ANDBANK Private Bankers

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

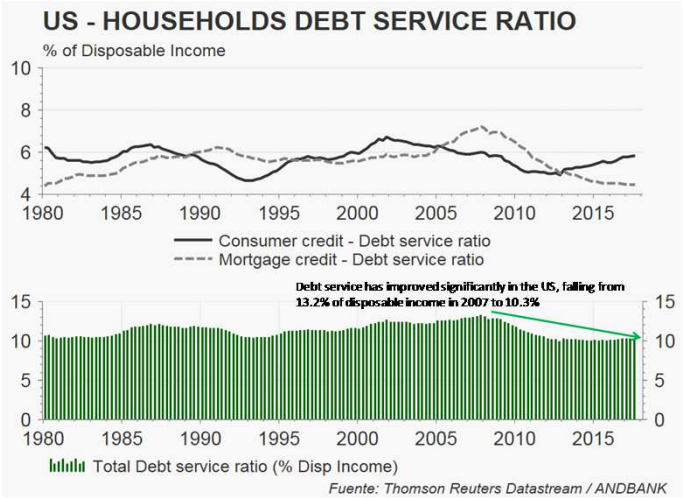
Alex Fusté
Economista jefe global
+34 673 041 058
+376 881 248
alex.fuste@andbank.com

Opinión corporativa

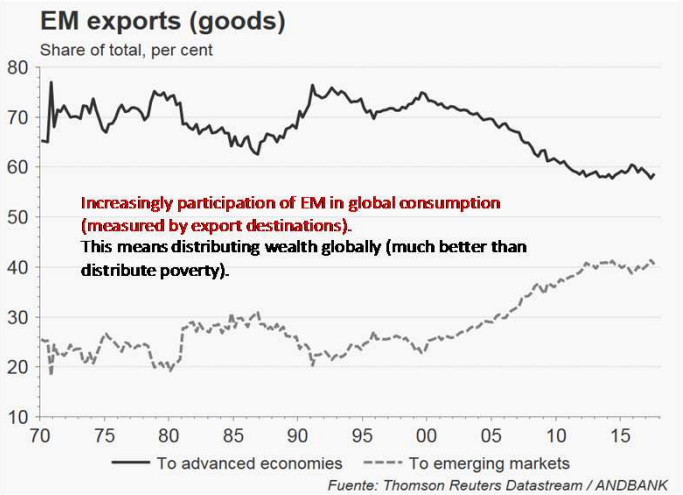
Marzo de 2018

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICOS DEL MES



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

RENTA VARIABLE

El grueso del deterioro en las cotizaciones causado por esta corrección ya se ha producido, aunque no volveremos al mismo nivel de volatilidad del pasado reciente (mayor volatilidad exigiría primas de riesgo más altas). No prevemos un rápido retorno a máximos anteriores, si bien consideramos probable que el índice S&P alcance niveles más altos antes de final de año. Mantenemos los objetivos para los índices europeos, que seguimos considerando una buena inversión pese a las recientes turbulencias en las bolsas mundiales. La economía europea parece aguantar y el crecimiento de los salarios se mantiene apagado, lo que favorece tanto a las ventas como a los beneficios de las empresas. Nuestros mercados preferidos continúan siendo los de los países asiáticos emergentes.

RENTA FIJA

Persisten las perspectivas negativas para los valores de deuda pública (en USD y EUR) con largos plazos de vencimiento. Elevamos el objetivo de rentabilidad del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años al 3,25% (desde el 3%). Mantenemos sin cambio los objetivos (puntos de entrada) para la deuda pública europea (Bund a 0,90%, España a 1,65%, Italia a 2,1%, Portugal a 2,2%, Irlanda a 1,1% y Grecia a 4,5%). Seguimos apreciando potencial de ganancias en algunos valores de deuda pública de ME, sobre todo en Asia, donde la reciente alza de los tipos nominales ha situado las rentabilidades reales en niveles atractivos (>250 pb). En Latinoamérica preferimos los bonos en monedas locales (de Brasil y México). Nos agradan los bonos argentinos en USD.

DEUDA CORPORATIVA

Bonos con ratings de Categoría de Inversión (IG) en USD: Neutral. Objetivo para el CDX IG en 45-50. Bonos de Alta Rentabilidad (HY) en USD: Negativo. Objetivo para el CDX HY en 413 (hoy situado en 335). Bonos de Categoría de Inversión en EUR: Negativo. Objetivo para el iTraxx Europe en 75. Bonos de Alta Rentabilidad en EUR: Negativo. Objetivo para el Xover en 300.

DIVISAS

El cambio EUR/USD se encamina hacia una resistencia muy importante en 1,26, que pensamos no perforará; a continuación, retornará a su rango de medio plazo: primero hacia 1,15-1.17 (este año, según este análisis) y de romperse ese soporte, después hacia niveles inferiores. Nuestro análisis fundamental indica que, a los niveles actuales, el dólar constituye una buena inversión.

MATERIAS PRIMAS

Arabia Saudita y Rusia redactarán un preacuerdo para forjar a finales de año una alianza a largo plazo para defender los precios del petróleo. Esto se ha traducido en apuestas alcistas récord desde los *hedge funds*. Que la producción de crudo en EE.UU. haya superado en enero la cota de los 10,2 millones de barriles diarios significa que EE.UU. ha sustituido a Arabia Saudita como el segundo mayor productor mundial de petróleo. A nuestro juicio, el precio del petróleo ha roto el extremo superior de un rango fundamental.

EE.UU.

Elevamos nuestra previsión de PIB

Proyecto de ley de gastos. La Fed debería acelerar.

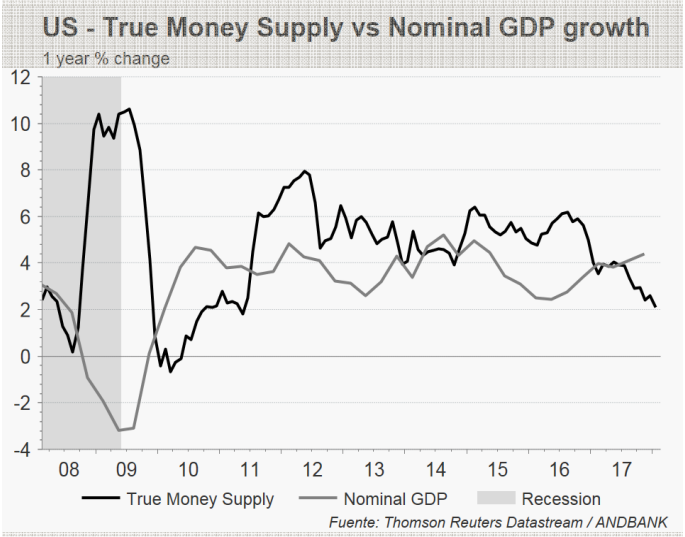
El Congreso votó a favor de aprobar un Proyecto de ley de gastos para suspender el techo de deuda hasta 2019 y evitar un cierre temporal de la Administración: los techos de gasto se elevan por dos años en 300.000 millones de dólares. Dado que el crecimiento estadounidense (y mundial) ha estado cobrando dinamismo, medidas como fuertes bajadas de impuestos y el gasto público directo probablemente conducirán a una aceleración del crecimiento del PIB, de modo que nuestras previsiones actuales apuntan a un alza de 40 pb del crecimiento del PIB (nuestro nuevo objetivo de crecimiento del PIB es del +3% en 2018). Y lo que es más importante, el volumen de estímulos posiblemente será aún mayor en 2019. ¿Cuáles son los costes de este impulso del crecimiento? Mayor déficit y aceleración por la Fed del ritmo de subidas de tipos de interés. Queda por ver si esto podría ser una combinación complicada para los mercados financieros. La consecuencia es que somos optimistas sobre la dinámica de crecimiento y de beneficios a corto plazo, aunque resulta cada vez más difícil prever el desenlace a largo plazo. **Mercado laboral:** Alrededor del 60% de la inflación total procede del mercado de trabajo. La rigidez laboral ha sido evidente desde hace tiempo, aunque sólo ahora hay pruebas de que la fortaleza del mercado laboral está presionando al alza sobre los precios, con una subida de los salarios por hora de hasta el 2,9%. **La Fed:** La Fed ya elevó sus perspectivas de crecimiento para 2018 y ahora prevemos otra revisión al alza de las mismas (quizás en la reunión de marzo). En vista de los acontecimientos (por encima del pleno empleo teórico, brecha de la producción positiva, estímulos tributarios y fiscales, etc.), la Fed debería acelerar su proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias ante una previsible y fuerte perturbación positiva por el lado de la demanda, pero también porque factores específicos de sectores y regiones podrían elevar más la inflación este año. Teniendo todo esto en cuenta, cabe el riesgo de que la Fed vaya ya con retraso en las subidas. La última vez que alguien que no fuera economista ocupó la presidencia del FOMC (el comité de operaciones de mercado abierto de la Fed) fue en 1978 y, en aquella ocasión, la Fed no respondió con la suficiente rapidez a la subida de los precios, lo que se tradujo en una escalada de éstos, un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos y caídas del dólar. Dicho esto, los claros incumplimientos de los objetivos de inflación de 2017 ofrecen un recordatorio de lo difícil que resulta pronosticar la inflación. Nuestro escenario base contempla 3-4 subidas de tipos de interés por la Fed en 2018.

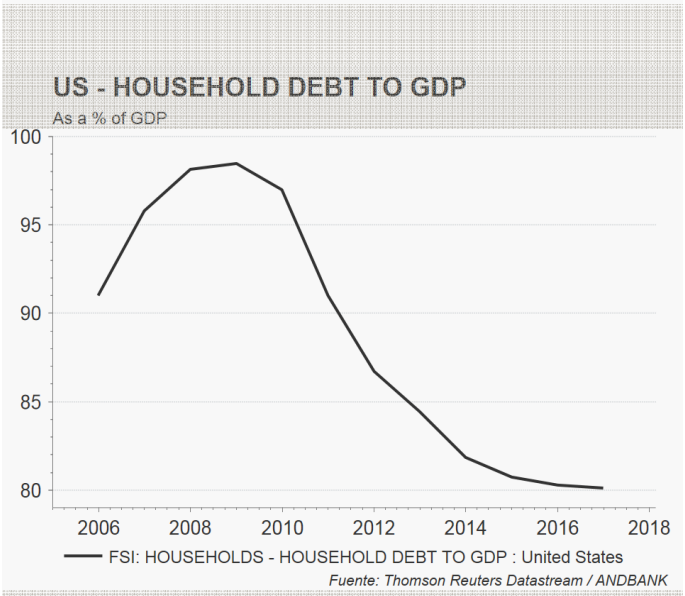
Percepción de Andbank sobre los mercados

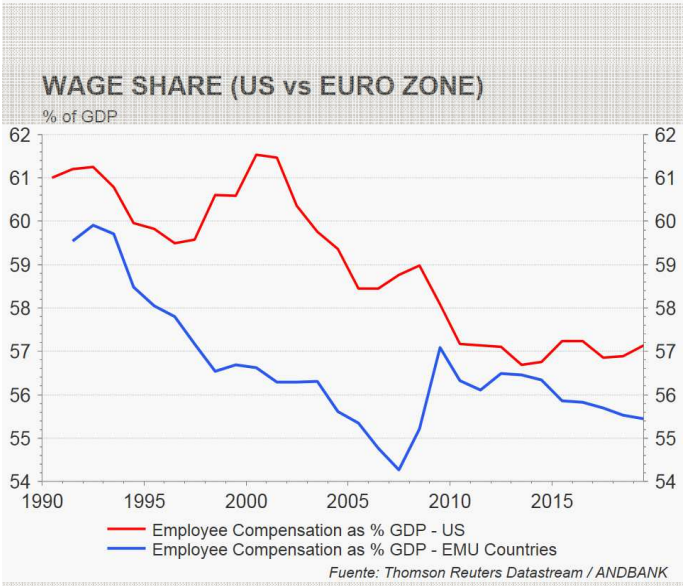
El grueso del deterioro en las cotizaciones causado por esta corrección ya se ha producido, aunque no repetiremos el nivel de volatilidad del pasado reciente (mayor volatilidad exigiría primas de riesgo más altas, o un menor PER). No prevemos un rápido retorno a máximos previos, si bien consideramos probable que el índice S&P alcance niveles más altos antes de final de año. La temporada de presentación de resultados ha sido reveladora (por la orientación sobre los efectos de las bajadas de impuestos). Teniendo en cuenta esta información adicional, pensamos que lo adecuado era ajustar nuestras previsiones de BPA para final de año (hasta situarlas en la zona de 160 dólares). Con todo, a medida que nos aproximamos al final del ciclo, un cambio de percepción sobre los crecientes tipos de interés nos lleva a reducir los objetivos de valoración (PER). **Mantenemos el nivel objetivo para final de año de nuestro escenario base en 2.713, aunque por la vía de un mayor BPA y de menores múltiplos de valoración.** Los crecientes rendimientos de los bonos han sido un problema para la renta variable conforme aquellos se aproximan al punto de inflexión. El análisis de correlación desde 2013 indica que éste podría estar en el 3%. Ese mismo análisis basado en el rendimiento de los valores del Tesoro indiciados a la inflación (TIPS) indica un punto de inflexión en la zona del 1,25% (hoy está en 0,75%). Además, se requiere que la brecha entre el PIB nominal y el rendimiento de los valores del Tesoro estadounidense varíe 100 pb para convertirse en un factor negativo para la renta variable.

Objetivos de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL (punto medio: 2.715; de salida: 2.985)
Deuda soberana: NEGATIVO (objetivo para del bono a 10 años: 3,2%)
Deuda de empresas (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 45)
Deuda de empresas (ICDX HY): NEGATIVO (diferencial objetivo: 413)
Divisas (Índice CDX) : POSITIVO







EUROPA

Lista para la votación italiana

El panorama económico de la zona euro sigue intacto

El optimismo que emana de las encuestas y los datos respalda unas brillantes perspectivas para los próximos meses. Las estimaciones de crecimiento oficiales y del mercado para 2018 se han revisado al alza, y lo más probable es que vuelvan a elevarse: la confianza del consumidor ronda máximos, los pedidos de fábrica anticipan una fuerte producción industrial, etc. Incluso el Reino Unido se ha beneficiado de la vigorosa dinámica del ciclo económico, habiendo revisado el Banco de Inglaterra al alza sus estimaciones de PIB. Por otra parte, las señales adelantadas de inflación van a más: Acuerdo final con el sindicato del metal alemán que apunta a una subida salarial anualizada del 3,5% para los próximos 27 meses, alza de precios industriales. La inflación debería ir mostrando gradualmente una tendencia alcista mientras continúe el repunte del crecimiento.

Postura de política restrictiva de los bancos centrales

La última reunión del BCE estuvo centrada en la secuencia de salida de la QE (expansión cuantitativa) y en la apreciación del euro. Draghi intentó matizar la postura restrictiva tras el acta de la reunión de diciembre, pero no lo logró. La señalización sobre la senda futura de los tipos de interés podría cambiar en la reunión de marzo. De este modo, junio sería una fecha adecuada para anunciar las próximas medidas sobre el programa de compra de activos, que podría prorrogarse hasta finales de este año, aunque de manera «cosmética». La política de reinversiones no se debatirá, según fuentes del BCE, hasta 2019. No se prevén subidas de tipos de interés hasta 2019.

Una vez seleccionado Luis de Guindos para la vicepresidencia del BCE, aumentan las posibilidades de una futura presidencia alemana del BCE.

El mensaje del banco central de Inglaterra fue claro: «los tipos subirán a un ritmo más rápido y antes de lo estimado en noviembre», pasando la previsión de una subida de tipos de interés de agosto a mayo de 2019.

Elecciones italianas

Ya hay quien dice que podemos "aparcar" los temores sobre la inestabilidad política en Italia. Lo cierto es que el resultado nos dice poco sobre la composición del próximo gobierno en Roma, y mucho me temo que tardaremos meses en saberlo. En clave positiva (predominante, hoy) están los que leen que la anarquía (representada por el movimiento 5 estrellas) no consigue votos suficientes para gobernar en solitario. Haciendo un ejercicio de honestidad, uno NO puede dejar de ver que el partido anarquista 5 estrellas ha sacado más votos que ningún otro partido. En clave de integración Europea, el fuerte papel que jugará el nacionalismo de la Liga, significa que Italia probablemente se alinee con sus homólogos de Holanda, en donde el primer ministro Holandés ya rechazó la propuesta federalista de Macrón. El nuevo primer ministro será, o bien Tajani (candidato de Berlusconi), o bien el tecnócrata centro-izquierdista Pier Carlo Padoan, o bien el actual primer ministro Paolo Gentiloni, pero este primer ministro (gobierno) probablemente no dure más de 1-2 años. Al fin y al cabo, Italia ha tenido 65 gobiernos en 70 años. A modo de conclusión, el resultado electoral deja como opción más probable una coalición que dará lugar a un gobierno que no pondrá en peligro la pertenencia de Italia en el Euro, ni cambiará substancialmente el programa de recapitalización bancaria. De momento. Lo que sí que veremos, con casi toda probabilidad, es una nueva relajación fiscal (cortesía, también, de la Gran Coalición en Alemania). De hecho, la laxitud fiscal en Italia ya se ha empezado anotar incluso antes de las elecciones. No tengo claro que eso sea bueno con un nivel de deuda del 135% del PIB.

Objetivos de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): POSITIVO (target en 411; salida: 439)

Renta variable (Euro Stoxx): POSITIVO (target en 413; salida: 454)

Deuda soberana (Países centrales): NEGATIVO (objetivo Bund: 0,90%)

Deuda soberana (Periféricos): NEGATI. (ES 1,65%, IT 2,1%, PT 2,2%)

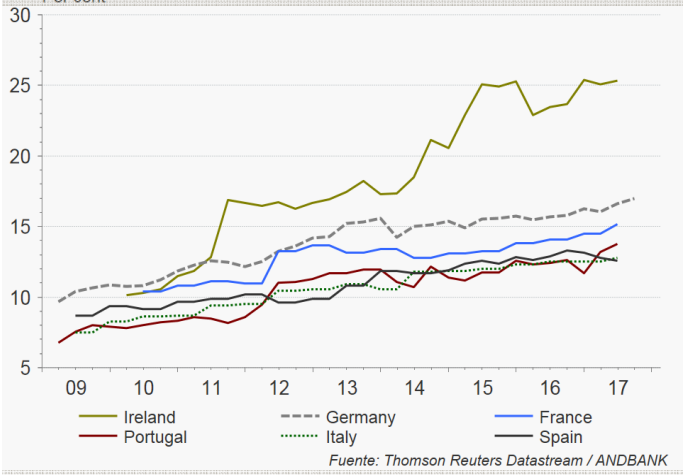
Deuda de empresas (iTraxx IG): NEGATIVO (diferencial objetivo: 75)

Deuda empresarial (iTraxx HY): NEUTRAL-NEGAT. (objetivo: 300)

Divisas (EUR/USD): corto plazo POSITIVO (1,26); largo plazo NEGATIVO (1,15)

Euro area banks tier 1 capital ratio

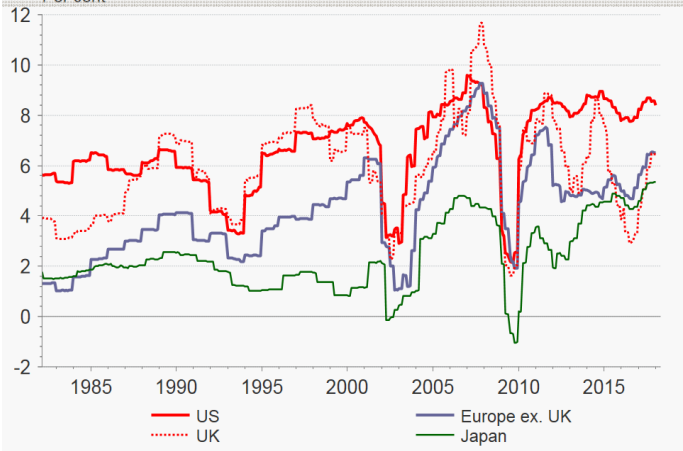
Per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Net profit margins

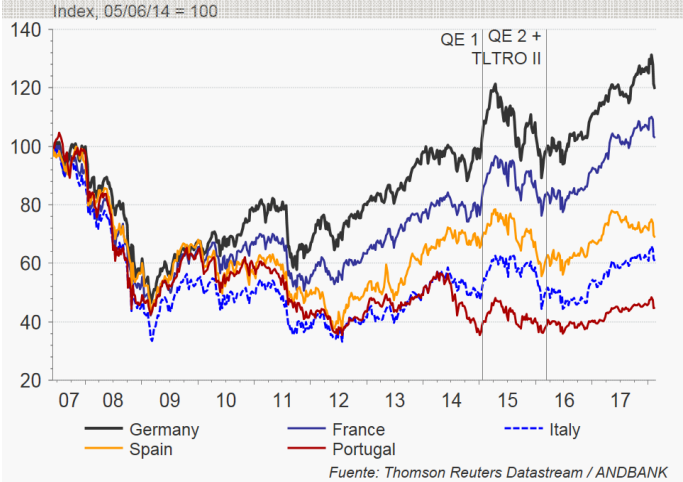
Per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Euro area equities

Index, 05/06/14 = 100



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ESPAÑA

Las agencias de calificación hacen caso omiso de los riesgos políticos

Economía y perspectivas bancarias

Los datos macroeconómicos de diciembre, en los que la mayoría de cifras mejoran los registros de noviembre, confirman la aparente resistencia de la economía española. Los sectores industriales y exterior se pusieron al frente. Los datos exteriores constituyeron la mayor sorpresa, mejorando tanto la balanza comercial como la balanza por cuenta corriente. El sector inmobiliario se anotó unas cifras bastante impresionantes, con 464.423 operaciones sobre viviendas en el año (+15,5%). Según el INE, los precios de la vivienda subieron en el tercer trimestre de 2017 a una tasa del 6,7% interanual. La recuperación de las transacciones va alcanzando a todas las comunidades autónomas. «Los datos fundamentales de crédito del sector bancario español no han dejado de mejorar en los dos últimos años» (Fitch). Desde 2015, la deuda del sector bancario ha caído 25 puntos porcentuales y ahora es del 159,9% del PIB. La morosidad interanual se situó en 103.000 millones de euros (-12,5%), descendiendo hasta una tasa de «tan sólo» el 8,22% (-104 pb interanual). La tendencia de la morosidad y el dinamismo del sector inmobiliario (con cifras de crecimiento de los precios de la vivienda y de operaciones sobre viviendas del orden de las anteriormente reflejadas) siguen siendo muy favorables para la calidad de los activos y los deterioros de valor de los mismos. A fecha de hoy, las operaciones sobre viviendas en el último período de 12 meses ascienden a 432.212 (+16,0% interanual).

Política fiscal y asuntos políticos

El Gobierno central no sólo necesita el voto del Partido Nacionalista Vasco para sacar adelante sus Presupuestos, sino que el escenario político tras las elecciones en Cataluña, con Ciudadanos mejorando en todas las encuestas, complica la posición del PP del Sr. Rajoy.

En el ámbito exterior (UE), lo más importante a destacar en Alemania tras la materialización de esa Gran coalición, es el cambio de testigo en el ministerio de finanzas, ya que pasaremos de una visión ortodoxa (y un tanto euroescéptica) hacia un visión keynesiana y fervientemente integracionista, a partir de la cual esperamos una política fiscal más expansiva (no necesariamente en Alemania, en donde la ley de equilibrio presupuestario impide dispendios excesivos, pero sí a nivel de "menor vigilancia" sobre el gasto del resto de países), entre ellos España. También esperamos una política comunitaria más integracionista, que a priori puede favorecer a países como España.

Indicadores de mercado

Mantenemos nuestro objetivo para el IBEX en 11.154 puntos, pese a las recientes turbulencias en las bolsas mundiales. La economía parece resistente y el crecimiento salarial mantiene su atonía, favoreciendo tanto las ventas como los beneficios de las empresas. De hecho, los resultados empresariales publicados hasta la fecha confirman la situación saneada de las empresas. Este buen conjunto de beneficios ha causado que casi toda la caída reciente de las cotizaciones bursátiles influya en los PER, haciendo que la Bolsa española sea indudablemente más barata que a principios de año. Los bancos representan una de las sorpresas positivas en esta temporada de publicación de resultados del cuarto trimestre, con una recuperación del margen de intereses y comisiones, pese a la ligera caída de la inversión crediticia en 2017, impulsada por el positivo *mix* de negocio, los menguantes costes de financiación y el fuerte control de costes (a medida que los bancos reducen sus redes y por los procesos de digitalización). Los deterioros de valor fueron menores de lo previsto y se prevé que siga siendo así en 2018, de la mano de la recuperación de la coyuntura macroeconómica. Esta recuperación de los datos macro, sobre todo de las operaciones sobre viviendas y de los precios de la vivienda, indica que los bancos seguirán teniendo, en nuestra opinión, perspectivas positivas para la venta de inmuebles y las valoraciones de garantías, lo que debería ayudarles a reducir aún más los deterioros de valor de bienes inmuebles en 2018.

Objetivos de los mercados financieros

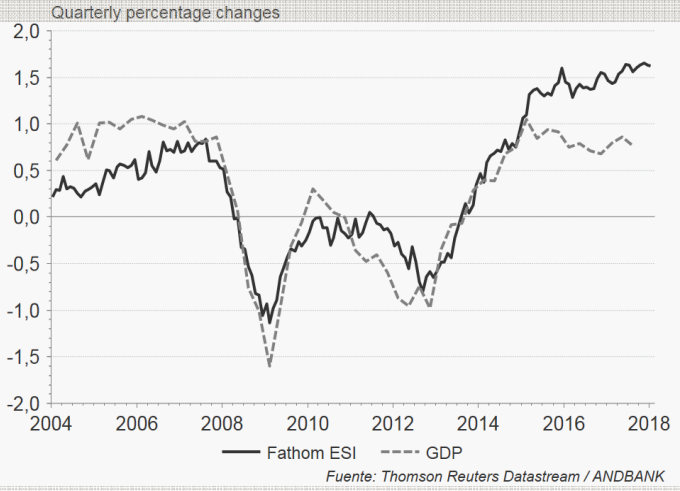
Renta variable (IBEX): POSITIVO (punto medio: 11.154).

Deuda soberana: NEGATIVO (objetivo de rendimiento del bono: 1,65%)

Deuda de empresas (IG, HY): NEGATIVO en ambos casos

Spain GDP & Economic Sentiment Indicator

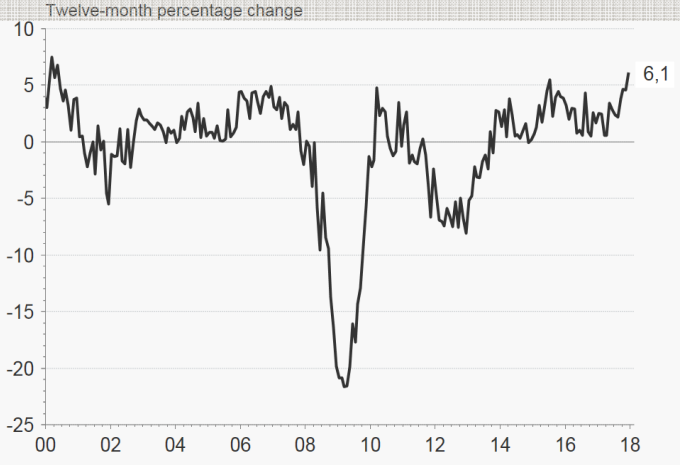
Quarterly percentage changes



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Spain industrial production

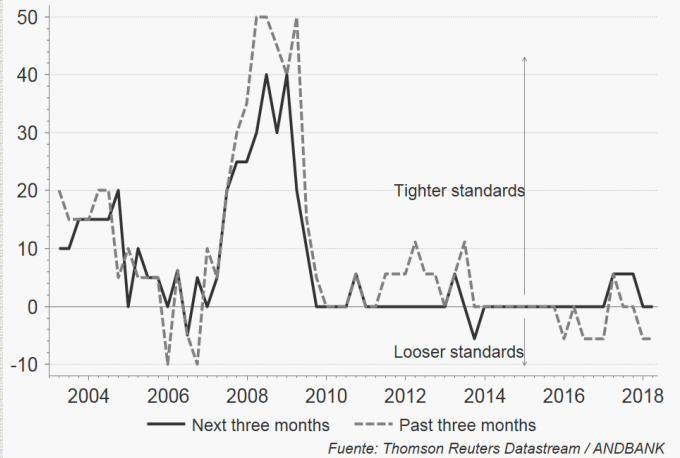
Twelve-month percentage change



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ECB BLS - Spain credit standards

Diffusion index, housing loans



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

JAPÓN

Kuroda descarta tratar la cuestión de la retirada de estímulos

Los inversores japoneses aguardan a la comparecencia de Powell antes de volver al mercado de valores del Tesoro estadounidense

Bloomberg se refirió a las estrategias de inversores japoneses en relación con los valores del Tesoro de EE.UU., afirmando que los inversores se mostrarán reticentes a tomar nuevas posiciones hasta que el Presidente de la Fed, Jerome Powell, se dirija al Congreso el 28 de febrero. Una serie de agentes del mercado afirmaron que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años posiblemente necesite alcanzar al menos el 3% para despertar el interés de los fondos japoneses.

La adicción de Japón al dinero barato tiene visos de agudizarse bajo el segundo mandato de Kuroda

Un informe de Nikkei analizaba cómo el Gobierno japonés tiene cada vez mayor dependencia de la colosal expansión monetaria del banco central. Según el informe, el nombramiento el viernes de Kuroda por el Gobierno para otro mandato de cinco años señala que su campaña de estímulos continuará por el momento. Kuroda declaró que, llegado el momento, el banco central de Japón (BoJ) comunicará oportunamente sus intenciones para garantizar que ello no desestabilice los mercados. La reciente alza del IPC japonés posiblemente inducirá al banco central, si es sostenida, a plantearse elevar su objetivo del 0% para el rendimiento del bono a 10 años, posiblemente en torno a finales de diciembre. Las subidas salariales deberían contribuir a impulsar la inflación subyacente hacia el 1%, aunque, según un sondeo de Reuters, la mayoría de las empresas japonesas no tienen planes de subir el salario base este año (el 52% de ellas no prevé subirlos en las rondas de negociaciones de este año), lo que constituye un revés para el Primer Ministro, que abogó por subidas salariales del 3%. El 76% de las demás compañías que planean subidas de salarios lo harían en un 2%. Además, la reciente apreciación del yen podría hacer que la normalización de las políticas sea incluso más remota, citando muchos analistas a los mercados de divisas como un problema para el BoJ. Las declaraciones oficiales están señalando cada vez más que los prolongados estímulos monetarios a gran escala del BoJ están suponiendo un «serio» lastre para los márgenes de beneficio de las entidades prestamistas y están dificultando más la eventual retirada por el BoJ de su agresiva política expansiva.

Perspectivas de crecimiento de Japón

Pese a las discretas cifras del PIB del cuarto trimestre (el crecimiento cayó hasta una tasa intertrimestral anualizada del +0,5%, frente a la previsión de consenso del 0,9% y el +2,2% del trimestre anterior), economistas privados de 16 compañías consideran que el PIB real de Japón acabará creciendo, de media, un 1,7% en el ejercicio fiscal 2017, que termina en marzo. La previsión promedio para el ejercicio 2018 es un raquítico 1,3%. El índice de confianza Tankan de la industria cayó hasta 29 en febrero con respecto al máximo de 11 años marcado el mes anterior de 35.

Aumento interanual de los beneficios empresariales del 35% en abril-diciembre

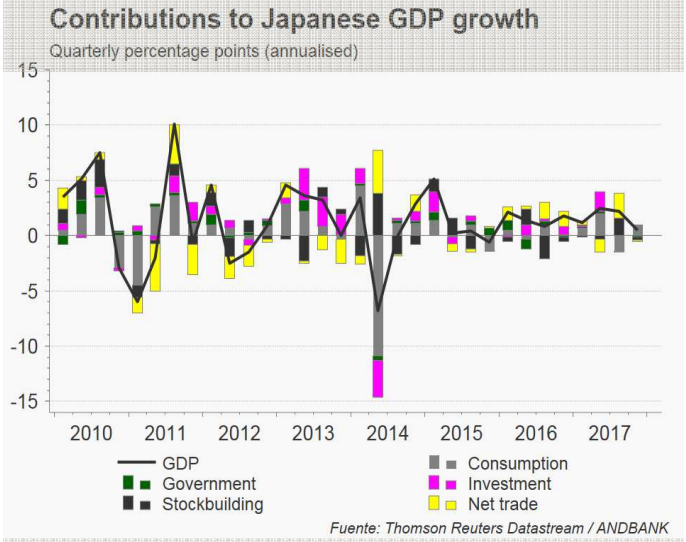
Según datos compilados por Nikkei, las empresas japonesas cotizadas se anotaron unos beneficios netos agregados de 23,63 billones de yenes (222.000 millones de dólares) en el período abril-diciembre, lo que supone un alza del 35% en el año. Esto supuso el quinto récord consecutivo para el correspondiente período. El informe señaló que la fortaleza fue generalizada, registrando un crecimiento de los beneficios 27 de los 32 sectores no financieros. Destacó el sector de maquinaria eléctrica, con un crecimiento del 150%, suponiendo casi un 30% del total. Los fabricantes de automóviles exhibieron un crecimiento del 51%.

Objetivos de los mercados financieros

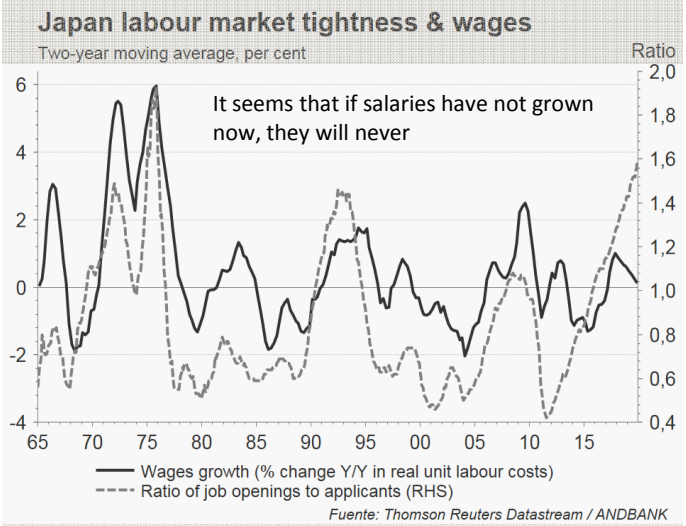
Renta variable (Nikkei 225): POSITIVO (punto medio: 23.718)

Deuda soberana: NEGATIVO

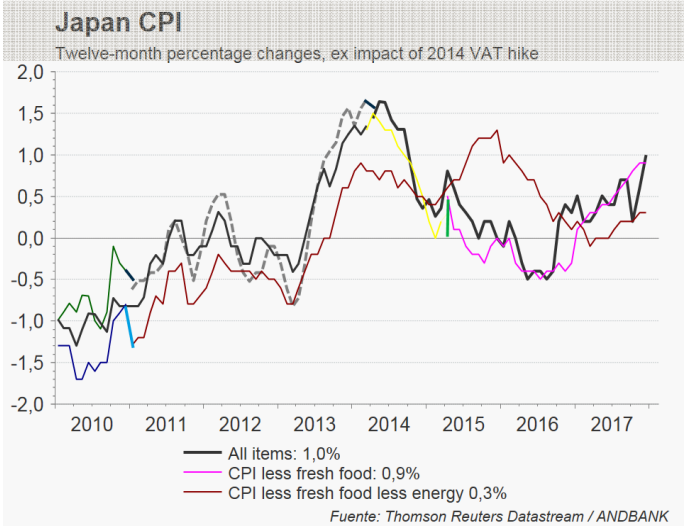
Divisas ¡novedad! (USD/JPY): NEGATIVO (objetivo a medio plazo: 111,2)



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

CHINA

Las medidas regulatorias vuelven a sacudir a las bolsas chinas, pero las perspectivas son positivas

La corrección bajista en las bolsas estadounidenses no fue el detonante del desplome del mercado chino

Cuando los mercados bursátiles mundiales sufrieron una corrección bajista a primeros de febrero, las bolsas chinas no se salvaron de la quema. La corrección bajista mundial no fue de ayuda, aunque no fue el detonante del desplome del mercado chino. Las preocupaciones de los inversores locales se debieron a la reciente represión por parte de Pekín de las compras apalancadas (los reguladores adoptaron medidas severas sobre la pignoración de acciones, una práctica mediante la cual los inversores aportan acciones en garantía para tomar dinero prestado de las agencias de valores y utilizan esos fondos para comprar más acciones). Consideramos que esta reforma es positiva, ya que el valor de las acciones pignoradas en los tres últimos años ha crecido desde el 6,1% de la capitalización bursátil total hasta el 10,3% (mientras que el número de empresas cotizadas con acciones pignoradas por un valor superior al 25% de su capitalización bursátil ha aumentado de 666 a 923). Evidentemente, «cuando los precios de las acciones comenzaron a caer, los inversores apalancados sufrieron un revés y, al no poder pignorar más acciones para captar fondos, se vieron obligados a liquidar posiciones, provocando con ello suspensiones de las cotizaciones de las empresas con ratios elevados de acciones pignoradas, realimentando el círculo vicioso» (Gatley & Cuy). Otro punto importante es que esta vez había pocas señales de compra por instituciones estatales, que en episodios anteriores intervinieron para estabilizar el mercado. El resultado es que estaban larvándose temores en los mercados chinos bastante antes de las acusadas caídas del mercado estadounidense, cuando los reguladores chinos hicieron públicas baterías de nuevas normas dirigidas contra los bancos comerciales (que disponen ahora de un período de gracia de 18-24 meses para cumplir las nuevas normativas). La preocupación se vio alimentada por temores a que el proceso regulatorio conllevara una fuerte retirada de liquidez. Además, se prevé que las autoridades aprobarán multitud de normas que afectarán a la industria de gestión de patrimonios.

Perspectivas y percepción sobre el mercado

Las medidas reguladoras han sacudido a las bolsas chinas en el pasado. En abril de este año, el SSE sufrió una caída del 7% en medio de un vendaval regulatorio (cuando el banco central chino dio instrucciones a los bancos para mejorar sus inseguras prácticas y actividades de arbitraje). Posteriormente, el SSE subió un 13%. También en noviembre, el borrador de reglamento de gestión de patrimonios desencadenó un retroceso del 5% del SSE, que fue seguido de un alza del +9%. Una vez se asimilen las presiones regulatorias, lo que posiblemente se producirá en las próximas semanas, los buenos fundamentales deberían volver a ser la principal consideración, como ha sucedido en el pasado. Aunque las medidas de las autoridades reguladoras angustian a los inversores, el hecho es que un endurecimiento normativo limita eficazmente los riesgos que los mercados financieros plantean a la economía real. Y lo que es más, quienes elaboran las políticas desean expresamente que las bolsas se afiancen este año para permitir una emisión de nuevas acciones que encaje con la agenda de desapalancamiento del Gobierno (recalcada por el Primer Ministro Li Keqiang). Por último, los mercados bursátiles chinos nacionales y extraterritoriales suelen presentar una correlación muy baja con índices internacionales (con sendas medias de 0,16-0,18 desde 2012).

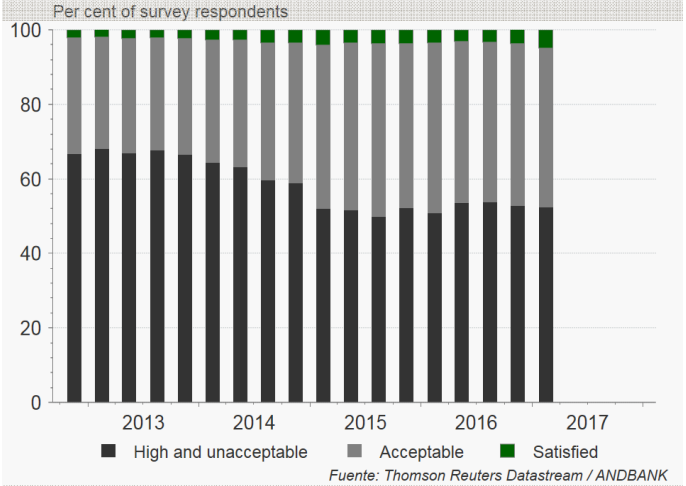
Las exportaciones y los indicadores PMI mantienen su solidez. El parque de viviendas sigue favoreciendo a la construcción. El IPC cayó en enero hasta el 1,5%. Un propicio conjunto de condiciones que tiene visos de continuar.

Objetivos de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): POSITIVO (punto medio: 3.672)
Renta variable (Shenzhen): POSITIVO (punto medio: 1.930)
Deuda soberana: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 3,25%)
Divisas (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 6,40)

China satisfaction of house prices

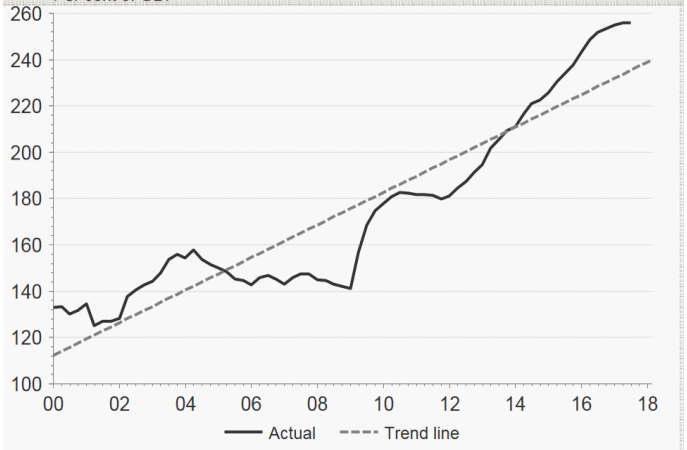
Per cent of survey respondents



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

China credit to nonfinancial sector

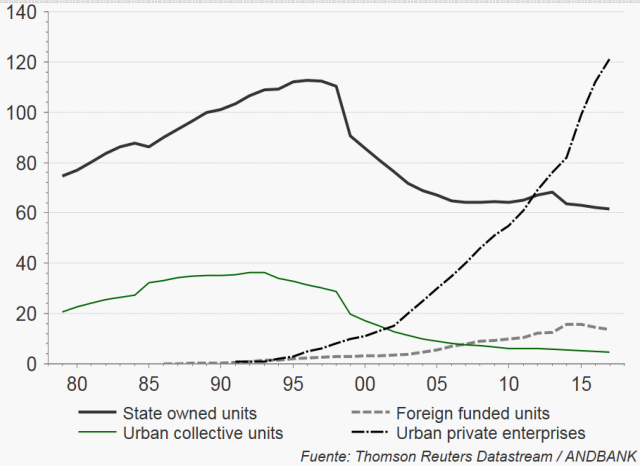
Per cent of GDP



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

China employment

Millions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

INDIA

Aceleración del crecimiento del PIB al 7,5%, pero la tributación de las plusvalías seguirá pesando

Los objetivos de déficit público se han relajado, pese a lo cual sigue planeándose su reducción: "Modicare" para atraer votos.

El partido gobernante BJP necesita apuntalar sus apoyos principales, para lo que aplazará los objetivos de déficit público. El Gobierno incumplirá su objetivo de déficit central del 3,2% en el ejercicio fiscal 2017-2018 por un 0,3%. El objetivo para el año que viene se ha elevado al 3,3% (desde 3%), mientras que el tan esperado objetivo del 3% se pospone ahora a 2020. El Gobierno destinará más recursos a agricultura, educación y sanidad. Modi exigirá a empresas y particulares pagar una tasa del 1% adicional sobre sus impuestos actuales y aplicará un impuesto del 10% sobre incrementos patrimoniales o plusvalías a las acciones y bonos vendidos tras un período de tenencia de un año. Aunque estas políticas seguro que serán del agrado del electorado que vota al Primer Ministro Modi, no está claro que estos Presupuestos vayan a ser recibidos tan favorablemente por los inversores. Otro aspecto importante de los planes de Jaitley es establecer un Sistema de Protección Médica Nacional básico diseñado para dar cobertura a 100 millones de hogares pobres (500 millones de personas), ofreciendo una cobertura para cada familia de 8.000 dólares al año. Fue inmediatamente bautizado como "Modicare". Los nuevos objetivos fiscales no reventarán los Presupuestos, ya que sigue habiendo planes de recortar el déficit y compromisos renovados de reducir el nivel de endeudamiento.

El crecimiento económico está acelerándose y está previsto que lo haga aún más, lo que acentuará las presiones inflacionarias

Tras la perturbación temporal provocada por la desmonetización y la aplicación de la reforma del impuesto sobre bienes y servicios, la industria, las exportaciones y el consumo muestran todos ellos un vigor renovado. Actualmente, el mayor gasto público probablemente elevará la demanda agregada antes de que se produzca un repunte de la inversión privada. Esto avivará las presiones inflacionarias (actualmente por encima del 5%, acercándose al umbral superior del RBI del 6%), lo que significa que se descartan recortes de tipos de interés.

Perspectivas

El nuevo impuesto sobre las plusvalías seguro que desanima a algunos inversores extranjeros, lo que podría conducir a una corrección del índice. No obstante, hay razones para el optimismo: (1) el PIB de la India crecerá este año un 7,5%; (2) se prevé un crecimiento de las exportaciones del 15%; (3) el ciclo de crédito también muestra brotes verdes; (4) prosigue el proceso de saneamiento y recapitalización, aumentando la probabilidad de que el ciclo de inversión comience a finales del ejercicio fiscal (quizás ya tarde para generar mucho empleo antes de las elecciones nacionales en 2019, pese a lo cual Modi va camino de obtener un segundo mandato). Estos aspectos ayudarán a la India a recuperar, a costa de China, su corona como la economía importante de más rápido crecimiento.

Pesadilla bancaria

El índice SENSEX de la India se ha visto sacudido recientemente por las preocupaciones sobre el impacto de la revelación por el Banco Nacional del Punjab (PNBK.NS) de un fraude de 1.770 millones de dólares. Hasta el momento, el PNB ha asegurado a todos sus clientes que dispone de «acuerdos suficientes» para que sus operaciones bancarias prosigan sin contratiempos y que cuenta con activos suficientes para hacer frente a cualquier pasivo. Los mercados podrían haber ya reaccionado de manera exagerada.

Objetivos de los mercados financieros

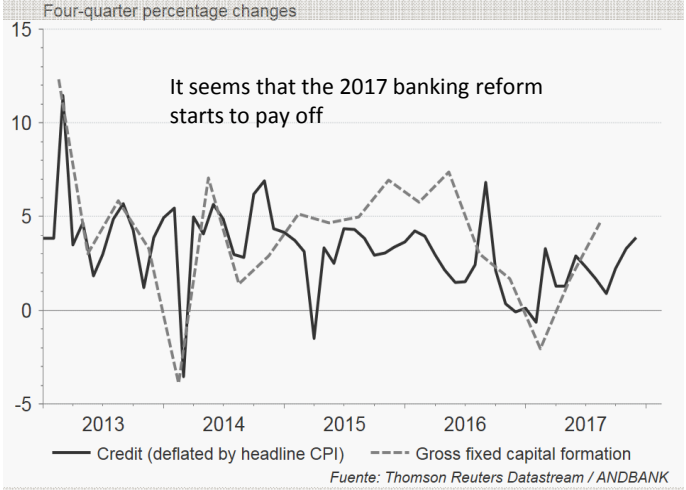
Renta variable (Sensex): POSITIVO (punto medio: 37.608)

Deuda soberana: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 5,90%)

Deuda de empresas: POSITIVO

India real credit and GFCF

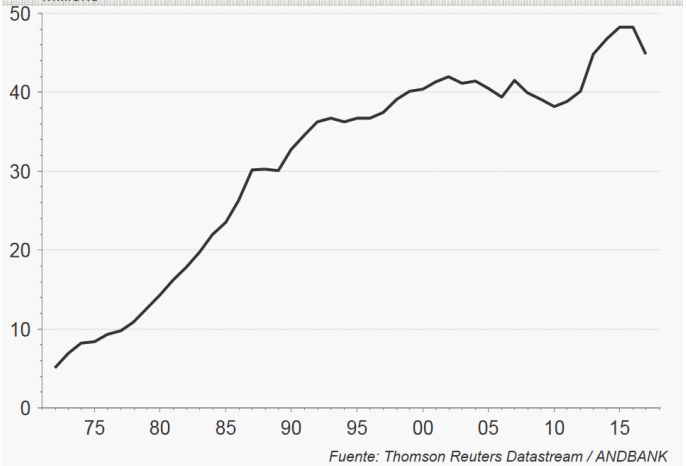
Four-quarter percentage changes



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

India job seekers

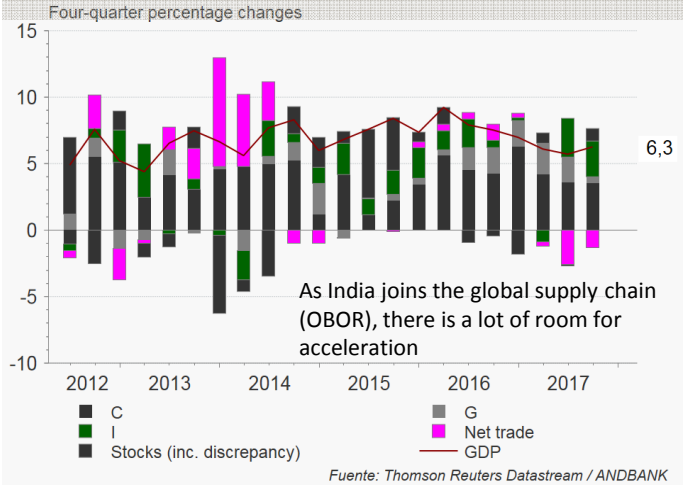
Millions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

India contributions to GDP growth

Four-quarter percentage changes



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

MÉXICO

La política y el NAFTA siguen pesando

Política del banco central y previsiones sobre el PIB

Banxico volvió a subir su tasa de interés de equilibrio (TIIE) en la reunión de febrero hasta el 7,50%. El comunicado de Banxico puso de manifiesto que el comité de política monetaria, cuyo nuevo Gobernador es Alejandro Díaz de León, está preocupado por la inflación y ha adoptado una postura restrictiva, razón por la cual los mercados locales dan por descontada una nueva subida de tipos de interés en abril o mayo. Banxico prevé para 2018 una senda descendente de los precios y pronostica que el IPC acabará 2018 en torno al 4%-4,5%, acercándose a su objetivo a largo plazo (3% ±1%) en 2019. El banco central mexicano mantiene su predicción de un contexto económico incierto, debido a la renegociación del NAFTA y a las elecciones presidenciales. La primera revisión del PIB de 2017 fue a 2,3%, continuando la ralentización del consumo privado a tenor de las cifras de enero. Nuestras proyecciones apuntan a un crecimiento del PIB del 2,2% en 2018.

Política, NAFTA y cambios fiscales

Los últimos sondeos sitúan al candidato de izquierdas López Obrador diez puntos por delante de su inmediato rival, Anaya (PAN-PRD, coalición). El candidato del partido del Presidente Peña Nieto ha caído drásticamente hasta alrededor del 20% en intención de voto.

El 25 de febrero se celebra la séptima ronda de negociaciones del NAFTA. No se hará público ningún acuerdo relevante. Conviene señalar que últimamente ha disminuido el pesimismo sobre la salida de EE.UU. de este acuerdo comercial, tras afirmar Trump que NAFTA probablemente seguirá en vigor en 2018.

Las arcas públicas continuarán por la senda de consolidación en 2017. Por vez primera en 10 años han registrado superávit (1,4%) y se ha reducido, del 50% al 46%, el ratio de Deuda/PIB.

Percepción de Andbank sobre los mercados

Renta variable: Se mantuvo la opinión de consenso de infraponderación en renta variable mexicana. La ausencia de aceleración del PIB (el menor de Latinoamérica), las negociaciones del NAFTA y el proceso electoral están influyendo en la percepción de los inversores y trayendo consigo volatilidad para el peso mexicano. Nuestras moderadas valoraciones (PER basado en los resultados previstos de los próximos 12 meses del orden de 17) y las realistas previsiones de beneficios (crecimiento del BPA del 5,7%) nos llevan a situar nuestro rango objetivo para el índice bursátil IPC en la horquilla de 46.000-53.000, con el punto medio (valor ajustado) en 49.000. Estos serán los condicionantes clave durante 2018: (i) las reformas fiscales y los cambios políticos; (ii) la evolución de la liquidez global, (iii) el ritmo de ajustes de tipos de interés de la Fed; y (iv) la aceleración del crecimiento del PIB en Latinoamérica. ***Renta fija:*** Seguimos previendo cierta presión como consecuencia del contexto político y de la senda de normalización de la Fed. Nuestras previsiones actuales apuntan a una subida más, al menos, de tipos de interés por Banxico antes de las elecciones, aunque tras el reciente comportamiento de la curva de rentabilidades local no está claro si ese movimiento presionará sobre las rentabilidades a largo plazo, ya que sigue observándose un aplanamiento de la curva de rendimientos. Existe entonces cierta probabilidad de un recorte de tipos en la segunda mitad del año o, al menos, una prolongada pausa en los movimientos de tipos de Banxico y un ciclo de rebaja de tipos para 2019. Prevemos que el diferencial de los bonos locales (frente al del Tesoro estadounidense) se mantendrá en torno al extremo superior de nuestro rango de 2017, 480 pb. En el caso de los bonos mexicanos denominados en USD, el diferencial también podría rondar 130-150 pb y, si hay una sobrerreacción, podría irse hasta 180-200 pb. Si fracasasen las negociaciones del NAFTA, ambos diferenciales serían mayores, afectados por las expectativas económicas y por una posible rebaja del rating de la deuda soberana.

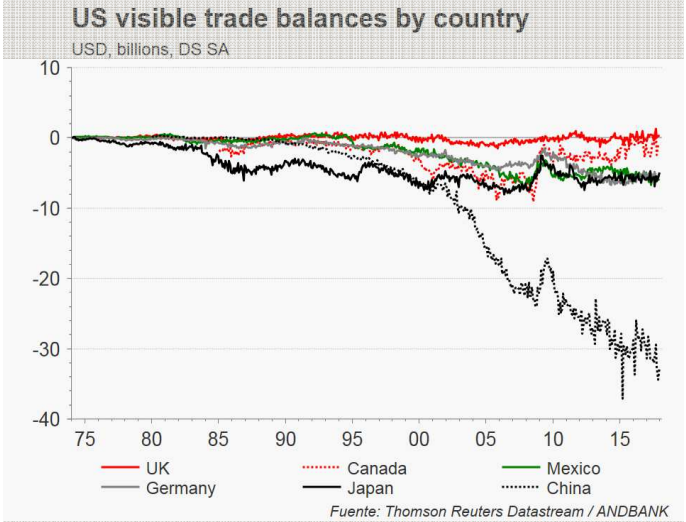
Objetivos de los mercados financieros

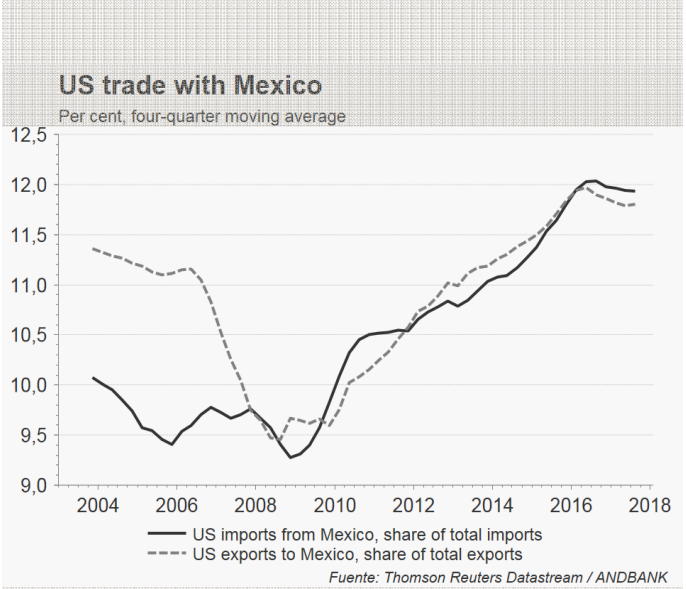
Renta variable (IPC México): CAUTELA (punto medio: 49.000; punto de salida: 52.167)

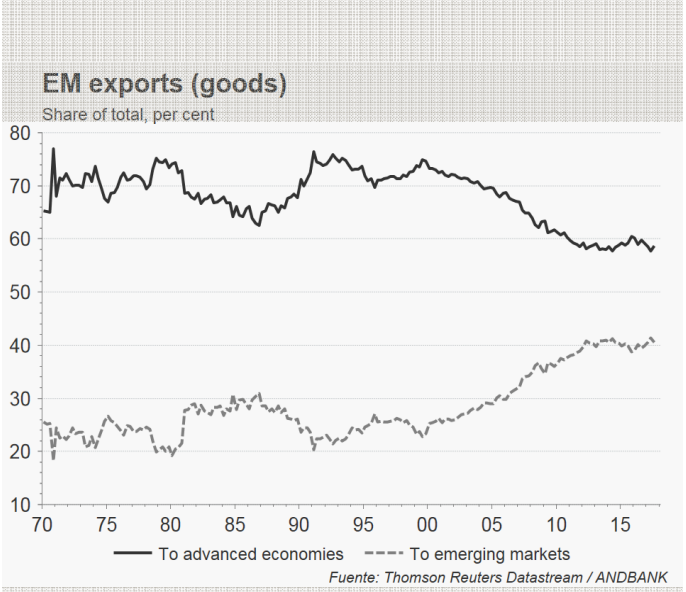
Deuda soberana en MXN: NEUTRAL (diferencial objetivo: 475; objetivo de rendimiento: 8,0%)

Deuda soberana en USD: NEGATIVO (diferencial objetivo: 180; objetivo de rendimiento: 5,25%)

Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 18,80)







BRASIL

Maratón electoral en Latinoamérica

Elecciones: más cambios

El acontecimiento político más relevante del mes pasado fue el juicio del ex Presidente Lula en el Cuarto Tribunal Federal Regional (TRF-4) acusado de corrupción pasiva y de blanqueo de capitales en el marco de la Operación Autolavado (Lava Jato). Lula fue condenado por unanimidad por los tres jueces a una pena de 12 años de prisión. Aunque se esperaba su condena, el hecho de que fuese por unanimidad complica aún más la situación de Lula, ya que su defensa no puede recurrir la propia decisión de condena, sino tan solo solicitar aplazar su ejecución algunas semanas. La candidatura de Lula todavía no está completamente descartada, pero la probabilidad de que se presente es ahora muy baja. Esto representa un «riesgo de cola» menos para los inversores, ya que Lula abiertamente abogaba por políticas fiscales expansivas, así como por la anulación de reformas aprobadas por el Gobierno actual. No obstante, el grupo de candidatos reales sigue sin estar muy claro, al igual que tampoco lo están las probabilidades de victoria de cada uno de ellos.

Coyuntura macroeconómica

La economía se encuentra en una recuperación cíclica. Se espera que el PIB crezca en torno al 2,50% en 2018, pero somos más optimistas y apostaríamos por el 3%, con la inflación controlada (alrededor del 4%) y una balanza externa saneada.

El índice IBC-Br, una medida de la actividad económica elaborada por el banco central, se elevó en diciembre un 1,41%, acabando 2017 con un alza del 1,04%. La producción industrial, las ventas minoristas y los servicios crecieron en el mes, impulsando al índice.

Políticas fiscal y monetaria: reforma de la Seguridad Social aplazada

La vertiente fiscal es la variable que más preocupa. El déficit público primario se ha fijado para el año que viene en 159.000 millones de BRL, igual que en 2017. El Congreso está de vuelta de su receso y las primeras señales sobre el respaldo a una reforma de la Seguridad Social fueron negativas. El Presidente Temer compareció en la televisión pública intentando mostrarse más cercano a la ciudadanía e influir en la opinión pública. Al final, no llegaron los votos para aprobar el Proyecto de ley, por lo que ahora mismo es posible que la reforma de la Seguridad Social no se materialice en 2018. El banco central ha rebajado 25 pb su tipo de interés de referencia, hasta el 6,75% anual. Según el acta de la reunión, algunos miembros del comité de política monetaria se mostraron a favor de una postura más clara para poner fin al ciclo de política monetaria expansiva actual, mientras que otros manifestaron su preferencia por mantener la libertad de actuación. Esto indica una postura más flexible y, de algún modo, deja la puerta abierta a otro recorte de tipos en la próxima reunión, supeditado a que se produzcan sorpresas positivas tanto en las perspectivas de inflación como en la agenda de reformas.

Percepción de Andbank sobre los mercados

Renta variable: Nuestro objetivo para el índice Bovespa es de 82.000 puntos, con salida en 86.100. La recuperación económica y los menores tipos de interés deberían mejorar los resultados empresariales. Con todo, gran parte de este efecto ya se encuentra descontado en las cotizaciones. Deuda pública: NEGATIVA. La dinámica de la deuda pública resultará perjudicada por la falta de una reforma significativa de la Seguridad Social. Sumándose a la revisión a la baja del rating por S&P, Moody's podría recortar el rating de la deuda de Brasil en los próximos meses.

Objetivos de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): VENDER (punto medio: 82.000; punto de salida: 86.100)

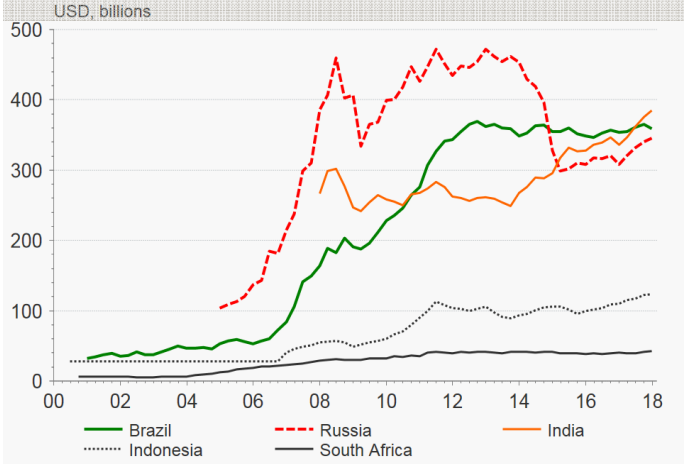
Deuda soberana en BRL: POSITIVO (objetivo de rendimiento: 9,50%; rentabilidad real: 4,55%)

Deuda soberana en USD: NEGATIVO (objetivo de rendimiento: 5,35%; diferencial: 210 pb)

Divisas (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 3,20)

Emerging market official reserves

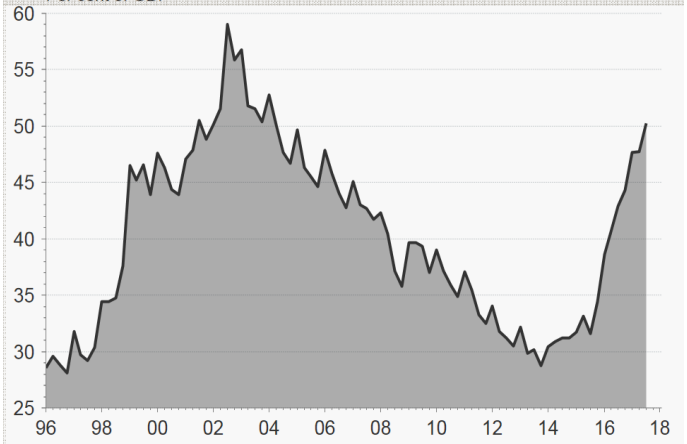
USD, billions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil government debt

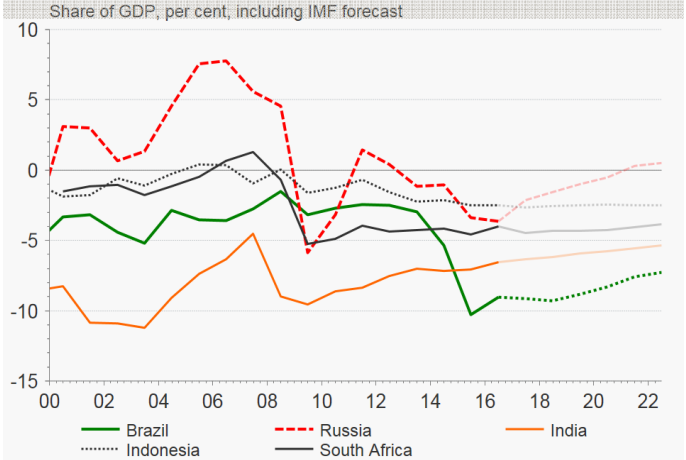
Per cent of GDP



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Emerging market government budget balances

Share of GDP, per cent, including IMF forecast



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINA

Objetivos cambiantes, malo para los mercados

Últimas noticias: programa de financiación, negociaciones salariales,

Cambio en los objetivos de inflación: pese a que se anunció a finales de diciembre, afectó en gran medida a todos los mercados argentinos y sigue añadiendo incertidumbre sobre cómo actuará el banco central de ahora en adelante. La próxima decisión de política se producirá el 27 de febrero. Programa de financiación: el Gobierno logró en apenas dos meses cubrir el 42% de sus necesidades de financiación para 2018. Parece que ha sido una buena maniobra en vista de lo que estamos presenciando en los mercados internacionales de deuda. Además, en el caso concreto de los Presupuestos del Gobierno, el 75% de las emisiones en USD ya están cubiertas. Negociaciones salariales: Las próximas semanas serán claves, al estar celebrándose las negociaciones salariales con varios sindicatos. Habitualmente, estas negociaciones a comienzos de año contribuyen al anclaje de las expectativas de inflación para el resto del año.

Situación macro y fiscal: Objetivo de PIB en 3,1%

La economía argentina registró en noviembre un crecimiento intermensual del 0,4%, según el indicador EMAE. Se prevé que el PIB real de 2017 acabará en el 2,9%. El crecimiento económico fue a más en todos los sectores, registrando 12 de los 15 sectores un crecimiento interanual. Mantenemos el objetivo para 2018 de crecimiento del PIB real del 3,1%.

Déficit público primario: cerró 2017 en el 3,9% (mejor que el objetivo oficial del 4,2% y que el dato de 2016 del 4,3%). Si sumamos costes financieros, el Déficit Público general de 2017 alcanzó el 6,1%. Por vez primera desde 2003, los ingresos públicos crecieron a una tasa más alta que el gasto público, lo que constituye un cambio importante en la trayectoria fiscal de Argentina. De cara a 2018, debido a los mejores resultados relativos en 2017, el Gobierno pagó por adelantado la factura energética del primer trimestre de 2018 para aliviar los esfuerzos de este año por cumplir el objetivo. Considerando las medidas ya anunciadas por el Gobierno (recortes adicionales de las subvenciones, ajustes en las pensiones, etc.), pensamos que se cumplirá el objetivo de un déficit público primario del 3,2% para 2018.

Inflación y política monetaria: La inflación acabó 2017 en el 24,80%, casi 10 puntos por encima del objetivo oficial (15%), y ello pese a una política monetaria restrictiva. El 28 de diciembre, el Gobierno decidió modificar sus objetivos de inflación para 2018, cambiando el objetivo para este año del 10% al 15%. Este cambio cogió por sorpresa a todo el mercado y trajo consigo una gran perturbación en los mercados tanto de renta fija como de divisas en Argentina. Tras este anuncio, el banco central relajó su política monetaria, bajando dos veces los tipos de interés, del 28,75% al 27,25%. Revisamos nuestro objetivo de inflación del 16% al 22%.

Evaluación general de Andbank

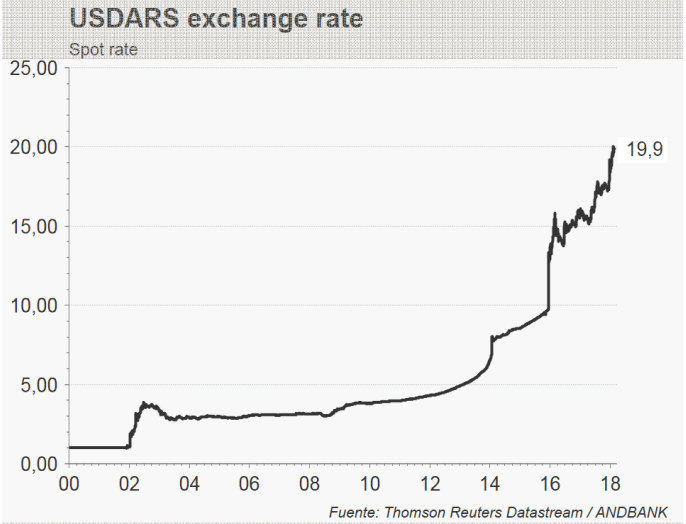
Bonos: Duro comienzo de año para los bonos argentinos (+50 pb de subida de tipos de interés siguiendo la estela de los bonos del Tesoro de EE.UU. y +43 pb del diferencial), debido a las voluminosas emisiones en USD, a las reformas en punto muerto y al cambio de objetivos por el Gobierno. Tres factores nos hacen pensar que este peor comportamiento relativo debería dar un giro: (1) la consolidación fiscal está moderándose lentamente; (2) ya se han aprobado 3 de las 5 reformas previstas, y (3) el elevado volumen de emisiones a principios de año alivia la presión por la financiación.

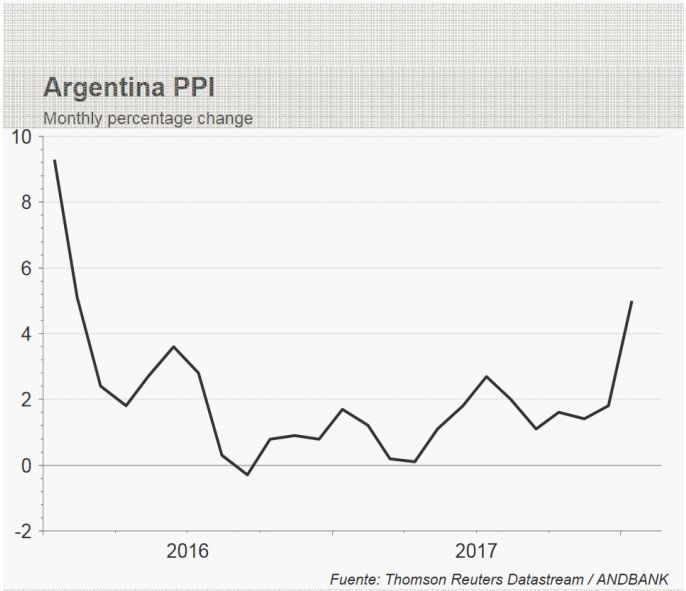
Divisas: El peso argentino no deja de depreciarse desde mediados de diciembre por la incertidumbre sobre las reformas (finalmente aprobadas) y el anuncio de un cambio en los objetivos de inflación. El 9 de febrero casi se alcanzó nuestro objetivo para 2018; pero hemos decidido de ahora en adelante, debido en parte a los cambios imprevistos en el Gobierno, elevar nuestro objetivo para el cambio ARS/USD hasta 22.

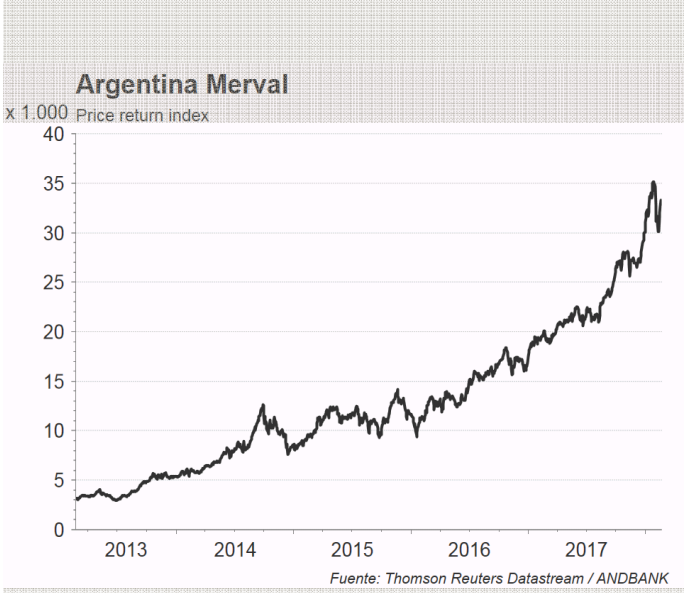
Objetivos de los mercados financieros

Deuda soberana 10 años en USD: POSITIVO (Target 6,25%; diferencial: 300).

Divisas (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo a medio plazo: 22)







ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis fundamental

Index	Sales per Share 2017	Net Margin 2017	Andbank's Sales growth 2018	Andbank's Net Margin 2018	EPS 2018	EPS Growth 2018	Current PE with EPS 2017	Current PE Fw EPS 2018	PE estimate at Dec 18 EPS 2018	INDEX CURRENT PRICE	2018 Central Point Fundam range	2018 E[Perf] to Centr. Point	2018 Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	1.232	10,8%	5,6%	12,17%	158	18,8%	20,31	17,10	**17,15**	2.707	2.715	**0,3%**	2.987	10,3%
Europe - Stoxx Europe 6	298	8,1%	5,2%	8,19%	25,7	6,6%	15,41	14,46	16,00	371	411	**10,7%**	439	18,4%
Euro Zone - Euro Stoxx	349	7,1%	5,2%	7,15%	26,2	6,4%	15,15	14,24	15,75	373	413	**10,6%**	454	21,7%
Spain IBEX 35	7.713	9,2%	4,9%	9,19%	744	4,4%	13,47	12,90	15,00	9.591	11.154	**16,3%**	12.270	27,9%
Mexico IPC GRAL	33.496	8,1%	7,2%	8,03%	2.881	5,7%	17,53	16,59	17,00	47.791	48.983	**2,5%**	52.167	9,2%
Brazil BOVESPA	52.724	9,9%	7,2%	10,26%	5.798	11,6%	16,53	14,82	14,15	85.891	82.008	**-4,5%**	86.108	0,3%
Japan NIKKEI 225	20.076	5,8%	5,1%	5,92%	1.248	6,6%	17,97	16,86	19,00	21.042	23.718	**12,7%**	26.089	24,0%
China SSE Comp.	2.642	8,7%	7,1%	8,77%	248	7,5%	14,11	13,13	14,80	3.258	3.672	**12,7%**	4.039	24,0%
China Shenzhen Comp	902	8,5%	7,3%	8,67%	84	9,3%	23,85	21,82	**23,00**	1.831	1.930	**5,4%**	2.123	15,9%
India SENSEX	14.218	10,8%	9,2%	11,06%	1.717	12,1%	22,04	19,65	21,90	33.747	37.608	**11,4%**	41.369	22,6%
MSCI EM ASIA (MXMS)	425	9,4%	6,8%	9,59%	44	8,8%	14,82	13,62	14,40	593	627	**5,7%**	690	16,3%

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL: PROBABILIDAD DE *RISK-OFF*

Análisis táctico

Indicador compuesto GEM de Andbank: se mantiene el posicionamiento neutral con sesgo vendedor

El nivel de nuestro índice general ha pasado de -3.8 el mes pasado a -3,6 este mes (en un rango de ±10), asentándose en una zona indicativa de que el mercado bursátil continúa «sobrecomprado», aunque sigue pareciendo moderada la probabilidad de que el mercado experimente un risk-off sostenido..

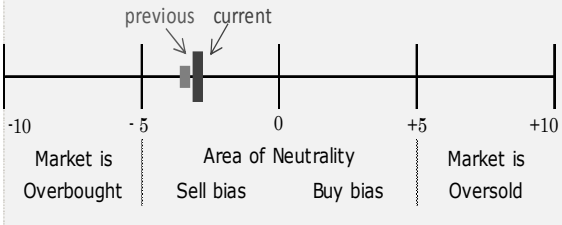
Flujos: 1) Se espera más de $1tr en recompras corporativas gracias a la afluencia de efectivo por los recortes en impuestos ahora en manos de las empresas, lo que podría ayudar a impulsar los precios de las acciones. 2) Los ETF de renta variable estadounidense, que han estado en el centro de las salidas de fondos durante el mes pasado, perdieron más de $25 bn hasta el momento. Esto es más de la mitad de los $40bn que se canalizaron a estos instrumentos en enero. El hecho de que no todas las entradas ya se hayan retirado, ayuda a mantener una evaluación positiva. Además, la diferencia entre los flujos en fondos de renta variable y bonos no bajó más allá de -1 StDev, lo que sugiere que los movimientos recientes no han sido extraordinarios..

Sentimiento: 1) El PE forward del SPX se movió de 18.47 a 17.17, aún por encima de su promedio de 10 años (14.1), pero su cambio porcentual de 4 semanas cayó dramáticamente. 2) El option skew monitor para el S&P (diferencia entre la volatilidad implícita de opciones de compra fuera de dinero y opciones de venta) muestra un sesgo negativo desproporcionado debido a la demanda masiva de cobertura causado por un efecto manada La cifra se movió hacia un nivel extremo. ¿Percepción de riesgo engañosa?

Risk Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	3	3
Positive Bias	1	1
Neutral	3	5
Negative Bias	5	2
Sell signals	9	10
FINAL VALUATION	-3,8	-3,6

Risk Composite Indicator (Breakdown)



ANÁLISIS TÉCNICO

Escenario de tendencia (1 mes). Soportes y resistencias (1 y 3 meses)

S&P: LATERAL-ALCISTA
Soportes a 1 y 3 meses: 2.532; resistencias 1 y 3 meses: 2.872/3.000.

STOXX 600: LATERAL-ALCISTA
Soportes a 1 y 3 meses: 365; resistencias 1 y 3 meses: 409/415.

IBEX: LATERAL
Soportes a 1 y 3 meses: 9.360/9.236; resistencia a 1 y 3 meses: 10.643.

EUR/USD: LATERAL-BAJISTA
Soportes a 1 y 3 meses: 1,20/1,17; resistencias 1 y 3 meses: 1,26/1,266.

Petróleo: ALCISTA
Soportes a 1 y 3 meses: 55,82; resistencias a 1 y 3 meses: 67,2/74,9.

Oro: LATERAL-BAJISTA
Soportes a 1 y 3 meses: 1.295/1.257; resistencias a 1 y 3 meses: 1.374/1.391.

Bonos del Tesoro de EE.UU.: BAJISTA (desde la perspectiva de precio)
Soportes a 1 y 3 meses: 2,65%; resistencia a 1 y 3 meses: 3,02%.

MERCADOS DESARROLLADOS

Análisis fundamental

***Treasury* estadounidense: suelo 2,07%; valor razonable 3,25%; techo 4%.**

Diferencial *swap*: El diferencial *swap* se estrechó a -3 pb, desde los +4 pb del mes pasado. Para que el diferencial se normalizase en +13 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 2,2%, sería preciso que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años se situase en 2,07%.

Pendiente: La pendiente de la curva de rendimientos del bono estadounidense a 10 años se elevó a 70 pb (desde 55 pb). Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia el 2,25% (que es su valor actual), para igualar la pendiente media a 10 años (177 pb) el rendimiento del bono del Tesoro con ese vencimiento debería situarse en 4%.

Rendimiento real: Un buen punto de entrada en el bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años podría ser cuando el rendimiento real se situase en el 1%. Dado que nuestras previsiones para el IPC están en 2,2%, el rendimiento del bono del Tesoro debería subir hasta el 3,2% para posicionarnos en «COMPRAR».

***Bund* alemán: suelo 0,80%; valor razonable 1,05%; techo 2,4%.**

Diferencial *swap*: El diferencial *swap* se elevó ligeramente a 48 pb (desde los 46 pb del mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en 35 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 1,40%, el rendimiento del Bund debería avanzar hacia 1,05% (punto de entrada).

Pendiente: La pendiente de la curva de rendimientos del activo de referencia en EUR se elevó de 112 pb a 125 pb. Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al -0,50% (en estos momentos está en -0,57%), para igualar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (130 pb) el rendimiento del Bund debería situarse en 0,80%.

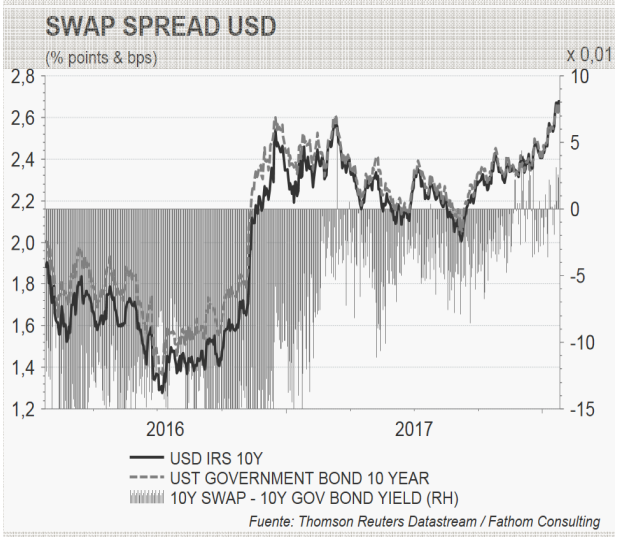
Rendimiento real: Un buen punto de entrada en el Bund alemán podría ser cuando el rendimiento real se situase en el 1%. Dado que nuestras previsiones para el IPC están en 1,4%, el rendimiento del Bund debería subir hasta el 2,4% para posicionarnos en «COMPRAR».

***Gilt* británico: valor razonable 2,3%; techo 3,6%.**

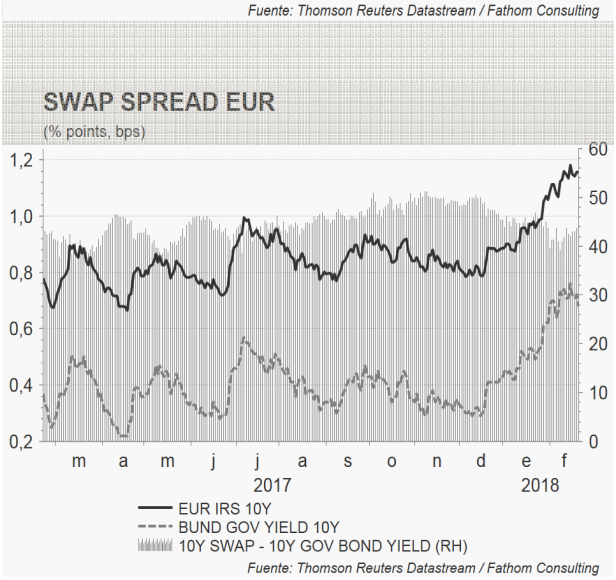
Diferencial *swap*: Prevemos que el tipo *swap* alcanzará el 2,5% y el diferencial *swap* se normalizará en 15 pb. En tal caso, el rendimiento del bono británico a 10 años debería avanzar hacia 2,35%.

Pendiente: Puesto que los valores británicos a 2 años están normalizados en el 1%, para igualar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (161 pb) el rendimiento del Gilt con ese vencimiento debería situarse en 2,61%.

Rentabilidad real: Un rendimiento real del 1% implica que el rendimiento del bono británico a 10 años debería situarse, en términos nominales, en 3,6%.



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

BONOS EUROPEOS PERIFÉRICOS

Objetivos fundamentales – rentabilidades a 10 años

Bono español: Rendimiento objetivo: 1,65% (desde 1,75%)
Bono italiano BTPI: Rendimiento objetivo: 2,10%
Bono del Estado portugués: Rendimiento objetivo: 2,20%
Bono del Estado irlandés: Rendimiento objetivo: 1,10%
Bono del Estado griego: Rendimiento objetivo: 4,50%

BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

Objetivos fundamentales

Hasta la fecha, la regla empírica que aplicamos en relación con los bonos de mercados emergentes (ME) consiste en «comprar» éstos cuando se cumplan las dos condiciones siguientes: (1) el bono del Tesoro estadounidense ofrece un rendimiento real igual o superior al 1% y, (2) el rendimiento real de los bonos de ME supera en 150 pb al de los bonos del Tesoro de EE.UU.

En el supuesto de que se cumpliera la primera condición, deberíamos comprar únicamente aquellos bonos de ME que ofreciesen un rendimiento real igual o superior al 2,50%.

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	6,50%	3,25%	3,25%	-1,00%	5,50%
	India	7,77%	5,27%	2,51%	-0,75%	7,02%
	Philippines	5,91%	4,00%	1,91%	-0,50%	5,41%
	China	3,84%	1,80%	2,04%	-0,75%	3,09%
	Malaysia	4,00%	3,48%	0,52%	0,00%	4,00%
	Thailand	2,34%	0,72%	1,61%	-0,50%	1,84%
	Singapore	2,30%	0,36%	1,94%	-0,50%	1,80%
	South Korea	2,64%	1,03%	1,62%	-0,50%	2,14%
	Taiwan	1,00%	1,18%	-0,18%	1,00%	2,00%
EME	Turkey	11,76%	10,35%	1,41%	-0,50%	11,26%
	Russian Fed	7,05%	2,50%	4,55%	-1,00%	6,05%
LATAM	Brazil	9,55%	2,07%	7,48%	-1,00%	8,55%
	Mexico	7,58%	6,76%	0,82%	0,00%	7,58%
	Colombia	6,81%	3,68%	3,13%	-1,00%	5,81%
	Peru	5,10%	1,25%	3,85%	-1,00%	4,10%

ENERGÍA – PETRÓLEO: La producción de crudo en EE.UU. supera la cota de los 10 millones de barriles diarios.

Objetivo (WTI): 45 USD/barril. Vender por encima de 60 USD; comprar por debajo de 35 USD.

Factores a corto plazo

(Favorable para el precio) – Arabia Saudita y Rusia redactarán un preacuerdo para forjar a finales de año una alianza a largo plazo (según el Ministro de Energía de EAU, al-Mazroui). Irónicamente, Mazroui señaló que la OPEP está instando a sus miembros a acrecentar la capacidad de producción de petróleo para conseguir un colchón frente a alzas de precios debido a la debilidad del dólar este año.

(Negativo para el precio) – El fuerte crecimiento de la oferta en EE.UU. debería ejercer una presión adicional a la baja sobre los precios del crudo en los próximos meses. Que la producción estadounidense de crudo superase en enero los 10,2 millones de barriles diarios (un alza muy superior a la prevista por el mercado) significa que EE.UU. ha sustituido a Arabia Saudita como segundo mayor productor mundial de petróleo, a poca distancia de Rusia. Haber superado la cota de los 10 mbd facilita que Estados Unidos se dirija hacia el objetivo de dominio de la energía del Presidente Trump.

(Negativo para el precio) – Prevemos para este año y el próximo un crecimiento de la oferta mundial superior al de la demanda, haciendo que el mercado del petróleo vuelva a tener superávit. Esto debería (por lo menos teóricamente) influir en los precios. La Agencia Internacional de Energía (IEA) estima que la oferta en los países no pertenecientes a la OPEP crecerá en 2018 hasta 1,7 mbd, subrayando el «crecimiento explosivo» de la producción de petróleo en EE.UU. mientras los precios se mantienen altos. Las estimaciones de crecimiento de la demanda para este año permanecen en 1,3 mbd. El WSJ señaló que el crecimiento de la producción estadounidense ha compensado el 60% de los recortes de la OPEP.

(Negativo para el precio) – La actividad especulativa desempeñó un importante papel en la última subida repentina de los precios del petróleo. Los especuladores han comenzado a reducir sus posiciones largas netas (coincidiendo con el desplome bursátil mundial).

(Negativo para el precio) – El crecimiento de la demanda de petróleo en China va camino de ralentizarse hasta el 4,2% en 2018 desde el 5,5% en 2017, con una demanda total de 11,77 millones de barriles diarios (Platts). La desaceleración estará impulsada por el menor crecimiento del PIB, dado que el Gobierno chino se centra ahora en cambiar crecimiento económico por medio ambiente. Otro aspecto que limitará el consumo de energía es la mejora de la eficiencia y los controles medioambientales, que actualmente se están endureciendo.

(Negativo para el precio) – Una encuesta de DNV (un asesor técnico del sector de la energía) puso de manifiesto que la mayoría de las empresas mundiales de petróleo y gas prevén aumentar este año la inversión en bienes de equipo a medida que se recupere la confianza. El 66% de los 813 altos directivos encuestados afirmó que sus compañías aumentarían o mantendrían este año la inversión en bienes de equipo, frente al porcentaje de apenas el 39% del pasado año. La confianza en el crecimiento de la industria también habría aumentado hasta el 63%, frente al 32% indicado en el informe del año pasado.

Factores a largo plazo

(-) Las energías alternativas están tomando el testigo. Los productores deben tener en cuenta que el valor de sus reservas viene dictado 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 (manteniendo de este modo 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 niveles de producción. El valor de las reservas de los países productores depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para Riad es el de estar sentado sobre una gran cantidad de «reservas varadas» que ya no podría extraer ni vender. Por tanto, los productores tienen un potente incentivo para obtener cuanto antes beneficios económicos de sus reservas.

(-) El retorno de Irán representa un cambio de juego equivalente a un cambio estructural en el mercado global de la energía.

(-) Los productores de la OPEP ya no tienen la capacidad de determinar 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 la principal competencia se daba entre los productores de petróleo (sobre todo entre la OPEP y los productores no pertenecientes a la OPEP). Hoy en día, la mayor amenaza para cualquier productor de petróleo convencional proviene de productores no convencionales y 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 determinar los precios.

(-) Los productores de petróleo de esquisto están en condiciones de elevar considerablemente la producción a 60 USD/barril. Según la IEA, un precio de 60 dólares por barril sería suficiente para que muchas compañías de esquisto estadounidenses reanudasen la producción.

METALES PRECIOSOS – ORO

Precio fundamental del oro a 1.100 USD/onza. Vender por encima de 1.300 USD/oz.

Factores negativos

Oro en términos reales. El precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el *US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales*, que se utiliza como aproximación para el deflactor mundial) aumentó a 1.161 USD/oz (desde los 1.117 USD/oz del mes anterior). En términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 820 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,1442 en la actualidad), para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 940 USD/oz.

Ratio entre oro y plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Este ratio se ha elevado algo, hasta 80,04 (desde 77,4 el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 61,66, 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 1.024 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Este ratio se elevó a 21,54 (desde 20,71 el mes pasado), pero supera aún con creces su valor promedio de los últimos 20 años de 15,03. Considerando nuestro objetivo fundamental a largo plazo para el petróleo de 45 USD/barril (nuestro objetivo central), y que la utilidad del petróleo respecto a la del oro se mantendrá inalterada, el precio del oro debería acercarse al nivel de 676 USD/oz para que esta relación continuara cerca de su promedio de largo plazo.

Ratio entre oro y DJI. Este ratio (invertido) ha disminuido a 18,65 (desde 19,41 el mes pasado), situándose ahora por debajo de su valor promedio de largo plazo de 20,04. Dado nuestro punto central (nivel de cotización objetivo) a largo plazo para el DJI de 25.000 puntos, el precio del oro debería acercarse a 1.247 USD/oz para que esta relación se mantuviera próxima a su nivel promedio de largo plazo.

Ratio entre oro y S&P500. Este ratio se elevó a 0,492 (desde 0,479 el mes pasado), pero todavía está bien por debajo de su promedio de largo plazo de 0,59. Dada nuestra cotización objetivo (punto central) para el S&P de 2.715 puntos, el precio del oro debería aproximarse a 1.601 USD/oz para que esta relación estuviese cerca de su promedio de largo plazo.

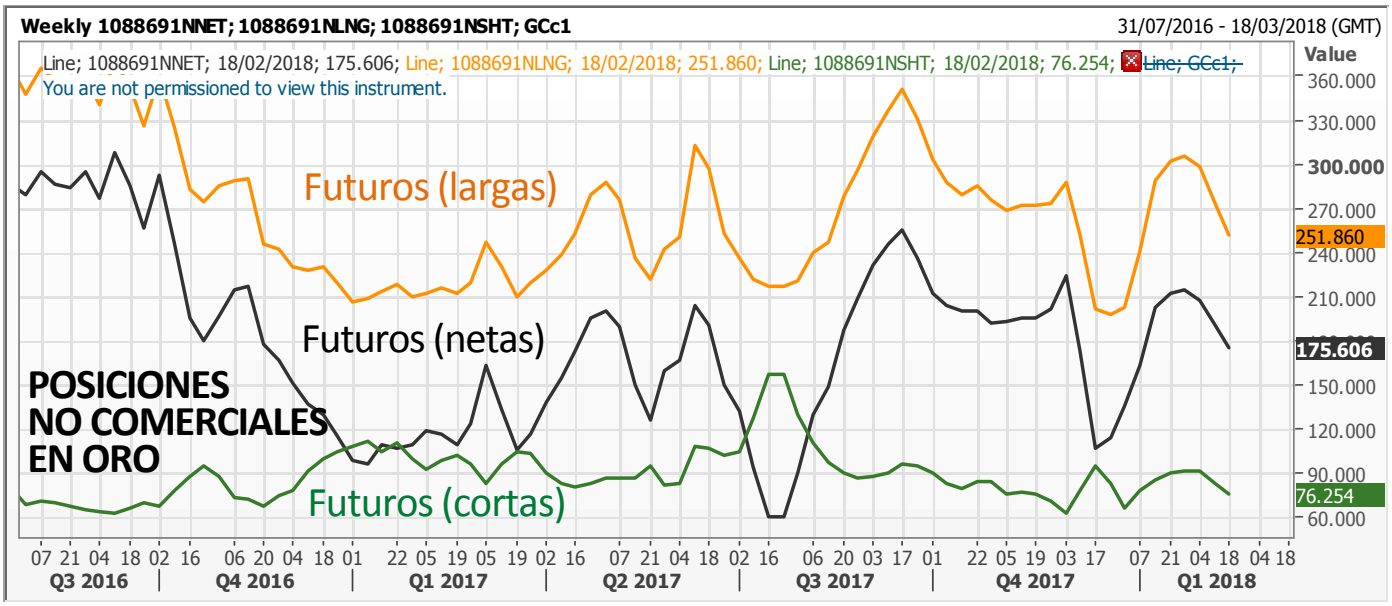
Posicionamiento especulativo. Evolución mensual de posiciones abiertas en contratos de futuros no comerciales (CEI 100 oz) en CFTC: las posiciones largas se redujeron con fuerza a 251.000 contratos (desde 301.000); las cortas cayeron también, de 90.500 contratos a 76.300 => Evolución mensual de la posición neta: reducción de 211.000 a 175.000, lo que sugiere que el oro todavía está caro en términos relativos.

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 (que el oro no ofrezca cupón) está en estos momentos neutralizada, con tipos negativos en numerosos titulos de deuda global. Aunque este factor va perdiendo importancia a medida que los rendimientos siguen aumentando.

Mercado mundial de oro (porcentaje relativo). El valor total de las existencias de oro comercial en el mundo ronda los 6,9 billones de USD, un porcentaje bien pequeño (3,2%) del valor total del mercado monetario global (212 billones). La negociación diaria en el LBMA y en otros mercados de oro ronda los 173.000 millones de USD (equivalente apenas al 0,08% del total de los mercados financieros).



TIPOS DE CAMBIO

Objetivos fundamentales

EUR/USD: el posicionamiento largo en el EUR está en +1,9 *sigmas* (respecto a la media de los últimos tres años). Objetivo técnico: 1,26; objetivo fundamental a medio plazo: 1,15.

Flujos: Desde el 30 de enero, la última ilectura antes de que los mercados accionarios comenzaran a caer, el posicionamiento absoluto promedio ha disminuido en un tercio en términos de cantidad de contratos netos, lo que significa que las posiciones abiertas de riesgo mantenidas en divisas continuaron cerrándose en la tercera semana del mes. Los cortos netos en USD disminuyeron en un 34% desde el 30 de enero a -11.600 millones desde -17.500 millones (ver tabla). El mayor descenso en los largos del G10 fue en GBP, seguido de EUR. Dicho esto, las posiciones cortas importantes en USD (para financiar posiciones largas en EUR) persisten y este posicionamiento corto en el mercado USD es estadísticamente significativo (-1.41 sigmas por debajo del promedio visto en los últimos 3 años) lo que hace que el "USD Short" siga siendo la posición más concurrida globalmente. El posicionamiento en el dólar contrasta con las posiciones netas largas vistas hace tan sólo 5 trimestres. (+28.700mn). Esta cifra sugiere que el USD podría estar sobrevendido. Mientras tanto, el posicionamiento en EUR representa la contraparte de lo que se ve en el USD, con una posición larga neta de US $ + 19.45bn. Este posicionamiento en EUR representa una sobreponderación de +1.9 sigma sobre una base z-score de tres años, lo que sugiere que el EUR está sobrecomprado en comparación con los estándares históricos.

Perspectivas: El **análisis técnico** examinado en el seno del Comité de Inversiones indicó tres aspectos muy importantes. A saber: (1) el cambio EUR/USD se encamina hacia una resistencia muy importante en 1,26; (2) este nivel de resistencia debería aguantar bien (al igual que en el pasado), por lo que consideramos que el EUR no lo perforará; (3) a continuación, el cambio retornará a su banda de medio plazo: primero hacia 1,15-1.17 (este año, según este análisis) y, en caso de rotura, hacia niveles inferiores. Nuestro **análisis fundamental** arrojó una conclusión general: el dólar constituye una buena inversión a los niveles actuales.

USD/JPY: objetivo 112,5**; EUR/JPY**: objetivo 127,8

Las Estimaciones Más Acertadas (los expertos cuyas previsiones históricamente han evidenciado mejores resultados) fijan el objetivo para 2018 del cambio USD/JPY en 113,42 (ligeramente por encima de nuestra previsión de 112,5). En nuestra opinión, pese a estar barato en términos reales efectivos frente al dólar, varios aspectos sugieren que la apreciación del yen no puede ir mucho más allá. En concreto: (1) la inquietud política en Europa parece ya aplacada, lo que significa que es menor la probabilidad de que los fondos se dirijan ahora hacia 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) restamos importancia a la opción de reducción gradual de estímulos después de que el BoJ reiterase su intención de atenerse a su política de ultra-relajación monetaria, al menos hasta que alcance el objetivo de inflación del 2% (inalcanzable en el corto plazo); (4) entretanto, la Reserva Federal tiene visos de seguir subiendo tipos, lo cual a su vez elevará los rendimientos reales en USD; y, (5) la perspectiva de que la Fed pudiera reducir su balance (drenando liquidez) realza el atractivo del USD (o se lo resta al JPY).

GBP/USD: Objetivo 1,35; **EUR/GBP**: Objetivo ~0,85
USD/CHF: Objetivo 0,99; **EUR/CHF:** Objetivo 1,14
USD/MXN: Objetivo 18,8; **EUR/MXN:** Objetivo 21,6
USD/BRL: Objetivo 3,20; **EUR/BRL:** Objetivo 3,68
USD/ARS: Objetivo 22
RUB: NEGATIVO
AUD: NEUTRAL
CAD: NEUTRAL-NEGATIVO
CNY: Objetivo 6,40

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 Z-score 3-yr
USD vs All	-11,62	0,41	18,1	-21,1	-3,5	**-1,41**
USD vs G10	-8,24	0,11	19,3	-17,9	-1,0	**-1,33**
EM	3,38	-0,30	3,9	0,2	2,5	**1,68**
EUR	19,45	-0,20	23,1	-7,9	10,2	**1,90**
JPY	-12,62	0,77	-3,0	-15,0	-9,4	**-1,35**
GBP	0,68	-0,62	2,9	-8,4	-2,0	**1,37**
CHF	-2,11	0,56	0,2	-3,8	-1,6	**-0,87**
BRL	0,07	-0,24	0,7	-0,1	0,3	**-0,13**
MXN	2,54	-0,06	3,3	-1,1	1,7	**1,63**
RUB	0,77	0,00	1,2	-0,3	0,5	**1,04**
AUD	0,94	0,22	6,1	-1,6	2,9	**0,03**
			6,1	-7,3	0,8	**0,77**

ANDBANK

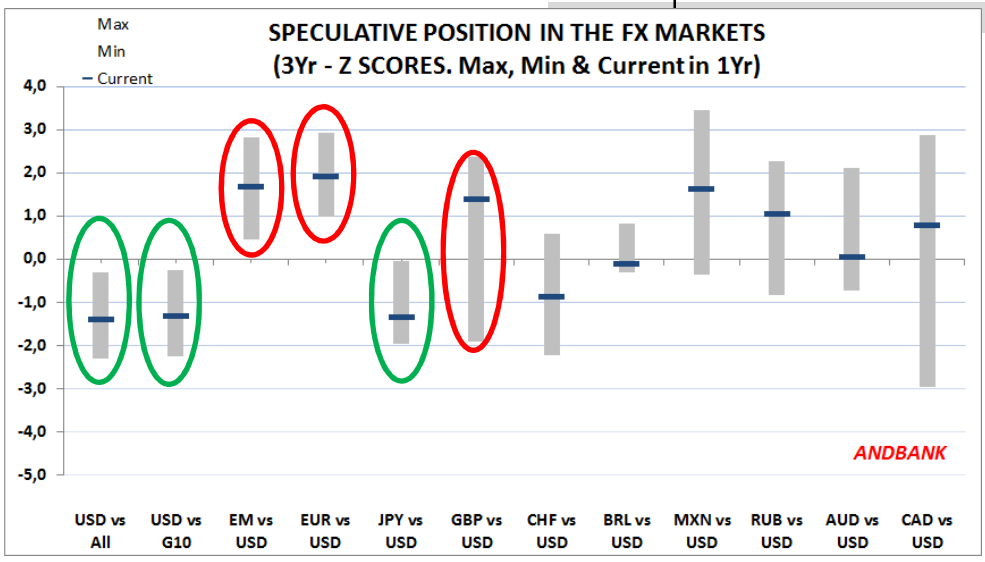


TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES PREVISTAS

Asset Class	Indices	Performance MTD	Performance YTD	Current Price 05/03/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
Equity	USA - S&P 500	-0,8%	0,7%	2.707	2715	0,3%
	Europe - Stoxx Europe 600	-3,3%	-5,7%	371	411	10,7%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-3,3%	-4,1%	373	413	10,6%
	SPAIN - IBEX 35	-3,1%	-5,1%	9.591	11154	16,3%
	MEXICO - MXSE IPC	0,2%	-3,7%	47.776	48983	2,5%
	BRAZIL - BOVESPA	0,5%	12,2%	85.891	82008	-4,5%
	JAPAN - NIKKEI 225	-4,6%	-7,6%	21.042	23718	12,7%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-0,1%	-1,5%	3.258	3672	12,7%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	1,1%	-3,6%	1.831	1930	5,4%
	INDIA - SENSEX	-1,3%	-0,9%	33.747	37608	11,4%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,1%	1,0%	593	627	5,7%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,1%	-3,3%	2,87	**3,25**	-0,7%
	UK 10 year Guilt	0,6%	-2,3%	1,49	2,00	-2,8%
	German 10 year BUND	0,9%	-1,6%	0,63	0,90	-1,6%
	Japanese 10 year Govie	0,3%	0,0%	0,04	0,10	-0,5%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,1%	0,8%	1,48	1,65	-0,2%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,3%	-0,3%	2,08	2,10	1,5%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,0%	0,2%	1,92	2,20	-0,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,6%	-3,2%	1,06	1,10	0,6%
	Greece - 10yr Gov bond	-5,2%	-1,5%	4,32	4,50	2,1%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,1%	-0,2%	53,13	75	-1,0%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-1,1%	-1,4%	282,53	300	1,0%
	Credit USD IG - CDX IG	0,0%	0,3%	56,00	45	1,8%
	Credit USD HY - CDX HY	0,1%	-0,1%	337,79	**413**	1,6%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	-1,8%	-1,1%	11,76	13,50	-2,2%
	Russia - 10yr Gov bond	1,6%	5,5%	7,05	6,70	9,8%
Fixed Income Asia (Local curncy)	Indonesia - 10yr Gov bond	-1,1%	-0,8%	6,50	5,30	16,1%
	India - 10yr Gov bond	-0,8%	-2,4%	7,77	6,75	16,0%
	Philippines - 10yr Gov bond	-6,4%	-5,4%	5,91	**5,25**	11,2%
	China - 10yr Gov bond	0,8%	0,7%	3,84	3,25	8,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond	-0,3%	0,0%	4,00	4,00	4,0%
	Thailand - 10yr Gov bond	0,4%	-0,1%	2,34	1,85	6,2%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,0%	-2,2%	2,30	1,57	8,1%
	South Korea - 10yr Gov bond	0,8%	-1,7%	2,64	2,00	7,8%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,6%	-0,3%	1,00	1,50	-3,0%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,3%	2,2%	7,60	**8,00**	4,4%
	Mexico - 10yr Govie (usd)	-0,6%	-2,5%	4,05	**5,25**	-5,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	4,0%	8,2%	9,45	9,55	8,6%
	Brazil - 10yr Govie (usd)	-0,4%	-1,5%	5,05	5,35	2,6%
	Argentina - 10yr Govie (usd)	-1,9%	-7,2%	6,51	**6,25**	8,6%
Commodities	Oil (WTI)	-2,3%	3,7%	62,7	50,00	-20,2%
	GOLD	-1,3%	1,4%	1.321,1	1.100	-16,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,3%	2,8%	1,234	1,15	-6,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,7%	2,6%	1,39	1,35	-2,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,5%	0,2%	0,89	0,85	-4,3%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,9%	-3,6%	0,94	0,99	5,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,6%	-0,8%	1,16	1,14	-2,0%
	USDJPY (price of 1 USD)	-2,9%	-6,0%	105,95	**111,20**	5,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-3,1%	-3,3%	130,71	127,88	-2,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,5%	-4,0%	18,86	18,80	-0,3%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,8%	-1,3%	23,27	21,62	-7,1%
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,3%	-1,8%	3,25	3,20	-1,6%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-0,6%	1,0%	4,01	3,68	-8,3%
	USDARS (price of 1 USD)	3,7%	8,5%	20,17	**22,00**	9,1%
	CNY (price of 1 USD)	1,0%	-2,4%	6,35	6,40	0,8%

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

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION

DISTRIBUCIÓN ESTRATÉGICA DE ACTIVOS Y TOLERANCIA AL RIESGO

Propuesta mensual de distribución de activos y divisas

	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
Asset Class	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)
Money Market	**15,0**	**23,1**	**10,0**	**16,7**	**5,0**	**11,3**	**5,0**	**7,3**
Fixed Income Short-Term	**25,0**	**32,9**	**15,0**	**21,5**	**5,0**	**9,7**	**0,0**	**3,7**
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		9,0		6,0		4,5		1,5
EU Gov & Municipals & Agencies		1,8		1,2		0,9		0,3
European Peripheral Risk		7,2		4,8		3,6		1,2
Credit (OCDE)	**20,0**	**16,0**	**20,0**	**16,0**	**15,0**	**12,0**	**5,0**	**4,0**
Investment Grade USD		8,0		8,0		6,0		2,0
High Yield Grade USD		3,2		3,2		2,4		0,8
Investment Grade EUR		3,2		3,2		2,4		0,8
High Yield Grade EUR		1,6		1,6		1,2		0,4
Fixed Income Emerging Markets	**5,0**	**5,5**	**7,5**	**8,3**	**10,0**	**11,0**	**15,0**	**16,5**
Latam Sovereign		1,4		2,1		2,8		4,1
Latam Credit		1,4		2,1		2,8		4,1
Asia Sovereign		1,4		2,1		2,8		4,1
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		1,4		5,4		8,8		13,5
European Equity		2,3		9,0		14,6		22,5
Japan Equity		0,9		3,6		5,9		9,0
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**	**2,0**	**5,0**	**4,0**	**5,0**	**4,0**
Energy		0,0		0,4		0,8		0,8
Minerals & Metals		0,0		0,5		1,0		1,0
Precious		0,0		0,9		1,8		1,8
Agriculture		0,0		0,2		0,4		0,4
Alternative Investments	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**2,5**	**2,8**	**5,0**	**5,5**
REITs		0,0		0,0		0,6		1,1
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,4		0,8
Market Neutral		0,0		0,0		1,1		2,2
Volatility		0,0		0,0		0,7		1,4

Currency Exposure (European investor perspective)				
EUR	90,8	83,9	77,3	70,6
USD	9,2	16,1	22,7	29,4

Las distribuciones estratégicas y tácticas de activos son estrategias de inversión que permiten nivelar el riesgo y la recompensa mediante la asignación de los activos de una cartera en función de la tolerancia personal al riesgo, el horizonte de inversión y nuestra propia evolución prevista para cada tipo de activo. Esta tabla de recomendación de distribución de activos la ha elaborado el comité de inversiones de Andbank, que está formado por directivos de los departamentos de gestión de carteras en cada una de las jurisdicciones en las que operamos.

Together
Everyone
Achieves
More

Giuseppe Mazzeo
US Rates & Equity.
+1 786 471 2426

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

J.A Cerdan
Europe Equity Strategist
+376 874 363

Andrés Pomar
Global Flow & Positioning
+352 26193925

Eduardo Anton
US Corporate Credit IG & HY
+1 305 702 0601

Andrés Davila
Central America & Venezuela
+507 2975800

Renzo Nuzzachi, CFA
Argentina Rates & FX
+5982-626-2333

David Tomas
Spain Macro, Politics & Equity
+34 647 44 10 07

Jonathan Zuloaga
Mexico Rates, Equity & Fx
+52 55 53772810

Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381

Gabriel Lopes
Brazil Bonds and Equity
+55 11 3095 7075

Alicia Arriero
Europe Corporate Credit IG & HY
+34 91 153 41 17

Alejandro Sabariego
Global Volatility & Risk Assessment
+352 26 19 39 25

Alex Fusté
EM Asia & Japan: Bonds, Equities &FX
Commodities: Energy & Precious
+34 673 041 058

AVISO LEGAL

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

Las opiniones expresadas en el mismo se basan en una valoración conjunta de estudios e informes de terceros. Esos informes contienen valoraciones de carácter técnico-subjetivo de datos y factores económicos y 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.