

PERSPECTIVA INTERNACIONAL ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

OPINIÓN CORPORATIVA DE ANDBANK *Agosto y septiembre de 2017*

Alex Fusté

Chief Global Economist

+376 881 248

Alex.fuste@andbank.com

PULLING TOGETHER TO PASS A HEALTH CARE BILL



© 2017
SHAN
LOWE
7-14
LW
TRADING CENTER
LLP

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

Forex — El posicionamiento global en USD es -2.01 sigmas en una base z-score de 3 años, lo que hace que el "USD Short" sea la posición más concurrida a nivel mundial. En ausencia de un cambio político en los Estados Unidos, y sin medidas para poner fin al desorden político dentro de la Casa Blanca (y dentro del GOP), dominará el análisis técnico (según el cual la ruptura de la resistencia 1,17 sugiere una nueva resistencia de 1 mes a 1,20. En términos fundamentales, nuestro objetivo de equilibrio estable se mantiene en 1,05 basado en los diferenciales de tipos de interés, el euro es caro en términos reales, la pérdida de impulso en los beneficios empresariales en Europa, el ritmo de expansión sigue siendo más alto en los EE.UU, la Fed está más cerca de liquidar parte de su balance y reducir dólares en circulación, así como desmonetizar su deuda.

EE.UU. - La reducción en el balance de la Fed podría empezar en septiembre, y lo consideramos como un hecho "no perturbador" para los mercados. La actividad económica está aumentando moderadamente, los aumentos de empleo son sólidos, el gasto de los hogares se ha recuperado y la inversión fija empresarial se amplía. **Índice S&P Equity:** PRECAUCIÓN. Objetivo central: 2.233. Punto de salida en 2.456. **Bono UST10 Año (CARO).** Punto de entrada al 2,68%. **Crédito - CDXIG:** VALOR RAZONABLE, objetivo de 55 pb. **CDX HY:** VALOR RAZONABLE, Objetivo 323

Europa — El personal del BCE en Frankfurt está examinando escenarios sobre el futuro camino del QE. Los datos económicos siguen siendo favorables. El FMI dice que Francia tiene una oportunidad única de reformar en la medida que el crecimiento se acelera. **STXE600 Índice de renta variable:** VALOR RAZONABLE. Punto de salida en 405. **Bonos del Gobierno Europeo:** NEGATIVOS, esperamos entre 30-50 pb de ampliación. **Renta Fija Corporativa:** CARA. Grado de Inversión: punto de entrada a 80bp (52pb actual). High Yield: Punto de entrada en 350 pb (corriente 245 pb).

España — Elevamos el objetivo de crecimiento del PIB en 2017 al 3%. El gobierno en minoría acordó, en el proyecto de los presupuestos del Estado para 2018, recortar los impuestos y aumentar la financiación a las administraciones territoriales. El FMI indicó que España debe acometer sin demora la resolución de las vulnerabilidades pendientes asociadas a la abultada deuda pública, así como finalizar la reestructuración bancaria iniciada tras la crisis. **Índice de renta variable IBEX:** VALOR RAZONABLE; objetivo central en 10.116. Punto de salida en 11.128. **Renta fija - Bono español a 10 años:** PRUDENCIA. El objetivo central de rendimiento se mantiene en 1,9%.

China — En la última Conferencia nacional de trabajo sobre cuestiones financieras (FWC) se trazaron las líneas estratégicas del entorno financiero para el próximo quinquenio. En este contexto, el presidente Xi insistió en la necesidad de protegerse frente a los riesgos financieros sistémicos e instó a seguir avanzando en el desapalancamiento nacional. Índice de renta variable (Shenzhen Composite Index): 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 — Nueva Delhi se ha propuesto desarrollar una industria de defensa moderna acorde con el estatus de la India como una de las principales potencias militares del mundo, estando decidida a desarrollar su propio sector armamentístico. En mayo aprobó el último elemento de su nuevo procedimiento de licitación en el sector, que permitirá a empresas privadas y a socios de empresas conjuntas extranjeras competir con fabricantes de armas estatales. 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 objetivo de rendimiento para final de año en 5,5% (desde 5,7%).

Japón — El Banco de Japón (BoJ) previsiblemente mantendrá su política sin cambios. Asimismo, el banco central prevé mantener su objetivo de rendimiento del bono japonés a 10 años en torno al 0%. 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 — En Brasil persiste la inestabilidad política, pero Temer no renuncia. Se ha aprobado la reforma laboral, al tiempo que los salarios reales se ven impulsados por la baja inflación. 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 los 52.000 puntos. Deuda pública de una serie 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 (objetivo: 7,0% en moneda local), NEGATIVO (objetivo: 4,35% en USD). Bonos globales argentinos en USD: NEUTRAL (objetivo de rendimiento: 7%). Tipos de cambio (cruces con el USD): BRL 3,20; MXN 18,20; ARS 18.

EE.UU.: Los responsables de política de la Fed apoyan mayoritariamente que se inicie la reducción del balance de la Fed en 2017.



Decisión de la Fed sobre los tipos de interés y la normalización del balance

- La Reserva Federal de EE.UU. (la Fed) mantuvo inalterado los tipos de interés e indicó que comenzará a reducir el activo de su balance de 4,5 billones de dólares «relativamente pronto».
- El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) de la Fed hizo pública una declaración cuyo tenor apuntaba a que la reducción de su balance se iniciaría en septiembre. En ese momento, el banco central comenzará a dejar que la cartera de bonos por valor de 4,5 billones de USD que ha acumulado en su activo vaya extinguiéndose conforme lleguen a su vencimiento. «El Comité prevé comenzar a aplicar su programa de normalización del balance relativamente pronto, siempre y cuando la economía evolucione en líneas generales según lo anticipado».
- Los responsables de formular las políticas apoyan mayoritariamente el inicio de la reducción del balance en 2017 para evitar dejar un importante asunto de política monetaria sin resolver a quien suceda a Janet Yellen en la presidencia de la Fed.
- El programa arrancará con una reducción de 10.000 millones de USD al mes, que se incrementará trimestralmente hasta alcanzar los 50.000 millones mensuales. Los miembros de la Fed estiman que, una vez concluido el programa, el balance de la Fed probablemente seguirá superando los 2 billones de USD.
- La presidenta de la Fed, entre otros, ha indicado que el drenaje del balance no debería alterar los mercados.

Valoración de la situación económica

- Las expresiones anteriormente empleadas para describir la actividad económica («aumento moderado»), las ganancias de empleo («sólidas»), el gasto de los hogares («ha repuntado») y la inversión en capital fijo («siguió expandiéndose») siguen siendo todas ellas adecuadas para describir las condiciones actuales.
- En cuanto a la inflación, la declaración de la Fed eliminó el término «algo» de la expresión de junio y simplemente afirmó que la inflación estaba creciendo «por debajo del 2%», un giro sutil que podría significar que los miembros de la Fed son algo más pesimistas sobre la posibilidad de alcanzar los objetivos que se fijaron.
- El banco central se fijó el objetivo del 2% como el nivel de inflación deseable pero, incluso tras haber caído la tasa de desempleo al 4,4%, el dato efectivo se ha quedado sistemáticamente corto.
- Los miembros de la Fed están perplejos por la incapacidad de la economía para generar incrementos de los niveles de renta. El crecimiento del salario medio por hora permanece alrededor del 2,5%. Otras medidas de inflación fueron aún más bajas, con el indicador preferido de la Fed, el índice PCE, situado en el 1,4%.

El crecimiento económico podría acelerarse

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

Programa de reformas e impulso inducido por Trump

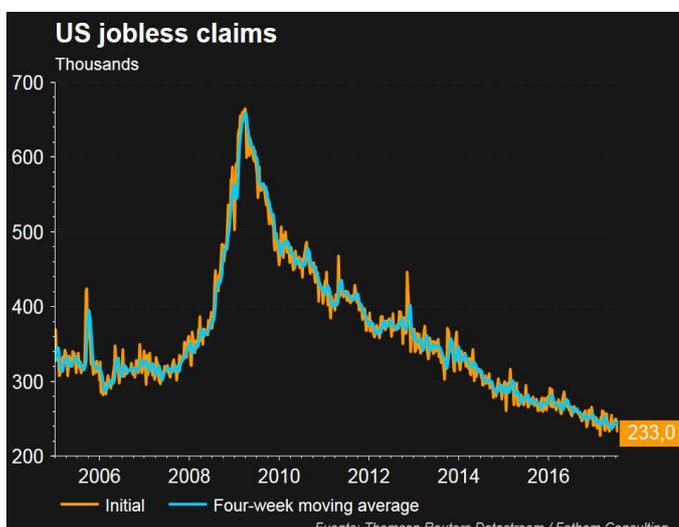
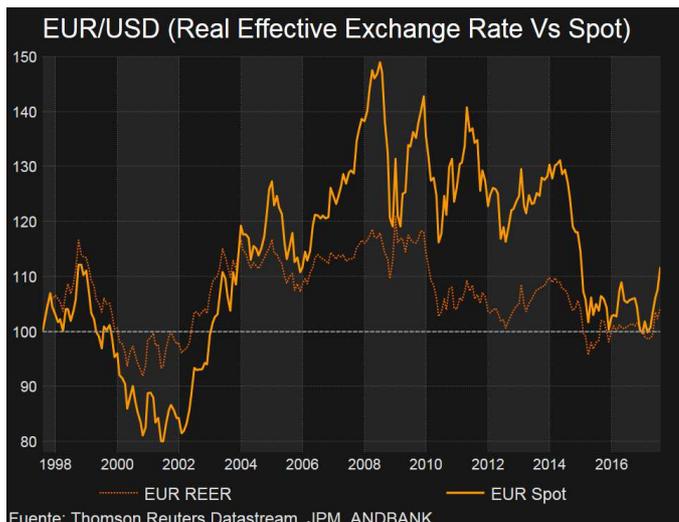
- El plan para derogar y sustituir Obamacare en el que los senadores republicanos llevaban meses trabajando no alcanzó los 60 votos necesarios para su aprobación el martes por la noche, habiendo recibido 43 votos a favor y 57 en contra. Nueve republicanos votaron en contra de la propuesta. El plan habría introducido fuertes recortes en Medicaid, el programa de atención sanitaria para quienes carecen de recursos, así como reducido los subsidios oficiales a las personas con rentas bajas para contribuir a sufragar el coste del seguro sanitario. Constituía la primera de varias votaciones previstas para esta semana dirigidas a derogar o a sustituir elementos de la ley de salud emblemática del presidente Barack Obama.
- Ha disminuido notablemente la capacidad del presidente Donald Trump para impulsar una reforma tributaria integral, que podría acabar ahora reducida a unos simples recortes de impuestos. Dadas las diferencias entre miembros del propio partido republicano, incluso esto resultaría difícil sin el eventual apoyo de algunos demócratas.

Temporada de publicación de resultados empresariales

- Se estima que los beneficios de las empresas del S&P 500 registraron en conjunto un crecimiento interanual del 7,6% en el segundo trimestre, según S&P Global. Por ahora, numerosas empresas han batido sus estimaciones y también superado las expectativas; al parecer, sólo las compañías de servicios públicos acabarán en rojo (Erin Gibbs, S&P Global).

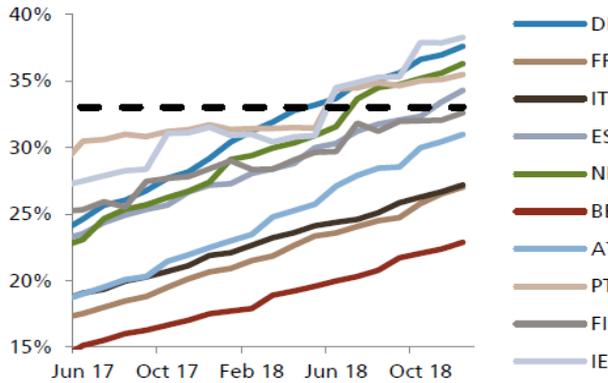
Mercados financieros

- Renta variable (S&P): PRECAUCIÓN (CARA).** Cotización objetivo: 2.233 puntos; salida: 2.456 puntos. Aspectos negativos: (1) La incertidumbre asociada a la política de Washington no ayuda. (2) Tras las elecciones, la dirección general del mercado ha seguido la evolución de la popularidad de Trump, y apreciamos un riesgo de decepción por el lado de las políticas. (3) Los niveles de valoración han vuelto al 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. (4) Aún pensamos que es necesario avanzar en la reforma del impuesto de sociedades para sostener subidas adicionales, preocupándonos que las expectativas de los inversores sobre el momento y el alcance de tal reforma puedan seguir pecando de excesivamente optimistas.
- Deuda soberana: PRECAUCIÓN (CARA).** Objetivo de rendimiento del bono de EE.UU. a 10 años (UST10): 2,68%.
- ¡Novedad! Deuda de empresas: CDX IG: NEUTRAL.** Hemos reducido nuestro objetivo a 55 pb desde los 70 pb del mes pasado; **CDX HY: NEUTRAL** (objetivo: diferencial de 323 pb).



Europa: Ha empezado la cuenta atrás para plegar el programa de QE del BCE.

Figure 9: DE, PT, NL, IE and ES would hit the PSPP's 33% issuer limit in 2018 in the event of a QE extension



Source: Bloomberg, ECB, UBS

Banco Central Europeo

- El personal del BCE que trabaja en Frankfurt está examinando escenarios para la senda futura del programa de QE con miras a informar la decisión de su Consejo de Gobierno, que se prevé para septiembre o quizás más tarde.
- Si bien esto no implica un cambio inminente en los estímulos monetarios (no se han definido aún propuestas ni calendarios), el estudio preliminar del personal del BCE incluye: (1) examinar el anuncio de la senda de reducción gradual de QE; (2) la posibilidad de ampliar QE a ritmo reducido; (3) estrategias híbridas. El BCE parece reticente a cualquier cambio significativo en el tenor de sus comunicados tras la reacción del mercado a las palabras de Draghi en Sintra.
- A partir de septiembre cabe esperar un debate abierto sobre la reducción de QE a medida que nos acerquemos a 2018, que es cuando surgirán los problemas de escasez de activos elegibles para su compra por el BCE. Hasta tanto no finalice dicha reducción no se producirá una subida de los tipos de interés (¿2019?).

Coyuntura macroeconómica

- El tono continúa siendo optimista, y los datos acompañan. Los datos basados en encuestas (PMI, confianza de consumidor) siguen estables en niveles indicativos de expansión. Las medidas efectivas de evolución de la actividad económica real también mejoran (producción industrial y ventas minoristas), dando continuidad a una reciente recuperación generalizada (Italia incluida).

Sector bancario

- La encuesta sobre préstamos bancarios del BCE refleja el crecimiento del crédito en todas las categorías en el segundo trimestre, apoyado en el aumento de la demanda y en la relajación de los criterios de concesión de crédito a empresas y hogares para la compra de vivienda.
- Se prevé una relajación continuada de los términos y condiciones de crédito.

Persisten los bajos niveles de inflación

- Las cifras de inflación siguen siendo dispares: en junio el dato de inflación general disminuyó en casi todos los países, tras haberlo hecho también en mayo; el de inflación subyacente, en cambio, repuntó ligeramente. La inflación bien podría seguir rondando estos niveles durante lo que queda de 2017.
- «Paciencia, confianza y persistencia» es, citando a Draghi, el nuevo «mantra del BCE» ante la recuperación de la inflación. Las expectativas de inflación podrían mejorar en el transcurso del año.

Reformas

- Francia: El FMI ha señalado que Francia dispone de una ventana de oportunidad única para reformar, de la mano de la aceleración del crecimiento, la debilidad de sus finanzas públicas y su alto nivel de desempleo, al tiempo que invierte su declive en competitividad. El FMI consideró adecuado el plan del nuevo gobierno francés de centrarse en recortar el gasto, y describió como amplias y ambiciosas las medidas (previstas para septiembre) para flexibilizar la legislación laboral.
- El presidente Macron explicó que el estado francés pedirá a las autoridades locales que ahorren 13.000 millones de euros hasta 2022 (un 0,65% acumulado del PIB actual, o el 0,13% del PIB cada año hasta esa fecha).
- El proyecto de ley pone en cuestión la reforma de la actividad de titulización en la zona euro. La futura titulización de préstamos improductivos (NPL) queda en entredicho por la letra pequeña de una nueva normativa europea que cuestiona la capacidad de los bancos europeos para sacar préstamos de sus balances. Los legisladores en Bruselas negociaron recientemente un proyecto de reglamento para la industria de titulizaciones que inesperadamente prohíbe la titulización de hipotecas, tanto por el prestamista original como por terceros que las comprasen, cuyos prestatarios hubiesen declarado sus propios ingresos. (Reuters)

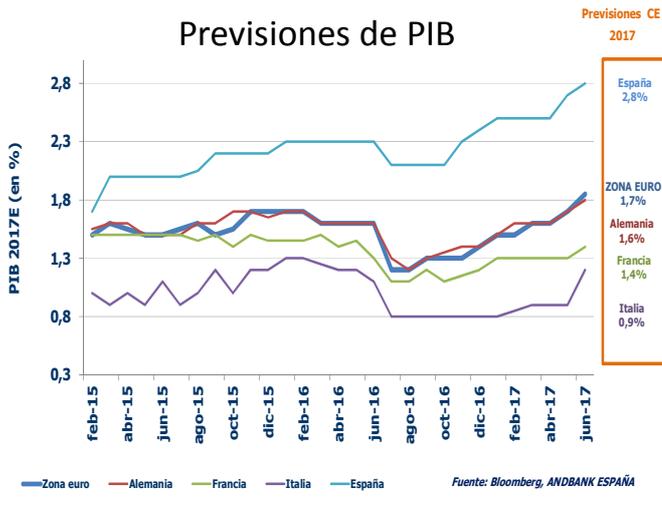
Política

- Italia: El Movimiento 5 Estrellas (M5S) ha reiterado su compromiso de convocar un referéndum sobre la permanencia del país en la zona euro en comentarios de su destacado diputado anti-sistema Alessandro Di Battista, quien reafirmó dicho compromiso después de que otros miembros del Movimiento suavizasen el tono al respecto. Interpelado en una entrevista sobre si se mantenía el compromiso, Battista afirmó: «Sí, por supuesto... Nuestra posición en absoluto ha cambiado». En los sondeos, M5S va prácticamente igualado en intención de voto con el Partido Demócrata.
- Países Bajos: Las negociaciones para formar un gobierno neerlandés de coalición han vuelto a fracasar, casi tres meses después de celebradas las elecciones.
- Reino Unido: Las negociaciones del *brexit* ya han comenzado, encontrándose la UE mejor posicionada al haberse debilitado la propuesta oficial británica después de los últimos resultados electorales (pérdida de popularidad de May, riesgo de elecciones anticipadas...). Reino Unido ya ha cedido en algunas cuestiones, como el reconocimiento de que habrá de pagar una factura de salida, o ha encajado el rechazo al intento de negociar simultáneamente el nuevo acuerdo comercial.
- Alemania: Las elecciones alemanas de septiembre no se consideran una fuente de riesgo. Merkel encabeza los sondeos de intención de voto. El foco podría ponerse en la profundización en la integración europea (SPD) o en los recortes de impuestos (FDP). Todas las partes coinciden en el objetivo de impulsar el gasto en infraestructuras.

Perspectiva de los mercados financieros

- Renta variable (STOXX 600): **NEUTRAL**. Objetivo: 368 puntos; salida: 405.
- Deuda soberana: **NEGATIVA (CARA)**. 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).

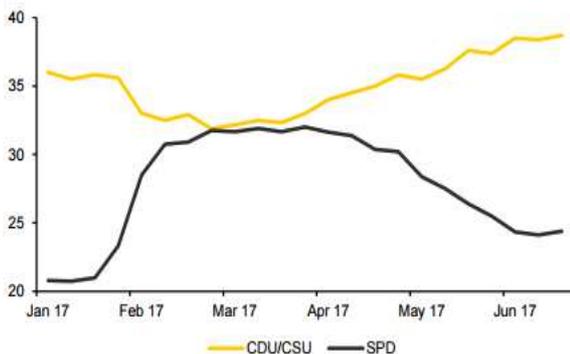
Previsiones de PIB



Fuente: Bloomberg, ANDBANK ESPAÑA

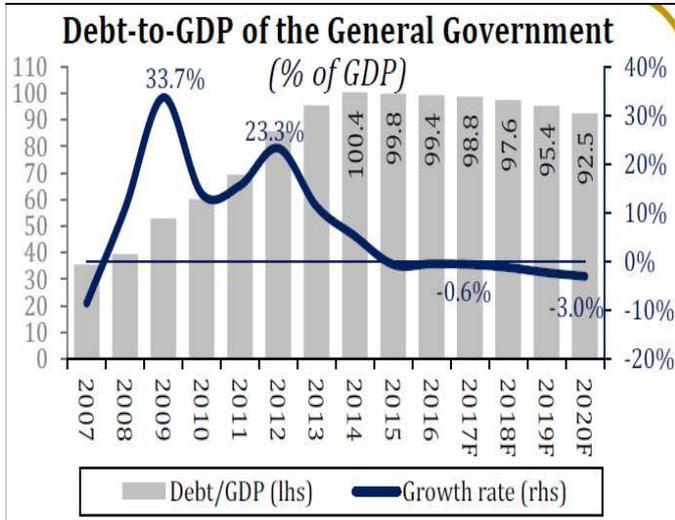
Mrs Merkel in an uptrend

Polls on voting intention for national parliament (Bundestag), weekly average of three to six institutes' findings, voting shares in %



Source: Polling institutes IFD Allensbach, Emnid, Forsa, Forschungsgruppe Wahlen, GMS, Infratest dimap, INSA (according to wahlrecht.de, download of 27 June, 2017), Commerzbank Research

España: *La dinámica positiva se mantiene.*



Perspectivas económicas

- Elevamos el objetivo de crecimiento del PIB en 2017 al 3%. Las encuestas siguen prestando apoyo y no cabe descartar revisiones al alza que se amplíen a 2018.
- Buenas cifras en el ámbito laboral. El paro registrado en junio (-98,300) acerca al total de solicitantes de empleo al nivel más bajo de los últimos ocho años. En los últimos doce meses el desempleo ha caído en 404.000 personas (un descenso del 11% interanual).
- Aunque es bien sabido que junio suele ser un buen mes en creación de empleo, vale la pena mencionar el aumento en los datos de afiliación a la Seguridad Social en todos los sectores. Asistimos a una recuperación generalizada del empleo.
- Es cierto que la mayoría de los contratos son temporales (lo son el 91% de los registrados hasta junio). Con todo, el objetivo oficial de tasa de desempleo parece más cercano y ahora alcanzable (16,5% para 2017).

Panorama fiscal y reducción del endeudamiento

- El Parlamento español aprobó el proyecto presupuestario para 2018 que presentó el primer ministro Rajoy, un primer paso para aprobar los presupuestos generales del Estado, después de que el partido gobernante en minoría accediera, en un intento por granjearse apoyos y consolidar su mandato, a recortar impuestos y a aumentar la financiación a las administraciones territoriales. Los parlamentarios aprobaron, con 175 votos a favor y 173 en contra, el proyecto del Gobierno, que prevé un gasto del sector público de 119.800 millones de euros el próximo año, lo que representa un incremento del 1,3% sobre el presupuesto de 2017. También se aprobó el plan del Gobierno para reducir el déficit presupuestario, que debería pasar del 4,5% del PIB en 2016 al 3,1% este año.
- El objetivo de déficit presupuestario se mantiene en el 2,2% del PIB para 2018, con un objetivo de ratio de endeudamiento (deuda pública neta/PIB) fijado en el 97,6%, un porcentaje que se reduce en las proyecciones para 2019-2020.
- El desapalancamiento del sector privado prosigue su curso. En el último trimestre de 2016 disminuyó la deuda de las empresas no financieras y la de los hogares.

Inflación

- Por lo que respecta a la inflación, no hay novedades reseñables. Las cifras del IPC medidas para España están en total consonancia con las europeas, reflejando una disminución de la inflación general (del 2% al 1,6%) y una leve recuperación de la inflación subyacente (al 1,18%) ante el alza de los precios en el sector servicios (véase el gráfico 2).

Sector bancario y reformas

- El FMI indicó, en su informe *España: Declaración Final de la Misión de la Consulta del Artículo IV de 2017*, que España debe abordar las persistentes insuficiencias de su sector financiero. Afirmó que sin progresos en las reformas estructurales y en la reposición de los amortiguadores fiscales, España sigue siendo vulnerable a perturbaciones y a riesgos.
- El FMI añadió que debe acometerse sin demora la resolución de vulnerabilidades pendientes asociadas al elevado endeudamiento público, así como completar la reestructuración bancaria que se emprendió tras la crisis y sigue inconclusa.

Préstamos improductivos (de dudoso cobro)

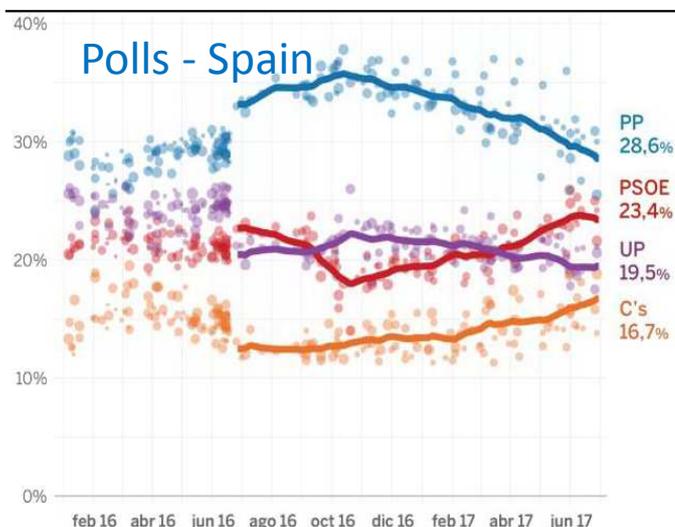
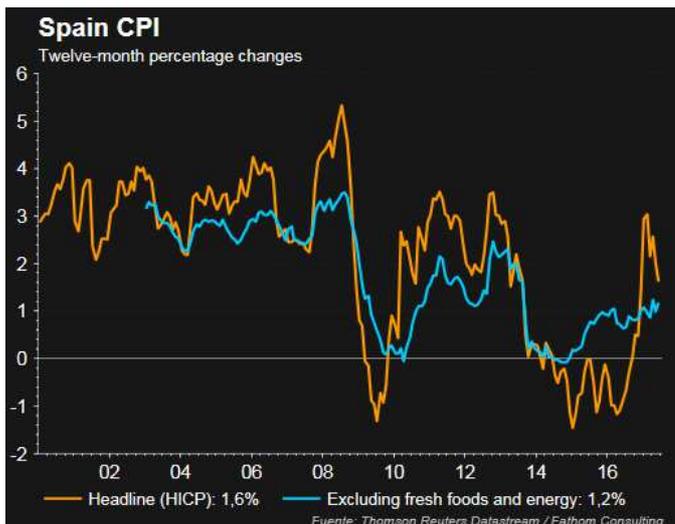
- Bain Capital Credit compró esta semana carteras de préstamos incobrables en Portugal y España por un importe total aproximado de mil millones de euros, lo que es reflejo de la mayor demanda de activos perjudicados en toda la zona euro. El grupo de capital-riesgo anunció el martes la compra de 476 millones de euros de préstamos morosos del banco estatal portugués Caixa Geral de Depósitos y 489 millones en préstamos dudosos de la entidad española Ibercaja Banco.

Política

- Las últimas encuestas muestran una tendencia decreciente en la intención de voto al PP, con PSOE y Unidos Podemos más o menos manteniéndose. Ciudadanos sigue reflejando en los sondeos un avance constante.

Mercados financieros

- **Renta variable (IBEX): NEUTRAL.** Objetivo: 10.116 puntos; punto de salida: 11.128 puntos (sin cambios). Noticias positivas sobre la evolución de los costes laborales y financieros, con datos del primer trimestre del Instituto Nacional de Estadística (INE): los costes laborales fueron una de las principales sorpresas, pudiendo afectar directamente a nuestra previsión de beneficios. Preferimos, con todo, esperar a conocer los resultados del segundo trimestre antes de revisar nuestra previsión de márgenes de beneficio (8,3%) y a obtener confirmación directamente de las empresas de que sus costes no están aumentando.
- **Deuda - Bono del Estado español a 10 años: PRUDENCIA.** Nuestro objetivo de rendimiento a fin de año se mantiene en 1,9%.



China: El desapalancamiento financiero está en curso; el ciclo de endurecimiento (y de reflación) ya ha tocado techo.



Coyuntura macroeconómica

- El PIB creció un 6,9% interanual en el segundo trimestre (igualando con ello el crecimiento del primer trimestre), frente a la previsión del consenso del 6,8%.
- Puesto que la ralentización en el crecimiento del crédito se ha concentrado en el segmento más efervescente del mercado (préstamos a instituciones financieras no bancarias, más que en préstamos a la economía real), no se ha reflejado en una caída del crecimiento del PIB.
- La economía sigue respaldada por unos sectores inmobiliario y exportador cuya pujanza supera lo esperado. Aun cuando las medidas restrictivas que afectan a adquisiciones e hipotecas han enfriado las operaciones en las grandes ciudades con mercados más recalentados y en sus ciudades satélites, el resto del mercado nacional no ha resultado afectado y, de hecho, el volumen de viviendas vendidas en el conjunto del país aumentó un 13%.
- El sector exterior también destacó muy positivamente en el primer semestre del año. Expresadas en moneda local, las exportaciones e importaciones no habían alcanzado niveles tan altos desde 2011. Las exportaciones se beneficiaron tanto de la recuperación económica de los mercados desarrollados como del ajuste del tipo de cambio del renminbi en el curso de los últimos dos años, lo que ayuda a explicar la fortaleza de la producción industrial.

Políticas monetaria y fiscal

- Enfoque macroprudencial: En algunos medios de comunicación chinos se empieza a anunciar el éxito de las medidas de desapalancamiento financiero, avanzándose argumentos como que el préstamo interbancario ha disminuido de una manera significativa; que el número de nuevos productos de gestión de patrimonios se ha reducido; una contracción del balance de un gran banco por acciones privado y la desaceleración del crecimiento del agregado monetario M2 (+9,4% en junio, su menor tasa registrada). Todo esto sugiere que el proceso de endurecimiento de las condiciones crediticias está más o menos completado. Tanto Xi como el primer ministro Li Keqiang enfatizaron la importancia del «desapalancamiento» en la economía real.

Reformas

- La Conferencia nacional de trabajo sobre cuestiones financieras (FWC) es un gran evento, que se celebra con periodicidad quinquenal, con un historial de decisiones que marcaron de forma decisiva la estructura y el desarrollo del sector financiero de China en los años siguientes. En 1997 constituyó cuatro grandes sociedades de gestión de activos para resolver el asunto de las deudas incobrables en bancos estatales. En 2002 estableció la Comisión reguladora del sector bancario de China y allanó el camino para que entidades bancarias con participación estatal pudieran ser admitidas a cotización en Bolsa. En 2007 creó la Corporación de Inversiones de China para gestionar una parte de las reservas de divisas del país.
- En esta última reunión del FWC, el presidente Xi urgió a reforzar la regulación financiera, destacando la importancia de protegerse frente a los riesgos financieros sistémicos. Xi añadió que el Gobierno continuará impulsando el desapalancamiento de la economía, adoptará con firmeza una política monetaria prudente y dará prioridad a reducir el apalancamiento en las empresas estatales.
- En la reunión de este año se hizo hincapié en: (1) reforzar la regulación financiera para contener los riesgos, y (2) centralizar más el marco regulatorio financiero de China y unificar más el control político. Con este fin, la Conferencia de trabajo decretó el establecimiento del Comité de Desarrollo y Estabilidad Financiera de alto nivel del Consejo de Estado, por encima de los organismos reguladores de China existentes, que supervisará la política de regulación financiera. Colocar a los cuatro reguladores bajo un solo comité debería en teoría reducir las luchas internas por el poder y atajar el arbitraje regulatorio.
- China está considerando permitir a las agencias de rating extranjeras asignar calificaciones crediticias a los bonos emitidos *onshore*: «Esto podría ocurrir muy pronto, en este mismo año» (Gao Pan Gongsheng, del Banco Popular de China).

Geopolítica

- Negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos: Las conversaciones bilaterales entre China y EE.UU. han avanzado con lentitud, con un plan de acción de 100 días que vence el domingo. Las negociaciones, que comenzaron en abril, han producido algunos resultados, como la reapertura del mercado chino a la carne estadounidense después de 14 años y el compromiso de China de comprar gas natural licuado estadounidense. Las empresas estadounidenses también han tenido acceso a algunos segmentos del sector de servicios financieros de China.

Inversiones en el extranjero

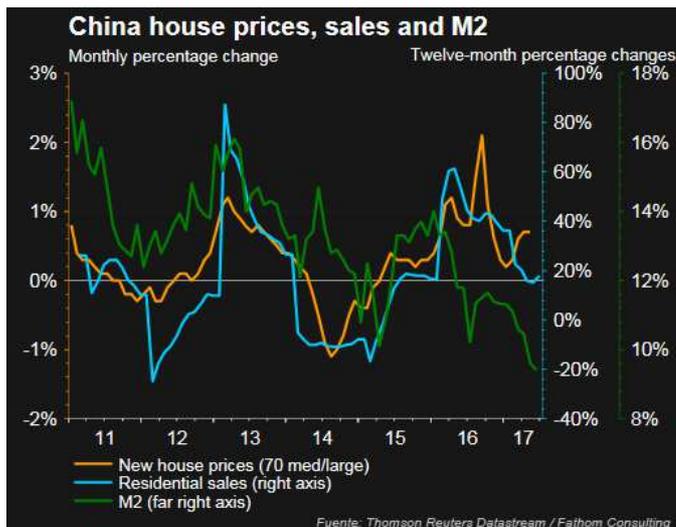
- La inversión directa china en el extranjero se desploma: El Ministerio de Comercio anunció que la inversión directa en el exterior cayó un 11,3% interanual en junio, ascendiendo la caída acumulada en el primer semestre a 48.190 millones de USD (-45,8% interanual). Recuérdese que, tras el volumen récord de compras que se alcanzó en 2016, las autoridades impusieron restricciones a la adquisición de activos en el extranjero por empresas chinas. El Ministerio atribuyó la caída del primer semestre al aumento de la incertidumbre en el extranjero y a las medidas introducidas para frenar un comportamiento «irracional» en la inversión.

Calificación de solvencia

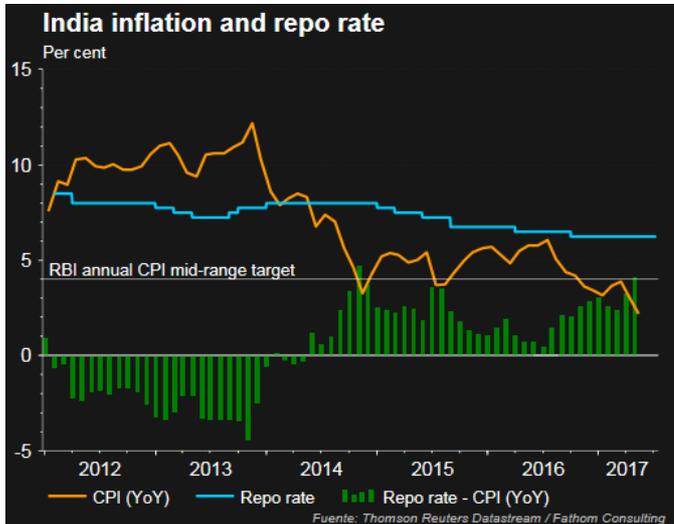
- Fitch reafirma la calificación de 'A+' con perspectiva estable para China basándose en su fortaleza económica, aunque advirtió que un incremento del apalancamiento general de la economía en el contexto de la continua adhesión a ambiciosas metas de crecimiento del PIB eleva el potencial de perturbaciones económicas y financieras.

Mercados financieros

- Renta variable (Shanghái): **NEUTRAL**. Punto de salida: 3.387.
- Renta variable (Shenzhen): **POSITIVA**. 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: Los nuevos conceptos son el «modelo de colaboración estratégica» y el nuevo «procedimiento de licitación de defensa».



Potencial desarrollo de una industria de defensa moderna

- India es el mayor importador de armas del mundo, ya que depende en gran medida de armamento extranjero para mantener un cierto equilibrio de poder con Pakistán y China. En junio estallaron tensiones latentes entre India y China en su frontera de 3.500 km, con fricciones entre tropas a lo largo de la línea de control efectivo en la región himalaya de Sikkim. Los dos gigantes asiáticos no libran una guerra desde 1962, pero la desconfianza es profunda (Tom Miller).
- India gastó 56.000 millones de USD en defensa en 2016, más que Francia, Japón y Reino Unido. Su cuota en las importaciones mundiales de armas pasó de menos del 10% en 2007-11 al 13% en 2012-16, muy por delante de Arabia Saudita, el segundo mayor importador, según estimaciones del International Peace Research Institute de Estocolmo.
- Este gasto colocó a la India en cuarto lugar en un ranking de las mayores fuerzas armadas del mundo, pero en realidad refleja una debilidad fundamental: la India depende casi enteramente de naciones tecnológicamente más avanzadas para su seguridad nacional. En consecuencia, Nueva Delhi se ha propuesto desarrollar una industria de defensa moderna acorde con el estatus de la India como una de las principales potencias militares del mundo. India está presionando para desarrollar su propio armamento. En mayo aprobó el último elemento de su **procedimiento de licitación en el sector de defensa**, que permitirá a empresas privadas y a socios de empresas conjuntas extranjeras competir con fabricantes de armas estatales.
- La tarea es más urgente ahora, cuando se desmoronan las certezas del pasado en materia de seguridad. China triplicó su gasto militar entre 2005 y 2015 (invertió 215.000 millones de USDD en defensa en 2016. Tres veces más que Japón).
- Modi se mostró optimista ante la perspectiva de que India y China colaborasen más en cuestiones comerciales, pero el impulso de las infraestructuras de China hacia el sur de Asia ha levantado suspicacias en India, donde la iniciativa OBOR se considera una estrategia china para granjearse una esfera de influencia en el patio trasero de la India, con la construcción de puertos como medio de crear una plataforma para el expansionismo militar. Además, Delhi ha criticado el «corredor económico» de China-Pakistán, que atraviesa territorio disputado en Cachemira.

Estrategia de Delhi y perspectivas: el «modelo de asociación estratégica»

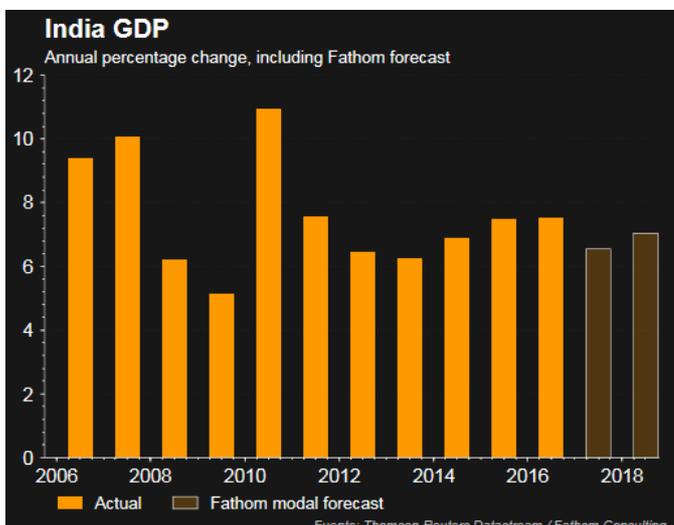
- De hecho, es bien probable que el proyecto no prospere e India siga dependiendo del armamento importado y de la tecnología extranjera. No por nada, Obama forjó una buena relación con Modi, que culminó en 2015 con la «Visión estratégica conjunta para la región de Asia-Pacífico y el Océano Índico», en virtud de la cual India podría continuar confiando en su pujante asociación estratégica con EE.UU. para importaciones de defensa. Sin embargo, según fuentes, desde la elección del Presidente Trump, los expertos en estrategia indios dudan de que puedan seguir confiando en EE.UU. para el mantenimiento de la seguridad en Asia.
- India se apresta a licitar hasta 200 aviones de combate monoturbinas, por cuya fabricación compiten Lockheed Martin y Saab. Ambas compañías han prometido construir el avión en la India.
- Lockheed Martin, el mayor contratista de defensa del mundo, firmó en junio un acuerdo con Tata Advanced Systems Ltd para constituir una empresa conjunta.
- El nuevo procedimiento de adquisiciones hace esperar un aluvión de empresas conjuntas entre compañías privadas indias y socios extranjeros, lo que eliminaría el monopolio de las nueve grandes compañías de defensa de la India, que hasta ahora han sido incapaces de desarrollar la capacidad de defensa nacional (la India importa el 65% de su material de defensa, fabricando apenas el 35% en el país). El gobierno quiere invertir esta proporción gracias al nuevo modelo de asociación estratégica, que inicialmente se centrará en aviones de combate, helicópteros, submarinos convencionales y tanques.

Reformas encaminadas a lograr este objetivo en la industria militar

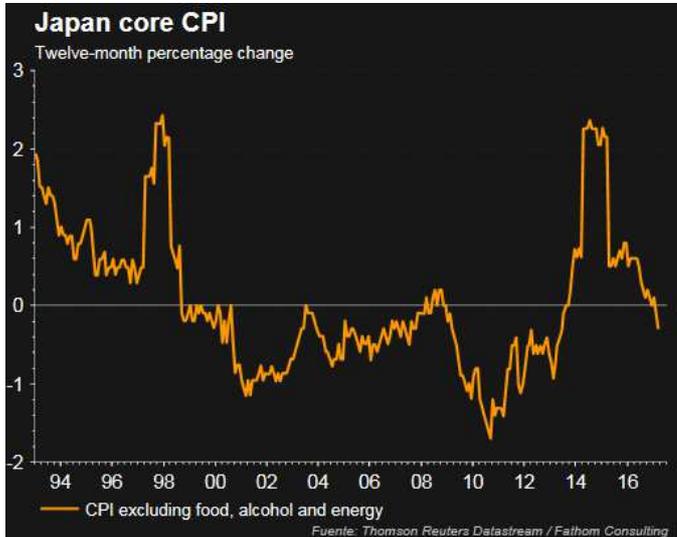
- Para impulsar la I+D nacional (comenzando por la industria de defensa) y hacer de la India una potencia industrial, el gobierno: (1) elevó el porcentaje máximo de participación extranjera en la industria militar del 26% al 49%; (2) racionalizó el proceso de autorización para contratar con Defensa, y (3) simplificó la estructura tributaria de esta industria. Son buenas noticias para Tata Power, BEML, Larsen & Toubro, Bharat Electronics. El objetivo es producir en la India, adquirir suministros en la India y exportar desde la India.
- Cuándo pueda dar la India el salto a construir una industria de defensa propia moderna es otra cuestión. Nadie sabe a qué ritmo avanzará el gobierno. Podrían pasar décadas antes de que la India pueda sustituir las tecnologías extranjeras por tecnología propia.

Mercados financieros

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



Japón: **El GPIF, entre los 10 principales accionistas de 2000 empresas japonesas.**



Programa de relajación cuantitativa y cualitativa (QQE) y mercado bursátil

- El informe anual del Fondo de Inversión de Pensiones del Gobierno (GPIF), cuyas participaciones se elevaron un 15% en el ejercicio 2016, hasta los 35 billones de JPY (310.000 millones de USD), se había convertido en uno de los diez principales accionistas de casi 2.000 empresas japonesas (más de la mitad de todas las que están admitidas a cotización en Bolsa) a finales de marzo. La ponderación de las acciones japonesas se incrementó 1,6 p.p., hasta el 24,3%, aproximándose a la asignación objetivo del 25%.

Bando de Japón (BoJ)

- El Banco de Japón (BoJ) previsiblemente mantendrá su política sin cambios. Una encuesta de Bloomberg puso de manifiesto que, de los 43 analistas encuestados, ninguno prevé un cambio en la política del BoJ, con expectativas prácticamente unánimes de que no habrá cambios antes de que termine, en abril del próximo año, el mandato del gobernador Haruhiko Kuroda.
- El banco central tiene visos de mantener su objetivo de rendimiento para el bono japonés (JGB) a 10 años en torno al 0%.
- El cambio general en las políticas revela el fallo en el control de la curva de tipos-plazos del BoJ: las recientes acciones del banco central para defender su objetivo de rendimiento ponen de relieve los retos que afronta al combatir fuerzas del mercado que escapan a su control. Desde el BoJ se señala que, al ofrecerse a comprar JGB al mismo tipo al que intervino en febrero mediante operaciones a tipo fijo, el BoJ ha definido de hecho un umbral que tendrá que defender cada vez que factores externos empujen al alza los rendimientos japoneses.

Coyuntura macroeconómica

- Previsión de PIB bajo, pero estable: La Oficina del Gabinete mantuvo sin cambios su previsión de crecimiento del PIB para el ejercicio 2017 en el 1,5%. Para el ejercicio 2018, el crecimiento previsto es del 1,4%.
- Producción industrial en mayo: -3,6% (previo: -3,3%), +4,8% interanual (4,3%).
- Pedidos industriales en mayo: +0,6% (previo: 2,7%), -3,6% interanual (-3,1%).
- Índice de actividad del sector terciario en mayo: 0,1% (previo: +1,4%).
- Menor confianza de los consumidores: 43,3 (previo: 43,6).
- Actividad de préstamo bancario: +3,3% interanual (previo: +3,2%).
- Indicador económico simultáneo: -1,6 (previo: 2,7); indicador adelantado (LEI): 0,5 (previo: -1,5).
- Inflación: El Sankei informó de que el BoJ está planteándose revisar a la baja su previsión de inflación antes de la reunión de política monetaria del 19-20 de julio. La previsión de inflación para el ejercicio 2017 se reduciría 0.1-0.4 p.p. desde el 1,4% publicado en abril.
- Salarios: La Federación de Empresas de Japón (Keidanren) indicó que las grandes empresas concedieron subidas salariales equivalentes al 2,34% en 2017, un alza de 0,07 p.p. respecto al año anterior.
- Declaraciones oficiales sobre el bajo crecimiento salarial: El gobierno sostiene que los factores que están frenando el crecimiento de los salarios son la insuficiente inversión en capital y la baja productividad.

Política

- Una encuesta de Kyodo reveló que el índice de aprobación del gabinete ejecutivo de Abe cayó un 9,1% desde junio hasta ser sólo del 35,8%, el nivel más bajo desde que Abe comenzó su segundo mandato como primer ministro en 2012.
- Kyodo informó de que el ministro de Asuntos Exteriores, Fumio Kishida, quiere renunciar a su cargo con ocasión de la reorganización del gabinete del primer ministro Shinzo Abe el próximo mes, una señal de que puede estar pensando es aspirar a sustituir al cada vez más impopular líder. Abe está considerando cambios drásticos en su gabinete el 3 de agosto.

Sector exterior y proteccionismo

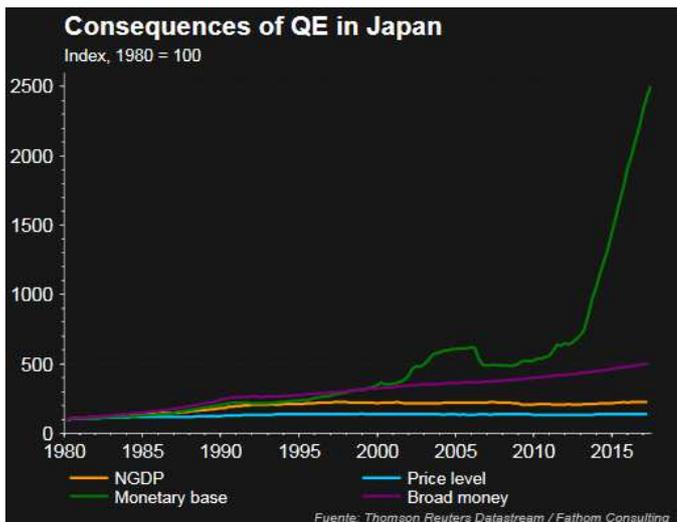
- Japón prevé modificar el reglamento por el que se rige la inversión extranjera. El Ministerio de Hacienda dará pronto a conocer las nuevas exigencias para autorizar ésta en ámbitos sensibles, dirigidas a protegerse frente a fugas de tecnología crítica y a contrarrestar las críticas de que el proceso de autorización actual peca de opaco (el requisito de autorización se activa al adquirirse una participación del 10% o más en una empresa cotizada en estas áreas, o cualquier participación en una no cotizada).

Beneficios empresariales

- Sector comercial minorista:** El beneficio medio antes de impuestos de aquellos minoristas japoneses que comunicaron los resultados obtenidos en el trimestre de marzo-mayo aumentó un 0,6% interanual, la menor tasa de crecimiento de los dos últimos años, con 26 de 61 anotándose mayores ganancias. Las tiendas de proximidad se rezagaron, mientras que los grandes almacenes mantuvieron una relativa firmeza, gracias en parte a cierto repunte del turismo extranjero.
- Las compañías de fletamento marítimo podrían anotarse ganancias en el primer trimestre.** Nippon Yusen, OSK Lines y Kawasaki Kisen Kaisha registrarán previsiblemente beneficios antes de impuestos en el trimestre de abril-junio, en lo que sería la primera vez en siete trimestres que los tres principales fletadores de Japón no sufren pérdidas.
- Los analistas son optimistas sobre los resultados **de las compañías japonesas de electrónica y fabricación de maquinaria:** El Nikkei se hizo eco de recientes revisiones al alza por los analistas de las previsiones de resultados del sector electrónico y de otros orientados a la exportación en la antesala de la temporada de publicación de resultados del trimestre de abril-junio. Nomura revisó al alza el crecimiento del beneficio de explotación de Rohm, JPMorgan elevó la cotización objetivo de Sony, y los resultados de Ricoh, Hitachi Zosen y Nintendo fueron objeto de significativas revisiones al alza por los analistas.

Mercados financieros

- Renta variable (Nikkei 225): NEGATIVA (CARA).** Punto de salida: 19.528.
- Deuda: NEGATIVA (CARA).** Objetivo para el bono a 10 años: 0%.
- Divisa: CARA.** Objetivo por fundamentales USD/JPY: 115.



Brasil: La inestabilidad política persiste, pero Temer no cede. Se aprueba la reforma laboral. Salarios reales impulsados por la baja inflación.



Política

- **Situación actual de Michel Temer:** Tras una evolución de los acontecimientos que le fue favorable en el Tribunal Supremo Electoral a principios de junio, el presidente Temer se enfrenta a un nuevo desafío: los delitos imputados por Rodrigo Janot, el Fiscal General. En primer término se le acusa de corrupción pasiva a partir del contenido de las conversaciones grabadas con JBS. El proceso no ha concluido y la acusación se someterá al Congreso a principios de agosto, necesitándose 342 votos (de 513) para su aceptación y remisión para juicio a la Corte Suprema. Es el mismo número de votos necesarios para un proceso de destitución. No creemos que el capital político de Temer se haya erosionado hasta tal punto, sobre todo considerando la proximidad del calendario electoral de 2018.
- Pese a las noticias desfavorables, Temer ha logrado mantener más o menos sus apoyos en el Congreso. El PSDB (el principal aliado socialista) sigue manteniendo sus ministerios a pesar de haber declarado públicamente una «salida inminente» y el grupo llamado «Centrao» (el mayor grupo de congresistas que colabora con la coalición actual) sigue negociando con el gobierno cuestiones de interés.
- **Persiste la inestabilidad política.** Los delitos imputados relacionados con JBS mantendrán el escrutinio del Congreso sobre el presidente durante algunos meses, ya que el Fiscal General está preparando al menos dos cargos más (de obstrucción a la justicia y de organización criminal, cuya presentación se espera para agosto y septiembre). Puesto que cada cargo debe someterse al Congreso, Temer tendrá que negociar con sus aliados cada vez en peores términos, es decir, a un mayor coste político.
- Además, existen riesgos adicionales en los pactos que posiblemente negociarán con la fiscalía Eduardo Cunha y Lucio Funaro en los próximos meses. La aparición de pruebas sustanciales que implicasen a Temer podría complicar su mandato, aunque no consideramos que esto pueda constituir un riesgo.

- **Qué cabe esperar en el ámbito político.** Pese a la situación aún delicada del presidente, la clase política en general tiene poco que ganar con su destitución por el momento, ya que sobre él puede hacerse recaer el coste político de reformas impopulares.

Reformas estructurales

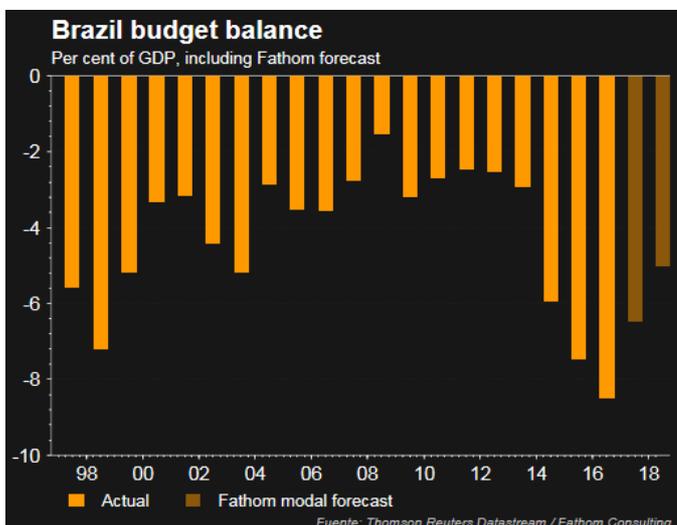
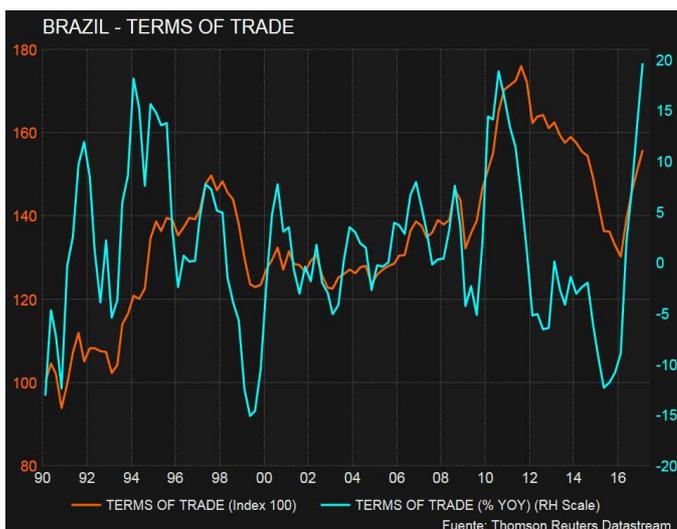
- El Senado aprobó finalmente el proyecto de ley para reformar la legislación laboral (por un amplio margen de 50 votos a favor y 26 en contra), que fue sancionado por el presidente. Temer propondrá algunos cambios, si bien estos no afectarán a las ganancias de productividad que pueda generar el proyecto de ley original.
- Por su parte, la reforma de la seguridad social carece aún de calendario definido. Los delitos imputados que traen causa del caso JBS previsiblemente reducirán la capacidad del gobierno para sacar adelante el proyecto en su redacción original. Pensamos que se acabará aprobando, si bien inicialmente en una versión algo diluida (y articulada además a través de la normativa ordinaria).

Economía

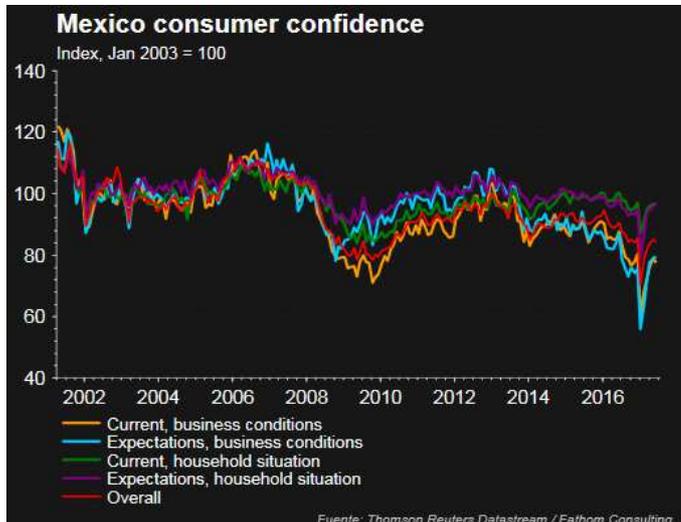
- **Los ingresos tributarios muestran cierta reacción:** La recaudación tributaria ascendió en junio a 104.100 millones de BRL en términos reales, lo que equivale a un incremento del 3% interanual. La mejora del mercado laboral ha contribuido en el caso de las cotizaciones ingresadas por la seguridad social. El incremento de las ventas de automóviles y la producción industrial han elevado la recaudación por IPI (impuestos a los productos industrializados), que aumentó un 14,81% en términos reales. La situación fiscal del gobierno total, con todo, sigue siendo muy delicada, previéndose para este año un déficit primario de 139.000 mill. de BRL.
- **Primer mes con deflación en años:** La caída de 0,23 p.p. en el índice IPCA representa la primera deflación mensual desde 2006. En total, el primer semestre ha registrado la menor inflación desde 1994, con una media móvil de los últimos 12 meses del 3,0% (exactamente el extremo inferior de la banda objetivo para la meta de inflación). El constante aumento de los precios a una tasa reducida ayuda a mejorar los salarios reales y favorece el consumo básico.
- **Reducción de la meta de inflación:** El Consejo Monetario Nacional ha reducido la meta de inflación al 4,25% para 2019 y al 4,0% para 2020, lo que refleja expectativas de que la economía brasileña ha progresado en la reducción de la inflación estructural. Advirtiéndose que, por lo que respecta a los precios de mercado, las expectativas de inflación están bien ancladas y en la actualidad el banco central está cumpliendo su mandato.

Mercados financieros

- **Renta variable (iBovespa): NEGATIVO (corto plazo). NEUTRAL-POSITIVO (largo plazo).** Punto central: 66.500; punto de salida: 69.700. iBovespa cotiza actualmente en niveles que no esperábamos que se alcanzaran antes de final de año, una vez que se aprobasen las reformas estructurales. En términos de valor ajustado por el riesgo, preferimos los bonos del Estado de mayor duración sobre las acciones.
- **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%. Ahora pensamos que el tipo Selic se situará en el 8,0% anual y que los tipos de interés reales rondarán el 5,0% anual, como máximo, al final de 2017.
- **Divisa: NEUTRAL.** Pese a la elevada incertidumbre política el real brasileño debería cotizar a niveles ligeramente más altos, como 3,10-3,30 BRL por USD. Perspectivas: 3,20 BRL por USD en diciembre de 2017 (consenso del mercado: 3,30 BRL por USD; cambio actual: 3,15 reales por dólar).



México: Los aranceles aduaneros parecen no estar ya entre las prioridades de Trump.



Inicio oficial de las negociaciones del TLCAN

- Aun cuando la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN/NAFTA) debe iniciarse el 16 de agosto, el escenario se presenta menos negativo, por lo que es menos probable que Estados Unidos denuncie el Tratado. Uno de los sectores que facilitará la negociación del acuerdo comercial trilateral es el energético, ya que las autoridades de EE.UU. y México prevén una resolución rápida en cuestiones de suministro de hidrocarburos, oleoductos y gasoductos.
- Los gobiernos de Estados Unidos y México anunciaron un «acuerdo de principios», diseñado para evitar una guerra en el comercio del azúcar, que ayuda a sentar las bases para conversaciones de mayor calado de modificación del TLCAN.
- Estados Unidos ha obtenido ventaja táctica con ese acuerdo de principios sobre el comercio del azúcar 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 se eliminaría un fastidioso pleito comercial entre ambos países que allanaría el inicio de la renegociación del TLCAN este agosto, con miras a concluir las conversaciones para finales de año.
- El 17 de julio, Robert Lighthizer, representante de EE.UU. en las negociaciones, reveló que el recurso a un impuesto de igualación aduanero había desaparecido de las prioridades del gobierno Trump. Esto hace que los objetivos de negociación propuestos por EE.UU. resulten menos restrictivos para las relaciones comerciales bilaterales, por lo que el anuncio de estas prioridades fue bien recibido por los mercados y por las autoridades de México.
- Suponemos que la negociación se centrará en las «normas de origen», que establecen las condiciones para que un producto pueda beneficiarse del libre comercio. Una de las principales se refiere al Contenido de Valor Agregado (o de valor producido en el seno del bloque comercial), la cual a su vez se divide en dos grupos: el régimen específico de productos y el régimen amplio. Esta última categoría comprende «reglas de minimis» (que estipulan el contenido máximo de materiales externos admisible en un producto) y la «regla de acumulación» (que permite tratar los productos importados como si fueran nacionales). Estas reglas son muy flexibles, por lo que es probable que la negociación recaiga sobre ellas.



Finanzas públicas

- En mayo se registró superávit presupuestario, incluso excluida la parte del saldo de las operaciones del Banco de México que se transfiriere a la Hacienda mexicana.

Banco Central de México (Banxico)

- Banxico elevó otra vez, el 22 de junio, su tipo de interés de referencia en 25 pb. Con esta medida el banco central mexicano se ha convertido en la autoridad monetaria con la política monetaria más restrictiva del mundo.
- Esta vez el comunicado y el acta de la reunión revelaron que Banxico prevé hacer ya una pausa en su ciclo de alzas de tipos, habiendo alcanzado la inflación un pico a juicio del banco central. Esto no implica que vayamos a presenciar un recorte de tipos en el futuro inmediato.
- Los analistas prevén que el tipo de interés oficial cerrará 2017 en el 7% (el mes pasado esperaban que lo hiciera en el 7,25%). No se prevén recortes efectivos, ni el inicio de un ciclo de bajadas, antes de los comicios electorales de junio de 2018. Agustín Carstens, gobernador del banco central, declaró que el instituto emisor no necesariamente seguirá la senda de alzas de tipos de la Fed si decidiera hacerlo en septiembre o diciembre.

Panorama económico

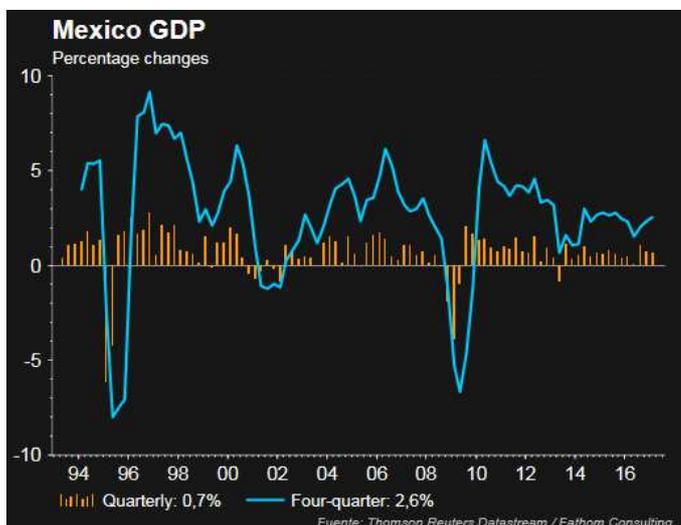
- Los principales indicadores crecieron de forma moderada (actividad económica, exportaciones, ventas del sector privado, etc.)
- Analistas privados, el Ministerio de Hacienda y el banco central revisaron al alza las previsiones de PIB para 2017, situándolas en una banda del 1,5%-2,5%.

Inflación

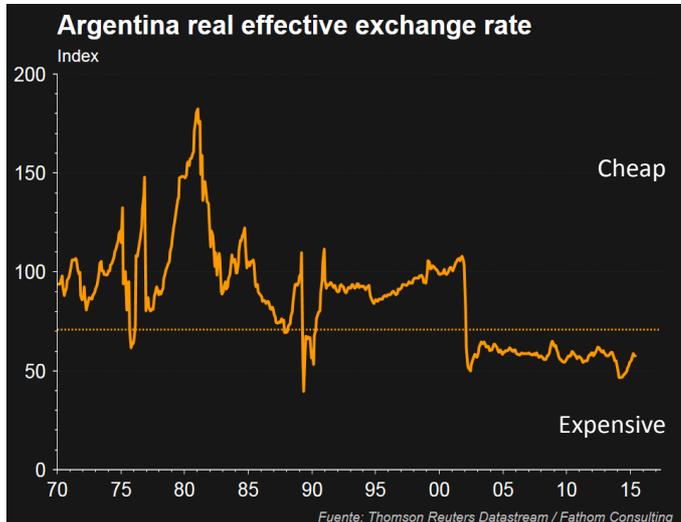
- El IPC sigue superando el objetivo a medio plazo de Banxico del 3% ($\pm 1\%$) por la repercusión de la depreciación cambiaria registrada en 2016 y la continua alza de los precios agrícolas (IPC del 6,31% anual).
- Las expectativas del sector privado sitúan el IPC en el 6% a final de año y prevén una convergencia hacia el objetivo de largo plazo del banco central del 3% ($\pm 1\%$) para 2018.

Mercados financieros

- Renta variable (IPC Gral): NEUTRAL.** Cotización central por fundamentales: 51.000 puntos; punto de salida: 52.000 puntos. El entorno global aguenta bien y las recientes revisiones al alza de mercados emergentes han repercutido de forma favorable en el índice bursátil mexicano IPC, cuyo nivel de cotización se mantiene en máximos históricos (51.200).
- 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): 4,35%. Esperamos una curva de rendimientos aplanada por efecto de la estabilización de las expectativas de inflación y del escenario de crecimiento económico reducido. El diferencial entre M10 y T10 podría rondar los 450-475 pb. Nuestra previsión es de una subida de tipos de interés siguiendo la estela de la Fed de EE.UU. y de ningún cambio más en el panorama de tipos de interés mexicanos. Para T10 prevemos un diferencial de 150-180 pb frente al bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años.
- iNOVEDAD! Divisa: PRECAUCIÓN.** El objetivo de tipo de cambio se ha revisado a 18,20 pesos por dólar. Los menores riesgos en relación con el TLCAN refuerzan la posición del MXN frente al USD.



Argentina: *Arranca la campaña electoral.*



- El gobierno precedente recurrió a emitir 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 financiación hasta que pudiera aplicar las reformas necesarias para recuperar el equilibrio presupuestario (gradualismo). Dos aspectos son clave para que este plan tenga éxito: el reducido apalancamiento de la economía, que ofrece un buen punto de partida (con cocientes de deuda y deuda externa, ambos sobre PIB, del 53,8% y 31,7%, respectivamente) y la legitimidad del propio gobierno.

Acontecimientos más recientes

- La campaña comienza a orientarse hacia las elecciones legislativas, en las que se renovarán la mitad de los escaños de la Cámara Baja y un tercio de los del Senado. Fechas importantes son el 13 de agosto (elecciones primarias) y el 22 de octubre (elecciones legislativas). Aunque estas elecciones (según las encuestas) no deberían modificar sustancialmente la composición del parlamento ni, por lo tanto, la capacidad del gobierno para sacar adelante las reformas, se consideran como una ocasión de someter a reválida la legitimidad del gobierno.
- En Argentina hay en estos momentos dos grandes líderes políticos, capaces de suscitar tanto amplio apoyo como fuerte rechazo: Macri y CFK. La elección en la Provincia de Buenos Aires (PBA) será clave para la gobernabilidad durante el resto del mandato de Macri y también podría darnos pistas sobre las probabilidades de un segundo mandato del gobierno actual.
- De cara a las elecciones, existen distintos aspectos a favor y en contra del gobierno que desempeñarán un papel en los resultados. A favor: la oposición está fragmentada; CFK sigue recibiendo tasas elevadas de rechazo; los niveles de confianza en el gobierno de Macri continúan en niveles altos, y Vidal, el gobernador oficialista de PBA, goza de buena aceptación. En contra: PBA es tradicionalmente un distrito peronista (la victoria de Vidal fue una excepción); el desempleo en la Provincia es uno de los más altos del país, y el candidato del gobierno (Bullrich) está bien conceptualizado pero es menos conocido que sus rivales. Hasta la fecha son pocos los sondeos de intención de voto y con resultados muy dispares. Con los datos actuales pensamos que el escenario más probable en la PBA es una victoria por escaso margen del partido del gobierno, si bien no cabe descartar una victoria de CFK.

Coyuntura macroeconómica

- Actividad económica:** El crecimiento de la economía argentina en abril fue del 0,6% interanual, según el indicador EMEA de PIB. Esta lectura se suma al dato de crecimiento del 0,4% del primer trimestre del año. Encabezan la recuperación los sectores agrícola, inmobiliario, de transporte y construcción. Aquellos que siguen frenando el crecimiento son los de industria y comercio, que acusan el reducido crecimiento del consumo privado. Adviértase que los sectores que más se benefician de las medidas oficiales son los que muestran mejor evolución. Por ejemplo, agricultura se benefició de unas menores retenciones y construcción del aumento de la inversión pública en capital. Por ahora mantenemos el objetivo de crecimiento del PIB en términos reales para 2017 en 2,75%, en línea con unas estimaciones medianas de un crecimiento del 2,70% para el conjunto de 2017.

Situación fiscal

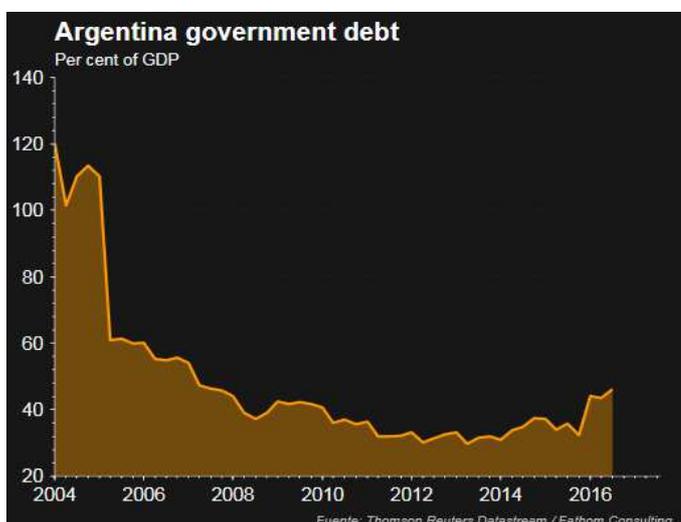
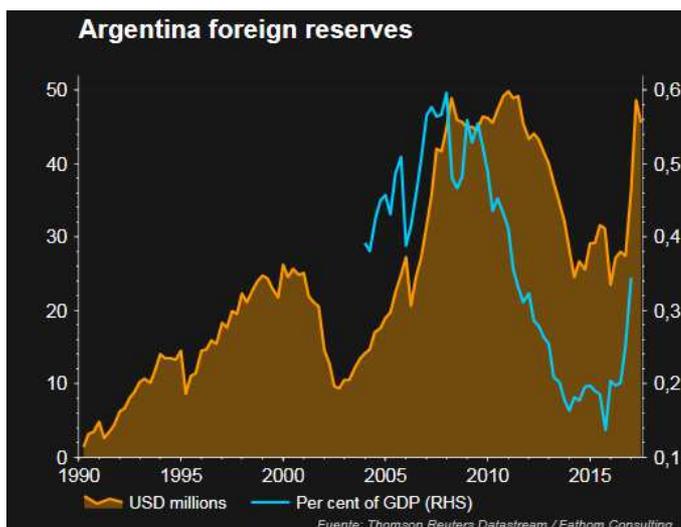
- Frente fiscal:** El déficit fiscal primario acumulado del primer semestre de 2017 asciende al 1,50%, un dato muy inferior al 2% previsto para este período y sólo un 36% por debajo de la meta del gobierno de un déficit primario para el conjunto del año del 4,2%. Este mejor resultado se explica por el 0,30% de recaudación extraordinaria que aportó la amnistía fiscal y por la inversión nula en formación de capital en el primer semestre. Para el segundo se esperan mayores transferencias sociales e inversión en capital, lo que probablemente permitirá alcanzar el objetivo oficial al final del año.

Evolución de los precios

- El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) publicó en junio el dato del IPC nacional calculado con arreglo a la nueva metodología. La inflación acumulada en lo que va de año asciende al 11,8%, casi en el límite inferior del rango objetivo del gobierno (12-17%). Los datos de mayo y junio fueron la mitad de la media del período de febrero a abril (medias mensuales de 1,3% vs 2,5%). El banco central mantiene su postura beligerante con la inflación, centrada en reconducirla hacia el rango objetivo. La tasa de referencia actual se sitúa en 26,25% (la última vez que cambió fue en abril, mes en el que sumó 150 pb). Recordemos que para que se alcance el objetivo oficial la media de inflación del segundo semestre deberá ser de 0,76%, por lo que seguimos pensando que no se alcanzará. De hecho, nuestra previsión es que la inflación cerrará 2017 en el entorno del 21%.

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: CARA.** Objetivo para el bono argentino a 10 años en USD: 7%. Los diferenciales podrían ampliarse en los próximos meses, en el período previo a las elecciones legislativas, así como en función de la evolución de los acontecimientos en Brasil.
- Divisa: NEUTRAL.** Nuestro objetivo de tipo de cambio para final de 2017 se sitúa en 18 pesos por dólar.



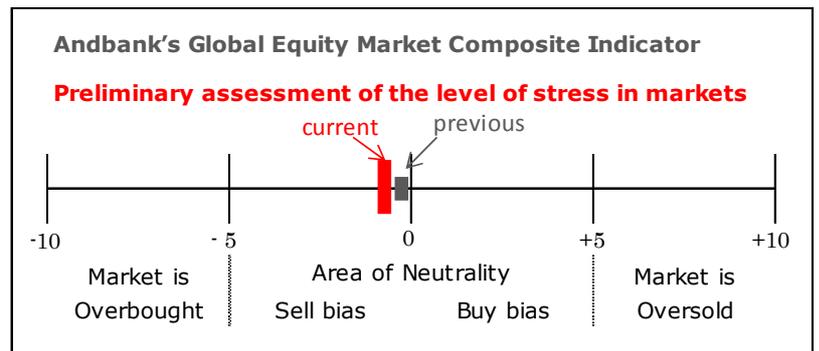
Mercados de renta variable

■ ÍNDICES DE RENTA VARIABLE MUNDIAL: Análisis fundamental

Index	Net	Andbank's	Sales	Andbank's	EPS	Current	Andbank's	INDEX	2017	2017	2017	E[Perf] to
	Margin	Sales growth	per Share	Net Margin	EPS	PE (forward)	PE estimate					
	2016	2017	2017	2017	2017	2017	2017	PRICE	(Fundam range)	Centr. Point	Point	Exit point
USA S&P 500	10,3%	10,0%	1.276	10,0%	128	7,2%	19,41	2.476	2.233	-9,8%	2.456	-0,8%
Europe STXE 600	6,9%	3,7%	313	7,6%	24	14,6%	15,99	380	368	-3,1%	405	6,6%
Spain IBEX 35	7,3%	4,4%	7.714	8,3%	640	18,8%	16,50	10.565	10.116	-4,2%	11.128	5,3%
Mexico IPC GRAL	7,4%	7,0%	33.048	7,1%	2.356	2,9%	21,73	51.195	51.003	-0,4%	52.278	2,1%
Brazil BOVESPA	7,6%	5,5%	53.915	7,7%	4.151	6,4%	16,02	66.516	66.423	-0,1%	69.744	4,9%
Japan NIKKEI 225	5,1%	2,5%	19.981	5,2%	1.039	4,4%	19,33	20.080	18.599	-7,4%	19.529	-2,7%
China SSE Comp.	8,5%	7,5%	2.689	8,0%	215	1,1%	15,28	3.286	3.226	-1,8%	3.388	3,1%
China Shenzhen Comp	8,2%	8,5%	890	7,8%	69	2,8%	26,92	1.869	1.979	5,9%	2.078	11,2%
Hong Kong HANG SENG	14,8%	3,0%	12.535	14,5%	1.818	0,6%	15,19	27.607	22.720	-17,7%	24.992	-9,5%
India SENSEX	10,5%	11,0%	15.851	10,5%	1.664	10,7%	19,51	32.477	29.958	-7,8%	32.954	1,5%
MSCI EM ASIA (MXMS)	12,6%	7,5%	407	12,6%	51	7,4%	10,49	539	449	-16,6%	494	-8,3%

■ PROBABILIDAD DE DESACTIVACIÓN DEL RIESGO: Análisis a corto plazo ANDBANK ESTIMATES

Andbank's Global Equity Market Composite Indicator (Breakdown)		
	Previous Month	Current Month
Buy signals	6	4
Positive Bias	2	4
Neutral	5	4
Negative Bias	3	5
Sell signals	6	5
FINAL VALUATION	-0,2	-0,7



Indicador compuesto GEM de Andbank: NOS MANTENEMOS EN ZONA NEUTRAL CON SESGO VENDEDOR. El nivel de nuestro índice general ha pasado de -0,2 el mes pasado a -0,7 este mes (en un rango de ± 10), situándose en una zona indicativa de que el mercado está ligeramente «sobrecapado». En este escenario ideal, tal nivel sigue reflejando una ausencia de estrés en los mercados bursátiles de EE.UU. y globales en general.

Posicionamiento: Ante el cambio de tendencia en el beta de la renta variable (S&P500), los fondos de cobertura de gestión discrecional con estrategias macro redujeron la disposición a asumir riesgo. El monitor de sesgo de opciones sobre el S&P500 de JP Morgan (que mide la diferencia entre la volatilidad implícita en las opciones de compra y en las de venta *fuera de dinero*) amplió el mes pasado su sesgo, reflejando la preferencia por suscribir opciones de compra antes que de venta.

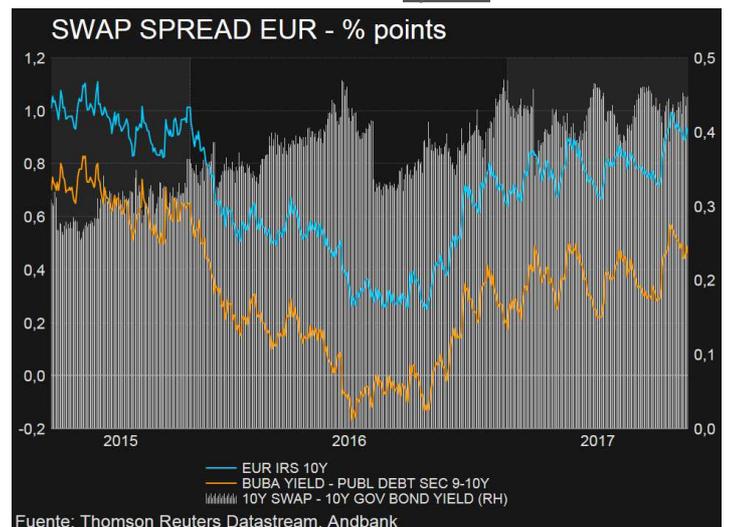
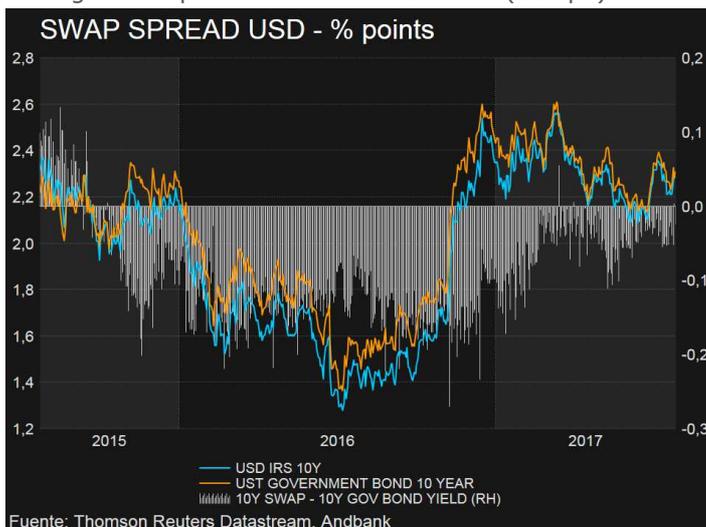
Flujos: Los valores europeos preferidos por los inversores provocaron un episodio de ventas generalizadas en Europa que, unido a la dinámica de beneficios sostenida del S&P500 y a un USD débil (+3,4 desviaciones típicas), condujo a los inversores a reforzar posiciones en renta variable estadounidense. Dentro de ésta, los sectores más beneficiados fueron: Industrial, Financiero, Materiales y Tecnología. Los más perjudicados: Telecomunicaciones, Servicios públicos y Bienes de consumo básico. La pendiente de la curva de rendimientos (a partir del tramo de 5 años) atrajo a los inversores hacia fondos de renta fija estadounidense (6.000 millones esta semana y 14.000 millones en lo que va de mes).

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

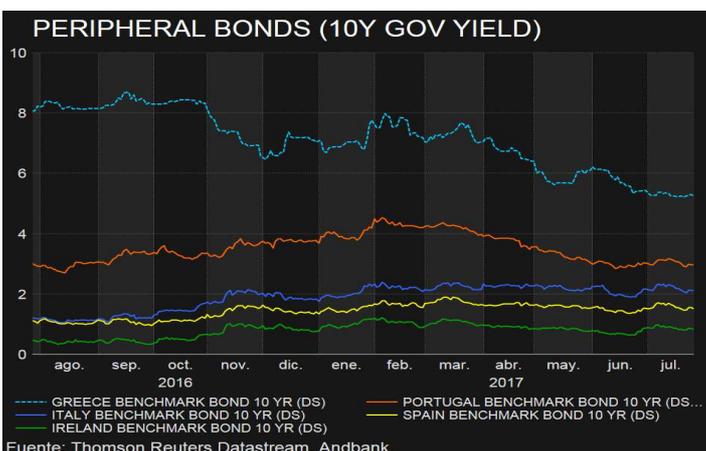
- **S&P: LATERAL/ALCISTA.** Nivel de soporte a 1 y 3 meses: 2.322; de resistencia a 1 y 3 meses: 2.479/2.500.
- **STOXX600: LATERAL-BAJISTA/LATERAL.** Niveles de soporte: 376/368; de resistencia: 393/404.
- **IBEX: LATERAL/LATERAL-BAJISTA.** Niveles de soporte: 10.216; de resistencia: 10.900/11.249.
- **EUR/USD: ALCISTA/LATERAL-ALCISTA.** Niveles de soporte a 1&3 meses: 1.145; Resistencias: 1.20/1.22
- **Petróleo: LATERAL-ALCISTA/ALCISTA.** Niveles de soporte: 42,06; de resistencia: 51,6/55,2.
- **Oro: LATERAL/LATERAL-BAJISTA.** Niveles de soporte: 1.194/1.180; de resistencia: 1.303.
- **Bonos del Tesoro EE.UU: LATERAL/LATERAL.** Niveles de soporte: 2,09/1,97; de resistencia: 2,42.

Mercados de renta fija – Bonos de países principales

- **BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS: Suelo: 1,88%; techo: 3,2%. Objetivo central: 2,7%**
 1. **Diferencial swap:** El diferencial *swap* se elevó a -2 pb (desde -3 pb el mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en torno a +15 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 **1,85%**.
 2. **Pendiente:** La pendiente de la curva de rendimientos del bono estadounidense a 10 años se elevó a 96 pb (desde 80 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 ligeramente a 44 pb (desde 43 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 no tan conocidos:

1. El aluvión de comentarios indicativos de un sesgo de política monetaria menos acomodaticio por parte de los bancos centrales de países desarrollados amenaza con quebrar el recorrido alcista de mercados emergentes (ME). Si continúa el alza de los rendimientos de los bonos de mercados desarrollados (MD), los inversores corren el riesgo de que la liquidez se retire y los rendimientos de los bonos de ME también aumentarán abruptamente. (Cuando los bonos de MD sufrieron ventas generalizadas la semana pasada, los inversores en el mayor ETF de bonos de mercados emergentes denominados en dólares retiraron más de 800 millones de USD, el reembolso más voluminoso de la historia del fondo).
2. Los mercados emergentes tienen 280.000 millones de USD de deuda denominada en dólares que vence a finales de 2018. Eso es considerablemente más que los 200.000 millones de USD captados por los prestatarios de ME en nuevas emisiones en los últimos 12 meses. Eliminar tal «obstáculo de vencimiento» en un entorno de rendimientos crecientes será, cuando menos, un reto.

Los factores positivos no tan conocidos:

1. La mayoría de las divisas de EM están infravaloradas (MEX, TRY, RUB...), lo que significa que la tendencia del USD frente a estas monedas sigue siendo estructuralmente bajista, algo que facilitará el servicio de la deuda.
2. En la medida en que los rendimientos de MD suben debido a las mejores perspectivas de crecimiento, el consiguiente aumento de la demanda de exportaciones de ME impulsará los márgenes empresariales en el mundo emergente.
3. Las tasas de crecimiento estructural en las economías desarrolladas se están normalizando en niveles muy inferiores a lo que solía ser habitual, por lo que los rendimientos del mundo desarrollado pueden acabar revelándose limitados.
4. 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) Pero 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.

Nuestra regla empírica

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

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% (superior al rendimiento real del bono del Tesoro estadounidense).

		10 Year Yield Govies	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield
EM ASIA	Indonesia	6,89%	3,88%	3,01%	-1,00%
	India	6,44%	1,55%	4,89%	-1,00%
	Philippines	4,62%	2,70%	1,92%	-0,50%
	China	3,62%	1,50%	2,12%	-0,75%
	Malaysia	3,98%	3,62%	0,36%	0,00%
	Thailand	2,35%	0,12%	2,23%	-0,75%
	Singapore	2,12%	0,52%	1,61%	-0,50%
	South Korea	2,16%	2,26%	-0,09%	1,00%
	Taiwan	1,05%	0,97%	0,08%	0,00%
EME	Turkey	10,32%	10,90%	-0,58%	1,00%
	Russian Fed	7,85%	4,40%	3,45%	-1,00%
LATAM	Brazil	9,97%	2,56%	7,41%	-1,00%
	Mexico	6,82%	6,37%	0,45%	0,00%
	Colombia	6,82%	4,05%	2,77%	-0,75%
	Peru	5,84%	2,86%	2,97%	-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):

- (+) **Conversaciones entre la OPEP y los productores de esquisto de EE.UU.:** El cartel de la OPEP, liderado por Arabia Saudita, ha roto el hielo para entablar un diálogo con los productores de esquisto estadounidenses. Se considera que la OPEP y la industria petrolera estadounidense de esquisto están en competencia directa, siendo muchos quienes achacan la caída de los precios al suministro adicional de Estados Unidos en un mercado de petróleo ya saturado. El secretario general del cartel, Mohammad Barkindo, afirmó que la OPEP y los productores de esquisto han empezado a entenderse. «A fin de cuentas, todos estamos de acuerdo en que pertenecemos al mismo mercado petrolero», añadió. Barkindo mencionó que los representantes de la OPEP y de las empresas de esquisto estadounidenses «definitivamente» volverían a reunirse a final de año, añadiendo que la ronda de conversaciones era un «proceso en curso». Cabe preguntarse: un proceso en curso, ¿para qué? ¿Para evitar la libre competencia y el libre mercado?
- (-) **Quiénes dirigen la industria petrolera,** reunidos en el Congreso Mundial del Petróleo, señalaron que todavía están ocupados en apuntalar los balances y restablecer sus operaciones para afrontar los bajos precios. El Consejero Delegado de Baker Hughes afirmó que la nueva normalidad consistía en precios más bajos durante más tiempo.
- (+) **Halliburton** prevé que el actual desplome de la cotización del crudo conducirá a un alza de los precios del petróleo para 2020. «La caída de los precios del petróleo ha obligado al sector a recortar unos 2 billones de USD en inversiones, unos recortes que pesarán mucho en el mercado dentro de unos años, cuando los suministros de petróleo no alcancen ya a cubrir la demanda».
- (-) En junio, el pacto entre los miembros de la OPEP tuvo un cumplimiento del 78% (el más bajo de los últimos 6 meses). Entre los no miembros de la Organización, fue del 82%.
- (-) La EIA señala que el crecimiento de la demanda mundial de petróleo registró una intensa aceleración en el segundo trimestre y revisa al alza la previsión de crecimiento para 2017 de 100.000 barriles de petróleo diarios (bpd) a 1,4 millones de bpd. No obstante, la EIA prevé que la oferta de quienes no forman parte de la OPEP aumentará en 2,1 millones de bpd en 2017 y 2018, encabezados por Estados Unidos. Esto se suma al suministro mundial de petróleo, que se incrementó drásticamente en 720.000 bpd el mes pasado, al aumentar Nigeria, Libia y Arabia Saudita su producción.
- (-) La valoración inicial que la OPEP hace de los mercados mundiales de petróleo en 2018 refleja que, pese a los recortes de producción, el cartel sigue bombeando demasiado crudo. Su producción superó a la demanda en el primer semestre de 2017. En junio produjo 32,6 millones de bpd, por encima de los 32,2 millones de bpd que la OPEP cree que necesitará producir en 2018.
- (?) La agencia de calificación crediticia Standard & Poor's señaló que los ratings de Exxon, Chevron y otras grandes compañías petrolíferas podrían volver a reducirse si no lograsen reducir los costes y su creciente carga de la deuda el próximo año. Según la agencia de calificación, las compañías no aprovecharon los altos precios de los años de auge para pagar la deuda. En su lugar se embarcaron en costosas inversiones en nuevos proyectos y en pagos de dividendos. Esta noticia podría provocar un recorte de las inversiones (menos producción) o una aceleración de la producción (más ventas).
- (-) Irán estima que la producción de petróleo aumentará a 4 millones de bpd a finales de año: el viceministro de petróleo iraní, del Ministerio de comercio y asuntos exteriores, señaló que la producción petrolera del país se elevará hasta cerca de 4 millones de bpd a finales de año. La producción iraní ha rondado los 3,8 millones de bpd en los últimos meses.
- (-) Arenas petrolíferas: Los productores de la OPEP están advirtiendo que las explotaciones de arenas petrolíferas podrían representar una amenaza para sus intentos de equilibrar el mercado junto a los productores de petróleo de esquistos bituminosos. La explotación de arenas petrolíferas se ha incrementado este año, con sus plantas de producción térmica operando hasta un 30% por encima de su capacidad teórica este año. Las arenas petrolíferas se convertirán, tras los esquistos bituminosos, en el principal factor de crecimiento de la oferta global en los próximos dos años, con 500.000 bpd de producción programada lista para entrar en el mercado.
- (-) América podría convertirse en una potencia en exportación de energía: el FT informa de que una consultora indicó la semana pasada que el volumen de exportación de petróleo de EE.UU. podría comenzar a superar el exportado por la mayoría de países de la OPEP en 2020.
- (-) México anunciará este mes los términos de licitación y los bloques disponibles en su próxima licitación de aguas profundas, que puede incluir las primeras áreas de la cuenca de las Cordilleras Mexicanas. Añade que la subasta probablemente se celebrará en enero y que se diferenciará de la licitación anterior en que incluirá una regalía adicional máxima que los licitadores interesados pueden ofrecer.

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.** El valor de las reservas de los países productores depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una nueva regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Arabia Saudita tiene entre 60 y 70 años de reservas probadas de petróleo al actual ritmo de producción, pero con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para 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.
- (-) **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)

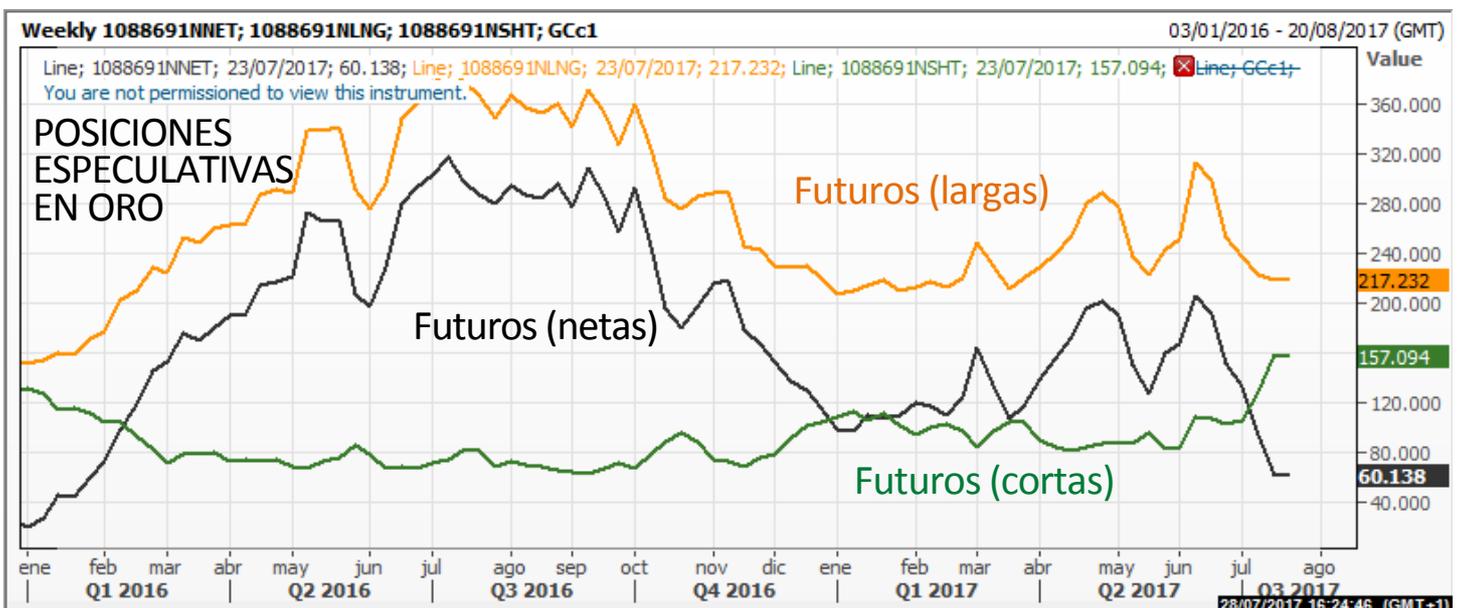
Objetivo fundamental: 1.000 USD/onza. (Comprar a 900 USD/oz, vender sobre 1.200 USD/oz).

Factores negativos:

- Oro en términos reales.** El precio real del oro (calculado como su precio nominal actual dividido entre el *US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales*, que se utiliza como deflactor mundial) se elevó a 1.112 USD/oz (desde los 1.102 USD/oz del mes anterior). En términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 802 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,316 en la actualidad), para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 907 USD.
- Oro en términos de plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos).** Este ratio se ha reducido algo, hasta 75,91 veces (desde 76,02x el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 61,16, 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 1.014 USD/oz.
- Oro en términos de Petróleo (Oro/Petróleo).** Este ratio se redujo en el mes a 25,67 veces (desde 29,34x el mes pasado), superando todavía con creces su valor promedio de los últimos 20 años de 14,82. 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 667 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 aumentado a 17,30 veces (desde su valor anterior de 17,18x), aún por debajo de su valor promedio de largo plazo de 20,25. Dado nuestro precio objetivo a largo plazo para el DJI de 20.000 puntos, el precio del oro debería acercarse a 987 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 0,509 veces (desde 0,512x), pero todavía está por encima de su promedio de largo plazo de 0,5845. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.233 puntos, el precio del oro debería aproximarse a 1.305 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 se redujeron con fuerza a 217.200 contratos (desde 297.200; las cortas aumentan de 106.900 a 157.100 contratos => Evolución mensual de la posición neta: fuerte caída desde +190.300 a +60.100. Los especuladores están en la posición larga más reducida desde el primer trimestre de 2016.
- 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: Perspectiva Técnica: POSITIVO en EUR // Fundamental (Equilibrio estable): 1.05.**
- 1. **Flujos:** El posicionamiento global en USD disminuyó nuevamente (33 semanas seguidas) y se estableció en los -9.55bn de dólares, marcando un nuevo mínimo de tres años. El posicionamiento global del USD está ahora muy por debajo de los +28.700mn US\$ largos netos vistos en septiembre de 2016, y el USD está vendido con una intensidad de -2.01 sigmas en base al Z-score tres, lo que hace que el "USD Short" sea la posición global más concurrida hoy. Por su parte, el posicionamiento en EUR registró un nuevo récord de posicionamiento largo (el más largo en nuestros registros de 3 años) para situarse en los +13,23bn de dólares de valor nominal (desde los +11,08bn del mes pasado). Las posiciones largas en euros contrastan con el reciente mínimo de -19bn (posiciones vendidas netas) de hace menos de un año. (véase el cuadro).
- 2. **Factores clave:** A falta de un cambio político en los Estados Unidos, y sin medidas firmes para poner fin al desorden político dentro de la Casa Blanca (y dentro del Partido Republicano), el análisis técnico dominará. Según nuestros analistas técnicos, la ruptura de la resistencia 1.17 (que pensábamos que no sería rota) fija la nueva resistencia en el 1.20 (1 mes) y el 1.22 (3 meses).
- 3. **Análisis fundamental: Objetivo de equilibrio estable en 1,05:** 1) La diferencia de tipos de interés sugiere que el EUR / USD debe cotizar alrededor de la paridad (véase el gráfico de la página 4). 2) En términos reales, el euro es caro a los niveles actuales de 5%, por lo que no se justifica una nueva caída en el dólar. (3) La reciente apreciación del euro contribuirá a la importación de la deflación, lo que provocará un endurecimiento de las condiciones monetarias reales y amenazará la recuperación económica de la zona euro. (4) Pérdida de impulso en los beneficios empresariales en Europa frente a EE.UU. (5) La Fed está más cerca de liquidar su balance y de desmonetizar su deuda de lo que podría ser el BCE, que seguirá monetizando la deuda, aunque a un ritmo más lento.

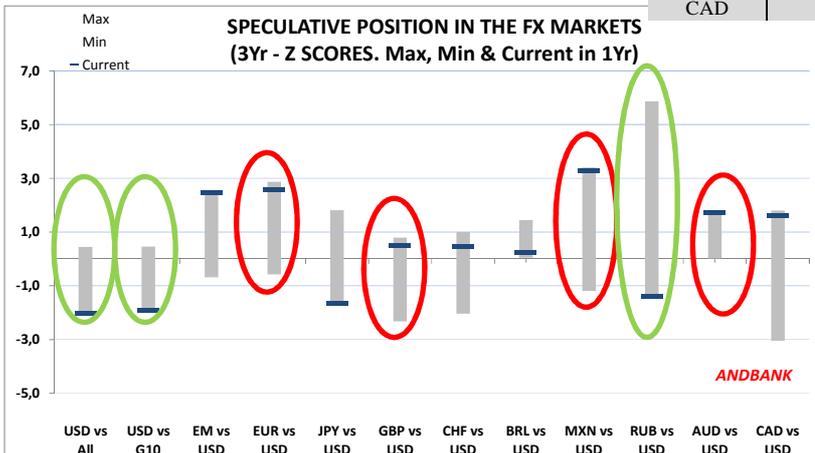
JPY= Objetivo (115); EUR/JPY: Objetivo (115)

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 no está 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)**
- **MXN= Objetivo (18,2); EUR/MXN: Objetivo (19,1)**
- **BRL= Objetivo (3,20); EUR/BRL: Objetivo (3,36)**
- **ARS= Objetivo (18,0)**
- **RUB: NEUTRAL-POSITIVO**
- **AUD: NEGATIVO**
- **CAD: NEUTRAL-NEGATIVO**
- **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	-9,55	-1,89	28,7	-9,6	13,0	-2,01
USD vs G10	-6,50	-1,95	28,4	-6,5	13,6	-1,91
EM	3,05	-0,06	3,1	-1,7	0,6	2,48
EUR	13,23	0,04	13,2	-19,0	-5,3	2,57
JPY	-13,57	0,58	8,6	-14,2	-2,5	-1,64
GBP	-2,13	-0,79	-1,3	-8,4	-5,5	0,48
CHF	-0,20	0,28	1,1	-3,1	-1,2	0,46
BRL	0,14	-0,02	0,8	0,0	0,4	0,22
MXN	3,18	-0,04	3,2	-2,3	-0,3	3,27
RUB	-0,26	0,00	1,3	-0,3	0,6	-1,38
AUD	4,47	0,41	4,5	-0,3	2,0	1,72
CAD	2,13	1,49	2,3	-7,3	-1,1	1,60

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 02/08/2017	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
Equity	USA - S&P 500	1,9%	10,6%	2.476	2233	-9,8%
	EUROPE - STOXX 600	-0,9%	5,1%	380	368	-3,1%
	SPAIN - IBEX 35	-0,4%	13,0%	10.565	10116	-4,2%
	MEXICO - BVSE IPC	2,2%	12,2%	51.195	51003	-0,4%
	BRAZIL - BOVESPA	5,1%	10,4%	66.516	66423	-0,1%
	JAPAN - NIKKEI 225	0,1%	5,1%	20.080	18599	-7,4%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	2,8%	5,9%	3.286	3226	-1,8%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-1,9%	-5,1%	1.869	1979	5,9%
	HONG KONG - HANG SENG	7,1%	25,5%	27.607	22720	-17,7%
	INDIA - SENSEX	4,0%	22,0%	32.477	29958	-7,8%
	MSCI EM ASIA	4,9%	28,6%	539	449	-16,6%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,8%	2,9%	2,27	2,68	-1,0%
	UK 10 year Guilt	0,4%	0,8%	1,23	1,50	-1,0%
	German 10 year BUND	0,0%	-2,2%	0,49	0,70	-1,2%
	Japanese 10 year Govie	0,1%	-0,2%	0,07	0,00	0,6%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,7%	0,3%	1,44	1,90	-2,3%
	Italy - 10yr Gov bond	1,1%	-0,6%	2,01	2,30	-0,3%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,6%	9,6%	2,80	3,00	1,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,0%	0,3%	0,76	1,40	-4,3%
	Greece - 10yr Gov bond	0,3%	17,1%	5,25	6,50	-4,7%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	0,7%	52,19	80	-0,7%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,8%	3,1%	234,11	350	-2,6%
	Credit USD IG - CDX IG	0,2%	1,9%	56,17	55	1,0%
	Credit USD HY - CDX HY	0,8%	4,3%	314,95	323	1,8%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	0,9%	11,5%	10,32	10,00	12,9%
	Russia - 10yr Gov bond	-0,9%	8,7%	7,85	7,00	14,7%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	-0,1%	12,3%	6,89	6,50	10,0%
	India - 10yr Gov bond	1,4%	4,4%	6,44	5,50	14,0%
	Philippines - 10yr Gov bond	0,9%	3,6%	4,62	4,25	7,6%
	China - 10yr Gov bond	-0,2%	-3,0%	3,62	2,90	9,3%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,1%	4,3%	3,98	4,50	-0,2%
	Thailand - 10yr Gov bond	0,8%	3,2%	2,35	2,00	5,2%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,2%	4,1%	2,12	1,57	6,6%
	South Korea - 10yr Gov bond	0,1%	0,4%	2,16	2,50	-0,6%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,7%	1,8%	1,05	1,00	1,4%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,0%	9,1%	6,82	7,00	5,4%
	Mexico - 10yr Govie (usd)	1,2%	6,9%	3,70	4,35	-1,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	4,8%	18,5%	9,97	9,75	11,7%
	Brazil - 10yr Govie (usd)	2,6%	11,0%	4,85	5,25	1,6%
	Argentina - 10yr Govie (usd)	0,8%	8,0%	6,31	7,00	0,7%
Commodities	CRY	2,6%	-6,1%	180,8	180,00	-0,4%
	Oil (WTI)	4,4%	-8,5%	49,2	45,00	-8,5%
	GOLD	3,8%	10,0%	1.267,0	1.100	-13,2%
Fx	EUR/USD (price of 1 EUR)	4,2%	12,6%	1,184	1,05	-11,3%
	GBP= (price of 1 USD)	-2,3%	-6,8%	0,76	0,83	9,9%
	EUR/GBP (price of 1 EUR)	1,9%	5,0%	0,89	0,87	-2,5%
	CHF= (price of 1 USD)	0,6%	-4,8%	0,97	0,95	-2,0%
	EUR/CHF (price of 1 EUR)	4,8%	7,0%	1,15	1,00	-13,0%
	JPY= (price of 1 USD)	-2,3%	-5,2%	110,74	115,00	3,8%
	EUR/JPY (price of 1 EUR)	1,8%	6,5%	131,10	120,75	-7,9%
	MXN= (price of 1 USD)	-1,8%	-13,6%	17,90	18,20	1,7%
	EUR/MXN (price of 1 EUR)	2,3%	-2,8%	21,18	19,11	-9,8%
	BRL= (price of 1 USD)	-5,3%	-3,9%	3,13	3,20	2,4%
	EUR/BRL (price of 1 EUR)	-1,3%	8,2%	3,70	3,36	-9,2%
	ARS= (price of 1 USD)	4,5%	10,7%	17,56	18,00	2,5%
	CNY (price of 1 USD)	-1,1%	-3,2%	6,72	6,75	0,4%

* 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	22,5	10,0	16,3	5,0	11,2	5,0	7,2
Fixed Income Short-Term	25,0	33,0	15,0	21,5	5,0	9,8	0,0	3,6
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		7,7		5,2		3,9		1,3
EU Gov & Municipals & Agencies		2,7		1,8		1,4		0,5
European Peripheral Risk		7,6		5,0		3,8		1,3
Credit (OCDE)	20,0	16,0	20,0	16,0	15,0	12,0	5,0	4,0
Investment Grade USD		4,6		4,6		3,5		1,2
High Yield Grade USD		7,0		7,0		5,3		1,8
Investment Grade EUR		1,6		1,6		1,2		0,4
High Yield Grade EUR		2,7		2,7		2,0		0,7
Fixed Income Emerging Markets	5,0	6,0	7,5	9,0	10,0	12,0	15,0	18,0
Latam Sovereign		1,6		2,3		3,1		4,7
Latam Credit		1,2		1,8		2,4		3,6
Asia Sovereign		1,9		2,8		3,7		5,6
Asia Credit		1,4		2,1		2,8		4,1
Equity OECD	5,0	4,5	20,0	18,0	32,5	29,3	50,0	45,0
US Equity		1,8		7,2		11,7		18,0
European Equity		2,5		9,9		16,1		24,8
Japan Equity		0,2		0,9		1,5		2,3
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	5,5	10,0	11,0	10,0	11,0
Asian Equity		0,0		3,9		7,7		7,7
Latam Equity		0,0		1,7		3,3		3,3
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,6	5,0	3,3	5,0	3,3
Energy		0,0		0,2		0,3		0,3
Minerals & Metals		0,0		0,3		0,7		0,7
Precious		0,0		0,8		1,6		1,6
Agriculture		0,0		0,3		0,7		0,7
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,5	5,0	5,0
REITs		0,0		0,0		1,3		2,5
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,3		0,5
Market Neutral		0,0		0,0		0,8		1,5
Volatility		0,0		0,0		0,3		0,5

Currency Exposure (European investor perspective)					
EUR		94,5	90,5	86,7	77,8
USD		5,5	9,5	13,3	22,2

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.