y procurar que la renegociación del Tratado redunde en beneficio de los tres países.
- En el frente fiscal, persiste aún cierto descontento social por la malversación de fondos federales por gobernadores de estados como el de Veracruz, lo que implica un riesgo para el partido del gobierno federal ante las próximas elecciones en junio en uno de los estados más importantes del país.

Perspectivas

EE.UU. parte con ventaja en la negociación. Aun así, México también tiene mucho que decir, lo que equilibra posiciones de cara a alcanzar un acuerdo que satisfaga a ambas partes. Por ejemplo, excluido el sector del automóvil, es México quien registra un déficit comercial con EE.UU. Esto se explica porque EE.UU. exporta numerosos productos agrícolas a México, por ejemplo desde el Medio Oeste. Esto significa que, con 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 negociar tratados. Asumió la negociación de 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 disposición a negociar y modernizar el TLCAN, pero también opondrá 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.

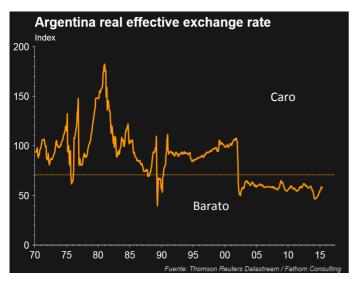
- iNOVEDAD! Renta variable (IPC Gral): NEUTRAL. Cotización central por fundamentales: 49.500 puntos; punto de salida: 52.000 puntos. Apreciamos poco riesgo de contagio en relación con la reciente inestabilidad en Brasil y las últimas tensiones con Corea del Norte. Pese a numerosos eventos geopolíticos recientes, el entorno global aguanta bastante bien y recientes revisiones al alza de mercados emergentes benefician al índice bursátil mexicano IPC, actualmente en máximos históricos (49.490). Recomendamos adoptar medidas para favorecer la liquidez (reduciendo algo la exposición a este mercado).
- Renta fija: MIXTA. Objetivo para el bono mexicano a 10 años en moneda local (M10): 7,5%. Objetivo para el bono mexicano a 10 años en USD (T10): 4,35%. La curva de rendimientos mexicana ya incorpora una revisión a la baja de un escalón en la calificación de solvencia crediticia del emisor soberano. Si bien los tipos de los bonos a corto plazo seguirán aumentando, vinculados a las medidas que adopte la Fed, esperamos un aplanamiento de la curva de rendimientos en virtud de expectativas de inflación estables y de un escenario de bajo crecimiento. Con un rendimiento estimado del 2,68% para el bono de EE.UU. a 10 años (UST10), y un diferencial entre M10 y T10 estable en 480 pb, nuestra previsión de rendimiento para M10 sería de 7,55%. Para T10 el diferencial estaría comprendido entre 150 y 180 pb frente al UST10 (objetivo: 4,30%).
- **iNOVEDAD! Divisa: PRUDENCIA**. Nuestro objetivo de fin de año se mantiene en 20,25 pesos por dólar.

OPINIÓN CORPORATIVA

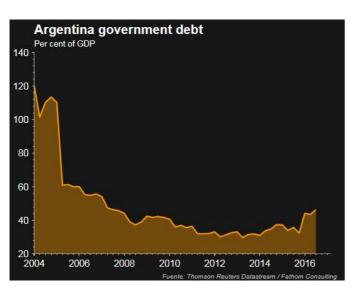


JUNIO DE 2017 Pág. 12

Argentina: La inestabilidad política en Brasil complica el plan de Macri.







Acontecimientos más recientes

- 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 due recriazaban el carije de deuda (*indiabus*), el gobierno actual carribio 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, que ofrece un buen punto de partida (los cocientes de deuda total y deuda externa, ambos sobre PIB, son 53,8% y 31,7%, respectivamente) y la legitimidad del propio plan, que se pondrá a prueba en las elecciones legislativas de este año.
- Los recientes acontecimientos en Brasil amenazan este plan de cuatro maneras: (1) Comercio: La recuperación del sector exterior podría quedar muy afectada, ya que Brasil es el principal socio comercial de Argentina. Mirándolo por el lado ya que Brasil es el principal socio confecial de Argentilla. Milantollo por el rado positivo, las relaciones comerciales con Brasil han lastrado el crecimiento en los últimos tres años, así que este factor no cambia nada. (2) Inflación: El tipo de cambio nominal es el factor más relevante en la evolución de la inflación, y la depreciación del BRL ya ha afectado al ARS. Si esto continúa, se acumularán más depreciación del BRL ya ha afectado al ARS. Si esto continúa, se acumularán más presiones inflacionarias, que acabarán por perjudicar el consumo y por afectar a la precaria recuperación económica. Lo vemos como el principal riesgo, ya que la recuperación económica en 2017 se apoya sobre todo en una recuperación del consumo impulsada por aumentos salariales reales. (3) Financiamiento: El plan de Macri se financiaría con deuda hasta que el gobierno resolviese gradualmente los desequilibrios fiscales. Si los problemas en países vecinos volvieran a resurgir, la emisión de deuda podría verse dificultada (p. ej., la Provincia de Buenos Aires suspendió la venta de bonos debido a la inestabilidad del mercado creada por Brasil). En el lado positivo, el 85% de las necesidades financieras en divisas para 2017 ya están cubiertas. (4) Elecciones: Un agente clave en la operación «Lava Jato» declaró a la fiscalía argentina que la empresa pagó sobornos dirigidos a Gustavo Arribas, actual jefe de la Agencia Federal de Inteligencia (AFI). Si se confirmase, podría derruir la principal fortaleza política de Macri, la transparencia. Es probable que también estén implicados funcionarios de Kirchner.

Coyuntura macroeconómica

Actividad económica: La economía argentina se contrajo un 2,2% interanual en febrero, según el indicador EMEA de crecimiento del PIB, y sólo creció un 0,8% interanual en marzo (frente al 1,2% previsto). Esto representa un cambio de tendencia tras las cifras positivas de diciembre y enero pasados. Sin embargo, los indicadores basados en datos actualizados con alta frecuencia emiten señales en general positivas: venta de cemento: +11% interanual en abril; construcción: +10% interanual en marzo; ventas minoristas: desaceleración de su caída (-3,8% en abril, frente al -4,4% de marzo); maquinaria agrícola: +89% interanual en el primer trimestre de 2017; ventas inmobiliarias en la ciudad de Buenos Aires: +44% interanual en marzo. En el lado negativo, el crecimiento de las ventas de automóviles nuevos se desaceleró, y las ventas minoristas y de supermercados aumentaron menos de lo esperado. Por ahora mantenemos nuestro objetivo de un crecimiento del PIB en términos reales del 2,75% para 2017; no obstante, si la situación en Brasil empeorase, podríamos revisar esta cifra a la baja. Actividad económica: La economía argentina se contrajo un 2,2% interanual en

Frente fiscal: Los resultados fiscales del primer trimestre de 2017 reflejan un déficit primario inferior al objetivo (0,4% frente al 0,6% previsto). Ahora bien, tras delicit primario inferior al objetivo (0,4% frente al 0,0% previsto). Arioria bien, tras-excluir los ingresos no recurrentes ligados a la recaudación asociada a la amnistía fiscal, la cifra prácticamente coincide con la prevista. El gobierno tiene un objetivo de deficit primario para 2017 del 4,2%. El gasto primario se desaceleró en marzo, con las transferencias sociales por encima de la media, pero con una disminución en otras partidas de gasto (en concreto, reducciones en subsidios).

La inflación en la ciudad de Buenos Aires fue alta, con un crecimiento mensual de los precios en abril del 2,6% (y una subida acumulada del 9,1% desde enero), debido al incremento en los impuestos sobre hidrocarburos y al encarecimiento del vestido. Sin embargo, tras la ultima subida de tipos de interés en abril (150pb) y subatros del latras del Barca (Contral Lobos). subastas de Letras del Banco Central (Lebac) a tipos más altos, las expectativas de inflación cayeron en abril al 21%. Recuérdese que la meta oficial es que la inflación se sitúe en el rango del 12%-17%. Por nuestra parte seguimos pensando que dicha meta no se alcanzará, estimando en su lugar que 2017 cerrará con una subida de los precios en torno al 20%.

- **Renta variable:** Los certificados de acciones argentinas cotizadas en bolsas de EE.UU. (ADR) se han recuperado con fuerza este año. Algunas acciones todavía parecen baratas, pero esto dependerá en gran parte de que tengan todavía medidas de Macri. 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: Objetivo para el bono a 10 años del Gobierno argentino en USD: 7%. El bono a 10 años denominado en USD emitido más recientemente (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 (que se redujeron 78 pb). Estos podrían ampliarse en los próximos meses, en el período previo a las elecciones legislativas, así como ante la evolución de los acontecimientos en Brasil.
- **Divisa:** Pensamos que el ARS seguirá apreciándose por lo menos hasta agosto, mes en el que se celebrarán elecciones primarias, pero que se depreciará hacia finales de año. Nuestro objetivo de tipo de cambio para final de 2017 se sitúa en 18 pesos por dólar

OPINIÓN CORPORATIVA

ANDBANK / Private Bankers

JUNIO DE 2017 Pág. 13

Mercados de renta variable

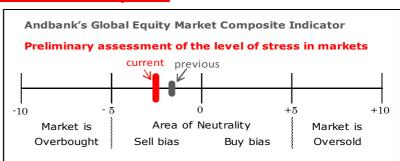
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE MUNDIAL: Análisis fundamental

	Net	Andbank's	Sales	Andbank's		EPS			INDEX	2017	2017	2017	
	Margin	Sales growth	per Share	Net Margin	EPS	Growth	PE ltm	PE ltm	CURRENT	Central Point	E[Perf] to	Exit	E[Perf] to
Index	2016	2017	2017	2017	2017	2017	2016	2017	PRICE	(Fundam range)	Centr. Point	Point	Exit point
USA S&P 500	10,3%	10,0%	1.276	10,0%	128	7,2%	20,28	17,50	2.413	2.233	-7,5%	2.456,3	1,8%
Europe STXE 600	6,9%	3,7%	313	7,6%	24	14,6%	18,83	15,50	390	368	-5,6%	405,3	3,8%
Spain IBEX 35	7,3%	4,4%	7.714	8,3%	640	18,8%	20,20	15,80	10.890	10.116	-7,1%	11.127,9	2,2%
Mexico IPC GRAL	7,4%	7,0%	33.048	7,1%	2.338	2,0%	21,51	21,01	49.278	49.118	-0,3%	52.015,5	5,6%
Brazil BOVESPA	7,6%	5,5%	53.915	7,7%	4.151	6,4%	16,40	16,00	63.962	66.423	3,8%	69.744,1	9,0%
Japan NIKKEI 225	5,1%	2,5%	19.981	5,2%	1.039	4,4%	19,74	17,90	19.651	18.599	-5,4%	19.528,6	-0,6%
China SSE Comp.	8,5%	7,5%	2.689	8,0%	215	1,1%	14,66	15,00	3.117	3.226	3,5%	3.387,6	8,7%
China Shenzhen Comp	8,2%	8,5%	890	7,8%	69	2,8%	26,78	28,50	1.808	1.979	9,5%	2.078,2	14,9%
Hong Kong HANG SENG	14,8%	3,0%	12.535	14,5%	1.818	0,6%	14,21	12,50	25.677	22.720	-11,5%	24.991,9	-2,7%
India SENSEX	10,5%	11,0%	15.851	10,5%	1.664	10,7%	20,76	18,00	31.196	29.958	-4,0%	32.953,8	5,6%
MSCI EM ASIA (MXMS)	12,6%	7,5%	407	12,6%	51	7,4%	10,61	8,75	507	449	-11,4%	494,1	-2,6%

ANDBANK ESTIMATES

PROBABILIDAD DE RISK OFF: Análisis a corto plazo

Andbank's Global Equity Market Composite Indicator (Breakdown) Previous Current Month Month Buy signals 4 3 Positive Bias 1 4 Neutral 6 3 Negative Bias 4 2 Sell signals 7 10



Indicador compuesto GEM de Andbank: NOS MANTENEMOS EN ZONA NEUTRAL CON SESGO VENDEDOR. Nuestro índice general pasó de un nivel de -2,0 el mes pasado a -2,7 este mes (en un rango de ±10), situándose en una zona indicativa de que el mercado está «sobrecomprado» (aunque sin tensiones). En este escenario ideal, nuestra puntuación sigue sin reflejar niveles de estrés en los mercados de valores estadounidense (y global) debido a la compensación de varias métricas: 1. Excedentes de efectivo en manos de los inversores. 2. Cierre de la brecha entre datos efectivos de actividad económica real (hard data) y datos de confianza y procedentes de encuestas (soft data) en virtud de la convergencia de los primeros con los segundos. 3. La dinámica de flujos netos de EE.UU. se estancó hace más de un mes. 4. Un repunte en el índice de precios históricos diarios del crudo del último año (CL1 COMB Comdty) podría reavivar de nuevo el escenario en el que los mercados se posicionan para sacar partido de una reactivación impulsada por medidas de política económica y otros factores expansivos (reflación).

El desplazamiento del beta de los fondos especulativos con estrategias macro activas hacia el S&P 500 parece bastante defensivo. Los gestores de fondos siguen sobreponderando la posición de liquidez (por encima del promedio de 10 años), lo que podría sostener nuevas alzas en los mercados bursátiles. Por contraste, las asignaciones a renta variable estadounidense continúan contraídas (pasaron de -19% a -17%, lo que equivale a 0,7 desviaciones típicas por debajo de su media de largo plazo). Asignación regional: La reciente rotación relativa —no en clases de activos, sino geográficamente— hacia la renta variable europea (la exposición a ésta lleva significativamente sobreponderada más de un mes, plazo en el que pasado de +48% a +59%, lo que representa +1,7 desviaciones típicas sobre su media de largo plazo) basada en las expectativas de beneficios empresariales, unida a un menor riesgo político, nos hace temer que una asignación sobrecargada podría poner en peligro el comportamiento positivo de los índices de empresas en los próximos meses. La diferencia entre los flujos dirigidos hacia fondos de renta variable y fondos de bonos se invirtió a favor de los primeros debido al repunte del CL1 COMB Comdty, que podría impulsar la inflación contenida, presionando al alza sobre los tipos de interés y, con ello, deprimiendo los precios de los bonos. El monitor de sesgo de opciones sobre el S&P500 de JP Morgan (que mide la diferencia entre la volatilidad implícita en las opciones de compra y en las opciones de venta fuera de dinero) se recuperó, alcanzando un nuevo máximo este mes. No obstante, sigue reflejando la preferencia de los gestores por suscribir opciones de compra antes que de venta.

ANÁLISIS TÉCNICO: escenario de tendencias a 1 mes; niveles de soporte y resistencia

- o **S&P:** LATERAL. Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 2.322/2.245; de resistencia a 1 y 3 meses: 2.405/2.450.
- o **STOXX600:** *LATERAL-ALCISTA.* Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 376/368; de resistencia a 1 y 3 meses: 404/409.
- o IBEX: LATERAL. Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 10.216; de resistencia a 1 y 3 meses: 11.249.
- o EUR/USD: LATERAL-ALCISTA. Soporte a 1 y 3 meses: 1,095/1,076; resistencia a 1 y 3 meses: 1,137/1,143.
- o **Petróleo:** LATERAL. Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 43,78/42,2; de resistencia a 1 y 3 meses: 55,22.
- o Oro: LATERAL. Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 1194/1180; de resistencia a 1 y 3 meses: 1303.
- o **Bonos Tesoro EE.UU:** LATERAL. Soporte a 1 y 3 meses: 2,09/1,97; resistencia a 1 y 3 meses: 2,42.

OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 14

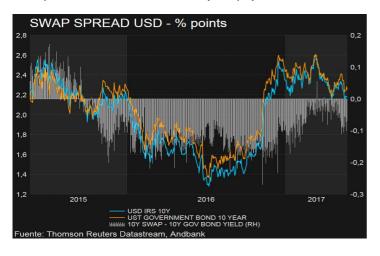
Mercados de renta fija - Bonos de países Core

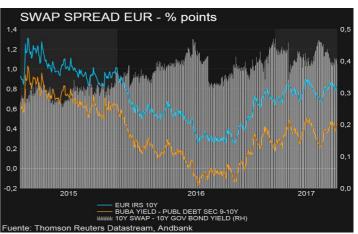
BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS: Suelo: 1,84%; techo: 3%. Nuevo objetivo: 2,75%

- **1. Diferencial** *swap*: Los tipos *swap* se mantuvieron estables en 2,18% (el mes pasado estaban en 2,19%). El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años se redujo ligeramente a 2,25% (desde 2,27%). En consecuencia, el diferencial *swap* aumentó a -6 pb (desde -8 pb el mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en torno a +16 pb, con un anclaje de las expectativas de inflación a 10 años (reflejadas en el tipo *swap*) alrededor del 2,0%, sería necesario que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años avanzara hacia **1,84%**.
- 2. Pendiente: La pendiente de la curva de rendimientos del bono estadounidense a 10 años se redujo a 98 pb (desde 104 pb). Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia el 1,25% (en estos momentos, en 1,26%), para igualar la pendiente media a 10 años (175 pb) el rendimiento del bono del Tesoro con ese vencimiento podría situarse en 3,0%.
- **3. 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 1%. Dado que nuestras previsiones para el IPC están en la banda del 2%-2,5%, <u>el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería subir hasta el **3%-3,25%** para posicionarnos en «COMPRAR».</u>

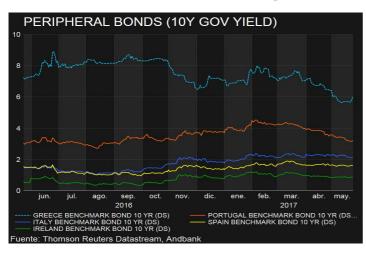
- BONO DE REFERENCIA EN EUR (BUND ALEMÁN) A 10 AÑOS: Techo: 0,90%. Objetivo: 0,70%

- **1. Diferencial** *swap*: Los tipos *swap* subieron a 0,83% (desde 0,72% el mes pasado), como hicieron los rendimientos del *Bund*, que aumentaron a +0,44% (desde +0,27%). Por lo tanto, el diferencial *swap* se redujo a 39 pb (desde 45 pb). Para que este diferencial se normalizase en torno a su media de largo plazo de 35 pb, con un anclaje de las expectativas de inflación a 10 años (reflejadas en el tipo *swap*) en el rango del 1,25%, el rendimiento del *Bund* debería avanzar hacia **0,90%** (punto de entrada).
- 2. Pendiente: La pendiente de la curva de rendimientos en EUR se elevó a 111 pb (desde 99 pb). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al -0,25% (en estos momentos está en -0,68%), para igualar la pendiente media a 10 años (123 pb) el rendimiento del *Bund* debería situarse en **0,98%**.





Mercados de renta fija - Bonos de países periféricos



□ Objetivo de rendimiento del bono a 10 años

España: 1,90% **Italia:** 2,30%

• iNOVEDAD! Portugal: 3,00% (desde 3,30%)

Irlanda: 1,40%Grecia: 7,50%

OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 15

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. 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 (interesadosen 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 contrato de contado, pero en una ganancia en su operación 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 reestructuración, la mayoría de los 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 cumpliesen las dos condiciones siguientes:

- 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 Yield	CPI (y/y) Last		10 Year Yield		Projected change in Yield
		Govies	reading		Real		ricia
	Indonesia	6,91%	4,17%		2,74%		-0,75%
	India	6,66%	2,91%		3,76%		-1,00%
_	Philippines	4,59%	3,40%		1,19%		-0,50%
ASIA	China	3,62%	1,20%		2,42%		-0,75%
	Malaysia	3,88%	4,40%		-0,53%		1,00%
E	Thailand	2,62%	0,36%		2,26%		-0,75%
	Singapore	2,06%	0,64%		1,43%		-0,50%
	South Korea	2,15%	1,92%		0,24%		0,00%
	Taiwan	1,03%	0,13%		0,90%		0,00%
EME	Turkey	10,21%	11,87%		-1,66%		1,00%
П	Russian Fed	7,57%	4,10%		3,47%		-1,00%
	Brazil	10,81%	3,99%		6,82%		-1,00%
Σ	Mexico	7,29%	5,85%		1,44%		-0,50%
LATAM	Colombia	6,31%	4,71%		1,60%		-0,50%
ב	Peru	5,93%	3,74%		2,20%		-0,75%
		· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·		•			

OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 16

Materias primas - Energía (Petróleo WTI)

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

Factores determinantes del precio del petróleo a corto plazo (noticias): «El mercado se está cansando de las presiones de la OPEP».

- (+) Acuerdo de la OPEP: El petróleo sigue beneficiándose del anuncio hecho este mes por Rusia y Arabia Saudita de que secundan ampliar nueve meses el pacto para reducir la producción de la OPEP. Las reservas de crudo siguen superando en unos 300 millones de barriles la media de los últimos cinco años. (Las reservas de la OPEP son de 3.000 millones de barriles.) El objetivo es recortar las reservas en 300 millones de barriles hasta dicha media para marzo de 2018. Sin embargo, las reservas de la OCDE siguieron aumentando a principios de 2017, habiendo disminuido en marzo en tan sólo 32 millones de barriles. Los cálculos suponen que la OPEP mantiene su producción en los niveles de abril (31,7 millones de bpd) y que Rusia mantiene estable el suministro (11,15 millones de bpd) a partir de mayo.
- (-) Acuerdo de la OPEP: India manifestó que los recortes de producción de la OPEP y la perspectiva de un encarecimiento del petróleo empujaban al tercer mayor consumidor del mundo a considerar los suministradores estadounidenses y canadienses, al tiempo que alentaban a orientarse hacia recursos energéticos renovables. India importa actualmente de la OPEP el 86% de sus necesidades de petróleo, con las que satisfacer una capacidad de refino de 4,6 millones de bpd.
- (-) Petróleo de esquistos bituminosos: Algunas petroleras de Dakota del Norte son rentables a precios del petróleo tan bajos como 21 USD/barril. Los datos del Departamento de Recursos Minerales del estado sugieren que el precio de equilibrio medio para la producción de crudo es de 24 USD/barril, siendo el del condado más activo del estado de 21 USD/barril. Estos niveles colocan al petróleo de esquistos bituminosos de la cuenca del Bakken en competencia económica con casi cualquier otro productor del mundo, Arabia Saudita incluida.
- (-) Petróleo de esquistos bituminosos: Los presupuestos de exploración y perforación de los productores de petróleo de esquisto de EE.UU. crecen 10 veces más rápido que los de sus homólogos del resto del mundo. Los perforadores norteamericanos planean elevar su inversión un 32% en 2017, hasta los 84.000 millones de USD, frente al magro 3% de los proyectos internacionales. Gran parte del aumento está fluyendo hacia la cuenca del Pérmico. Wood Mackenzie estima que el nuevo gasto añadirá 800.000 barriles de crudo estadounidense este año, equivalente al 44% de las reducciones anunciadas por el grupo que lideran Arabia Saudita y Rusia. De hecho, la OPEP, en su último informe mensual, elevó bruscamente su previsión de suministro de petróleo de países no miembros en 2017. Los productores externos aumentarían la oferta en 950.000 bpd este año, frente a los 580.000 bpd anteriormente esperados.
- (-) Petróleo de esquistos bituminosos: Según el informe de productividad de perforación de la Energy Information Administration (EIA) estadounidense, una intensificación de la actividad de perforación podría conducir a un aumento de producción de 122.000 bpd en junio, elevando el total a 5,4 millones de bpd y alcanzando los niveles más altos desde mayo de 2015. La revisión al alza por la EIA de sus cifras de diciembre significa que la producción de esquisto estadounidense habría ganado unos 617.000 bpd de diciembre a junio.
- (-) Petróleo de esquistos bituminosos: La reactivación de los grupos de producción de petróleo de esquisto de EE.UU. y su deseo de convertir al país en una potencia energética no parecen descaminados, pues están emergiendo de la recesión más fuertes que nunca. Los datos de exploración y perforación demuestran que son capaces no sólo de mantenerse en el negocio, sino de aumentar la producción, y eso con precios del petróleo aún por debajo de 50 USD/barril. Han recortado un 40% sus costes en los últimos tres años y muchos han llegado al punto en el que están cubriendo gastos con los flujos de caja generados por sus operaciones.
- (-) Reequilibrio del mercado: Un ejecutivo de Vitol señaló que los operadores del mercado no estaban observando la reducción de reservas esperada. Las reservas se habrían desplazado, dirigiéndose los cargamentos desde el Atlántico hacia Asia, pero la reducción general que muchos esperaban aún no se habría materializado. Añadió que las expectativas del mercado no han dejado de ser confusas desde que la OPEP y otros productores acordaran el año pasado recortar la producción.
- (-) Reequilibrio del mercado: Por otra parte, el ministro iraquí del Petróleo también indicó que Irak aumentará su capacidad productiva a 5 millones de bpd para finales de año, algo que no entra en conflicto con los compromisos adquiridos por el país en el marco del acuerdo de producción. En cuanto a Libia, está bombeando petróleo como no lo hacía desde 2014, superando su producción de crudo los 800.000 barriles diarios; que serían casi un millón de no ser por un desacuerdo entre la compañía petrolífera estatal y el Consejo Presidencial de Libia.

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.

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS ANDBANK / Private Bankers

OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 17

Materias primas - Metales preciosos (Oro)

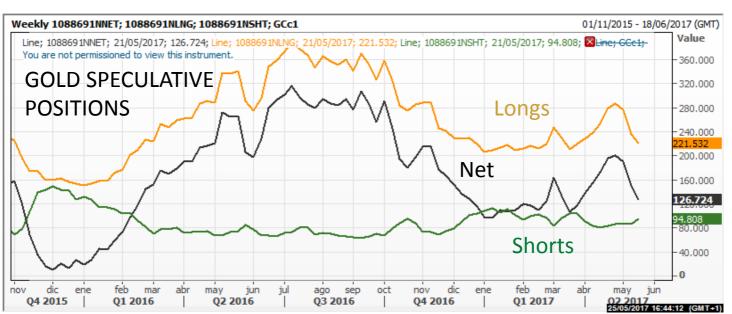
Objetivo fundamental: 1.050 USD/onza. (Comprar a 900 USD/oz, vender sobre 1.200 USD/oz).

Factores negativos:

- 1. 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 1.109 USD/oz (desde los 1.090 USD/oz del mes anterior). Con todo, sigue cotizando muy por encima de su precio real promedio de 20 años de 794 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,1298 en la actualidad), para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 897 USD.
- 2. Oro en términos de plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Este ratio se ha elevado algo de nuevo, hasta 73.41 veces (desde 71.25x 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 1.049 USD/oz.
- 3. Oro en términos de Petróleo (Oro/Petróleo). Este ratio cayó en el mes a 24.58 veces (desde 26,04 x el mes pasado), pero aún sigue muy por encima de su valor promedio de 20 años de 14,73. 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 662 USD para que esta relación continuara cerca de su promedio de largo plazo.
- 4. Oro en términos de renta variable, DJI (Dow Jones/Oro). Este ratio aumentó a 16.76 veces (desde su valor anterior de 16,30x), todavía por debajo de su valor promedio de largo plazo de 20,31. 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.
- 5. Oro en términos de renta variable, S&P (Oro/S&P500). Este ratio se ha mantenido estable en 0.521 veces (su valor anterior fue 0,536x), pero todavía está por encima de su promedio de largo plazo de 0,5832. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.233 puntos, el precio del oro debería aproximarse a 1.302 USD para que esta relación estuviese cerca de su promedio de largo
- 6. Posicionamiento especulativo. Evolución mensual de posiciones abiertas en contratos de futuros no comerciales (CEI 100 oz) en CFTC: las posiciones largas aumentaron bruscamente a 221.5k (antes eran 279.3k; las posiciones cortas suben a 98.84k (desde 83.5k) => La posición neta cae a +126.7k (desde 195.7k). Los especuladores continúan largos en oro, aunque de forma menos intensa.
- 7. 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).
- 8. 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

- 1. 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 titulos de deuda global. Aunque este factor va perdiendo importancia a medida que los rendimientos siguen aumentando.
- 2. 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).



OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 18

Current

-3,00

ANDBANK

Divisas - Objetivos fundamentales

EUR/USD: NUEVO! Objetivo a Diciembre (1,05). Objetivo estructural (1.00)

La exposición nocional neta en USD a nivel global disminuyó a un nuevo mínimo reciente de \$+6.9bn (desde \$+14.7bn el mes anterior, y muy por debajo ya del récord reciente de \$+28.7bn visto en septiembre de 2016). Este es el menor posicionamiento global en USD desde agosto de 2016, y está -1.2 sigmas por debajo de una base de z-score de 3 años (ver el gráfico de barras a continuación). (2) Mientras tanto, el posicionamiento en EUR ha fijado los largos máximos nocionales más recientes desde octubre de 2013 !!, a EUR + 9.1bn de largos (desde EUR-2.85bn el mes pasado) y comparado con el reciente mínimo de -19bn en cortos netos el año pasado (ver tabla). Cualquier apreciación adicional del EURO requerirá de un nuevo posicionamiento récord. Si el impulso económico persiste en Europa, entonces el posiciones mas largas en el Euro podría materializarse. Sin embargo, dudamos de si este salto económico observado en la zona del euro es autosostenible, especialmente si consideramos que los estímulos que provocaron el reflation trade global ya no están encima de la mesa. (3) La posibilidad de un juicio político ha saltado de insignificante a no despreciable y esto ha pesado en el dólar. Sin embargo, el firme control republicano de ambas cámaras del Congreso (55% y 52%) le da a Trump un punto de partida más fuerte en comparación con los escándalos pasados que afectaron a otros presidentes. (4) Las expectativas de la capacidad de Trump para impulsar reformas para el crecimiento están bastante extinguidas, por lo tanto cualquier signo de que la Casa Blanca pueda alinear intereses con el Congreso daría lugar a una renovada confianza en el USD. Hemos elevado nuestro objetivo de fin de año para el EUR / USD a 1,05, aunque mantenemos intacto nuestro valor fundamental para EUR / USD en 1,00.

JPY= Objetivo (112); EUR/JPY: Objetivo (112).

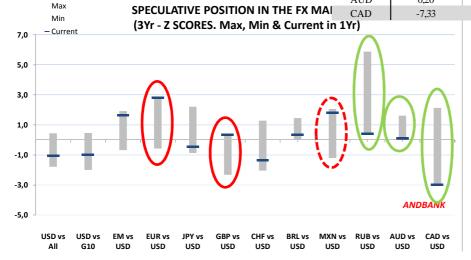
Varios aspectos sugieren que la apreciación relativa del JPY no puede durar. (1) Apaciguada la inquietud política en Europa, los inversores exhibieron mayor disposición a asumir riesgo, con la consiguiente menor probabilidad de que se dirijan a los activos japoneses en busca de seguridad. (2) El rendimiento real es menor en los bonos del Estado japonés (JGB) y, con el rendimiento del JGB a 10 años fijado en el 0%, es muy improbable un aumento de los rendimientos reales. (3) El BoJ ha reiterado su intención de atenerse a su política de ultra-relajación monetaria, al menos hasta que alcance el objetivo de inflación del 2% (inalcanzable en el corto plazo). (4) En cambio, la Reserva Federal tiene visos de atenerse a su senda de subida de tipos, lo cual a su vez elevará los rendimientos reales en USD. (5) La creciente perspectiva de que la Fed pudiera reducir su balance (el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia afirmó que Yellen podría dejar de reinvertir el producto del vencimiento de los bonos con los tipos de los «fondos federales» al 1%), realza el atractivo del USD (o se lo resta al JPY).

- GBP= Objetivo (0,83); GBP/EUR: Objetivo (0,83).
- CHF= Objetivo (0,95); CHF/EUR: Objetivo (0,95).
- MXN= Objetivo (20,25); MXN/EUR: Objetivo (20,25)

ARS= Objective (18.0): ARS/EUR: Objective (18.0) kt Value of

BRL= Objetivo (3,20); BRL/EUR: Objetivo (3,20)

_	ANS = Objective (10,0), ANS, EON: Objecti	10 (10,						_
•	RUB: NEUTRAL-POSITIVO		Net positions in the currency	last week in the currency	1-yr Max	1-yr Min	1-yr Avg	Z-score Z-score
•	AUD: NEUTRAL-POSITIVO	Currency	(Bn \$)	(Bn \$)	(Bn \$)	(Bn \$)	(Bn \$)	3-yr
•	CAD: POSITIVO	USD vs All	6,91	-4,85	28,7	-3,6	14,1	-1,06
•	CNY: Objetivo (6,75-6,80)	USD vs G10	8,96	-5,36	28,4	-4,6	14,1	-0,97
		EM	2,05	-0,51	2,6	-1,7	0,0	1,64
		EUR	9,06	3,86	9,1	-19,0	-8,6	2,83
		JPY	-5,78	0,86	8,6	-9,3	0,1	-0,44
		GBP	-1,93	0,73	-1,9	-8,4	-5,8	0,33
		CHF	-2,53	0,15	1,4	-3,1	-1,0	-1,37
		BRL	0,23	-0,01	0,8	0,0	0,4	0,34
		MXN	1,46	-0,42	1,9	-2,3	-1,0	1,79
		RUB	0,36	-0,08	1,3	0,2	0,6	0,43
	••	AUD	0,20	-0,27	4,1	-1,2	1,7	0,12



Z-Score a 3 años:

2.3

Change vs

-0.13

Posición actual – posición promedio a 3 años

-7.3

Desviación tipica 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.

OPINIÓN CORPORATIVA

ANDBANK
Private Bankers

JUNIO DE 2017 Pág. 19

Perspectivas de mercado - Rentabilidad esperada por fundamentales

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 31/05/2017	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
				31/05/2017	(and an range)	
Equity	USA - S&P 500	1,0%	7,8%	2.413	2233	-7,5%
. ,	EUROPE - STOXX 600	1,0%	8,0%	390	368	-5,6%
	SPAIN - IBEX 35	1,6%	16,4%	10.888	10116	-7,1%
	MEXICO - MXSE IPC	0,0%	8,0%	49.278	49118	-0,3%
	BRAZIL - BOVESPA	-2,2%	6,2%	63.962	66423	3,8%
	JAPAN - NIKKEI 225	1,8%	2,8%	19.651	18599	-5,4%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-1,2%	0,4%	3.117	3226	3,5%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-5,2%	-8,2%	1.808	1979	9,5%
	HONG KONG - HANG SENG	4,3%	16,7%	25.677	22720	-11,5%
	INDIA - SENSEX	4,3%	17,2%	31.199	29958	-4,0%
	MSCI EM ASIA	4,6%	21,0%	507	449	-11,4%
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,9%	2,7%	2,23	2,68	-1,3%
Core countries	UK 10 year Guilt	0,7%	2,3%	1,01	1,50	-3,0%
core countries	German 10 year BUND	0,1%	-0,8%	0,30	0,70	-2,9%
	Japanese 10 year Govie	-0,2%	0,0%	0,04	0,00	0,3%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	1,0%	-0,6%	1,52	1,90	-1,5%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	1,0%	-2,2%	2,18	2,30	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	3,8%	6,8%	3,07	3,00	3,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,7%	0,3%	0,75	1,40	-4,4%
	Greece - 10yr Gov bond	2,0%	10,6%	5,91	6,50	1,2%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,1%	0,4%	62,13	80	-0,4%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,4%	2,1%	251,41	350	-1,7%
	Credit USD IG - CDX IG	0,0%	1,3%	62,32	70	1,2%
	Credit USD HY - CDX HY	0,1%	3,1%	324,56	323	3,0%
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond	0,8%	10,5%	10,21	10,60	7,1%
	Russia - 10yr Gov bond	0,8%	9,5%	7,57	7,00	12,1%
Fixed Income Asia	Indonesia - 10yr Gov bond	1,2%	10,8%	6,91	6,50	10,1%
	India - 10yr Gov bond	3,0%	1,5%	6,66	5,67	14,6%
(Local curncy)	Philippines - 10yr Gov bond	1,8%	3,0%	4,59	4,25	7,3%
	China - 10yr Gov bond	-1,1%	-3,6%	3,62	2,87	9,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond	1,7%	4,4%	3,88	4,50	-1,1%
	Thailand - 10yr Gov bond	0,7%	0,6%	2,62	2,00	7,6%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,5%	4,2%	2,06	1,57	6,0%
	South Korea - 10yr Gov bond	-0,3%	0,0%	2,15	2,50	-0,6% 1,3%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,5%	1,7%	1,03	1,00	
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,8%	4,1%	7,29	7,48	5,8%
Latam	Mexico - 10yr Govie (usd)	0,9%	5,4%	3,79	4,35	-0,7%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-3,4%	9,8%	10,81	9,75	19,3%
	Brazil - 10yr Govie (usd)	-1,4%	8,0%	5,10	5,25	3,9%
	Argentina - 10yr Govie (usd)	0,7%	9,0%	6,03	7,00	-1,7%
Commodities	CRY	-0,1%	-5,8%	181,3	180,00	-0,7%
	Oil (WTI)	1,0%	-8,2%	49,3	45,00	-8,8%
	GOLD	0,6%	9,7%	1.263,4	1.100	-12,9%
Fx	EUR/USD (price of 1 EUR)	2,7%	6,5%	1,119	1,05	-6,2%
	GBP= (price of 1 USD)	0,5%	-3,8%	0,78	0,83	6,4%
	EUR/GBP (price of 1 EUR)	3,2%	2,5%	0,87	0,87	-0,2%
	CHF= (price of 1 USD)	-2,2%	-4,3%	0,97	0,95	-2,5%
	EUR/CHF (price of 1 EUR)	0,4%	1,8%	1,09	1,00	-8,5%
	JPY= (price of 1 USD)	-0,9%	-5,2%	110,82	112	1,1%
	EUR/JPY (price of 1 EUR)	1,8%	0,7%	124,05	117,60	-5,2%
	MXN= (price of 1 USD)	-0,4%	-9,9%	18,67	20,25	8,5%
	EUR/MXN (price of 1 EUR)	2,3%	-4,1%	20,89	21,26	1,8%
	BRL= (price of 1 USD)	2,6%	0,1%	3,26	3,25	-0,2%
	EUR/BRL (price of 1 EUR)	5,3%	6,6%	3,65	3,41	-6,4%
	ARS= (price of 1 USD)	4,9%	1,8%	16,14	18,00	11,5%
	CNY (price of 1 USD)	-0,9%	-1,7%	6,83	6,75	-1,1%

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

OPINIÓN CORPORATIVA

ANDBANK
Private Bankers

JUNIO DE 2017 Pág. 20

Propuesta mensual de asignación internacional de activos y divisas

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

Currency Exposure (European investor perspective)				
EUR	95,2	90,1	84,7	78,6
USD	4,8	9,9	15,3	21,4

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.

OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 21

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

OPINIÓN CORPORATIVA



JUNIO DE 2017 Pág. 22

Aviso legal

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

OPINIÓN CORPORATIVA

ANDBANK /

JUNIO DE 2017 Pág. 23