

PERSPECTIVA INTERNACIONAL
ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

OPINIÓN CORPORATIVA DE ANDBANK
Julio de 2017

Alex Fusté
Chief Global Economist
+376 881 248
Alex.fuste@andbank.com



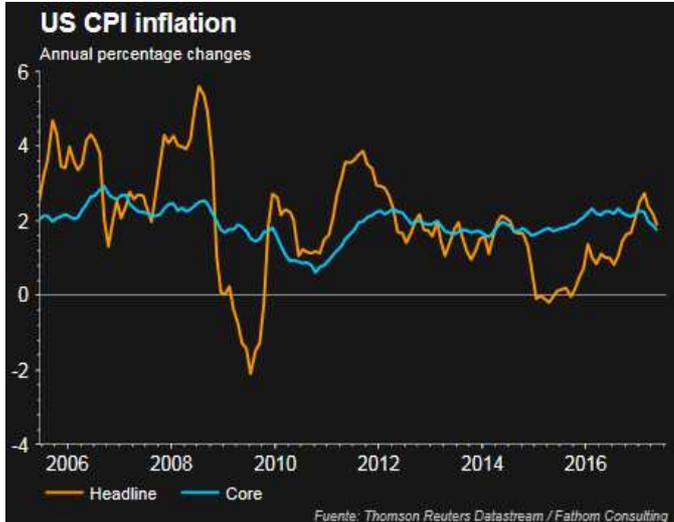
Índice

▪ 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, 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

Resumen ejecutivo

- **EE.UU.** — En declaraciones a la prensa, Yellen manifestó que el plan para reducir el balance de la Reserva Federal podría llevarse a efecto «relativamente pronto». El anuncio de una propuesta detallada al respecto, unido a sus declaraciones, hace pensar que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Fed probablemente comenzará dicha reducción en septiembre. Se prevé un proceso gradual y presidido por la cautela. Índice de renta variable (S&P): PRECAUCIÓN (CARO). El punto de salida se mantiene inalterado en 2.456 puntos. Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años: PRECAUCIÓN (CARO), con objetivo de rendimiento por fundamentales en 2,68%. Deuda empresarial – Índice CDX IG: CARO, con objetivo en 70 pb; índice CDX HY: VALOR RAZONABLE, con objetivo en 323 pb.
- **Europa** — En la actualidad pensamos que los datos económicos podrían continuar siendo propicios hasta final del año. Esto, unido a razones técnicas (normas básicas de solvencia), ejercerá presión sobre el BCE para que ponga fin a sus medidas de estímulo. Ahora bien, incluso si efectivamente sucede así, y de cara a 2018, aún existen aspectos importantes que nos inquietan, albergando serias dudas sobre la capacidad de algunos países y bancos para gestionar la «política de salida» del BCE. En consecuencia, mantenemos los objetivos de rendimiento en los «bonos periféricos» bien por encima de los niveles actuales. Índice de renta variable europea (STXE600): VALOR RAZONABLE, con objetivo en 368 puntos. Punto de salida en 405 puntos. IBEX: VALOR RAZONABLE / PRECAUCIÓN, con objetivo en 10.116 puntos. Punto de salida en 11.128 puntos. Bonos de países europeos: NEGATIVO (CARO). Objetivos: *Bund* alemán 0,70%, bono italiano: 2,3%, bono español: 1,9%, bono irlandés: 1,4%; bono portugués: 3%. Deuda empresarial: PRECAUCIÓN (CARO). Punto de entrada en Investment grade 80pb (Itraxx) y 350pb en High Yield. Tipo de cambio EUR/USD: NEGATIVO, con objetivo para final de año en 1,05 dólares por euro. Objetivo por fundamentales en 1,00.
- **China** — La sorprendente fortaleza del renminbi está siendo noticia. Las Acciones "A" de China se incorporaron finalmente al MSCI. Índice compuesto de renta variable (Shenzhen): POSITIVO. Cotización objetivo por fundamentales en 1.979 puntos, con punto de salida en 2.078. Bono del Estado chino a 10 años: POSITIVO, con objetivo de rendimiento para final de año en 2,9%. Tipo de cambio EUR/CNY: VALOR RAZONABLE, con objetivo en 6,75-6,80 yuanes por euro.
- **India** — Con 270 millones de cuentas bancarias abiertas recientemente y posiblemente muchas otras tras la desmonetización, se ha producido una gran movilización de ahorros que puede favorecer el crecimiento y bajar los costes de funding. Índice de renta variable de India (Sensex): VALOR RAZONABLE (MANTENER). Cotización objetivo por fundamentales en 29.958 puntos, con punto de salida en 32.953. Bono del Estado indio a 10 años: POSITIVO, con nuevo objetivo de rendimiento para final de año en 5,5% (desde 5,7%).
- **Japón** — El organismo regulador del sistema bancario prevé relajar la supervisión. El Topix parece estar retornando a niveles razonables. El saldo en los fondos del mercado monetario cayó a cero a finales del mes pasado, lo que implica el abandono de esta clase de activo 25 años después de su introducción. Índice de renta variable de Japón (Nikkei): PRECAUCIÓN (CARO), con punto de salida en 19.528 puntos. Bono del Estado japonés a 10 años: NEGATIVO (CARO), con objetivo de rendimiento en 0%. Tipo de cambio JPY/USD: CARO, con objetivo fundamental en 115 yenes por dólar.
- **Latinoamérica** — La situación política sigue siendo delicada en Brasil, pero Temer se resiste. La CCJ aprueba la reforma laboral para ser votada en sesión plenaria en lo que se considera una victoria para Temer. Índice de renta variable de Brasil (Bovespa): NEGATIVO (a corto plazo), POSITIVO (a largo plazo), con punto de salida en 69.744 puntos. Índice de renta variable de México (IPC): VALOR RAZONABLE, con punto de salida en 52.400 puntos. Deuda pública de países latinoamericanos – Bono del Estado brasileño a 10 años: POSITIVO (objetivos: 9,75% en moneda local, 5,25% en USD). Bono del Estado mexicano a 10 años: POSITIVO en moneda local (objetivo: 7,0%), NEGATIVO en USD (objetivo 4,30%). Bonos globales argentinos: NEGATIVO (objetivo de rendimiento: 7%). Tipos de cambio (targets de cruces con el USD): BRL 3,25; MXN 19,75; ARS 18.

EE.UU.: Será necesario mucho tacto ante la reducción del balance como instrumento de endurecimiento de la política monetaria.



La Reserva Federal

El Comité de Mercado Abierto de la Fed (FOMC) elevó 25 pb los tipos de interés en su reunión de junio. Kashkari, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, volvió a votar en contra de la subida. El FOMC publicó un anexo a los principios de normalización de su política en el que trazaba un plan de reducción del balance relativamente agresivo, con límites máximos que gradualmente suben hasta los 50.000 millones de USD al mes en el curso de los próximos dos años. Advirtase que Yellen declaró en su conferencia de prensa que el plan para reducir el balance podría ejecutarse «relativamente pronto». El anuncio de una propuesta detallada, unido a esas palabras, hace pensar que es probable que el FOMC inicie los recortes en septiembre y posponga la tercera subida de tipos a principios de 2018, dado que el impasse en que se halla el debate sobre el aumento del límite presupuestario del Gobierno federal (el «techo de deuda») podría prolongarse.

La Casa Blanca

La posibilidad de incoar un juicio político al presidente Trump no parece ahora despreciable, una circunstancia que lastra la evolución del índice del dólar. No obstante, el firme control republicano de ambas cámaras legislativas nos hace pensar que ese riesgo se disipará y que el dólar podría afianzarse más adelante.

El crecimiento económico podría acelerarse

La senda de crecimiento de la economía estadounidense ha sido bien modesta en lo que va del año. El PIB real tan sólo creció el 1,2% en el primer trimestre, aunque probablemente fuera un ejemplo más del conocido sesgo a la baja del primer trimestre. Seguimos pensando que la economía se recuperará y que la tasa de crecimiento del PIB rondará el 2,5% en el segundo trimestre y, en el conjunto del año, el 2,3%.

Confianza: El índice de confianza de los consumidores de la Universidad de Michigan cayó a 94,5 (-2,6 puntos), su peor dato en siete meses. La mayor caída la registró el componente de expectativas, que bajó a 84,7 (-3,0 puntos).

La **producción industrial** se mantuvo sin cambios en mayo, pues el aumento en minería y servicios públicos compensó la caída del 0,4% del sector industrial (-2,0% en producción de vehículos y repuestos y -0,7% en bienes de equipo, una categoría sensible a la variación del gasto de inversión).

Revisamos a la baja las previsiones de inflación al 2%

Tras dos meses consecutivos decepcionando, la inflación subyacente volvió a situarse por debajo de las expectativas, con un aumento en mayo de apenas el 0,1% mensual (el menor desde abril de 2013). La lectura interanual cayó aún más, a un mínimo de dos años del 1,7%. Según muchos miembros del FOMC, los flojos datos de inflación recientes responden a factores ante todo puntuales; no obstante, este último dato debería hacer dudar de que esté progresándose hacia el objetivo del 2%.

Programa de reformas e impulso inducido por Trump

Se ha reducido notablemente la capacidad del Presidente Donald Trump para impulsar una reforma tributaria integral, que podría acabar en la aprobación de unos simples recortes de impuestos. Dadas las diferencias existentes dentro del propio partido republicano, incluso esto resultaría difícil sin el eventual apoyo de algunos demócratas.

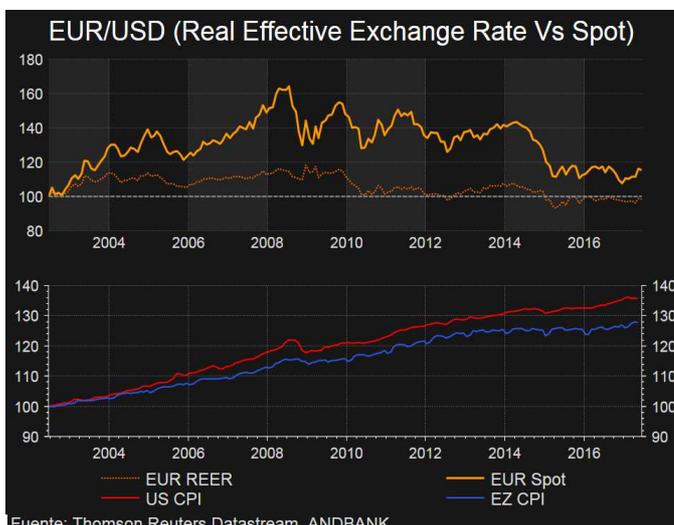
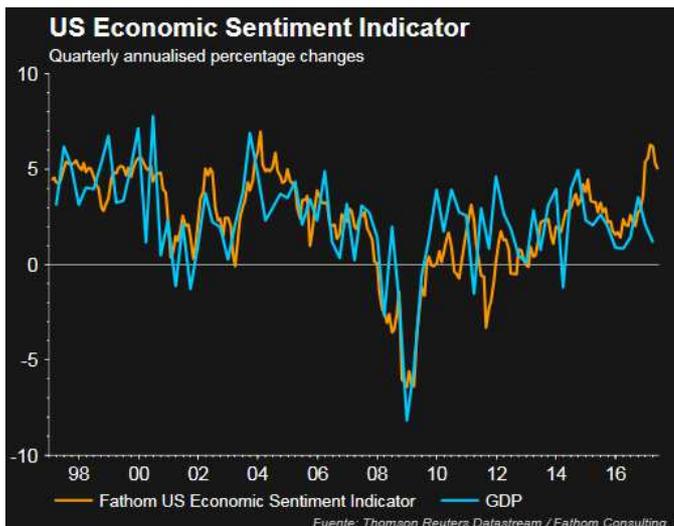
La incapacidad para lograr cualquier tipo de avance en materia tributaria no sólo podría afectar a los mercados financieros, cuyo recorrido al alza se ha apoyado en expectativas de reforma tributaria, sino también perjudicar a los republicanos en las elecciones legislativas del próximo noviembre.

Mercados financieros

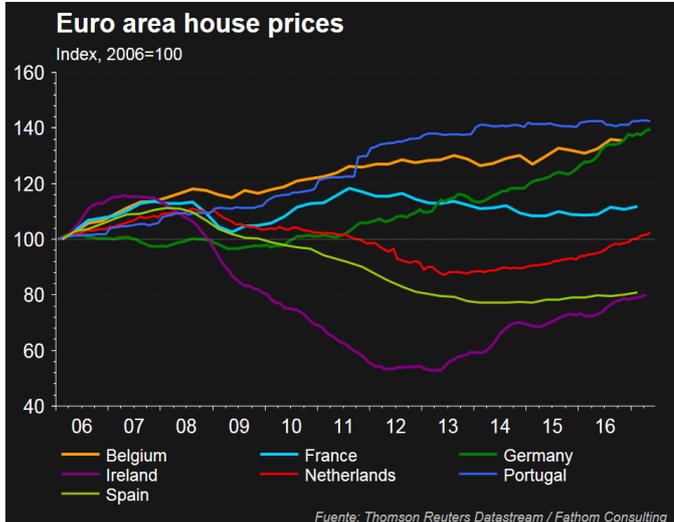
Renta variable (S&P): PRECAUCIÓN (CARA). Cotización objetivo: 2.233 puntos; salida: 2.456 puntos. Esta temporada de publicación de resultados fue sólida si atendemos al porcentaje de empresas que batieron las previsiones del consenso de BPA y cifra de ventas, o que elevaron sus estimaciones de beneficios futuros. Aspectos negativos: (1) El potencial de mejora del crecimiento del BPA de 2017 no es tan evidente ahora como antes de publicarse estos resultados. (2) La incertidumbre asociada a la política de Washington no es favorable. (3) Tras las elecciones, la dirección general del mercado ha dependido de las tendencias sobre la popularidad de Trump, y apreciamos un riesgo de decepción por el lado de las políticas. (4) Los niveles de valoración han vuelto el extremo superior de su rango histórico, con un PER sobre beneficios a 12 meses que ronda las 18,8 veces; algo por debajo de sus máximos recientes de alrededor de 19x, pero el mercado sigue sin estar barato. (5) Aún pensando que es necesario avanzar en la reforma de la tributación de las empresas para sostener subidas adicionales y nos preocupa que las expectativas de los inversores sobre el momento y el alcance de tal reforma puedan seguir pecando de optimistas. En suma, que sigue preocupándonos un posible retroceso o movimiento lateral de las cotizaciones del mercado bursátil en su conjunto en los próximos meses.

Deuda soberana: PRECAUCIÓN (CARA). Objetivo del bono estadounidense a 10 años (UST10): 2,68%. La Fed está procediendo a normalizar su política, pero la debilidad de la inflación tuvo un impacto mayor en los tipos. La Fed nunca antes había utilizado las reducciones de activos como instrumento de endurecimiento monetario, por lo que previsiblemente actuará con cautela, tanteando la situación como quien cruza un río sintiendo las piedras del lecho. La desconexión entre la normalización de la Fed y la caída de los tipos de los bonos con vencimientos a largo plazo es en parte resultado del hecho de que los mercados se centran en exceso en los flojos datos de inflación, mientras que la Fed lo hace más en sus perspectivas futuras. Esta dinámica podría mantenerse, pero a partir de ahora esperamos una aceleración del crecimiento de EE.UU., lo que significa que los efectos del ritmo de normalización de la Fed pueden ser mayores de lo que anticipan actualmente los mercados de deuda. La demanda global de rendimiento o ingresos regulares, impulsada por una política monetaria aún por lo general acomodaticia, debería ayudar a limitar los picos en los rendimientos.

Deuda empresas: CDX IG: CARA (obj.: 70); CDX HY: NEUTRAL (obj.: 323).



Europa: El debate sobre la reducción gradual de los estímulos (tapering) del BCE se abordará abiertamente en el segundo semestre de 2017.



BCE: primeros pasos hacia la normalización

La reunión de junio trajo consigo un cambio en la evaluación de riesgos: de una mayor probabilidad de que los datos efectivos fueran «peores de lo esperado» a un panorama de crecimiento «bastante equilibrado». Además, el BCE cambió su señalización sobre los tipos de interés al eliminar la posibilidad de bajar los tipos, con lo que excluía el riesgo de deflación. Las siguientes medidas implicarán una reducción gradual del sesgo expansivo (*tapering*), cuyo debate probablemente se iniciará en el segundo semestre de 2017, según nos acercamos a 2018, año en el que podrían surgir problemas de escasez de activos elegibles para el programa de compra del BCE.

Y después (de que el BCE ponga fin a su programa de estímulos), ¿qué?

- Por ahora pensamos que los datos económicos podrían continuar siendo propicios hasta final de año. Esto, unido a razones técnicas (normas básicas de solvencia), presionará al BCE para poner fin a sus medidas de estímulo.
- Una vez suceda efectivamente así, y con la vista puesta en 2018, todavía existen aspectos importantes que nos inquietan. En Italia debe tenerse en cuenta el riesgo político (la coalición de la Liga Norte y Forza Italia ganó en las elecciones municipales en 13 de las 25 ciudades principales). Aún más preocupante es el problema que aqueja a la banca italiana, aún no resuelto y sobre cuya evolución existe no poca incertidumbre. (1) Los activos de deuda subordinada ofrecen poca amortiguación en los bancos italianos (razón por la que el gobierno quiere evitar los rescates internos). (2) Vemos muy difícil implementar una solución como la aplicada en España. El fondo Atlante ya rescató dos entidades, el Banco Popolare de Vicenza y la Banca Veneto, haciendo fuerte mella en el fondo de rescate y en los grandes bancos que financiaron el banco malo. (3) Banca Monte dei Paschi fue incapaz de captar capital adicional y ahora intenta su recapitalización cautelar mediante inyecciones públicas; pero el BCE ha de confirmar antes que el banco es solvente y que los inversores privados comprarán su cartera de préstamos dudosos. Los bancos italianos no están desesperados por obtener liquidez, ya que tienen acceso a un programa de emisión de bonos lanzado por el gobierno, pero esta situación no puede prolongarse eternamente.
- En este contexto, albergamos serias dudas sobre la capacidad de algunos países y bancos para gestionar la «salida» del BCE; por eso mantenemos los objetivos de rendimiento para los bonos periféricos bien por encima de los niveles actuales.

Coyuntura macroeconómica: recuperación generalizada y precios bajos

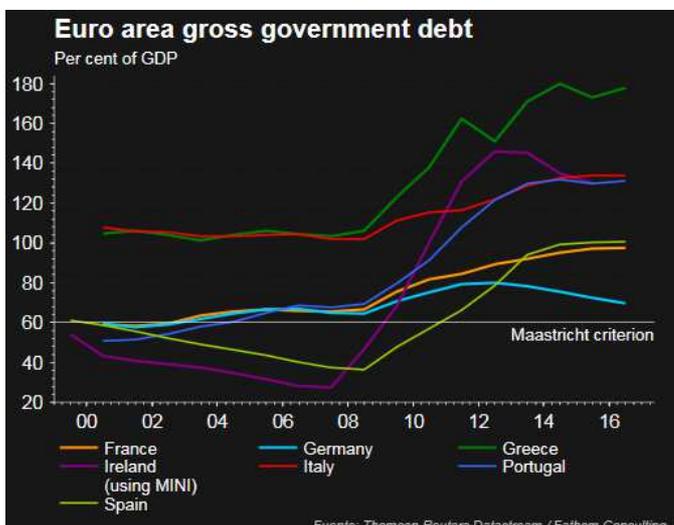
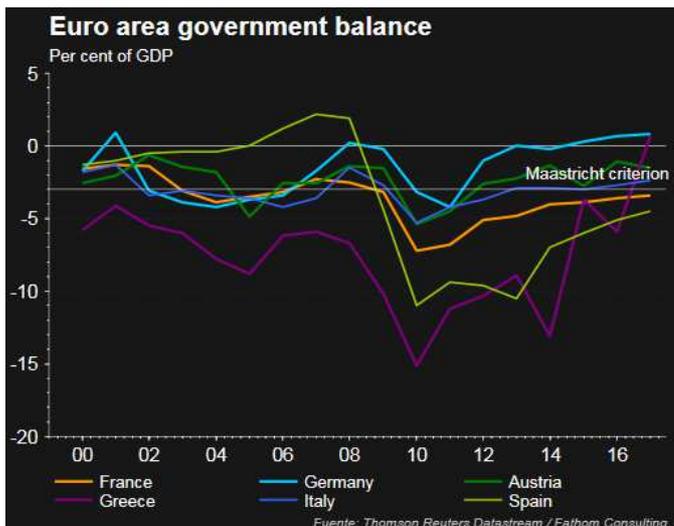
- Por lo que respecta al crecimiento, las mejores perspectivas han llevado al BCE a revisar ligeramente al alza las cifras de PIB para 2017-2019. Se plantean dos cuestiones: ¿cuánto durará el optimismo? ¿Seguirán los datos de la actividad económica real la tendencia positiva de los datos de confianza basados en encuestas? Sobre el primer asunto, vimos niveles de PMI como los actuales en 2010-2011 y permanecieron en ese nivel más de un año, por lo que, si el pasado sirviera de guía, al final de 2017 todavía podrían mantenerse niveles compatibles con una expansión sostenida. Los datos de actividad económica y los de confianza basados en encuestas están convergiendo, y esta tendencia puede continuar en los próximos meses: los indicadores PMI y la producción industrial aumentan; las cifras de ventas minoristas son optimistas y la elevada confianza de los consumidores está prestándoles soporte.
- Las cifras de inflación siguen siendo dispares: los datos (tanto de inflación general como subyacente) fueron más bajos en mayo, repuntaron en abril y bien podrían permanecer alrededor de esos niveles en lo que queda de 2017. Nuevo «mantra del BCE»: «paciencia, confianza y persistencia» ante la recuperación de la inflación.

Política: han dado comienzo las negociaciones sobre el brexit

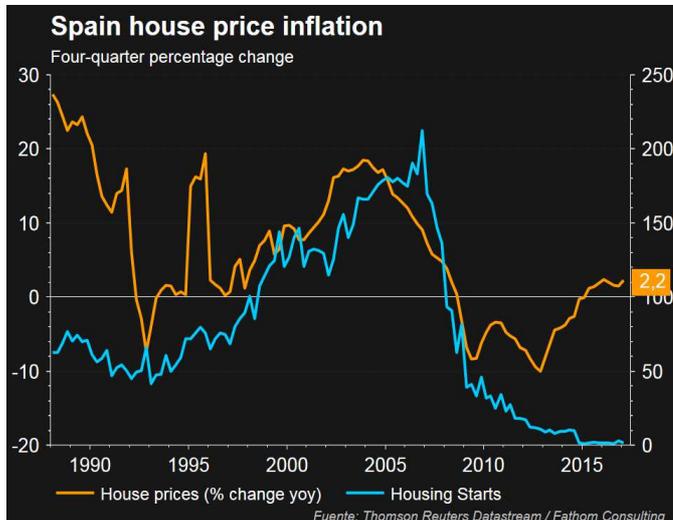
- Francia: el partido de Macron acaba de obtener la mayoría absoluta en el Parlamento francés. En Marche, ha esbozado una agenda de reformas que comenzará este verano con la reforma laboral. Como subrayaron los analistas de Oddo, puede ser útil descentralizar las negociaciones de las condiciones de trabajo a nivel de la empresa y aliviar los reglamentos para levantar algunos obstáculos a la contratación. Pero estos factores no son los únicos culpables del mal desempeño económico. También está el nivel récord de presión fiscal en Francia, necesario para financiar un nivel sin precedentes de gasto público y que guarda poca semejanza con el de sus vecinos. La información que se ha revelado sobre las reformas propuestas por Macron no incluyen nada que apunte a una revisión genuina del papel del estado o una reducción del gasto público.
- En cuanto a Italia, los rumores sobre la convocatoria de elecciones anticipadas en septiembre se diluyeron al no haber alcanzado los partidos un acuerdo sobre la reforma electoral.

Perspectiva de los mercados financieros

- Renta variable (STOXX 600): **NEUTRAL**. Objetivo: 368 puntos; salida: 405.
- Deuda soberana: **NEGATIVA (CARA)**. Los menores riesgos políticos, mejores perspectivas macroeconómicas y una creciente señalización de cancelación de la acomodación monetaria del BCE deberían presionar sobre los rendimientos de los bonos según avance el año. **Nos atenemos a la mayoría de objetivos para los bonos a 10 años en 2017:** Alemania 0,70%, Italia 2,3%, España 1,9%, Irlanda 1,4% y Portugal 3%.
- Deuda de empresas: iTraxx IG: **CARA** (objetivo: 80); iTraxx Xover (HY): **CARA** (objetivo: 350). Los diferenciales continuaron reduciéndose tanto en la deuda con categoría de inversión (IG) como en la de alta rentabilidad (HY) debido al menor riesgo político, el optimismo por los beneficios empresariales, los bajos rendimientos y baja volatilidad. El rescate interno del banco español implicó la cancelación de su deuda subordinada, pero la reacción del mercado fue muy positiva (con un estrechamiento considerable de los diferenciales en valores de deuda del sector financiero). El mensaje: no existe riesgo de contagio y si mayor credibilidad del marco de gestión de crisis bancarias de la UE.



España: Nuevas revisiones al alza del crecimiento del PIB (esta vez desde el BdE)



Perspectivas económicas

- Otro mes y otra institución económica que eleva sus estimaciones de crecimiento del PIB español. El Banco de España lo ha hecho al 3% para el ejercicio 2017 y al 2,5% para 2018.
- Esta revisión se corresponde con nuestra propia revisión al alza el mes pasado de nuestro objetivo de crecimiento del PIB para 2017 al 2,7%, que justificábamos por la mejoría de la formación bruta de capital fijo (FBCF) en el primer trimestre.
- La FBCF es condición necesaria para que aumente el crecimiento en el futuro. De hecho, las cifras recientes muestran que los pedidos de fábrica superan con creces las previsiones iniciales, con lecturas positivas generalizadas, desde energía hasta capital y bienes de consumo duraderos.
- A diferencia del año pasado, cuando el grueso de la mejoría económica (empleo) provino del sector servicios, en parte porque el sector industrial de la economía estaba despalancándose y reduciendo mano de obra para mantener los ROI, la situación este año parece algo diferente, con la demanda de bienes intermedios disparándose en el primer trimestre, lo que se tradujo en una recuperación mucho más amplia en el frente laboral.

Riesgos políticos

- Ya tenemos los resultados de nuevos sondeos sobre intención de voto, siendo los principales factores relevantes en el ámbito político los recientes casos de corrupción que salpican al partido gobernante y la elección de un nuevo líder en el PSOE, el principal partido de la oposición en el Congreso.
- Observando las proyecciones iniciales de las encuestas, nos confirmamos en que ninguno de los dos principales partidos está en una posición lo suficientemente fuerte como para promover la celebración de elecciones anticipadas.
- La probabilidad de que se proponga una nueva moción de censura (esta vez desde el PSOE) no nos parece alta, pues se requieren 176 votos a favor para que tenga éxito. PSOE y Podemos podrían aportar 156 (85+71), pero necesitarían el apoyo (20 escaños) de partidos nacionalistas, lo que no vemos factible.
- Ya hemos asumido que ningún partido tendrá una clara mayoría en los próximos años, aunque ahora estamos más seguros de que los partidos "pro-reforma" (PP, Cs, PNV, CC) podrían mejorar sus resultados conjuntos en el próximo proceso electoral. En la actualidad tienen un total de 175 miembros, con las últimas encuestas dando 180 + miembros.

Mercado laboral:

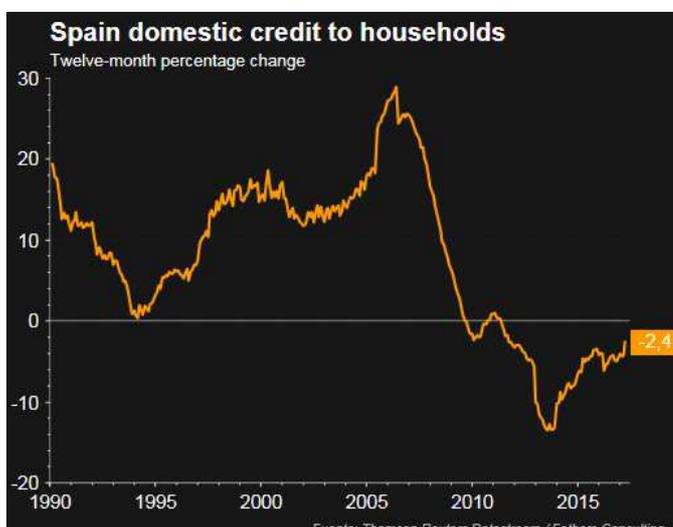
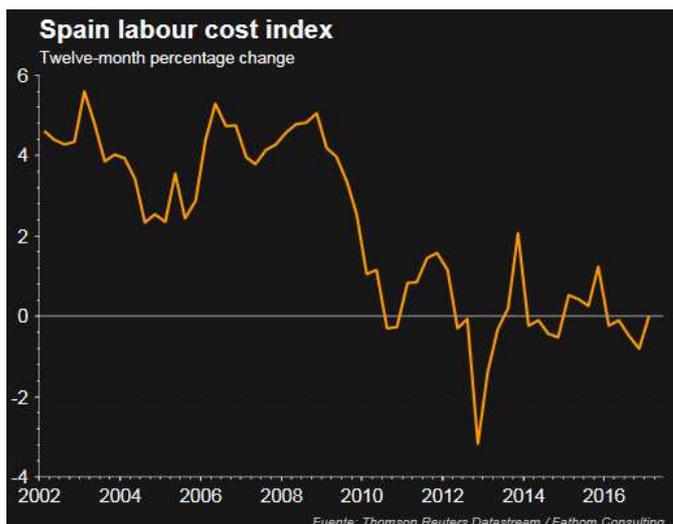
- Últimos datos del mercado laboral a junio sólidos. Si bien es cierto que suele ser un mes positivo desde la creación de empleo, es de valorar el aumento de la afiliación en la mayor parte de sectores.
- Creación generalizada de puestos de trabajo, aunque temporales en buena parte (91% de los registrados en junio), pero que nos van acercando al objetivo oficial de tasa de paro del 16,5% de aquí a final de año.

PGE 2018. ¿Rebaja de impuestos a la vista?

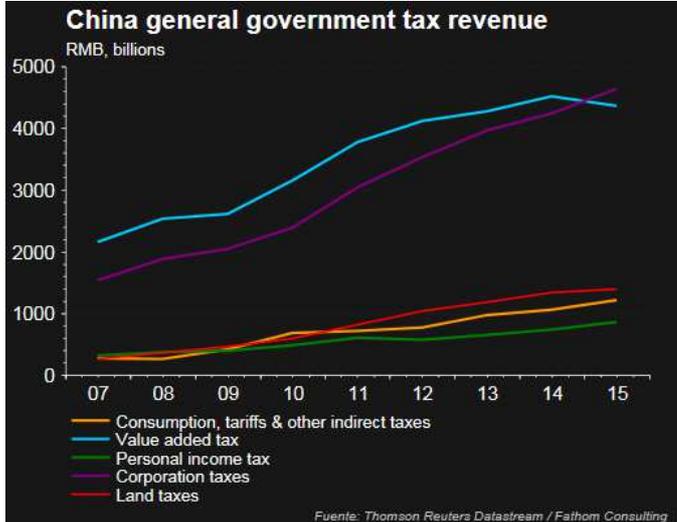
- A debatir a la vuelta del verano, el PP sí parece contar ya con el apoyo de Ciudadanos, una vez alcanzado un acuerdo para el recorte de impuestos en las rentas más bajas y más ayudas familiares.
- Esta semana aumento del techo de gasto público no financiero en un 1,3% aprobado en Consejo de Ministros.
- ¿Próximas mejoras desde las agencias de rating? Aunque la semana pasada Moodys dejó sin cambios su visión sobre las perspectivas de la deuda española, si podríamos ver como en septiembre S&P revisa al alza el rating para la misma.

Mercados financieros

- **Renta variable (IBEX): NEUTRAL/PRECAUCIÓN.** Objetivo: 10.116 puntos; punto de salida: 11.128 puntos.
- Mantenemos nuestro objetivo de fin de año, a pesar de las noticias positivas sobre la evolución de los costes laborales y financieros. Ya disponemos de los datos del Instituto Nacional de Estadística para el primer trimestre: los costes laborales han sido una de las principales sorpresas, pudiendo afectar directamente a nuestra previsión de beneficios. Preferimos, con todo, esperar a conocer los resultados del segundo trimestre para obtener confirmación de las empresas de que sus costes no suben antes de revisar nuestra previsión de márgenes de beneficio (8,3%).

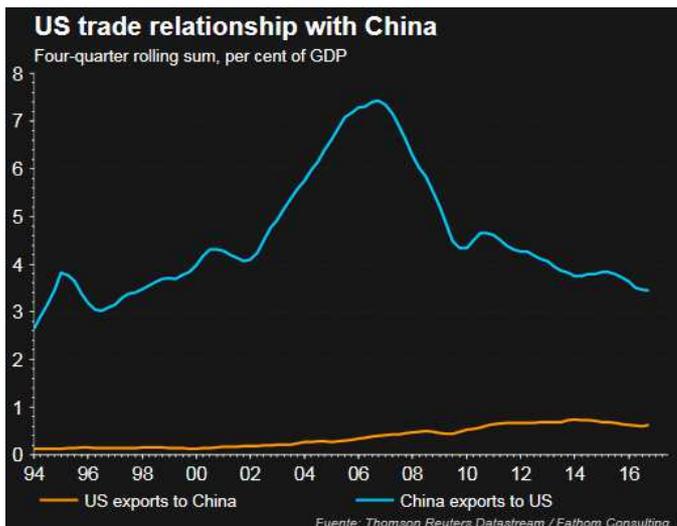


China: Aumenta el optimismo tras la inclusión de las Acciones «A» en el MSCI.



Divisa: la sorprendente fortaleza del renminbi está siendo noticia

- En el último mes y medio la apreciación del renminbi frente al dólar de EE.UU. ha sido del 1,48% en el mercado interno y del 2,48% en el *offshore*. Parece que China quiere enviar una serie de señales sobre su moneda.
- El Banco Central de China (PBoC) ha decidido volver a demostrar a los nefandos especuladores de divisas quién manda en su moneda, estrangulando a tal efecto el mercado justo después de que Moody's rebajase la calificación crediticia del emisor soberano chino. Una medida que, como no podía ser de otra manera, inundó la prensa de comentarios críticos sobre los problemas financieros del país precisamente cuando el gobierno trataba de demostrar que adoptaba medidas para solucionarlos. Vale la pena mencionar que, de hecho, no se produjo ningún ataque especulativo contra el renminbi.
- El PBoC quiere enviar el mensaje de que las subidas de tipos por parte de la Fed no ejercerán presiones significativas sobre el renminbi. Los tipos de interés a corto plazo ya se han incrementado considerablemente en China y el reciente endurecimiento de la regulación financiera ha implicado de hecho condiciones financieras también más restrictivas.
- El PBoC podría estar tratando de señalar un cambio a más largo plazo en su estrategia cambiaria. En el último año y medio, el PBoC ha estado siguiendo una estrategia «oportunistas». Durante los periodos de debilidad del dólar, el renminbi se mantuvo estable frente al dólar y, por lo tanto, participó de su depreciación en términos de tipo de cambio efectivo real (ponderado por el comercio). Sin embargo, en los periodos en que el dólar se apreciaba, el renminbi se permitía cierta depreciación, apreciándose menos intensamente en términos efectivos reales. Esta estrategia convirtió al CNY en una de las divisas más estables de mercados emergentes frente al USD. Una estrategia cambiaria más equilibrada, que le permitiese apreciarse frente al dólar (no sólo mantenerse estable) en periodos de debilidad del billete verde podría disuadir más eficazmente contra las salidas de capital y, al tiempo, atraer en mayor medida su entrada.



Cambios en el mercado

- Las Acciones "A" de China [emitidas por empresas chinas en yuanes, dirigidas a inversores chinos y cotizadas en mercados de China continental] se incorporaron finalmente al MSCI (habiendo sido previamente rechazadas en tres ocasiones por las preocupaciones suscitadas por el acceso restringido a los mercados chinos). La probabilidad de su inclusión aumentó drásticamente después de que este año se relajaran los criterios de admisión.

Coyuntura macroeconómica

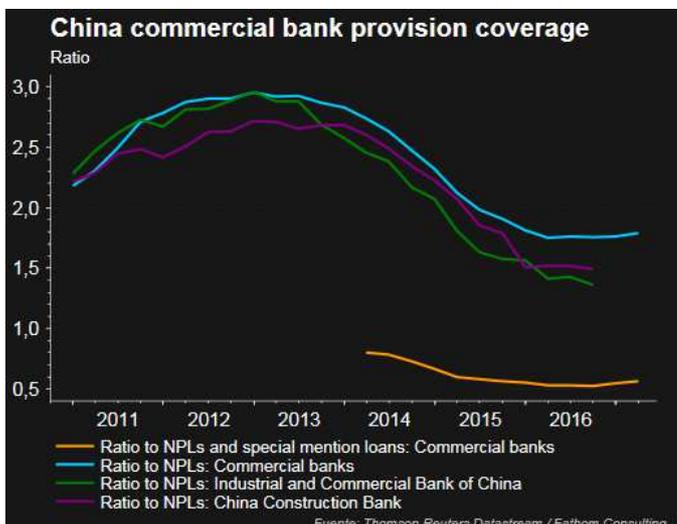
- La economía se estabiliza con la mejora estructural: la agencia estadística china puso el énfasis en que el crecimiento económico se mantuvo estable durante los primeros cinco meses del año, mientras indicadores clave del sector servicios se elevaban con rapidez. Los datos mostraron que, en términos interanuales, en mayo el crecimiento de los servicios se mantuvo estable en el 8,1%, el de la inversión en activos fijos fue del 8,6% y, el de las ventas minoristas, del 10,7%.
- Estabilidad del empleo: los datos de la agencia nacional de estadística reflejan la creación de unos 6 millones de puestos de trabajo en las regiones urbanas entre enero y mayo (220.000 más que en el mismo período del año anterior), lo que representa el 54,4% del objetivo de 11 millones para 2017. China añadió 13,14 millones de empleos en 2016, con una tasa de desempleo urbana del 4,02%.
- El consumo de electricidad sigue aumentando: con datos de la agencia china de energía, el consumo eléctrico alcanzó en mayo los 496,8kWh, lo que representa un incremento interanual del 5,1%. En lo que va de 2017 el consumo ha crecido un 6,4% interanual. Según esta agencia, el crecimiento del consumo por el sector servicios fue del 10,7% interanual, superando al de los sectores industrial (+3,9%) y agrícola (+4,4%).

Reformas

- Endurecimiento de las condiciones crediticias: los bancos han comenzado a subir de nuevo los tipos de interés ante la escasez de liquidez. Además de los tipos hipotecarios, han subido también los preferenciales para clientes cualificados, en respuesta al desapalancamiento y regulaciones más estrictas sobre las cuotas de crédito de los bancos.
- Vacante en el organismo regulador del sector asegurador: la Comisión de Regulación de los Seguros de China (CIRC) lleva más de dos meses sin director como resultado de la represión de la corrupción por Pekín. Su exdirector, Xiang Junbo, está siendo investigado por este motivo desde principios de abril.
- Los precios de la vivienda se enfrían ante la severidad de los controles: según el informe de la Academia China de Ciencias Sociales, los precios de la vivienda en las principales ciudades aumentaron tan sólo un 1,11% el mes anterior, frente al 1,2% de abril, mientras que en Pekín cayeron un 4,09%, registrando descensos también en ciudades vecinas. Una serie de medidas introducidas en los últimos meses, entre otras el aumento del pago inicial y de los tipos hipotecarios (que subieron entre el 10% y 20% para la adquisición de segunda vivienda, al tiempo que unas 20 entidades bancarias dejaban de conceder préstamos hipotecarios), aspiran a contener los precios inmobiliarios en el sector residencial y a desinflar potenciales burbujas de activos.

Mercados financieros

- Renta variable (Shanghái): NEUTRAL.** Cotización por fundamentales: 3.226; punto de salida: 3.387.
- Renta variable (Shenzhen): POSITIVA.** Cotización por fundamentales: 1.979; punto de salida: 2.078.
- Deuda: POSITIVA.** Objetivo para el bono a 10 años: 2,9%.
- Divisa (RMB): NEUTRAL.** Objetivo por fundamentales USD/CNY: 6,75-6,8.



India: ¡Apertura de 270 millones de cuentas bancarias! La movilización de ahorros que esto implica puede liberar el crecimiento y contribuir a reducir los tipos de interés.



Los analistas malinterpretaron algunas de las decisiones de Modi

- Algunos pensaron que India cometía un grave error al desmonetizar de improviso los billetes de alta denominación, eliminando con ello de golpe el 85% del efectivo en circulación.
- Los críticos no advirtieron que el objetivo de la desmonetización (forzar al vasto ahorro guardado «bajo el colchón» a incorporarse al sistema bancario formal) también podría sembrar las bases del crecimiento futuro.
- Con 270 millones de cuentas abiertas en los últimos tres años, la movilización del ahorro puede liberar el crecimiento y contribuir a reducir los tipos de interés.
- Huelga decir que India es en estos momentos el mercado bursátil favorito entre los países de mercados emergentes (ME), lo que nos lleva a preguntarnos si sus niveles de valoración no serán ya un tanto excesivos. No necesariamente. Una comparación, p. ej., de las principales agencias de viajes en línea de EE.UU., China e India muestra que la india *MakeMyTrip*, pese a ofrecer las perspectivas de crecimiento más brillantes, cotiza con el nivel de valoración más bajo.

La evolución reciente de los acontecimientos es satisfactoria

- Precio del petróleo:** el abaratamiento de las materias primas es una buena noticia. Antes que poner de manifiesto debilidad en la demanda, refleja una mejor determinación del precio de una oferta abundante y la liquidación de posiciones largas con fines especulativos.
- El dólar:** A pesar del alza tipos en EE.UU., la cotización del dólar parece haber cambiado de signo y lleva el año marcando valores tanto mínimos como máximos más bajos. El hecho de que el dólar esté, en el mejor de los casos, cotizando en una banda limitada y, en el peor, debilitándose, pese a que la Fed esté subiendo los tipos y se prepare para contraer su balance, sugiere que las monedas de ME representan ahora una apuesta mucho más segura que en estos últimos años.
- Crecimiento global sincronizado:** Las medidas indicativas de mejora del ciclo económico han repuntado en todo el mundo, como muestra el último indicador adelantado compuesto de la OCDE. Históricamente, este repunte en el mundo desarrollado ha sido una señal fiable para identificar puntos de inflexión en el ciclo de crecimiento y beneficios empresariales de Asia, y en especial de la India. En el pasado, el ciclo económico de los ME de Asia ha seguido de cerca el del comercio mundial (véase el gráfico 2). Dado que las empresas asiáticas suelen integrarse en cadenas de suministro globales, sus ciclos de resultados y de inversión se ven afectados de manera desproporcionada por los cambios en la demanda mundial.
- El crecimiento del BPA se ha disparado en ME:** En lo que va de año, las revisiones al alza del BPA del MSCI EM y del Sensex de India han sido mayores que en cualquier otro índice regional importante. Con un 19%, el crecimiento de los beneficios de ME supera al de cualquier otro índice. Cabría argumentar que la recuperación del BPA de ME se basa enteramente en la reflujo china y que está condenada a fallar una vez que el crecimiento chino inevitablemente se ralentice en 2018. Pero el hecho es que los balances de las empresas de ME son firmes y que el gasto de consumo constituye ahora un sólido factor de crecimiento, sobre todo en India (véase el gráfico 3).

Los inversores extranjeros están pidiendo que el mercado de deuda india se incorpore a los índices mundiales

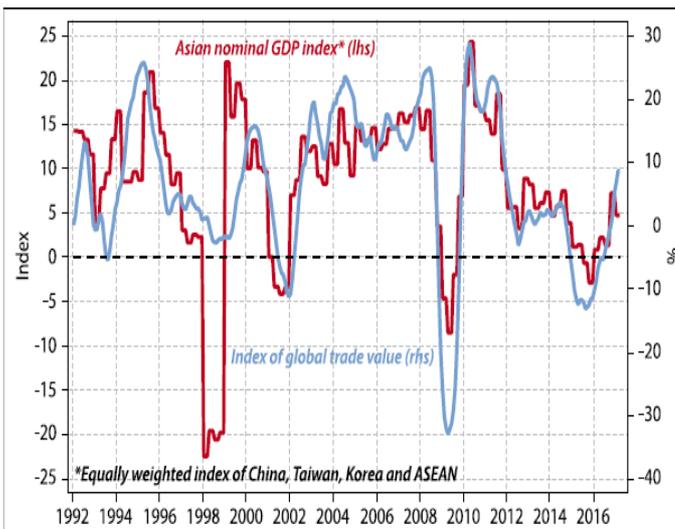
- Los inversores extranjeros de cartera (FPI) están presionando de nuevo para que India se integre en los índices de deuda mundiales (elaborados por proveedores de índices como JP Morgan y Barclays). Recientemente lo hicieron ante la SEBI, la comisión de valores de la India, durante presentaciones de esta última en países como EE.UU. y Reino Unido a principios de año. Según fuentes, la SEBI transmitió informalmente a estos inversores la dificultad del caso, considerando la inquietud por la volatilidad que tal medida podría generar en el mercado de deuda.
- India entabló inicialmente conversaciones con proveedores de índices mundiales en 2013, pero abandonó sus planes de ser incluida en sus índices un año después debido a diferencias sobre el levantamiento de las restricciones a los flujos de capital en el mercado de deuda.
- En la actual coyuntura, Gobierno y RBI podrían no estar interesados en insistir en la inclusión de India en los índices de deuda mundiales. En efecto, a diferencia de 2013, la India ha mejorado mucho en aspectos como la estabilidad cambiaria y el déficit por cuenta corriente; además, su mercado de deuda registra una saludable afluencia de fondos. En consecuencia, no existe necesidad inmediata de relajar los límites establecidos para el mercado de deuda (en lo que va de año, los FPI han inyectado 12.900 millones de dólares en ese mercado). En la actualidad, la India impone exigentes límites a las cantidades invertibles en valores de deuda pública y valores de deuda de empresas. En mayo, los FPI estaban casi al 81% del límite de inversión total en deuda pública y al 85% del límite en deuda corporativa. El RBI elevó en marzo el límite de inversión en deuda pública para los FPI.

Reformas

- El Gobierno de India ha hecho hincapié en que el nuevo impuesto sobre bienes y servicios (GST) entrará en vigor el 1 de julio de 2017. Están ultimándose los preparativos para que la aplicación de esta reforma tributaria de trascendencia histórica se produzca sin contratiempos.

Mercados financieros

- Renta variable (Sensex): NEUTRAL (MANTENER).** Cotización objetivo por fundamentales: 29.958; punto de salida: 32.953.
- ¡Novedad! Deuda: POSITIVA.** Objetivo para el bono a 10 años: 5,5% (desde 5,7%).
- Divisa: NEUTRAL.**



Japón: El organismo regulador del sistema bancario prevé relajar la supervisión. El Topix recupera la racionalidad.



Beneficios empresariales y mercado bursátil: una valoración rápida

Si pensamos que en el largo plazo la rentabilidad de las acciones evoluciona en función de los beneficios empresariales, entonces es relativamente sencillo valorar si el mercado de valores se ha comportado racionalmente en un período dado. A partir de nuestros hallazgos destacaríamos las siguientes conclusiones:

i. Cabe distinguir tres períodos diferenciados en los últimos 40 años: 1) 1978-1985, en el que el mercado bursátil siguió a los beneficios empresariales y, por lo tanto, se comportó racionalmente. 2) 1985-2003, cuando el mercado bursátil no guardó relación alguna con los beneficios y su comportamiento fue irracional. 3) A partir de 2003, en el que el mercado ha seguido a los beneficios empresariales y parece haber recuperado la racionalidad.

ii. Si igualamos a 100 la base (base 1978) para el índice Topix y el índice de valores de deuda de empresas, se observa que el mercado está en 435 y los beneficios en 420. Ambos cotizan en un nivel muy similar, lo que nos permite afirmar que el mercado se ha normalizado y vuelve a comportarse con racionalidad.

Conclusiones y perspectivas

El gran mercado alcista del período 1985-2003 (el «período de locura») se explica en gran parte por el colapso de los Acuerdos del Plaza y del Louvre.

En febrero de 1987, Eduard Balladur (primer ministro de Francia) organizó una conferencia internacional en el Louvre para consolidar los resultados del Acuerdo del Plaza de 1985, en virtud del cual las economías desarrolladas del G-5 habían acordado apreciar sus monedas frente al dólar estadounidense.

El Acuerdo del Louvre estipulaba que el yen y el marco alemán sólo podrían moverse dentro de una banda controlada. Ni alemanes ni japoneses cumplieron su parte y **ambas monedas siguieron depreciándose en términos efectivos reales (véase el gráfico 2 para el caso de Japón).**

Esto proporcionó al mercado de valores japonés dos factores de apoyo: 1) Un yen bajo en términos reales ayudó a los exportadores de una manera extraordinaria y, con esto, a su respectivo mercado de valores orientado a la exportación. 2) En ese momento, los japoneses imprimían montañas de yenes (provocando un alza de la inflación; véase el gráfico 3). El yen estaba atrapado en Japón (por las expectativas de una revaluación futura en línea con los Acuerdos del Louvre). Todo este dinero se canalizó hacia los mercados financieros y Japón entró en la madre de todas las burbujas (una burbuja no es más, claro está, que un aumento descontrolado de los PER).

Perspectivas: Del mismo modo, el hecho de que el JPY ya no esté barato en términos reales (de hecho, está ligeramente caro) está haciendo que el Topix vuelva a comportarse racionalmente, en función de los beneficios empresariales. Por lo tanto, unas buenas previsiones de BPA en Japón conllevarán estimaciones de mayor rentabilidad de las acciones japonesas.

Japón ha vuelto al mundo real, con sus múltiplos de valoración retornando a los niveles anteriores a 1986. Además, puesto que están cerca del valor inferior de su rango histórico durante períodos racionales, no se esperan grandes caídas en los PER.

Cambios estructurales

El saldo de los fondos del mercado monetario se situó en cero a finales del mes pasado, desde 1,6 billones de yenes antes de que los tipos de interés se volvieran negativos. Desde que la política de tipos negativos del Banco de Japón redujo los rendimientos de los bonos, los gestores de dinero han ido progresivamente retirándose del mercado. Un informe de NHK señaló que, 25 años después de su introducción, esta clase de activo se ha extinguido de forma efectiva.

Programa de relajación cuantitativa y cualitativa (QQE) del Banco de Japón

Kuroda: «El Banco de Japón confirma que mantendrá sin cambios la configuración de su política monetaria y asegura a los mercados que irá muy por detrás de la Fed en la reversión de su programa de estímulo masivo».

Una mayoría de economistas opina que el gobernador del Banco de Japón, Kuroda, repetirá mandato una vez concluya el actual en 2018.

El organismo regulador del sistema bancario prevé relajar la supervisión

La Agencia de Servicios Financieros (FSA) se prepara para relajar la supervisión del sistema bancario en un intento por mejorar el flujo de crédito y canalizar más financiación hacia la economía real. Los cambios de la FSA incluyen retirar el manual de inspección bancaria introducido en 1999 tras el estallido de la burbuja de activos de Japón, al que el informe antes mencionado culpaba de limitar la actividad crediticia. La FSA está dispuesta a desbloquear más de 700 billones de yenes en depósitos bancarios que se han ido acumulando desde entonces.

Coyuntura macroeconómica

Cifra revisada de PIB del primer trimestre de 2017; tasa anual desestacionalizada: 1% (desde el 1,4%).

Actividad de préstamo bancario: 3,2% interanual.

Ventas minoristas: 3,2% interanual; Gasto total de hogares: -1,4% interanual.

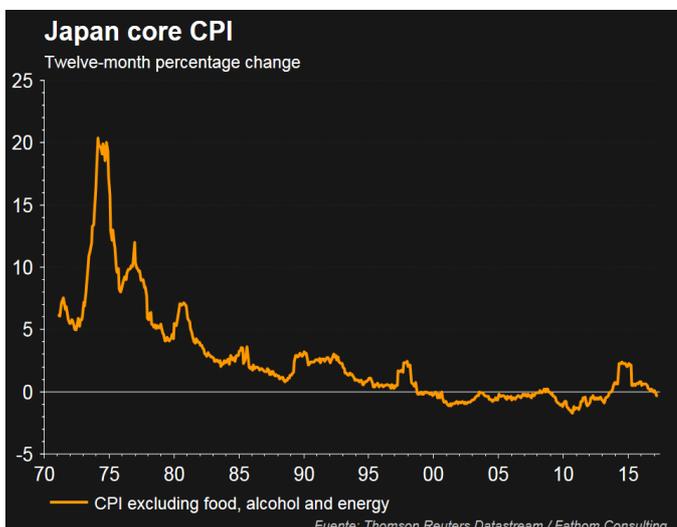
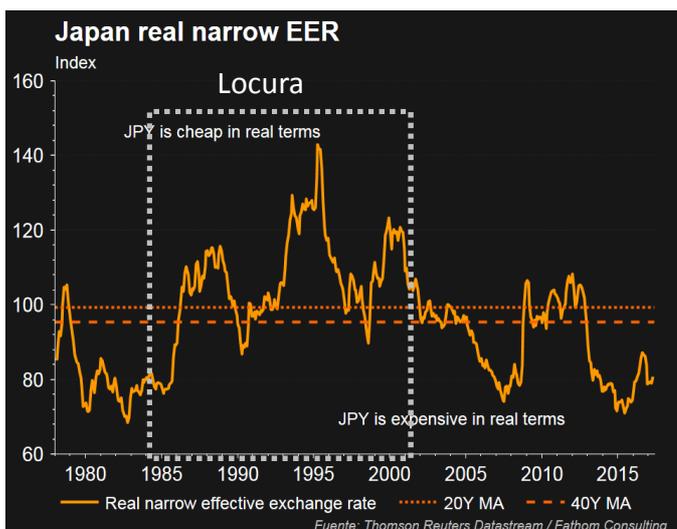
Indicador adelantado LEI: -1,2 (desde 0,8). Indicador CEI: 3,3 (desde -0,6).

Mercados financieros

Renta variable (Nikkei 225): **PRECAUCIÓN (CARA)**. Punto de salida: 19.528.

Deuda: NEGATIVA (CARA). Objetivo para el bono a 10 años: 0%.

¡Novedad! Divisa: CARA. Objetivo por fundamentales USD/JPY: 115.



Brasil: La situación política sigue siendo delicada; Temer resiste.

Política

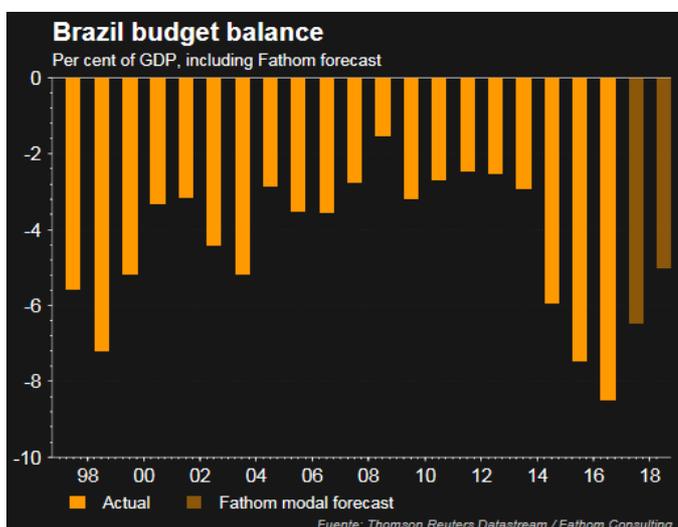
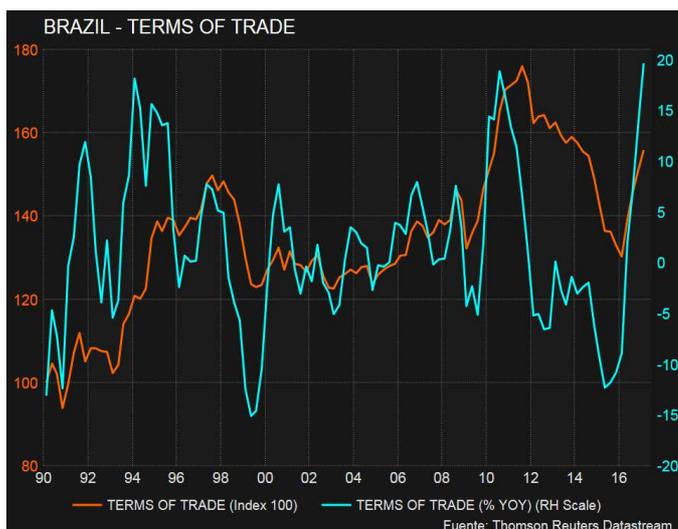
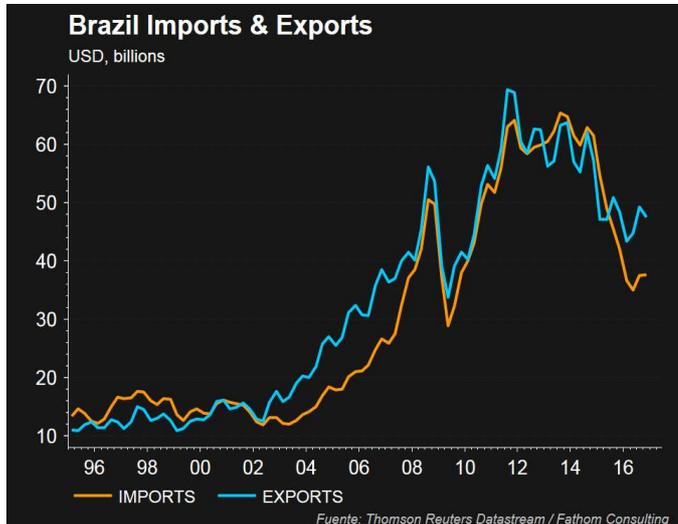
- La situación actual de Michel Temer:** Casi un mes después de hacerse público el contenido de las declaraciones incriminatorias de JBS, Michel Temer ha logrado mantenerse en la presidencia. Pese a las acusaciones de que intentara comprar el silencio de Eduardo Cunha no se confirman explícitamente en las grabaciones. Esto evitó que la situación de Temer empeorara y le dio tiempo a organizar su defensa y a que la situación se calmara. El último acontecimiento, la posible suspensión de la candidatura conjunta de Dilma-Temer por el Tribunal Supremo Electoral, se resolvió finalmente a favor del presidente, quedando absuelta la campaña electoral Dilma-Temer de la acusación de financiación ilegal por cuatro votos a tres. La suspensión era el escenario más probable inicialmente, dados los hechos relacionados con la financiación de la campaña y la erosión del capital político de Temer. Además, el principal partido aliado (PSDB) ha decidido no abandonar por ahora la coalición gubernamental.
- ¿Riesgos a corto plazo? ¿Qué cabe esperar?** Temer ha estado luchando por su mandato tanto en el Tribunal como en el Congreso. Los riesgos inmediatos son: (1) El Procurador General presenta cargos penales contra el presidente (por corrupción pasiva y obstrucción de la justicia), que deberían ser aceptados por la Cámara Baja para incoar el proceso. Creemos que estos cargos no prosperarán, ya que la base del Congreso tiene una mayoría para rechazarla (su aprobación requiere 342 votos de 513); (2) Nuevo pacto de declaración incriminatoria con nombres próximos a Temer (como Lucio Funaro, Rodrigo Rocha Loures y Eduardo Cunha). En este caso, nuevos hechos y pruebas materiales podrían complicar aún más la situación de Temer. A pesar de la situación aún delicada del presidente, la clase política en general tiene poco que ganar con su destitución por el momento, ya que puede recaer sobre él el coste político de las reformas impopulares.
- Estado de las reformas estructurales:** La reforma de la seguridad social aún carece de nuevo calendario, aunque el gobierno afirma que se votará antes del receso del Congreso (18 de julio). Algunos aliados importantes prevén que el debate se reanuda en agosto. Por lo que respecta a la reforma laboral, hay progresos en la agenda a pesar del reciente revés en la Comisión de Asuntos Económicos (CAE). Los observadores políticos esperan que la ley esté aprobada para final de mes. El gobierno también está tratando de promover una agenda fiscal positiva, con una financiación estatal más generosa, reajustes al programa de bienestar «Bolsa Familia» y una relajación del impuesto sobre la renta.

Economía

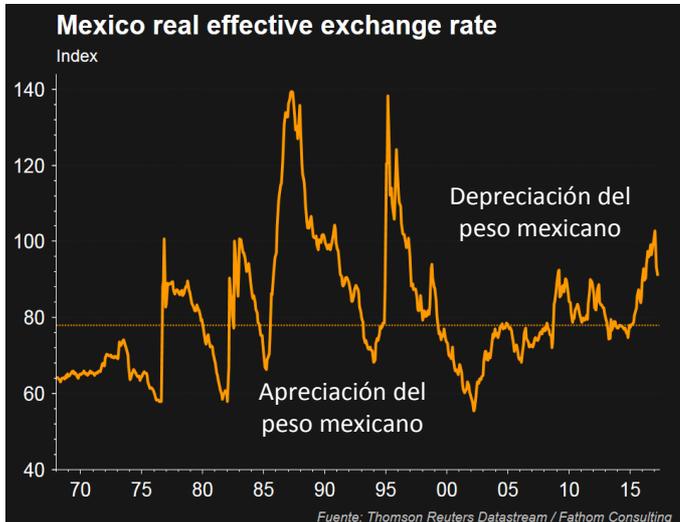
- La actividad económica real está mejorando y la agricultura experimenta un auge:** el PIB creció un 1% en el primer trimestre, con contribuciones notables de agricultura e inventarios. Se estima que Brasil cosechará 238,6 millones de toneladas de granos en 2017, un 29% más que en 2016. En cuanto al consumo, las ventas minoristas aumentaron el 1% en abril, destacando las cifras de ventas en supermercados. No obstante, se prevé que el crecimiento del PIB rondará el -0,3% en el segundo trimestre y que será prácticamente nulo en el conjunto de 2017. Pese a la revisión a la baja de los precios de los alimentos, a la mejoría de la confianza de los consumidores y a menores tipos de interés, la tasa de desempleo ha aumentado drásticamente, convirtiéndose en un obstáculo para la recuperación económica.
- La inflación** continúa manteniéndose baja. La lectura del IPCA de mayo se situó en 0,31%, por debajo de las expectativas del mercado (0,47%), incrementándose la probabilidad de una cifra inferior al 4,0% para el conjunto del año.
- Política monetaria del banco central:** el Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central de Brasil redujo el tipo Selic 100 pb, situándolo en el 10,25%. A pesar de la desaceleración económica y de una inflación notablemente reducida, la última crisis política llevó al COPOM a reducir el ritmo de los recortes de tipos, que el mercado interpretó como un sesgo restrictivo. En el acta posterior, el mensaje fue que el final del ciclo aún no está claro, ya que cualquier flexibilización adicional dependerá del programa fiscal del gobierno (ahora amenazado en el Congreso). Prevemos que el tipo Selic cerrará 2017 en 8,50%.

Mercados financieros

- Renta variable (Ibovespa): NEUTRAL.** Punto central: **66.500**; punto de salida: **69.700**. Las acciones son más sensibles a la volatilidad que los bonos, por lo que proporcionan menos capacidad de protección ante una caída de los precios. Nuestra opinión a corto plazo sigue siendo **negativa**.
- 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 curva de rendimientos aún incorpora una prima, después del acuerdo de JBS. Seguimos previendo que el tipo Selic se situará en el 8,50% anual, que es también el nivel del consenso (nivel actual: 10,25%) y que los tipos de interés reales rondarán el 5,0% anual, como máximo, al final de 2017 (actualmente se sitúan entre el 5,80% y el 5,60% anual).
- Divisa: NEUTRAL.** 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: 3,30 BRL por USD; cambio actual: 3,32).



México: **EE.UU. se atiene a su línea dura en la negociación del NAFTA**



Inicio oficial de las negociaciones del TLCAN

- Los gobiernos de Estados Unidos y México anunciaron un «acuerdo de principios», diseñado para evitar una guerra sobre el comercio de azúcar, que ayuda a sentar las bases para conversaciones de mayor calado de modificación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN/NAFTA). El acuerdo, que impone nuevos límites a las exportaciones mexicanas a EE.UU., proporcionará claridad a largo plazo a un sector que lleva tres años acusando tensiones transfronterizas.
- El ministro de Comercio de EE.UU., Wilbur Ross**, tras afirmar que «la parte mexicana ha aceptado casi todas las peticiones formuladas por la industria de EE.UU.», añadió que el conjunto del sector azucarero estadounidense no estaba dispuesto a respaldar el pacto. Washington protege a productores y refinadores de azúcar estadounidenses de cierta competencia extranjera, pero los políticos deben tener también en cuenta que los confiteros buscan acceso fácil al azúcar al menor precio posible.
- El ministro de Economía de México, Idefonso Guajardo, declaró que «el acuerdo salvaguarda la posición de México en cuanto principal proveedor del mercado estadounidense» y afirma el «derecho a suministrar las cantidades adicionales que fueran necesarias en Estados Unidos».
- A nuestro juicio, México posiblemente no tenga más remedio que ceder, pues este resultado previene tensiones comerciales más amplias con EE.UU. y mantiene abiertas las conversaciones para la renegociación del TLCAN.
- Estados Unidos ha obtenido ventaja táctica en futuras conversaciones comerciales al aferrarse a su línea dura y señalar su disposición a jugar duro para obtener unas condiciones que le sean manifiestamente favorables.
- De cerrarse el acuerdo sobre el azúcar desaparecería un fastidioso pleito comercial entre EE.UU. y México, lo que permitiría iniciar, con Canadá, la renegociación del TLCAN este agosto, con miras a concluir las conversaciones para finales de año.

Banco Central de México (Banxico)

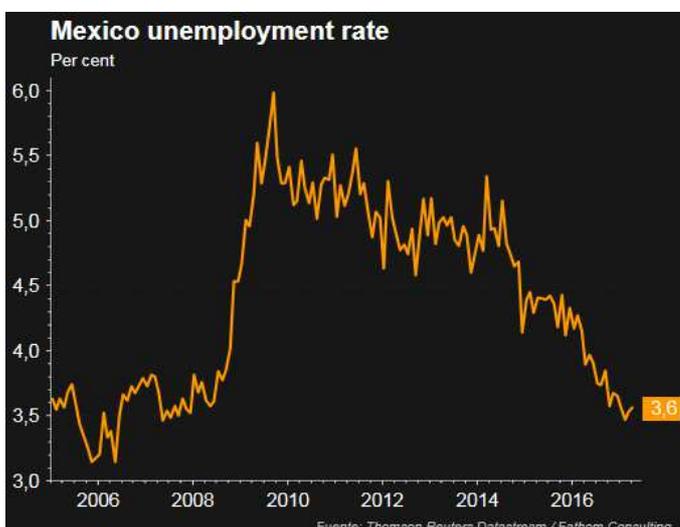
- Seguimos creyendo que la junta de gobernadores de Banxico optará por aprobar otra subida moderada de tipos de 25 pb, que llevaría el tipo intradía al 7%. Esta es también la opinión casi unánime entre los agentes del mercado.

Perspectiva general

- El fortalecimiento del peso avala un panorama más favorable; ahora bien, dadas las incertidumbres internas y externas, es pronto para dar esto por descontado.
- En cuanto al crecimiento, el escenario sigue apuntando a un debilitamiento de la dinámica económica. Con todo, la debilidad se ha concentrado hasta ahora sobre todo en el sector industrial, y ello pese a la mejoría (bien que aún volátil) de las manufacturas. El mercado de trabajo, un área de interés para la junta, continúa tensionado. Por último, la Fed confirmó las expectativas y elevó su tipo de interés en la reunión de este mes. En consecuencia, considerando el marco de referencia habitual de la junta, pensamos que Banxico subirá de nuevo los tipos en junio.

Mercados financieros

- iNOVEDAD! Renta variable (IPC Gral): NEUTRAL.** Cotización central por fundamentales: 49.500 puntos; punto de salida: 52.000 puntos. Pese a numerosos eventos geopolíticos recientes, el entorno global está aguantando bien y las recientes revisiones al alza de mercados emergentes han repercutido favorablemente en el índice bursátil mexicano IPC, que sigue cotizando en niveles máximos históricos (49.200). El índice CPI se ha mantenido en torno a 49.000 en los últimos dos meses y medio. Medido en dólares, se ha recuperado casi un 30% desde su mínimo de este año y ahora está en su nivel más alto desde noviembre de 2015. 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): 7,0%. Objetivo para el bono mexicano a 10 años en USD (T10): 4,30%. La curva de rendimientos mexicana se ha aplanado. Dadas las expectativas a medio y largo plazo sobre la inflación no se prevé un aumento de la pendiente de la curva, pero cabrían alzas generalizadas, con más subidas de tipos por Banxico, que implicasen incluso una inversión de la curva de tipos. También ha comenzado a descontarse para el próximo año un ciclo bajista debido al entorno de inflación y al crecimiento local. El diferencial entre M10 y T10 se redujo de 480 pb a cerca de 400 pb, esperándose que cierre el año alrededor de 420 pb. Con un rendimiento estimado del 2,70% para el bono de EE.UU. a 10 años (UST10), nuestra previsión de rendimiento para M10 pasaría de 7,5% a 7,0%. El diferencial entre T10 y UST10 se mantuvo en 150 pb, por lo que nuestro objetivo continúa en 4,30%.
- iNOVEDAD! Divisa: PRECAUCIÓN.** Al margen de cambios en otros indicadores económicos importantes, el peso mexicano seguirá manteniendo una estrecha correlación con los precios del crudo. En general, las estimaciones de los analistas para final de año se han reducido (situándose ahora en 17,5-18 pesos por dólar). Sin embargo, la negociación del TLCAN comenzará en este segundo semestre, y las consideraciones electorales de cara a 2018 probablemente lastrarán los activos mexicanos y el MXN, pudiendo frenar su reciente apreciación e incluso provocar una reversión. Estableceremos nuestro objetivo para final de año en 19,75

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



El gobierno anterior recurrió a la emisión de moneda para cubrir la brecha fiscal. Una vez resuelto el asunto de aquellos bonistas que rechazaban el canje de deuda (*holdouts*), el gobierno actual cambió de fuente de financiamiento y apeló a los mercados de deuda internacionales para cubrir sus necesidades de financiamiento hasta que pudiera aplicar las reformas necesarias para recuperar el equilibrio presupuestario (gradualismo). En este plan hay dos aspectos clave: primero, 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, segundo, la legitimidad del propio Gobierno.

Acontecimientos más recientes

- Según se aproximan las elecciones legislativas (en las que se renovarán la mitad de los escaños de la Cámara Baja y un tercio de los del Senado), la oposición sigue dando impresión de hallarse fragmentada, lo que es una buena noticia para el gobierno de Macri.
- Morgan Stanley no reclasificó finalmente a Argentina de mercado frontera a emergente. En caso de que se hubiera materializado la reclasificación, el mercado esperaba unas entradas pasivas en el mercado de renta variable argentino por valor de 1.500 millones de USD.
- La incertidumbre en Brasil representa una fuente de riesgo para Argentina, lo que se refleja de cuatro maneras. (1) **Comercio:** La recuperación del sector exterior podría quedar afectada, ya que Brasil es el principal socio comercial de Argentina. (2) **Inflación:** El tipo de cambio nominal constituye el factor más relevante en el anclaje de la inflación. La depreciación del BRL ya ha afectado al ARS. Si siguiera haciéndolo, las presiones inflacionarias se elevarían, lo que acabaría por afectar a la recuperación del consumo que se prevé para este año. (3) **Financiamiento:** El plan de Macri depende de la deuda hasta que el gobierno resolviese gradualmente los desequilibrios fiscales. Si resurgieran problemas en países vecinos, 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 fuertes para 2017 ya están cubiertas. (4) **Elecciones:** Un testigo 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. En el lado positivo (para Macri), es probable que también estén implicados funcionarios del gobierno de Kirchner.

Coyuntura macroeconómica

- Actividad económica:** El crecimiento de la economía argentina en marzo fue del 0,8% interanual, según el indicador EMEA de PIB. La recuperación la encabezan los sectores de agricultura, transporte, construcción y servicios financieros. Los indicadores basados en datos actualizados con alta frecuencia emiten señales en general positivas: venta de cemento: +8,7% interanual en mayo; construcción: +10,5% interanual en abril; ventas minoristas: desaceleran su caída (-2,3% en mayo, frente a -3,8% en abril); maquinaria agrícola, industrial y de carreteras: +73% interanual en mayo; ventas inmobiliarias en la ciudad de Buenos Aires: +20,5% interanual en abril. En cambio, se desaceleró el crecimiento de las ventas de automóviles nuevos, y las ventas minoristas y de supermercados aumentaron menos de lo esperado. A partir de estos datos, las estimaciones elaboradas desde el sector privado son de un crecimiento del +1,2% en marzo.
- Por ahora mantenemos nuestro objetivo de crecimiento del PIB en términos reales para 2017 en 2,75%. No obstante, si la situación en Brasil empeorase podríamos revisar esta cifra a la baja. Las estimaciones medianas apuntan a un crecimiento del 2,60% para el conjunto de 2017.

Situación fiscal

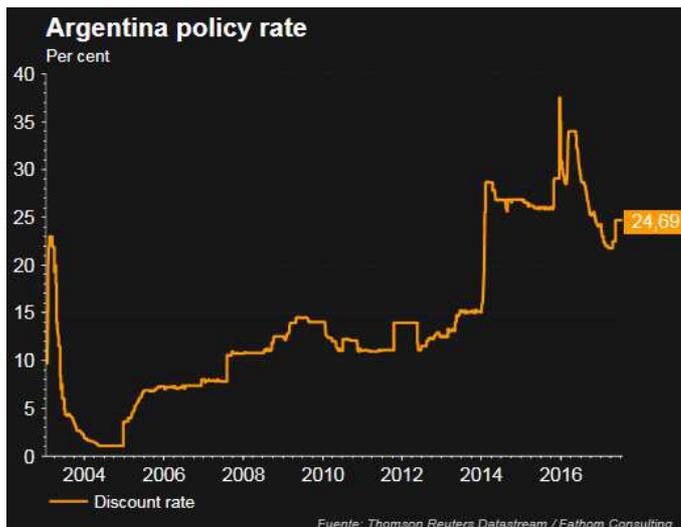
- Frente fiscal:** El déficit fiscal primario acumulado en abril ascendió al 0,60% del PIB, en consonancia con el objetivo del gobierno. La meta oficial para 2017 es de un déficit primario del 4,2%, que creemos que se alcanzará.

Evolución de los precios

- La inflación en la ciudad de Buenos Aires cayó al 1,3% en mayo (la acumulada en lo que va de año asciende a 10,50%), debido principalmente al menor impacto de los precios regulados. A pesar de esta cifra más baja, el Banco Central mantiene su tipo de referencia en 26,25% (la última medida fue una subida de 150 pb en abril). Puesto que la meta oficial de inflación se sitúa en el rango del 12%-17%, para alcanzarla los precios deberían subir de media no más del 0,80% entre junio y diciembre. Esta es la razón por la que seguimos pensando que no se alcanzará, estimando en su lugar que 2017 cerrará con una subida de los precios en torno al 20%. Las estimaciones medianas indican una inflación del 21,60% a final de año.

Mercados financieros

- 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 éxito las 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: NEGATIVO (CARO).** 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 5,90%. Los bonos argentinos se han recuperado intensamente este año gracias sobre todo a la compresión de los diferenciales. Considerando que éstos podrían ampliarse en los próximos meses, en el período previo a las elecciones legislativas, y teniendo en cuenta la evolución de los acontecimientos en Brasil, situamos nuestra meta para 2017 en el 7%.
- 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.



Mercados de renta variable

■ **ÍNDICES DE RENTA VARIABLE MUNDIAL: Análisis fundamental**

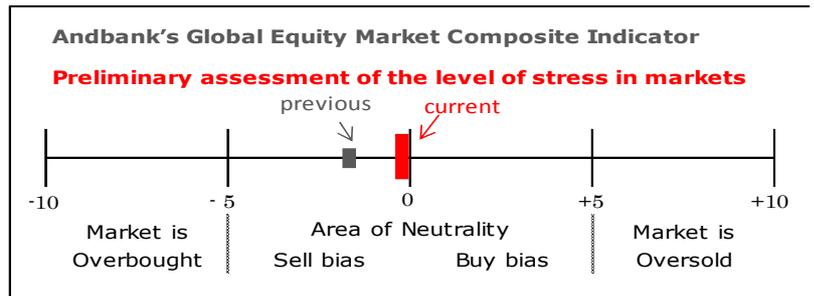
Index	Net Margin 2016	Andbank's Sales growth 2017	Sales per Share 2017	Andbank's Net Margin 2017	EPS 2017	Current Growth 2017	Current PE (forward) E[EPS 2017]	Andbank's PE estimate 2017	INDEX CURRENT PRICE	2017 Central Point (Fundam range)	2017 E[Perf] to Centr. Point	2017 Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	10,3%	10,0%	1.276	10,0%	128	7,2%	19,13	17,50	2.441	2.233	-8,5%	2.456,3	0,6%
Europe STXE 600	6,9%	3,7%	313	7,6%	24	14,6%	16,23	15,50	386	368	-4,5%	405,3	5,0%
Spain IBEX 35	7,3%	4,4%	7.714	8,3%	640	18,8%	16,72	15,80	10.703	10.116	-5,5%	11.127,9	4,0%
Mexico IPC GRAL	7,4%	7,0%	33.048	7,1%	2.356	2,9%	20,94	21,01	49.340	49.506	0,3%	52.427,2	6,3%
Brazil BOVESPA	7,6%	5,5%	53.915	7,7%	4.151	6,4%	14,94	16,00	62.018	66.423	7,1%	69.744,1	12,5%
Japan NIKKEI 225	5,1%	2,5%	19.981	5,2%	1.039	4,4%	19,46	17,90	20.220	18.599	-8,0%	19.528,6	-3,4%
China SSE Comp.	8,5%	7,5%	2.689	8,0%	215	1,1%	14,82	15,00	3.187	3.226	1,2%	3.387,6	6,3%
China Shenzhen Comp	8,2%	8,5%	890	7,8%	69	2,8%	27,25	28,50	1.892	1.979	4,6%	2.078,2	9,8%
Hong Kong HANG SENG	14,8%	3,0%	12.535	14,5%	1.818	0,6%	14,28	12,50	25.963	22.720	-12,5%	24.991,9	-3,7%
India SENSEX	10,5%	11,0%	15.851	10,5%	1.664	10,7%	18,68	18,00	31.083	29.958	-3,6%	32.953,8	6,0%
MSCI EM ASIA (MXMS)	12,6%	7,5%	407	12,6%	51	7,4%	9,98	8,75	512	449	-12,3%	494,1	-3,6%

ANDBANK ESTIMATES

■ **PROBABILIDAD DE RISK-OFF: Análisis de flujos y posicionamiento**

Andbank's Global Equity Market Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	3	6
Positive Bias	4	2
Neutral	3	5
Negative Bias	2	3
Sell signals	10	6
FINAL VALUATION	-2,7	-0,2



Indicador compuesto GEM de Andbank: NOS MANTENEMOS EN ZONA NEUTRAL SIN SESGO VENDEDOR. El nivel de nuestro índice general ha bajado de -2,7 el mes pasado a -0,2 este mes (en un rango de ±10), situándose en una zona indicativa de que el mercado ya no está «sobrecomprado». En este escenario ideal, tal nivel sigue reflejando una ausencia de estrés en los mercados bursátiles de EE.UU. (y globales) debido a la confluencia de varias circunstancias, como: 1. El hecho de que la relativa disposición señalizada por la Fed a subir tipos no afectase a los mercados de bonos; y 2. Un recorrido al alza del mercado de valores, apoyado en compras febriles y en una excesiva complacencia (medida por los menores niveles del índice de volatilidad y del Macro Risk Index).

Posicionamiento: El mercado de renta variable estadounidense está impulsado por un crecimiento global sincronizado (alrededor del 40% de los inversores esperan que la economía mejore el próximo año) y una baja inflación en las distintas regiones (en parte debido al aumento de la competencia mundial y a los moderados precios del petróleo, resultado de un persistente exceso de oferta). La asignación de los gestores de fondos a EE.UU. se recuperó, aunque sigue deprimida (con una infraponderación del 15%, próxima al mínimo marcado en enero de 2008). Con una infraponderación superior al 10%, este indicador de posicionamiento se torna en un factor positivo que podría hacer que el mercado de renta variable estadounidense se destacara en rentabilidad.

Flujos: Los niveles de liquidez de los gestores de fondos se elevaron al 5%, ya que numerosos inversores liquidaron posiciones sobrevaloradas para materializar plusvalías. El exceso de liquidez está dirigiendo a los inversores hacia activos de renta fija, lo que está sosteniendo al mercado de bonos. De hecho, los inversores minoristas están tomando la iniciativa y sostienen la afluencia de recursos hacia fondos de renta fija (200.000 millones de USD en este trimestre). La principal beneficiaria fue la deuda empresarial con categoría de grado de inversión (que registró entradas por valor de 68.000 millones de USD en 2017, frente a los 63.000 millones de 2016). Aun así, los fondos de renta variable también atrajeron considerables flujos netos positivos el mes pasado. Los inversores minoristas en renta variable no se quedaron a la zaga (con entradas de 17.000 millones de USD la semana pasada y de 27.000 millones el mes pasado). Los flujos dirigidos hacia fondos de renta variable y fondos de renta fija están actualmente bastante equilibrados, con un leve sesgo a favor de los segundos.

■ **ANÁLISIS TÉCNICO: escenario de tendencias a 1 y 3 meses; niveles de soporte y resistencia**

- **S&P: ALCISTA/LATERAL-ALCISTA.** Nivel de soporte a 1 y 3 meses: 2.322; de resistencia a 1 y 3 meses: 2.500.
- **STOXX600: LATERAL-ALCISTA/LATERAL.** Niveles de soporte: 376/368; de resistencia: 404/409.
- **IBEX: LATERAL/LATERAL.** Niveles de soporte: 10.564/10.216; de resistencia: 11.249.
- **EUR/USD: BAJISTA/LATERAL.** Niveles de soporte: 1,095/1,076; de resistencia: 1,137/1,143.
- **Petróleo: LATERAL-ALCISTA/LATERAL.** Niveles de soporte: 43,78/42,2; de resistencia: 52,2/55,2.
- **Oro: LATERAL/LATERAL-BAJISTA.** Niveles de soporte: 1.194/1.180; de resistencia: 1.303.
- **Bonos del Tesoro EE.UU.: LATERAL-BAJISTA/BAJISTA.** Niveles de soporte: 2,09/1,97; de resistencia: 2,3/2,42.

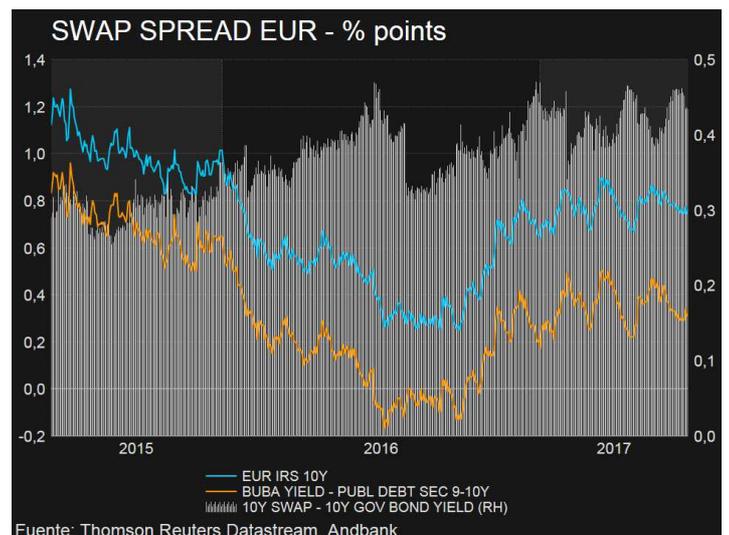
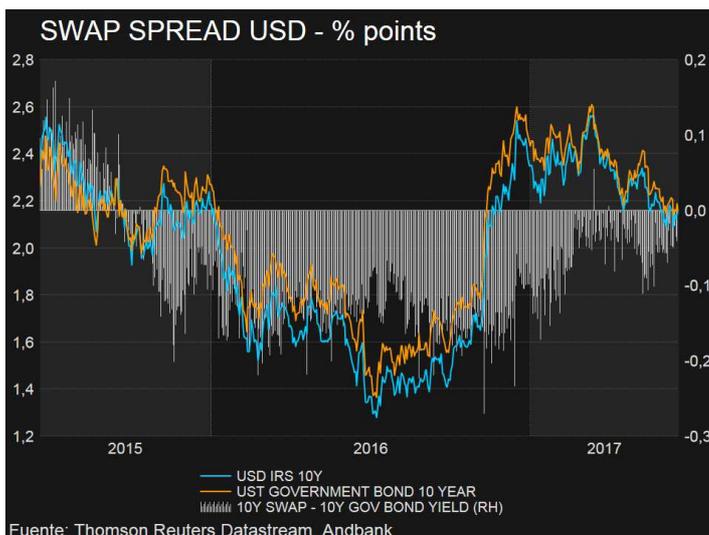
Mercados de renta fija – Bonos de países "Core"

▪ **BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS: Suelo: 1,84%; techo: 3,2%. Nuevo objetivo: 2,68%**

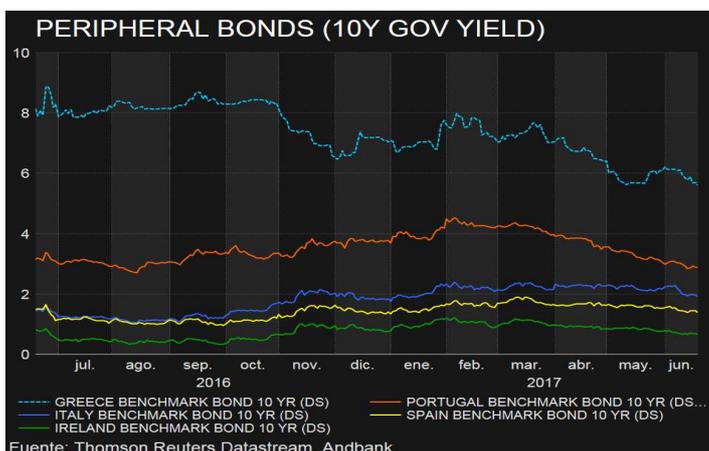
1. **Diferencial swap:** El diferencial *swap* se elevó a -3 pb (-6 pb el mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en +16 pb, con un anclaje de las expectativas de inflación a 10 años (reflejadas en el tipo *swap*) alrededor del 2,0%, sería necesario que el rendimiento del bono del Tesoro 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 80 pb (desde 98 pb). Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia el 1,4%-1,5% (en estos momentos, en 1,34%), para igualar la pendiente media a 10 años (177 pb) el rendimiento del bono del Tesoro con ese vencimiento podría situarse en **3,2%**.
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 2%, el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería subir hasta el 3% para posicionarnos en «COMPRAR».

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

1. **Diferencial swap:** El diferencial *swap* se elevó a 43 pb (desde 39 pb el mes pasado). 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*) alrededor 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 aplanó a 97 pb (desde 111 pb). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al -0,25% (en estos momentos está en -0,63%), para igualar la pendiente media a 10 años (124 pb) el rendimiento del *Bund* debería situarse en **0,99%**.



Mercados de renta fija – Bonos de países periféricos



□ **Objetivo de rendimiento del bono a 10 años**

- España: 1,90%
- Italia: 2,30%
- Portugal: 3,00% (desde 3,30%)
- Irlanda: 1,40%
- Grecia: 7,50%

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

Los factores negativos conocidos:

1. La subida de los tipos de interés por la Fed en EE.UU. no ayudó en el pasado (recuérdese el *taper tantrum* de 2013).
2. 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 (interesados en minorar pérdidas). Para cubrir 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 balanzas exteriores más equilibradas (India, Brasil, Turquía, etc.), lo que las hace menos dependientes de la financiación externa en dólares.
3. En episodios pasados las monedas de países de mercados emergentes estaban sobrevaloradas por lo general. Hoy en día, sin embargo, están en su mayoría infravaloradas (MEX, TRY, RUB...), lo que significa que el riesgo de fuga de capitales es menor.
4. Si los mercados emergentes están ahora más sincronizados con las economías desarrolladas cabe suponer que sus activos aguantarán mejor un entorno de ajuste monetario en EE.UU. Además, un cierto sesgo restrictivo adicional en los mercados emergentes (causado por los mayores rendimientos) puede incluso ser útil de cara a contener cualquier riesgo de recalentamiento de sus economías.
5. Las empresas de mercados emergentes dependen cada vez más de los mercados de capitales y menos del respectivo sistema financiero nacional. En 1997, los préstamos bancarios en USD representaban el 65% de la deuda nacional en USD; hoy, esa cifra es el 54%. Por lo tanto, sus bancos ya no están tan expuestos a la volatilidad del USD.

Nuestra regla empírica

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

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

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

- ✓ Históricamente, un rendimiento real de 1,75% constituía un buen nivel de entrada en los bonos del Tesoro de EE.UU. Habida cuenta de la situación de «nueva normalidad» (ZIRP, es decir, políticas de tipos de interés cero), un rendimiento real del 1% podría ser un buen punto de entrada en estos bonos. Dado nuestro objetivo para 2017 del 2% para el IPC estadounidense, un valor teórico razonable (como punto de entrada) estaría en unos rendimientos nominales del 3%. **Por lo tanto, la primera condición no se cumple para 2017. En un horizonte temporal más amplio, nuestra previsión de inflación media ronda el 1,5%, lo que significa que un buen punto de entrada en bonos del Tesoro de EE.UU. podría ser 2,5%.**

¿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 superaban en 150 pb el rendimiento real de los bonos del Tesoro de EE.UU., hallándose éstos a valor razonable. En el supuesto de que se cumpliera la primera condición, deberíamos comprar esos bonos con que ofreciesen un rendimiento real del 1,5% por encima de la TIR del UST.

		10 Year Yield Govies	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield
EM ASIA	Indonesia	6,77%	4,33%	2,44%	-0,75%
	India	6,49%	2,17%	4,33%	-1,00%
	Philippines	4,64%	3,10%	1,54%	-0,50%
	China	3,52%	1,50%	2,02%	-0,75%
	Malaysia	3,88%	4,41%	-0,53%	1,00%
	Thailand	2,41%	-0,07%	2,48%	-0,75%
	Singapore	2,05%	0,40%	1,65%	-0,50%
	South Korea	2,10%	1,99%	0,11%	0,00%
Taiwan	1,04%	0,57%	0,47%	0,00%	
EME	Turkey	10,21%	11,72%	-1,51%	1,00%
	Russian Fed	7,66%	4,10%	3,56%	-1,00%
LATAM	Brazil	10,59%	3,35%	7,24%	-1,00%
	Mexico	6,67%	6,20%	0,47%	0,00%
	Colombia	6,48%	4,42%	2,05%	-0,75%
	Peru	5,83%	3,07%	2,76%	-0,75%

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».

- **(-) Exceso de oferta mundial:** Según el WSJ, pese a los límites de producción acordados por la OPEP y otros productores no integrados en la organización, persiste la superabundancia de petróleo mundial, lo que hace pensar que el límite de producción de casi el 2% del suministro mundial de crudo entrañó un error de cálculo. El cartel añadió ayer que el aumento de las reservas era preocupante, pero que no podían abandonar el acuerdo de recorte de la producción.
- **(-) Exceso de oferta mundial:** Los intermediarios almacenan cada vez más crudo en viejos superpetroleros, habiéndose fletado unos 15 tanques de muy grandes dimensiones (VLCC), de entre 16 y 20 años, en el sudeste asiático desde finales de mayo. La tarifa de fletamento de buques más antiguos es más económica, con mucho, que la de petroleros más nuevos. La escasez de almacenamiento disponible en tierra en China es un factor que afecta a las opciones de almacenamiento en toda la región.
- **(-) Exceso de oferta mundial:** En su último *Informe sobre el Mercado del Petróleo*, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) prevé un crecimiento de la oferta superior al de la demanda: la demanda global será en 2018 de 1,8 millones de bpd (fueron 1,7 mbpd en 2017), pero también que el crecimiento de la producción total ajena a la OPEP superará en 2018 al de la demanda, lo que sugiere que el exceso de reservas perdurará hasta bien entrado 2018. Esto es un golpe para los productores mundiales de crudo, que reducen la producción con miras a disminuir unas reservas que persisten en niveles altos.
- **(+?) La nueva estrategia saudí:** Arabia Saudita y otros grandes productores intentarán reducir las reservas de Estados Unidos, el indicador más frecuente y visible de los datos de almacenamiento de petróleo. Hay noticias de que el Reino saudí podría estar planeando retener algunas exportaciones a EE.UU. en julio, lo que se reflejaría de inmediato en los datos de la AIE y podría interpretarse como una señal alcista. Sin embargo, los datos recientes de petroleros sugieren que los fletes a Estados Unidos ya son inferiores a lo que sería normal para la época del año (Reuters).
- **(-) Petróleo de esquistos bituminosos:** Los perforadores de esquisto estadounidenses sólo contemplan la posibilidad de recortar la producción si los precios del petróleo se mantienen en 40 USD/barril. «Una caída a 40 USD/barril podría detener el crecimiento de los pozos en el caso de los perforadores más pequeños en las cuencas de esquisto menos activas».
- **(-) Petróleo de esquistos bituminosos:** Ocho importantes fondos de cobertura han reducido posiciones, por un importe total superior a 400 millones de USD, en diez de los principales productores de petróleo de esquisto, preocupados por el hecho de que los productores estén bombeando a tal ritmo que darán al traste con la incipiente recuperación de los precios en el sector.
- **(-) Petróleo de esquistos bituminosos:** Mientras tanto, grandes compañías petroleras, como CVX, XOM y RDSB.LN, se están concentrando en la cuenca del Pérmico para intentar obtener la rentabilidad que no han logrado las perforadoras de menor tamaño. Estas compañías esperan que su escala masiva, abundante financiación y experiencia en técnicas globales les ayudará a tener éxito donde otras empresas se las han visto y deseado.
- **(-) Pacto para reducir la producción:** Hay señales de que el acuerdo no es equilibrado, por lo que podría romperse en cualquier momento. Irak ya es el principal suministrador de petróleo a India, el país con la mayor tasa de crecimiento de la demanda de petróleo del mundo; la cuota de mercado de su competidor de la OPEP, Arabia Saudita, siguió reduciéndose. Los productores de petróleo se enfrentan a una creciente competencia en los principales mercados, habiendo sido capaz Irak de posicionarse bien en el caso de India.
- **(-) Demanda:** India tiene visos de acabar convirtiéndose en el mayor consumidor mundial de petróleo en las próximas dos décadas, procediendo el 86% de sus importaciones de crudo de países de la OPEP. No obstante, está procurando reducir su dependencia de fuentes de energía extranjeras promoviendo la adopción de vehículos eléctricos y combustibles alternativos.

Factores estructurales que afectan al petróleo apuntan a precios bajos en el largo plazo.

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

Materias primas – Metales preciosos (Oro)

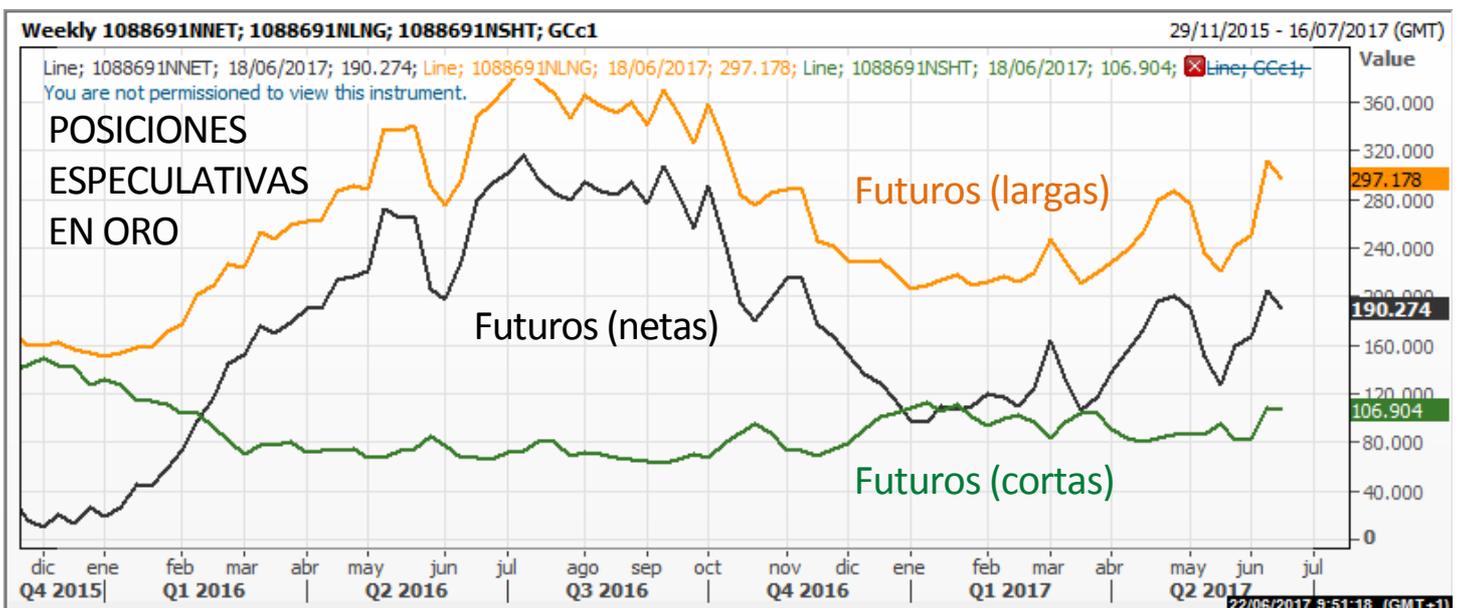
Objetivo fundamental: 1.000 USD/onza. (Comprar a 900 USD/oz, vender sobre 1.200 USD/oz).

Factores negativos:

- Oro en términos reales.** En términos reales, el precio del oro (calculado al precio nominal actual dividido entre el *US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales*, que utilizamos como deflactor mundial) cayó a 1.102 USD/oz (desde los 1.109 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 (aprox. 1,13 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.
- Oro en términos de plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos).** Este ratio se ha elevado algo de nuevo, hasta 76,02 veces (desde 73,41x el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de 20 años de 61,15, lo que indicaría que el oro está caro (al menos frente a 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 1.002 USD/oz.
- Oro en términos de Petróleo (Oro/Petróleo).** Este ratio se elevó drásticamente en el mes a 29,34 veces (desde 24,58x el mes pasado), superando con creces su valor promedio de 20 años de 14,77. 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 664 USD para que esta relación continuara cerca de su promedio de largo plazo.
- Oro en términos de renta variable, DJI (Dow Jones/Oro).** Este ratio ha subido a 17,18 veces (desde su valor anterior de 16,76x), todavía por debajo de su valor promedio de largo plazo de 20,29. Dado nuestro precio objetivo a largo plazo para el DJI de 20.000 puntos, el precio del oro debería acercarse a 985 USD para que esta relación se mantuviera próxima a su nivel promedio de largo plazo.
- Oro en términos de renta variable, S&P (Oro/S&P500).** Este ratio disminuyó a 0,512 veces (desde 0,521x), pero todavía está por encima de su promedio de largo plazo de 0,5837. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.233 puntos, el precio del oro debería aproximarse a 1.303 USD para que esta relación estuviese cerca de su promedio de largo plazo.
- Posicionamiento especulativo.** Evolución mensual de posiciones abiertas en contratos de futuros no comerciales (CEI 100 oz) en CFTC: las posiciones largas aumentaron bruscamente a 297.200 (antes eran 221.500; las posiciones cortas aumentan ligeramente de 94.840 a 106.900 => Evolución mensual de la posición neta: fuerte aumento de +126.700 a +190.300. Los especuladores están, por lo tanto, considerablemente largos en oro.
- 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).

Factores positivos

- Los rendimientos negativos aún confieren atractivo al oro.** La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija (el oro no ofrece cupón) está en estos momentos neutralizada, con tipos negativos en numerosos títulos de deuda global. Aunque este factor va perdiendo importancia a medida que los rendimientos siguen aumentando.
- Mercado mundial de oro (volumen relativo).** El valor total de las existencias de oro comercial en el mundo ronda los 6,9 billones de USD, un porcentaje bien pequeño (3,2%) del valor total de los mercados monetarios (212 billones). La negociación diaria en el LBMA y en otros mercados de oro se aproxima en valor a 173.000 millones de USD (equivalente apenas al 0,08% del total de los mercados financieros).



Divisas – Objetivos fundamentales

- **EUR/USD: Objetivo para final de año se eleva a 1,05; objetivo fundamental de largo plazo: 1,00.**

El **posicionamiento global en el USD en términos notacionales netos** se redujo nuevamente, marcando las posiciones largas en el billete verde un nuevo mínimo reciente de 3.310 millones de USD (frente a las registradas por valor de 6.900 millones el mes anterior, y lejos ya del pico reciente por importe de 28.700 millones de USD en posiciones largas visto en septiembre de 2016). Este es el menor posicionamiento largo en el USD desde agosto de 2016, reflejándose ahora en una desviación típica (sigma) negativa de 1,2 en el *Z-score* de los últimos tres años (véase el gráfico de barras, abajo). Por su parte, el **posicionamiento en el EUR** ha marcado nuevos máximos en términos notacionales netos, habiéndose registrado las mayores posiciones largas desde octubre de 2013! (pasando de 9.100 millones de EUR el mes pasado a 11.080 millones de EUR), en claro contraste con el reciente mínimo de -19.000 millones en posiciones cortas en el último año (véase la tabla). Adviértase que, no obstante el mayor posicionamiento en EUR, este no fue suficiente para seguir impulsando la apreciación de la moneda única, lo que significa que para que pueda materializarse cualquier apreciación adicional probablemente se requerirá una afluencia mucho más significativa hacia el EUR (superior a los 1.980 millones del último mes). Obviamente, si en Europa persistiera el dinamismo económico podría materializarse un nuevo posicionamiento récord en el EUR. Está por ver, con todo, si este avance económico visto en la zona euro es sostenible, en particular considerando el debilitamiento de la apuesta por una reactivación económica impulsada por China. **Otros factores tendentes a una apreciación del USD (negativos para el EUR) son:** (1) La posibilidad de un eventual juicio político al Presidente ha pasado a ser significativa, lo que ha lastrado el índice del dólar. No obstante, el firme control de ambas cámaras del Congreso (55% y 52%) por los Republicanos ofrece al presidente Trump una mejor posición de partida en comparación con escándalos que en su día afectaron a la presidencia estadounidense. (2) Las expectativas sobre la capacidad del presidente Trump para sacar adelante las principales medidas económicas que habrían de impulsar el crecimiento prácticamente se han esfumado, por lo que el menor signo de que la Casa Blanca pudiera imponerse al Congreso podría propiciar una renovada confianza en el dólar estadounidense. Nuestro objetivo para el cruce EUR/USD a final de año se sitúa en 1,05, si bien mantenemos inalterado su tipo de cambio objetivo por fundamentales en 1,00.

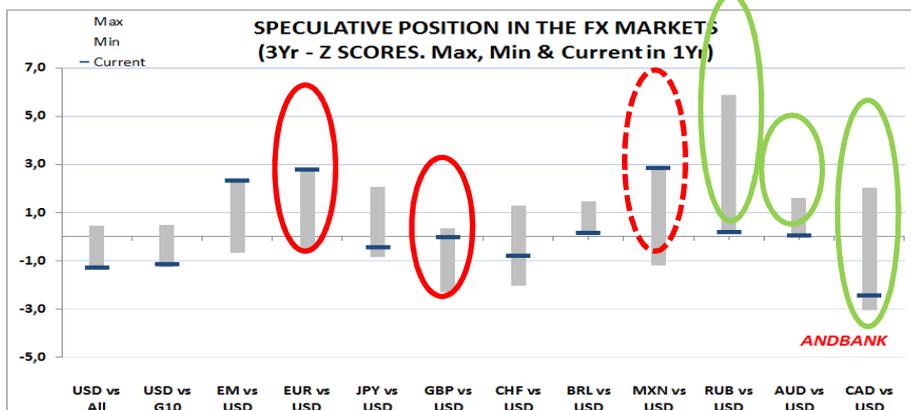
- **¡NOVEDAD! JPY= Objetivo (115); EUR/JPY: Objetivo (115)**

Varios aspectos sugieren que la apreciación relativa del JPY no puede durar. (1) Aplacada ya la inquietud política en Europa, los inversores exhibieron mayor disposición a asumir riesgo, con la consiguiente menor probabilidad de que ahora 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 perspectiva de que la Fed pudiera reducir su balance realza el atractivo del USD (o se lo resta al JPY). (6) El JPY ha dejado de estar barato en términos reales efectivos (está caro).

- **GBP= Objetivo (0,83); EUR/GBP: Objetivo (0,87).**
- **CHF= Objetivo (0,95); EUR/CHF: Objetivo (1,00)**
- **¡NOVEDAD! MXN= Objetivo (19,75); EUR/MXN: Objetivo (20,74)**
- **¡NOVEDAD! BRL= Objetivo (3,25); EUR/BRL: Objetivo (3,41)**
- **ARS= Objetivo (18,0)**
- **RUB: NEUTRAL-POSITIVO**
- **AUD: NEUTRAL-POSITIVO**
- **CAD: POSITIVO**
- **CNY: Objetivo (6,75-6,80)**

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last week in the currency (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	3,31	-2,03	28,7	3,3	14,3	-1,28
USD vs G10	6,36	-1,77	28,4	3,0	14,5	-1,14
EM	3,05	0,26	3,1	-1,7	0,2	2,33
EUR	11,08	0,65	11,1	-19,0	-7,7	2,79
JPY	-5,74	0,55	8,6	-9,3	-0,5	-0,45
GBP	-3,14	-0,18	-1,9	-8,4	-5,8	-0,03
CHF	-1,87	0,29	1,4	-3,1	-1,1	-0,80
BRL	0,12	-0,01	0,8	0,0	0,4	0,14
MXN	2,65	0,33	2,7	-2,3	-0,8	2,84
RUB	0,28	-0,06	1,3	0,2	0,6	0,17
AUD	-0,11	-0,11	4,1	-1,2	1,7	0,02
CAD	-6,69	0,33	2,3	-7,3	-0,8	-2,45

ANDBANK



Z-Score a 3 años:

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

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

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

Perspectivas de mercado – Rentabilidad esperada por fundamentales

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 29/06/2017	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
<i>28/06/2017</i>						
Equity	USA - S&P 500	1,2%	9,0%	2.441	2233	-8,5%
	EUROPE - STOXX 600	-1,2%	6,8%	386	368	-4,5%
	SPAIN - IBEX 35	-1,6%	14,4%	10.703	10116	-5,5%
	MEXICO - MXSE IPC	0,1%	8,1%	49.340	49506	0,3%
	BRAZIL - BOVESPA	-3,0%	3,0%	62.018	66423	7,1%
	JAPAN - NIKKEI 225	2,8%	5,8%	20.220	18599	-8,0%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	2,5%	2,7%	3.187	3226	1,2%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	4,5%	-3,9%	1.892	1979	4,6%
	HONG KONG - HANG SENG	1,0%	18,0%	25.953	22720	-12,5%
	INDIA - SENSEX	-0,2%	16,7%	31.083	29958	-3,6%
	MSCI EM ASIA	1,1%	22,3%	512	449	-12,3%
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,0%	3,0%	2,22	2,68	-1,4%
Core countries	UK 10 year Guilt	-1,1%	1,3%	1,15	1,50	-1,7%
	German 10 year BUND	-0,5%	-1,2%	0,36	0,70	-2,4%
	Japanese 10 year Govie	-0,1%	-0,1%	0,05	0,00	0,4%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,9%	0,3%	1,41	1,90	-2,5%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	1,4%	-0,8%	2,02	2,30	-0,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,4%	8,2%	2,94	3,00	2,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	0,8%	0,69	1,40	-5,0%
	Greece - 10yr Gov bond	4,4%	15,4%	5,38	6,50	-3,6%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	0,7%	52,75	80	-0,7%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,6%	2,5%	245,06	350	-2,1%
	Credit USD IG - CDX IG	0,1%	1,5%	60,02	70	0,9%
	Credit USD HY - CDX HY	0,0%	3,3%	332,31	323	2,9%
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond	1,1%	11,0%	10,25	10,00	12,3%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond	0,3%	9,4%	7,66	7,00	12,9%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond	1,6%	12,5%	6,77	6,50	8,9%
Asia	India - 10yr Gov bond	1,9%	3,4%	6,50	5,50	14,5%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond	0,0%	3,0%	4,64	4,25	7,8%
	China - 10yr Gov bond	1,4%	-2,3%	3,49	2,90	8,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,3%	4,7%	3,88	4,50	-1,1%
	Thailand - 10yr Gov bond	2,1%	2,7%	2,38	2,00	5,4%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,6%	4,7%	2,01	1,57	5,6%
	South Korea - 10yr Gov bond	0,6%	0,6%	2,10	2,50	-1,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,0%	1,7%	1,05	1,00	1,4%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	5,6%	9,6%	6,67	7,00	4,0%
Latam	Mexico - 10yr Govie (usd)	0,8%	6,2%	3,74	4,30	-0,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,6%	12,5%	10,59	9,75	17,3%
	Brazil - 10yr Govie (usd)	0,2%	8,2%	5,13	5,25	4,2%
	Argentina - 10yr Govie (usd)	-0,7%	8,4%	6,18	7,00	-0,4%
Commodities	CRY	-5,7%	-11,2%	171,0	180,00	5,3%
	Oil (WTI)	-9,9%	-16,7%	44,7	45,00	0,6%
	GOLD	-1,1%	8,5%	1.248,8	1.100	-11,9%
Fx	EUR/USD (price of 1 EUR)	1,7%	8,2%	1,138	1,05	-7,7%
	GBP= (price of 1 USD)	-0,5%	-4,5%	0,77	0,83	7,3%
	EUR/GBP (price of 1 EUR)	1,2%	3,3%	0,88	0,87	-1,0%
	CHF= (price of 1 USD)	-1,6%	-5,7%	0,96	0,95	-1,0%
	EUR/CHF (price of 1 EUR)	0,1%	1,9%	1,09	1,00	-8,6%
	JPY= (price of 1 USD)	1,3%	-3,9%	112,28	115	2,4%
	EUR/JPY (price of 1 EUR)	3,1%	3,7%	127,74	120,75	-5,5%
	MXN= (price of 1 USD)	-4,6%	-13,9%	17,85	19,75	10,7%
	EUR/MXN (price of 1 EUR)	-3,0%	-6,9%	20,30	20,74	2,2%
	BRL= (price of 1 USD)	0,7%	0,8%	3,28	3,25	-0,9%
	EUR/BRL (price of 1 EUR)	2,4%	9,1%	3,73	3,41	-8,5%
	ARS= (price of 1 USD)	1,5%	3,4%	16,39	18,00	9,8%
	CNY (price of 1 USD)	-0,8%	-2,1%	6,80	6,75	-0,7%

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

XX (Target cut) XX (Target raised)

Propuesta mensual de asignación internacional de activos y divisas

	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
Max Drawdown	< 5%		5%/15%		15%/30%		30%>	
Asset Class	Strategic (%)	Tactical (%)						
Money Market	15,0	24,4	10,0	19,0	5,0	15,0	5,0	12,8
Fixed Income Short-Term	25,0	31,1	15,0	21,8	5,0	11,4	0,0	6,4
Fixed Income (L.T) OECD	30,0	18,0	20,0	12,0	15,0	9,0	5,0	3,0
US Gov & Municipals & Agencies		7,2		4,8		3,6		1,2
EU Gov & Municipals & Agencies		1,8		1,2		0,9		0,3
European Peripheral Risk		9,0		6,0		4,5		1,5
Credit (OCDE)	20,0	17,0	20,0	17,0	15,0	12,8	5,0	4,3
Investment Grade USD		5,1		5,1		3,8		1,3
High Yield Grade USD		8,5		8,5		6,4		2,1
Investment Grade EUR		2,6		2,6		1,9		0,6
High Yield Grade EUR		0,9		0,9		0,6		0,2
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,8	7,5	8,6	10,0	11,5	15,0	17,3
Latam Sovereign		1,3		1,9		2,5		3,8
Latam Credit		1,2		1,8		2,4		3,6
Asia Sovereign		1,8		2,8		3,7		5,5
Asia Credit		1,4		2,2		2,9		4,3
Equity OECD	5,0	3,8	20,0	15,0	32,5	24,4	50,0	37,5
US Equity		1,1		4,5		7,3		11,3
European Equity		2,1		8,3		13,4		20,6
Japan Equity		0,6		2,3		3,7		5,6
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	5,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Asian Equity		0,0		4,0		8,0		8,0
Latam Equity		0,0		1,0		2,0		2,0
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,6	5,0	3,3	5,0	3,3
Energy		0,0		0,4		0,8		0,8
Minerals & Metals		0,0		0,3		0,7		0,7
Precious		0,0		0,7		1,3		1,3
Agriculture		0,0		0,2		0,5		0,5
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,8	5,0	5,5
REITs		0,0		0,0		1,9		3,9
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,4		0,8
Market Neutral		0,0		0,0		0,4		0,8
Volatility		0,0		0,0		0,0		0,0
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		94,5		90,0		85,5		79,2
USD		5,5		10,0		14,5		20,8

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

Autores principales

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Aviso legal

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

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

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

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

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

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

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.