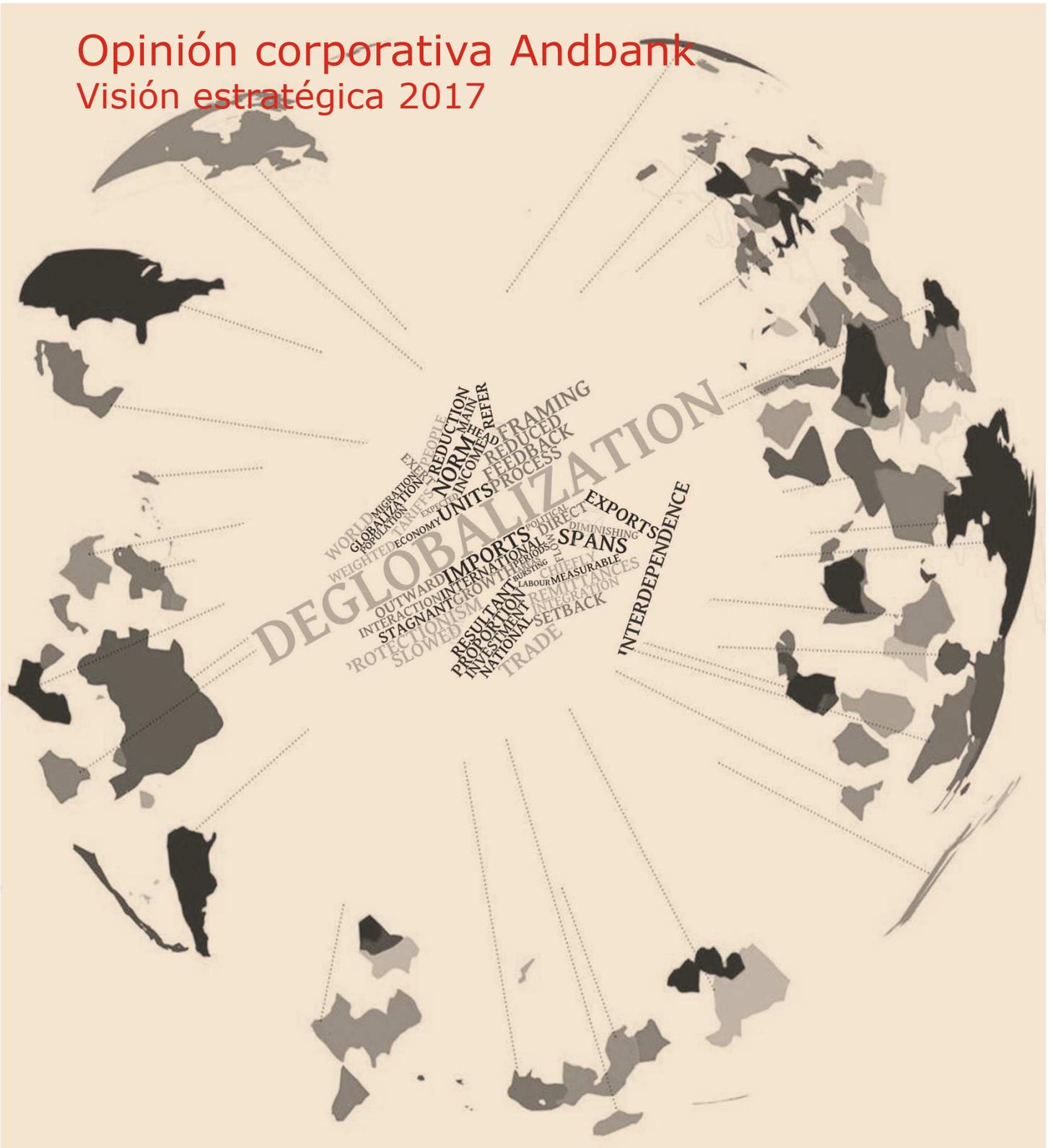


# PERSPECTIVA GLOBAL ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

## Opinión corporativa Andbank Visión estratégica 2017



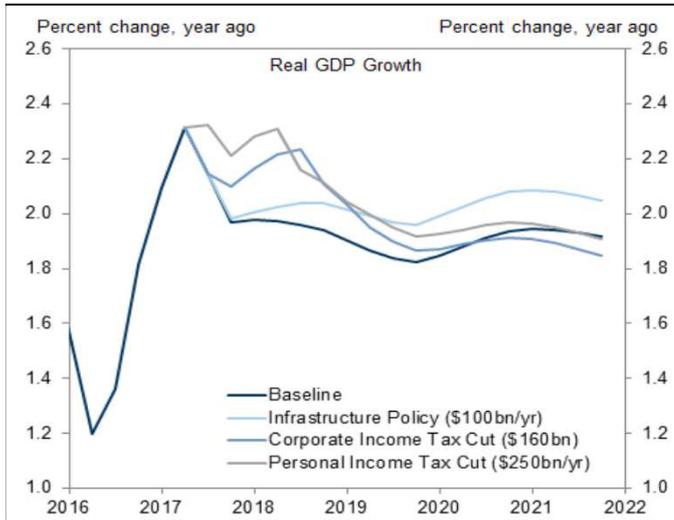
## Índice

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

## Resumen ejecutivo

- Mediante el presente documento definiremos el escenario central de Andbank para la economía global, así como nuestras proyecciones para los principales mercados y activos financieros. No obstante, y dada la falta de información relevante sobre la implementación de determinadas políticas clave por parte de la nueva administración en los Estados Unidos, nuestras proyecciones pueden verse alteradas en la medida que vayamos incorporando dicha información relevante.
- **Estados Unidos** – El presidente electo Donald Trump deberá nombrar presidente de la Reserva Federal para el mandato que comienza en febrero de 2018. Aunque Trump ha sido a veces crítico con la Fed, no ha explicitado lo suficiente sus opiniones en materia de política monetaria. No estamos seguros de hasta qué punto favorecería un sesgo más restrictivo en la política de la Fed después de jurar el cargo. Con todo, esperamos dos subidas de tipos en 2017. Nuestro posicionamiento es neutral ante las acciones y prudente en renta fija, y optimista por razones estructurales ante el USD en comparación con el EUR.
- **Europa** – El BCE ha acabado anunciando una extensión de su APP (hasta finales de 2017), aunque a un ritmo menor (€60bn mensuales). Esto supone de facto una ampliación del estímulo, y no supone un Tapering, pues esto requeriría de una agenda de recorte en el ritmo de compras. Esta decisión permite al BCE poder alargar su presencia (y su influencia) en los mercados durante más tiempo. Una señalización que pretende alimentar la tranquilidad de los inversores. En el frente macroeconómico, el crecimiento del PIB rondará el 1,5% en 2017, con una inflación en torno al 1%-1,2% interanual. Los riesgos políticos persistirán, destacando Italia como principal fuente de potencial perturbación. Nuestro posicionamiento es neutral en renta variable y prudente en renta fija de países centrales de Europa (tan sólo favorecemos la de algunos periféricos), así como pesimista por razones estructurales ante el EUR.
- **España** – La economía española mantendrá el impulso, que podría sostenerse durante la mayor parte de 2017, aunque se suscitan muchas dudas para más allá de ese año. Somos optimistas sobre la renta variable española, con una actitud de prudencia ante su renta fija.
- **China** – Xi Jinping se ha esforzado no poco en los últimos tres años por reforzar la posición de China en Asia, pero la pretensión de Obama de seguir ejerciendo una fuerte influencia en los asuntos de la región ha eclipsado hasta ahora esos esfuerzos por hacerse con una posición dominante. La promesa de Trump de adoptar una postura más aislacionista confiere a China ventaja en la batalla por la influencia regional. Nuestro posicionamiento es entre neutral y optimista ante las acciones chinas (neutral ante Shanghái, optimista sobre Shenzhen); neutral ante la deuda y optimista por razones estructurales ante el RMB.
- **India** – India es (y seguirá siendo) la economía emergente de más rápido crecimiento del mundo. En el último Informe de Competitividad Global del Foro Económico Mundial, la India remontó nada menos que 16 posiciones, hasta el puesto 39 de 138 países. Desde que Modi accediera a la presidencia en 2014 ha avanzado 32 posiciones. Considerando su impresionante agenda reformista, creemos que la India tiene visos de seguir progresando en la tabla a medida que vayan aplicándose las reformas. Somos optimistas en renta variable y renta fija de la India. Prudentes para la cotización de la rupia.
- **Japón** – La negociación del bono japonés (JGB) a 10 años se redujo a la mitad después de que el banco central de Japón (BoJ) introdujera su nueva política de control de la curva de rendimientos, que eliminó los incentivos para que los inversores negociasen JGB en el mercado secundario. En consecuencia, los megabancos japoneses están reduciendo su presencia en el mercado primario de JGB, algo que entraña consecuencias futuras desconocidas. Somos cautos con la renta variable japonesa y el mercado de deuda nipón. Neutrales en el Yen.
- **Brasil** – El objetivo del banco central es desacelerar la inflación general hacia su meta de inflación anual del 4,5% en 2017. Los precios ya se han moderado considerablemente en 2016. Si se alcanzasen las metas de inflación, Goldfjan tendría mucho mayor margen para apoyar la economía recortando aún más los tipos. La reforma fiscal prosigue, aunque con lentitud, y el tope máximo fijado para el gasto público se someterá a una votación crucial en el senado a finales de 2016. No obstante los tímidos avances en la reforma fiscal, recuperar la confianza del mercado requerirá mucho más. La reforma de "Previdencia" es uno de los puntos clave que el gabinete de Temer deberá afrontar en el corto plazo si el gobierno realmente quiere controlar la espiral de déficit y deuda.
- **México** – El país sufre sin duda una dinámica muy complicada e insatisfactoria, con una desaceleración del PIB y la aplicación por el banco central de medidas de política monetaria restrictivas para evitar el colapso de la divisa. Hemos recibido múltiples preguntas sobre la medida en que Donald Trump podría cumplir sus promesas electorales de imponer restricciones comerciales a México. Algunos aspectos apuntan al enfoque más suave de imponer restricciones comerciales a pequeña escala dentro del marco del NAFTA (TLCAN), en lugar de denunciar directamente el Tratado y adoptar las normas más exigentes de la OMC. Tras la acusada fase de ventas, somos optimistas sobre la renta variable, la renta fija y la moneda mexicanas.
- **Argentina** – Recuperar el crecimiento está llevando más de lo esperado, pero esta recesión responde sobre todo a causas internas y esperamos que la recuperación comience pronto. Prevemos que el PIB se contraerá un 2% en 2016 y que crecerá un 3,2% en 2017.

## EE.UU.: Perspectivas de considerable estímulo fiscal... con implicaciones contradictorias.



### Sesgo ligeramente restrictivo de la Reserva Federal

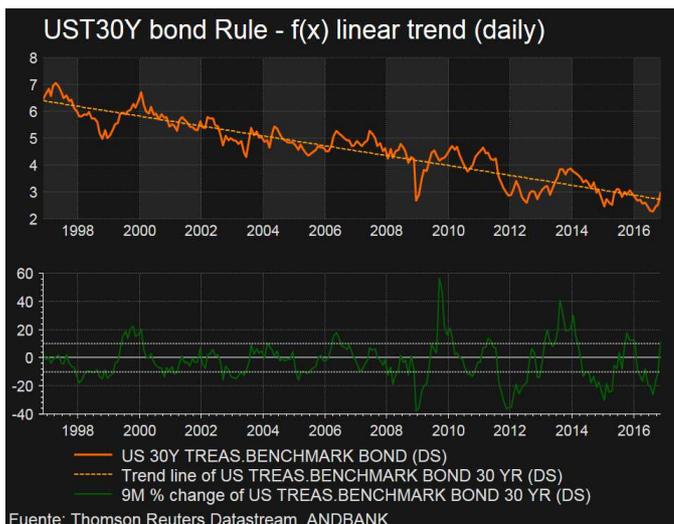
- **¿Nuevo presidente de la Fed?** El presidente electo Donald Trump deberá nombrar presidente de la Fed para el mandato que **comienza en febrero de 2018** y cubrir dos vacantes en su Junta de Gobernadores, lo que podría conllevar un cambio significativo en la política de la Fed.
- **Política monetaria:** Aunque Trump ha sido a veces crítico con la Fed, no ha explicitado lo suficiente sus opiniones en materia de política monetaria. En ocasiones ha abogado por tipos de interés bajos, pero también ha expresado inquietud por el efecto de los tipos de interés bajos sobre los precios de los activos.
- **¿Una política monetaria más restrictiva?** Son numerosos los economistas conservadores que abogan por una política monetaria más restrictiva, pero las opiniones de Trump parecen más matizadas. Siendo así, y pese a sus críticas previas a la política de la Fed, no estamos seguros de hasta qué punto favorecería un sesgo más restrictivo en política monetaria tras jurar el cargo.
- El componente de expectativas es probable que tienda también a elevarse si se impone una mentalidad reflacionista. Los mercados probablemente no sólo descontarán un ritmo de subidas más rápido, sino quizás también un tipo final más alto para el ciclo de endurecimiento en 2017. Por lo tanto, vemos margen para subir en 2017 el tipo de los fondos federales, con un rango objetivo del 1%-1,25%. Preveamos una subida en diciembre y dos en 2017.
- **¿Es la inflación una amenaza para los mercados de deuda?** La reflación se está afianzando como tema de inversión entre señales de creciente presión sobre los precios. En nuestra opinión, la elección de Trump y la mayoría en el Congreso amplificarán esta dinámica en los próximos meses. Pero gran parte de este repunte de la inflación es resultado de factores que no se repetirán.

### Panorama macroeconómico y de políticas

- **Perspectivas de un amplio estímulo fiscal:** Con la elección de Trump, los republicanos han barrido. El Partido Republicano y sus designados controlarán en breve la presidencia, ambas cámaras del Congreso y el Tribunal Supremo. Es decir, las ramas ejecutiva, legislativa y judicial. Por lo tanto, una presidencia de Trump elevaría mucho la probabilidad de un estímulo fiscal considerable.
- **Las propuestas de Trump entraña implicaciones contradictorias** (amplio estímulo fiscal, aranceles comerciales, inmigración restrictiva, sesgo restrictivo de la Fed), de forma que si se llevan a la práctica podrían tener implicaciones de signo opuesto para las perspectivas económicas de EE.UU. en los próximos años. (1) Por el lado positivo, el estímulo fiscal asociado a la reforma tributaria y las propuestas de infraestructuras podrían imprimir un impulso a corto plazo al crecimiento, aunque las consecuencias del estímulo fiscal y sus efectos sobre el crecimiento y la inflación no son tan directos como muchos piensan, ya que los agentes privados compiten con el sector público por los recursos para financiar estos proyectos. El consumo corriente suele disminuir al mismo ritmo al que se ejecuta la inversión. (2) Por el lado negativo, las restricciones al comercio exterior y a la inmigración podrían tener implicaciones negativas para el crecimiento, sobre todo en el largo plazo. (3) En cuanto a la inflación, la inversión en infraestructuras probablemente tendrá efectos secundarios positivos (desinflacionarios) a más largo plazo por el lado de la oferta.
- **Diferencias en las perspectivas a corto y a largo plazo:** Las perspectivas económicas son muy dinámicas y, por ende, complicadas, con un panorama a corto y medio plazo positivo, pero que a más largo plazo no lo es tanto debido a la índole cortoplacista de muchas de las políticas que previsiblemente aplicará Trump (probablemente conducirán a un deterioro de la dinámica de la deuda y provocarán diversas externalidades negativas).
- En resumen, la economía de EE.UU. daba muestras de desaceleración —datos de creación de empleo (JOLT), de rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC), etc.— desde antes de las elecciones, indicando que había entrado ya en la segunda fase del ciclo. Y si bien es cierto que la economía podría hallarse en una senda diferente ahora, está por ver si los ciclos económicos pueden alterarse tan fácilmente.
- **Expectativas 2017:** Inflación en el 2%-2,2%; PIB, el 2,3%; Desempleo, el 4,7%.

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

- **Renta variable (S&P): NEUTRAL.** Cotización objetivo por fundamentales: 2.233 puntos. Los múltiplos de valoración aún son elevados pero se mantienen por debajo de sus picos, lo que indicaría cierto potencial de subida. El entorno político ha cambiado y las propuestas de política concretas aún se ignoran, lo que complica las previsiones de ganancias/crecimiento para 2017. Siendo en extremo optimistas sobre el crecimiento de las ventas (+10%) y los márgenes (+10%) en 2017, y suponiendo que el PER retorna a sus niveles preelectorales (17,5x), una cotización por fundamentales (valor razonable) para el S&P podría ser 2.233 puntos.
- **Deuda soberana: PRECAUCIÓN.** En términos de fundamentales, estimamos que la victoria de Trump puede ampliar las primas de los bonos de EE.UU. entre 75 y 100 pb sobre los niveles preelectorales del 1,8%. Las fuertes ventas nada más conocerse el resultado electoral ya reflejaron en las cotizaciones gran parte de esto, con un alza en los rendimientos de 53 pb, lo que indica que aún podrían ampliarse. Nuestro objetivo por fundamentales para el rendimiento del bono del Tesoro está en el 2,8% (en función del componente de expectativas, podría irse al 3%). Tras un alza significativa, continúa algunos puntos básicos por debajo de nuestro valor razonable por fundamentales.
- **Deuda de empresas: CDX IG NEUTRAL** (Objetivo en 70). **CDX HY POSITIVO** (Objetivo en 340)

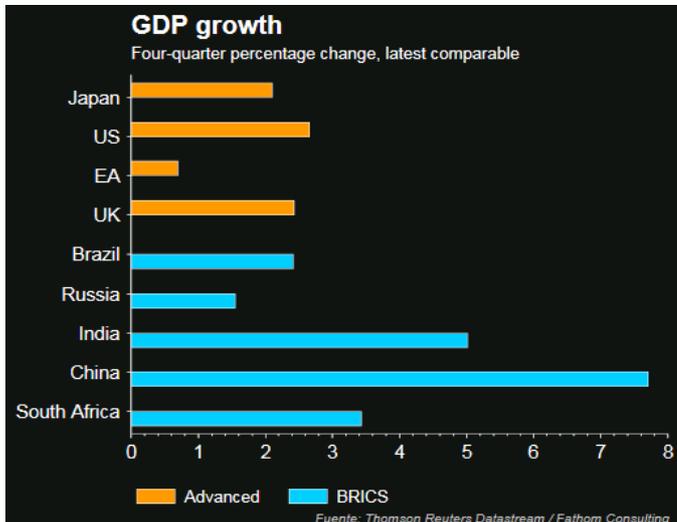


Fuente: Thomson Reuters Datastream, ANDBANK



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

## Europa: Los riesgos políticos persistirán a lo largo de todo el año.



#### Banco central

- El BCE ha acabado anunciando una extensión de su APP (hasta finales de 2017), aunque a un ritmo menor (€60bn mensuales). Esto supone de facto una ampliación del estímulo (mas dinero). No supone un Tapering, pues esto requeriría de una agenda de recorte en el ritmo de compras. Esta decisión permite al BCE poder alargar su presencia (y su influencia) en los mercados durante más tiempo. Una señalización que pretende alimentar la tranquilidad de los inversores.
- Draghi repitió en su comparecencia que el "Tapering" no fue discutido en el consejo, subrayando que el BCE tiene la opción de aumentar los estímulos en caso de necesidad. El problema de la escasez de activos se ha paliado tras la fase vendedora por la que recientemente atravesaron los mercados de renta fija (sólo el 34% de los bonos alemanes no son elegibles en estos momentos).
- Pese a la ampliación del QE, según progrese 2017 cabe esperar rumores de reducción del sesgo expansivo de la política monetaria (tapering) en el curso del segundo semestre.** Aunque aún es prematuro comparado con lo sucedido al iniciarse dicha reducción en el caso de EE.UU., bien podría incorporarse al discurso del BCE en la última parte del año.

#### Panorama macroeconómico: crecimiento e inflación modestos

- Crecimiento del PIB del 1,5% en 2017.** Las estimaciones más recientes de la Comisión Europea (CE) indican un leve crecimiento del PIB de la zona euro en 2017, del 1,5% interanual, superior con todo al del consenso del mercado, con España a la cabeza (+2,3% interanual) e Italia a la cola (0,9%). Encuestas recientes sugieren una mejor dinámica de la economía tanto en el componente industrial como en el de servicios. El gasto de consumo seguirá previsiblemente prestando soporte, con un buen comportamiento del empleo en la mayoría de países.
- Las autoridades prevén una inflación del 1,2% en 2017,** respondiendo su repunte principalmente al componente de energía. Las cifras del IPC ya salieron de territorio negativo, y las autoridades prevén que el IPC general aumentará al 1,2% interanual en 2017 y, la inflación subyacente, a casi el 1% interanual. Las expectativas de inflación también se han elevado y podrían sostener esta tendencia, ya que se apoyan principalmente en el aumento ya materializado de la inflación.
- No se espera un estímulo fiscal, ni siquiera en aquellos países con margen para ello (Alemania).** Nada que ver con la economía americana...

#### Políticas: los riesgos políticos podrían materializarse

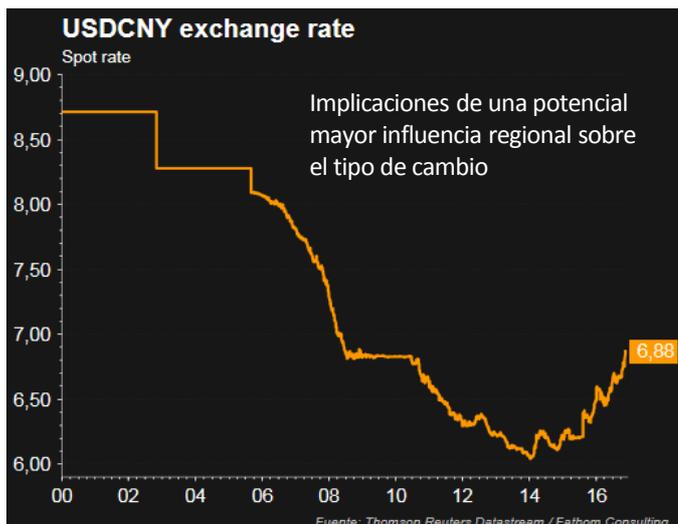
- Italia:** El "sí" en el referéndum hubiera legitimado a Renzi a implementar una agenda de reformas ambiciosa. En cambio, el "no", supone de facto la paralización de dichas reformas. Un lujo que, ni Italia, ni Europa, pueden permitirse. Ahora debemos pensar en unas nuevas elecciones (a principios de 2017), y esta vez, quizá, en clave de permanencia o no en el euro.
- Holanda, Francia y Alemania también celebran pronto elecciones generales. En las dos primeras ganan terreno las fuerzas centrífugas.** Las primeras encuestas en Alemania apuntan a una victoria menos clara de Merkel y sus aliados políticos. En Francia se prevé que el Frente Nacional de Le Pen aumente de forma significativa su representación tanto en las elecciones presidenciales de abril (si bien debería perder en la segunda vuelta) como en las parlamentarias de junio. Todavía es pronto para realizar una valoración, pero los riesgos políticos podrían acabar por materializarse en 2017, como ya ha sucedido este año.
- Reino Unido y Brexit.** El artículo 50 del Tratado de Lisboa debería activarse en el primer trimestre de 2017, iniciando con ello el proceso de separación. El Gobierno puede necesitar la aprobación del Parlamento, lo que debería suavizar el proceso y reducir la probabilidad de un Brexit duro. Ante la falta de apoyo parlamentario de May no cabe descartar elecciones anticipadas.

#### Perspectiva de los mercados financieros

- Renta variable (STOXX 600): NEUTRAL.** Cotización objetivo por fundamentales: 360 puntos. Los múltiplos de valoración son muy inferiores a los del mercado estadounidense. Con un crecimiento previsto de las ventas conservador (+3,7%) pero una estimación más optimista para los márgenes de 2017 (+7,6% vs. 7,2% el año pasado), el BPA en 2017 podría rondar los 23 euros. Suponemos que los PER previstos a 12 meses se mantendrán más bajos que en EE.UU. (riesgo político) y estables en los niveles actuales (15,5x). Todo esto nos da una cotización por fundamentales (valor razonable) para el STX 600 de 360 puntos.
- Renta variable (IBEX español): ATRACTIVA.** Cotización objetivo por fundamentales: 9.384 puntos. Las valoraciones son aun más atractivas que en otros mercados europeos. Prevemos ventas del 3% (previsión muy conservadora); una leve ampliación de márgenes al 8% (desde el 7,6%) gracias a un panorama político más estable; mayor crecimiento, y un sector bancario que podría dejar de renquear. Prevemos un BPA en 2017 de 621 euros y un PER estable (en 15,1x).
- Deuda soberana: NEGATIVA.** Tras la victoria de Trump y dados los posibles efectos de sus medidas sobre los bonos del Tesoro de EE.UU., revisamos al alza los niveles fundamentales para la mayoría de los rendimientos de los bonos soberanos europeos. Bund a 10 años 0,7%, Italia 2,1%, España 1,9%, Portugal 3,3%, Irlanda 1,4%. Principales factores: bonos del Tesoro y expectativas de inflación. Curvas de rendimiento con más pendiente y BCE intentando evitar la creciente fragmentación.
- Deuda de empresas: IG iTraxx A VALOR RAZONABLE.** Objetivo en 80.
- Deuda de empresas: HY iTraxx PRECAUCIÓN.** Objetivo en 380.



### China: **China cobra ventaja en la batalla por la influencia regional.**



#### Geopolítica

- Xi Jinping se ha esforzado no poco en los últimos años por reforzar la posición de China en Asia, pero la fuerte presencia de EE.UU. y la pretensión de Obama de seguir ejerciendo una intensa influencia en los asuntos de la región han eclipsado sus esfuerzos por hacerse con una posición dominante.
- Sin embargo, la promesa de Trump de una postura más aislacionista conferirá ventaja a China en la batalla por la influencia regional. Si Trump cumpliera lo prometido en su campaña podría ser el final del reequilibrio estratégico de EE.UU. hacia Asia. Estamos realmente convencidos de que el equilibrio regional de poder podría inclinarse radicalmente hacia China, en especial considerando que el Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP), el elemento central del viraje de Obama hacia Asia, ha perdido impulso (ambos candidatos en las elecciones estadounidenses lo denostaron públicamente). Después de la victoria de Trump, cualquier esperanza de que el Congreso pudiera ratificar el TPP ha muerto, lo que deja campo libre a la estrategia OBOR (*One Belt, One Road*) de China de practicar una diplomacia que «tira de chequera», quedando también con ello en sus manos el futuro de la integración económica de Asia.
- La iniciativa OBOR de China ha procurado recientemente a Beijing varias victorias en la región. El pasado octubre, Rodrigo Duterte, presidente de Filipinas, proclamó el distanciamiento de su país respecto de EE.UU. mientras regresaba de Beijing con un paquete comercial y de inversiones por importe de 24.000 millones de dólares. En noviembre, el primer ministro de Malasia, Najib Razak, siguió el ejemplo, declarando a Malasia «un verdadero amigo» de China, al tiempo que se aseguraba acuerdos por 34.000 millones de dólares.
- No obstante, la batalla de China por hacerse con una influencia política y económica hegemónica en la región no será fácil, ya que Estados Unidos mantiene fuertes lazos con Japón, Corea del Sur, Australia, Tailandia, Singapur, Indonesia y, más recientemente, también India. Estas alianzas podrían tardar muchos años en erosionarse. Con todo, es innegable que China tiene de su parte el discurso ganador: liderazgo errático en EE.UU., y generosidad de Beijing.
- En general, los expertos consultados creen que Xi Jinping y el resto de las autoridades chinas probablemente se alegran de tener que lidiar con Trump en lugar de con Hillary Clinton (quien habría procurado con ahínco mantener la primacía de EE.UU. en Asia). Las tendencias aislacionistas de Trump benefician tanto a los intereses de China que algunos expertos locales creen que Xi podría inclinarse por reducir tensiones con Trump.

#### Geo-economía

- Escasa probabilidad de que Estados Unidos imponga un arancel masivo sobre las importaciones.** Los principales asesores de Trump parecen en extremo recelosos ante China, pero los expertos creen que es improbable que se imponga un arancel masivo sobre las importaciones, ya que sus efectos serían posiblemente contraproducentes: (1) en la práctica equivaldría a un enorme impuesto sobre los consumidores de la clase trabajadora; y (2) probablemente perjudicaría a las empresas de EE.UU. al menos tanto como a las chinas (ya que China seguramente respondería a los aranceles con severas represalias contra los productos estadounidenses).
- Es probable que se produzca una nueva ola de liberalización en China.** Una guerra comercial probablemente socavaría la cuestión de la reciprocidad en la inversión, en un momento en que la inversión directa (IED) china en EE.UU. ascendió a 18,4 billones en el primer trimestre de 2016 (triplicando la cifra de todo 2015). Aunque puede ser que esto sea lo que realmente andan buscando las autoridades estadounidenses (que se reduzca la inversión china en EE.UU.). Mientras que son muchas las grandes empresas chinas que encuentran fácil invertir en el extranjero, las empresas estadounidenses todavía tienen dificultades para superar las barreras chinas a la inversión extranjera. Siendo así, Trump podría aumentar la presión para reforzar el proceso de escrutinio de la inversión extranjera en EE.UU. La evolución natural de esta cuestión sería una nueva ola de liberalización de Beijing de sus normas de IED, pues de lo contrario las empresas chinas podrían perder el acceso a EE.UU. Será interesante ver si Trump inicia una guerra comercial, que podría derivar en una guerra de inversiones. Limitar la inversión china en EE.UU. tan sólo destruiría empleo y actividad EUA.
- China también podría salir beneficiada con la victoria de Trump. Únase la creciente influencia regional de China a la escasa volatilidad del renminbi frente al resto de monedas de la región, y el resultado es que es difícil ver cómo no van a querer sumarse más inversores al creciente grupo de bancos centrales asiáticos que está convirtiendo parte de sus reservas a bonos en RMB.

#### Mercados financieros

- Renta variable (Shanghái): NEUTRAL.** Cotización por fund.: 3.322.
- Renta variable (Shenzhen): ATRACTIVA.** Cotización por fund.: 2.254
- Deuda: NEUTRAL.** Objetivo para el bono a 10 años: 2,8%
- Divisas: VALOR RAZONABLE.** Objetivo por fund. USD/CNY: 6,75

**India: En vías de mejorar posiciones conforme se apliquen nuevas reformas.**



#### Panorama económico

- India es, entre las grandes economías emergentes, la de más rápido crecimiento del mundo. Vale la pena mencionar que son muchos quienes opinan en el país que la India ha estado creciendo a pesar del gobierno (lo que significa que podría crecer aún a mayor ritmo). Narendra Modi ha prometido cambiar esta percepción y ha adoptado medidas al respecto.
- En el **informe Doing Business 2017 del Banco Mundial**, la India sigue clasificada en una ignominiosa posición 130, algo que creemos que podría cambiar drásticamente en los próximos años si la agenda de reformas del Ejecutivo no pierde fuelle (el objetivo de Modi es situar a la India entre los 50 primeros para 2018). De hecho, ya hay algunos signos alentadores. En el último **Informe de Competitividad Global del Foro Económico Mundial**, la India remontó nada menos que 16 puestos, hasta el 39º entre 138 países. Desde que Modi asumió la presidencia en 2014 ha avanzado 32 posiciones. A continuación se exponen sólo algunos ejemplos de las reformas que hemos analizado a fondo y que consideramos muy propicias para esta economía y sus activos.

- Burocracia y corrupción.** Reducción significativa de la burocracia y, ésta, más «limpia», con nuevas campañas anticorrupción que ya están dando fruto. Según importantes empresarios, ahora hay menos dádivas y sobornos a cambio de la adjudicación de contratos, y un aumento en las horas trabajadas por los funcionarios del gobierno central, que deben firmar al llegar al trabajo con su pasaporte biométrico. El siguiente paso es ampliar el sistema a los funcionarios de los gobiernos locales.
- Gobierno en línea.** Un programa ambicioso (a nivel de gobierno central) para integrar todas las funciones del gobierno en un único sistema en línea a fin de evitar la duplicación de instancias de gobierno y aumentar la transparencia.
- Reforma tributaria.** Unificación del fragmentado sistema tributario en un sistema general de impuestos sobre bienes y servicios (GST), con una elevada eficiencia y «ahorros» en términos de reducciones de tiempo y costes para las operaciones logísticas.
- Código de Insolvencias y Quiebras.** Debería agilizar significativamente los procedimientos de insolvencia, posibilitando la formación de un mercado de bonos corporativos y potenciando un nuevo ciclo crediticio.
- Nueva Ley de Sociedades** (del gobierno anterior). Se considera un gran paso hacia la mejora de la gobernanza corporativa y la protección de los derechos de los accionistas (criterio por el que India ocupa actualmente el puesto 13º).
- Iniciativa Digital India:** (1) Introducción de la presentación electrónica con el fin de recortar las 241 horas al año que las empresas dedican actualmente a pagar impuestos y satisfacer cuotas por seguros sociales de empleados. (2) Nuevo sistema electrónico que integra declaraciones de aduanas, recibos y facturas de envío y expedición, reduciendo el tiempo y el coste de importar y exportar. (3) Mejora de la conectividad por Internet para garantizar que todos los servicios públicos estén a disposición de todos los ciudadanos, permitiendo que la ley Aadhaar (de identidad digital y empleo de información biométrica) transforme una administración de servicios sociales que ahora deja mucho que desear e incorpore a cientos de millones de hogares al sistema bancario. Más de mil millones de personas quedarán registradas.
- Federalismo cooperativo y competitivo**, por el que los gobiernos estatales ganan ahora peso en cuestiones importantes como la legislación laboral y, a cambio de cumplir objetivos estructurales de déficit y deuda, se les reconoce una mayor capacidad de endeudamiento. Hasta ahora, algunos sostenían que la historia de desunión política de la India constituía un gran problema para el progreso. Gurcharan Das (ex director de Procter & Gamble en la India y ahora asesor del gobierno Modi) ha manifestado que el reciente enfoque de fomentar el «federalismo cooperativo», con el gobierno cediendo competencias fiscales a los estados, puede dotar de mayor eficacia a la función de gobierno. Algo que es vital para el progreso económico.



- Colaboración con el Banco Mundial:** Modi está colaborando con el Banco Mundial, utilizando sus datos, para diseñar reformas encaminadas a mejorar el entorno empresarial y su clasificación en las encuestas *Doing business*. Modi está presionando a ministros y personal de la administración para que apliquen políticas que apoyen a las empresas privadas (las importaciones tardan 13 días en llegar hasta los clientes, frente a 9 horas en los países de la OCDE).
- Rescate de los distribuidores de energía estatales.** En conectarse a la red eléctrica de Delhi se tarda ahora 45 días, frente a los 138 días que llevaba hace un par de años, lo que ha permitido a India adelantar 25 puestos en el ranking mundial por esta métrica.
- Integración de los servicios aduaneros.**
  - En resumen, que todavía queda mucho por hacer, con demasiado poder en manos de la élite central de funcionarios del Servicio Administrativo de la India (IAS), una Administración presa de amplia interferencia política y que ofrece escasos resultados a la hora de aplicar las políticas. Sin embargo, la India ha dado pasos significativos que han permitido al país remontar puestos en la clasificación con más rapidez que ningún otro en los últimos dos años (según el Foro Económico Mundial), destacando importantes mejoras en las áreas de calidad de las instituciones públicas (+16 puestos), transparencia del sistema financiero (+15), mayor apertura de la economía a la IED y al comercio internacional (+4) e infraestructura de transportes. India sigue en la mitad inferior de la clasificación en las áreas de salud (85º), educación primaria (84º) y acceso a tecnología (110º), pero **está en vías de mejorar posiciones en la tabla según vayan aplicándose nuevas reformas, ya que está demostrada la capacidad de éstas de transformar la gobernanza del país.**

#### Mercados financieros

- Renta variable (Sensex): ATRACTIVA.** Cotización por fundamentales: 29.126 puntos
- Deuda: ATRACTIVA.** Objetivo para el bono a 10 años: 5,7%

## Japón: Las nuevas reglas que podrían aplicarse en Japón a partir de ahora.



### Extraño comportamiento de los activos financieros en Japón. ¿Por qué?

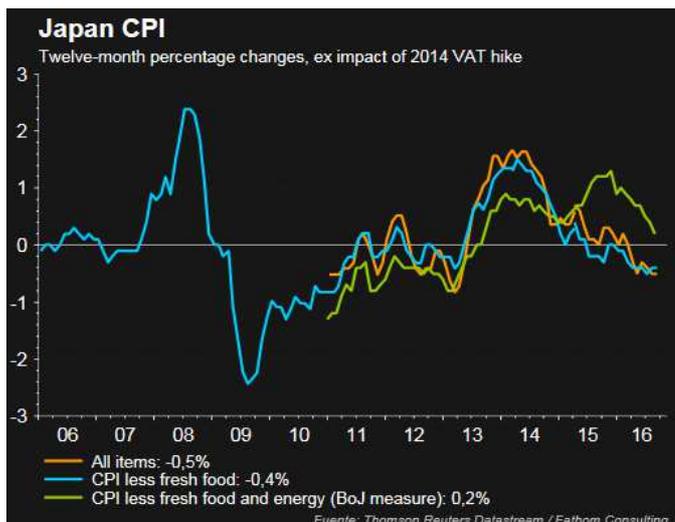
- Durante 2016 los inversores extranjeros han estado deshaciendo posiciones en Japón a un ritmo que no se veía desde 1987 y, con eso y con todo, ha sucedido algo muy curioso. Si bien las acciones japonesas tuvieron un comportamiento deslucido en el primer trimestre de 2016, llevan embarcadas en una tendencia alcista todo el segundo trimestre.
- Asimismo, el banco central de Japón y el gobierno japonés han hecho todo lo posible por contener la apreciación del yen; bien que con escaso éxito, ya que la moneda se ha apreciado considerablemente durante el año.
- La tercera situación extraña apunta a una desconexión entre la moneda y el mercado de valores. Durante la segunda mitad de 2016 tanto las acciones como el JPY han descrito una tendencia alcista, en lo que representa una clara ruptura de las reglas de los modelos al uso.
- Más sorprendente es el gran repunte en la cotización de empresas exportadoras en este periodo: Sony (25%), Panasonic (30%) Honda (28%) y Toyota (23%). Habida cuenta de que la economía japonesa sigue estancada, ese aguante es contraintuitivo, dada la estrecha correlación negativa supuestamente existente entre el comportamiento de las exportaciones y la cotización del JPY.

### Tal vez la respuesta esté en el desplazamiento estratégico de la industria japonesa, que está teniendo un profundo impacto en la estructura de sus empresas.

- En los últimos cuatro años las empresas japonesas han sacado partido del aumento de los beneficios generado por la depreciación del yen después de 2012 celebrando grandes operaciones en el exterior (bases de producción y distribución) orientadas a los mercados extranjeros. Esto significa que Japón ha estado este último año acercando la fabricación de sus principales productos (automóviles, maquinaria eléctrica, bienes de equipo, etc.) al mercado final. Los expertos consultados confirman la lógica de tal proceder, considerando que la población de Japón se está reduciendo.
- Japón también está consolidando sus adquisiciones estratégicas, como revela la compra por Softbank del diseñador de microprocesadores británico ARM Holdings.
- Las empresas japonesas sobrepasaron al parecer hace ya un tiempo el umbral de producir (o crear) más bienes y servicios fuera de Japón que en el interior del país, en una proporción que actualmente rondaría el 60% (era el 58,3% a finales de 2015, según la Agencia de Comercio Exterior de Japón).
- Las implicaciones son inequívocas: (1) Al aproximarse la producción en otras jurisdicciones al 60% de la producción total, las reglas de modelos tradicionales ya no tienen aplicación. En consecuencia, una apreciación del yen no amenaza ni la competitividad ni la cotización de las empresas japonesas. Por la misma regla, su depreciación tampoco favorece tanto los precios de las acciones. (2) La balanza comercial japonesa ha dejado de ser un indicador de la actividad y de los beneficios empresariales.
- **Otras curiosidades.** Según el informe de la agencia de estadísticas económicas (BES) estadounidense sobre actividad multinacional, las empresas japonesas venden más en Estados Unidos, al tiempo que también exportan más productos fabricados en EE.UU. (desde EE.UU.) que cualquier otro país.
- En resumen, Japón está fabricando más en el extranjero y menos en Japón. Las razones de este cambio estratégico son diversas: el coste de la energía y de la mano de obra es menor en el extranjero; es más barato producir y distribuir cuando la base de operaciones está cerca del mercado final; o, simplemente, que la población japonesa se está reduciendo.
- El resultado de cuanto se ha expuesto es que: (1) los inversores que quedan están ahora menos preocupados por el efecto sobre los beneficios corporativos de la conversión monetaria con un yen fuerte, pues su competitividad ya no está comprometida por los altibajos del yen; (2) si bien la mayoría de multinacionales japonesas aún no ha alcanzado un nivel de subcontratación de la producción como el de Apple, con un índice de producción exterior sobre el total del 60% la mayoría de las multinacionales japonesas no deberían ya considerarse «exportadoras».

### Mercados financieros

- **Renta variable (Nikkei 225): NEUTRAL-NEGATIVO.** Cotización objetivo por fundamentales: 18.599 puntos.
- **Deuda: CARO.** Objetivo para el bono a 10 años: 0%
- **Divisas: CARO.** Objetivo por fundamentales USD/JPY: 112



### Brasil: Ajuste fiscal considerable a la vista, supeditado a las reformas.



#### Un banco central beligerante con la inflación

- **El informe Focus del Banco Central de Brasil:** El objetivo del banco central es desacelerar la inflación general hacia su meta de inflación anual del 4,5% en 2017. Según el informe de mercado del banco central (Focus) de noviembre, la inflación anual esperada (IPCA) para 2016 es del 6,8%, siendo del 4,9% para 2017.
- **¿En qué está fijándose el Banco Central?** (1) Impacto de la inflación de los alimentos en la inflación general; (2) desaceleración de la inflación de los servicios; (3) aprobación de reformas estructurales por el Congreso y su aplicación por el poder ejecutivo.
- **¿En qué punto estamos?** La inflación, tanto la de alimentos como la de servicios, muestra una tendencia a la baja, pero todavía está por encima de sus objetivos. Las reformas estructurales tienen apoyo mayoritario en el Congreso, pero aún no se han aprobado.
- **¿Qué esperamos?** Pese a la tendencia estacional al alza de la inflación de alimentos durante la estación estival de Brasil, el banco central logrará su meta de inflación para el final de 2017. Creemos que el riesgo para nuestra perspectiva es que el banco central acabe con un IPCA por debajo de su meta para el conjunto de 2017 como resultado de una recuperación económica más lenta de lo que espera el consenso actual del mercado. En cuanto a las reformas estructurales, el «techo de gasto del Gobierno» se aprobará a mediados de diciembre, la «Reforma de la Seguridad Social» durante el primer semestre del próximo año y, la «Reforma Política» y/o la «Reforma del Sistema Laboral», en diciembre de 2017.
- También esperamos condiciones del mercado mundial menos favorables para los países de regiones de mercados emergentes, Brasil incluido. Como consecuencia, apreciamos margen para alzas de los tipos de interés de la Fed en 2017, con un rango objetivo del 1%-1,25%. Prevemos un alza este diciembre y dos subidas adicionales en 2017.

#### Panorama macroeconómico y de políticas

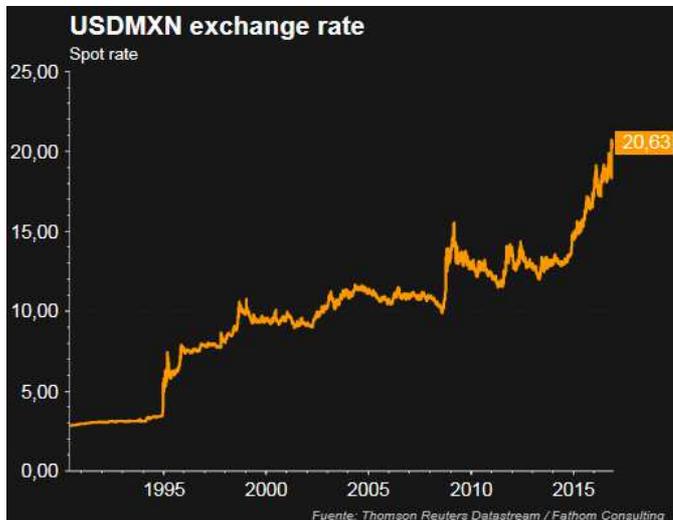
- **Ajuste fiscal considerable.** La aprobación de las reformas estructurales mencionadas, la reducción de gastos de la Administración y los ingresos por ventas de activos y concesiones públicas ayudarán al gobierno federal a implementar su ajuste fiscal. Alcanzará con ello su meta de reducir el superávit primario del sector público consolidado del 2,6% del PIB este año al 2,1% en 2017.
- **Obstáculos al crecimiento del PIB.** La previsión oficial de crecimiento del PIB para el próximo año es del 1,2%, mientras que la del consenso del mercado es 1,1% (entre 0,5% y 2,0%). A nuestro juicio, el crecimiento del PIB en 2017 sería del 0,8%. En caso de error, pensamos que lo más probable es que la cifra final resultase inferior a ese nivel, no superior. El elevado endeudamiento de los gobiernos federal, estatales y municipales, de las empresas y los hogares, por no mencionar el alto desempleo y los tipos de interés, y la baja confianza de los consumidores, presentarán serios obstáculos al crecimiento del PIB.
- **Contratiempos asociados a la «Operación Lava Jato».** La operación en curso puede poner en riesgo las reformas y la recuperación económica al implicar aún a un número mayor de políticos, incluidos congresistas y miembros ejecutivos del gobierno, de lo que ha hecho hasta ahora.
- **Tasa de desempleo en 2017 (estimación):** 12,5% (encuesta PNAD «continúa» del IBGE; tasa de desempleo en agosto de 2016: 11,8%).

#### Mercados financieros

- **Renta variable (Ibovespa): POSITIVA.** Cotización por fundamentales: 66.423 puntos. Las valoraciones están en línea con la media histórica al nivel actual del Ibovespa. Apreciamos cierto potencial alcista (10%-15%) siempre que el Congreso apruebe las reformas estructurales. Las elevadas tasas de endeudamiento y de desempleo, los altos tipos de interés, y la baja confianza de los consumidores serán obstáculos para aumentar los ingresos, los beneficios y los precios de las acciones de las empresas.
- **Deuda soberana: POSITIVA.** Incluso con posibles contratiempos a nivel global y nacional, seguimos pensando que los tipos de interés brasileños bajarán. Prevemos que el tipo Selic se situará en el 10% anual (consenso del mercado: 10,75% anual; nivel actual: 14%) y que los tipos de interés reales rondarán o se situarán por debajo del 5,5% anual a finales de 2017 (actualmente la curva de tipos está comprendida entre 6,1% y 6,5%).
- **Deuda empresarial: Alta calidad: POSITIVA. Baja calidad: NEGATIVA.**
- **Divisas: NEUTRAL.** Las reformas estructurales reducirán el riesgo de Brasil y, con ello, suavizarán la presión de las subidas de tipos de interés en Estados Unidos. Perspectivas para el cambio USD/BRL 3,35 reales por dólar en diciembre de 2017 (consenso del mercado: 3,40).



## México: ¿Qué hará el Presidente Trump con el TCLAN (NAFTA)?



### Economía

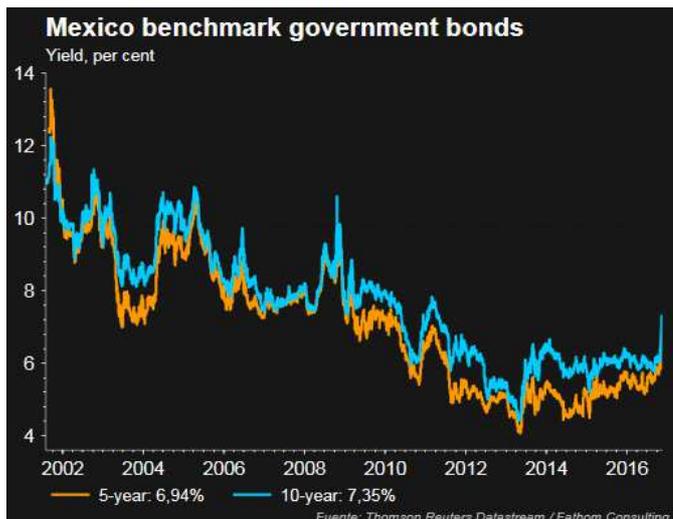
- El país está sin duda experimentando una dinámica muy complicada e insatisfactoria, con un deterioro de la situación fiscal, una desaceleración del PIB, la aplicación por el banco central de medidas de política monetaria restrictivas para evitar el colapso de la divisa e inflación al alza. El crecimiento del PIB en 2016 se quedará en 2,1%, pero estamos revisando considerablemente a la baja nuestra meta para 2017, dejándola en el 1%.

### Trump y el proteccionismo

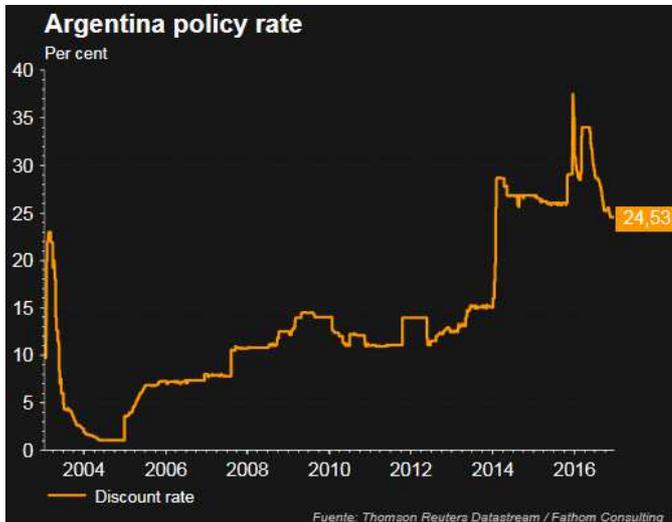
- Hemos recibido múltiples preguntas sobre la medida en que Trump podría cumplir sus promesas electorales de imponer restricciones comerciales a México. Conviene insistir en que la Constitución estadounidense reconoce al Congreso claras competencias para «regular el comercio con naciones extranjeras». En consecuencia, la «renegociación inmediata» del TLCAN tendría que pasar por el Congreso. Pero, puesto que los republicanos del Congreso suelen ser partidarios del libre comercio, es cuestionable que el Presidente Trump quiera desperdiciar un valioso capital político impulsando una renegociación total del TLCAN. Con todo, hay al menos dos maneras en que podría imponer restricciones comerciales a México sin tener que pasar por el Congreso, una «suave» y otra «dura».
- La opción más «suave»** sería acogerse al Artículo 201 del TLCAN, que permite al Presidente imponer «obligaciones adicionales» a los estados miembros tras evacuar «consultas con el Congreso». Nótese que en este contexto las «consultas» con el Congreso no son lo mismo que someter a una votación en pleno. Es posible que el presidente Trump pudiera utilizar este mecanismo para imponer aranceles comerciales a México (aunque en ningún caso llegasen a la tarifa del 35% que propuso). Algunas fuentes señalan que el propio México podría acordar restricciones comerciales voluntarias para mitigar eventuales medidas más lesivas. En la década de los ochenta, por ejemplo, Japón acordó establecer cuotas de exportación voluntarias con Estados Unidos para evitar la amenaza de una actuación que pudiera perjudicarlo mucho más por parte del Gobierno de Reagan.
- La opción «dura»** de que dispone el Presidente Trump sería abandonar la idea de la renegociación y retirarse del TLCAN por completo. La mayoría de juristas expertos coinciden en que denunciar de este modo el Tratado no requeriría aprobación del Congreso. Si EE.UU. siguiera esta ruta, las relaciones comerciales con México se regirían por las normas de la OMC.
- En el marco del TLCAN, el comercio de bienes y servicios está totalmente liberalizado, con aranceles a tipo cero. Según las normas de la OMC, los aranceles para diferentes mercancías se establecen según bandas, y los aranceles sobre la mayoría de importaciones de bienes por Estados Unidos ya están en el extremo superior de las mismas. El arancel medio que México soportaría en sus exportaciones a EE.UU. rondaría el 3,5%.
- Trump podría complementar esto con restricciones adicionales permitidas por las normas de la OMC, tales como medidas antidumping. Aunque es muy probable que México las recurriera ante la OMC, la resolución de cualquier controversia llevaría varios años.
- El corolario de todo esto es que si bien la Constitución de EE.UU. reconoce competencias al Congreso en materia comercial, el presidente también puede ejercer un poder sustancial en esta área. En el caso de México, las opciones de Trump irían desde imponer restricciones comerciales a pequeña escala dentro del marco del TLCAN, hasta denunciar el TLCAN y retornar a las normas de la OMC.
- Ciertos aspectos sugieren que adoptaría el enfoque más suave de imponer restricciones comerciales a pequeña escala dentro del marco del TLCAN: (1) el talante más conciliador de Trump desde que ganase las elecciones; (2) la posibilidad de que se produjese una interrupción significativa de las complejas cadenas de suministro que se han desarrollado entre México y EE.UU. en las últimas décadas; (3) una importante presión procedente del sector empresarial estadounidense.

### Mercados financieros

- Renta variable (IPC GRAL).** **ATRACTIVA.** Cotización objetivo por fundamentales: 48.560 puntos. Con base en una proyección optimista de crecimiento de las ventas (+7,7%), con estimaciones ligeramente menos optimistas para los márgenes de beneficio de 2017 (+7,3%, desde 7,4% el año pasado), se obtiene un BPA para 2017 en torno a 2.428 MXN. Suponemos que los PER previstos a 12 meses se mantendrán cerca de los niveles actuales o aumentarán una vez se establezca la situación alrededor de 20x. **Renta fija.** **ATRACTIVA.** Rentabilidad objetivo por fundamentales del 7% para el bono mexicano en moneda local (M10) y del 4% para el bono mexicano denominado en USD (UMS10).
- Divisas:** **NEUTRAL-POSITIVO.** Nuestro objetivo por fundamentales para el peso es ahora de 19,75 pesos por dólar. El efecto Trump ya se ha materializado y los menores precios del petróleo surtirán efecto. Además, las decisiones esperadas de la Fed y la menor liquidez en el mercado de divisas se cuentan entre las razones que podrían moderar el cambio del MXN. Con eso y con todo, y una vez que la situación se normalice, nos sentimos cómodos fijando nuestro objetivo en 19,75.



### Argentina: ¿Es la victoria de Trump una mala noticia para los planes de Macri?



#### Acontecimientos más recientes

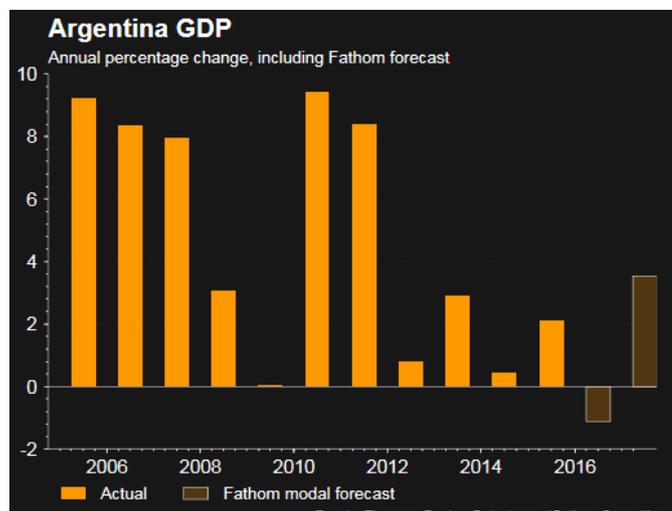
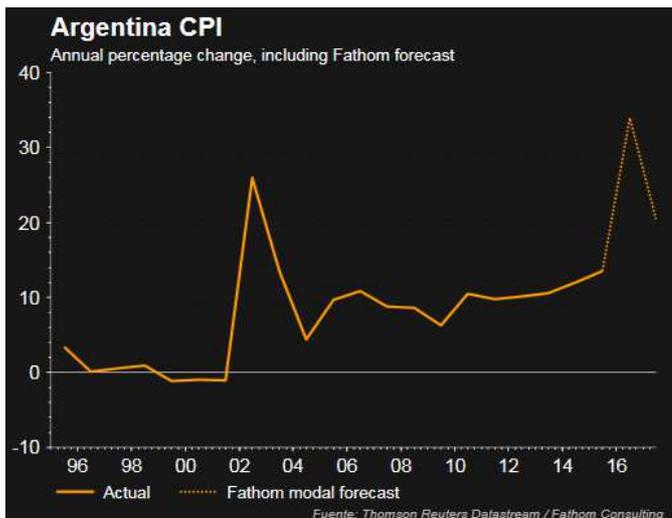
- El recorrido al alza que hemos visto en los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. tras las elecciones presidenciales representa un nuevo desafío para el plan del Presidente Macri de estabilizar la economía argentina.
- El gobierno anterior recurrió a la emisión de moneda para cubrir la brecha fiscal (lo que causó altos niveles de inflación). Una vez resuelto el asunto de los bonistas que rechazaban el canje de deuda (holdouts), el gobierno actual cambió de fuente de financiación y apeló a los mercados de deuda internacionales para cubrir sus necesidades de financiación hasta que pudiera implementar las reformas necesarias para recuperar el equilibrio presupuestario (gradualismo).
- Amnistía fiscal: nos acercamos al principal plazo límite del plan (31 de diciembre de 2016). Los resultados son hasta ahora prometedores, ya que los resultados de la primera fase (depósitos en efectivo en cuentas especiales) fueron mejores de lo esperado.

#### Panorama macroeconómico

- Actividad económica:** Recuperar el crecimiento está llevando más de lo esperado, habiéndose registrado ya tres trimestres de caída del PIB (del último trimestre de 2015 al segundo de 2016). Esta recesión, que responde sobre todo a causas internas, esperamos que dé paso a una recuperación en el último trimestre de 2016. Para el gobierno es crucial reactivar el crecimiento económico antes de las elecciones legislativas del próximo año (octubre de 2017), pues se consideran una prueba de apoyo al gobierno. Nuestra previsión es que el PIB se contraerá un 2% en 2016 y que crecerá un 3,2% en 2017.
- Situación fiscal:** Creemos que se alcanzará la meta del gobierno para 2016 (déficit primario del 4,8%) y que, dependiendo de los resultados de la amnistía fiscal, podría mejorarse (quedando en torno al 4,6%). Para 2017 el objetivo se fijó en 4,2%, lo que parece una escueta mejora. Sin embargo, requerirá un gran esfuerzo del gobierno, ya que se incrementarán las pensiones y habrá ingresos no recurrentes, que no se repetirán en 2017, y todo ello en un año electoral.
- Inflación:** Las repercusiones de la devaluación del peso y los ajustes arancelarios llevarán la inflación a casi el 40% a finales de 2016. Para el próximo año el gobierno se ha fijado una meta de inflación del 12-17%. Basándonos en nuestra convicción de que el gobierno dará prioridad al crecimiento económico sobre otras variables, por nuestra parte prevemos una inflación para el ejercicio 2017 del 20%.

#### Mercados financieros

- Renta fija: NEUTRAL.** El bono a 10 años del Gobierno emitido más recientemente en USD (Global 2026) cotiza con una rentabilidad al vencimiento del 7%. Teniendo en cuenta los últimos acontecimientos, así como las perspectivas para los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, nos fijamos una meta para 2017 de 7,50%.
- Estrategia:** Los bonos a corto plazo siguen ofreciendo un diferencial interesante aun cuando su rendimiento ha bajado considerablemente. Estos bonos apenas añadirán riesgo de volatilidad y entrañan un riesgo de amortización muy bajo (Global 22/4/19, Buenos 14/9/18, Buenos 15/6/19, Bonar 7/5/24, YPF 4/4/24).
- Renta variable:** Este año han registrado una fuerte recuperación los ADR argentinos. Algunas acciones todavía parecen baratas, pero esto dependerá en gran parte de que tengan éxito las medidas de Macri en restablecer el equilibrio macroeconómico. Ejemplos de empresas que podrían beneficiarse de sus políticas son YPF, acciones financieras (BMA, BFR, GGAL) y de suministros públicos (PAM, EDN, TGS).
- Divisa: NEGATIVA.** El ARS se depreció en el mercado de contado después de que el BCRA comenzara a recortar los tipos en el extremo corto de la curva, llevando el tipo a 35 días al 25,75% desde un máximo del 38%. Este cambio se debe a una mejora en la tendencia de la inflación subyacente. El objetivo de final de año para el cruce ARS/USD se sitúa en 16 pesos argentinos por dólar (equivalente a una depreciación de aproximadamente el 24% anual). Creemos que el ARS seguirá depreciándose en 2017, bien que por debajo de la inflación, y que cerraría 2017 a 18,50 (depreciación en torno al 16% anual).



Mercados de renta variable

■ **ÍNDICES RENTA VARIABLE MUNDIAL – ANÁLISIS FUNDAMENTAL:**

Index	Sales		Net Margin	Andbank's		Sales		Andbank's		EPS			INDEX PRICE	2017 Fundam. Price	2017 E[Perf] to Fundam	2017 Entry Point	2017 Exit Point
	per Share	EPS		2017	Sales growth	per Share	Net Margin	2017	Net Margin	Growth	PE ltm	PE ltm					
USA S&P 500	1.160	119,0	10,3%	10,0%	1.276	10,0%	128	7,2%	18,56	17,50	2.209	2.233	1,1%	2.009,7	2.456,3		
Europe STXE 600	295	21,3	7,2%	3,7%	306	7,6%	23	9,0%	16,15	15,00	345	349	1,2%	313,9	383,7		
Spain IBEX 35	7.542	570,0	7,6%	3,0%	7.768	8,0%	621	9,0%	15,60	15,10	8.893	9.384	5,5%	8.445,7	10.322,5		
Mexico IPC GRAL	30.886	2.291,0	7,4%	7,7%	33.264	7,3%	2.428	6,0%	19,62	20,00	44.959	48.566	8,0%	43.709,2	53.422,3		
Brazil BOVESPA	51.104	3.900,0	7,6%	5,5%	53.915	7,7%	4.151	6,4%	15,62	16,00	60.919	66.423	9,0%	59.780,6	73.065,2		
Japan NIKKEI 225	19.494	995,7	5,1%	2,5%	19.981	5,2%	1.039	4,4%	18,44	17,90	18.361	18.599	1,3%	16.738,8	20.458,5		
China SSE Comp.	2.501	212,7	8,5%	8,0%	2.701	8,2%	221	4,1%	15,04	15,00	3.199	3.322	3,8%	2.990,1	3.654,6		
China Shenzhen Comp	821	67,5	8,2%	9,0%	894	8,0%	72	6,0%	30,67	31,50	2.071	2.254	8,8%	2.028,6	2.479,4		
Hong Kong HANG SENG	12.170	1.807,0	14,8%	3,0%	12.535	14,5%	1.818	0,6%	12,55	12,50	22.675	22.720	0,2%	20.447,9	24.991,9		
India SENSEX	14.280	1.503,0	10,5%	11,0%	15.851	10,5%	1.664	10,7%	17,56	17,50	26.393	29.126	10,4%	26.213,3	32.038,4		
MSCI EM ASIA (MXMS)	379	47,8	12,6%	7,5%	407	12,6%	51	7,4%	8,82	8,75	421	449	6,6%	404,3	494,1		

■ **PROBABILIDAD DE DESACTIVACIÓN DEL RIESGO:**

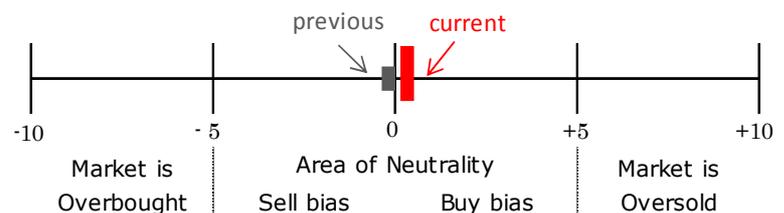
ANDBANK ESTIMATES

Andbank's Global Equity Market Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	2	4
Positive Bias	2	3
Neutral	13	8
Negative Bias	3	5
Sell signals	2	2
<b>FINAL VALUATION</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>

Andbank's Global Equity Market Composite Indicator

Preliminary assessment of the level of stress in markets



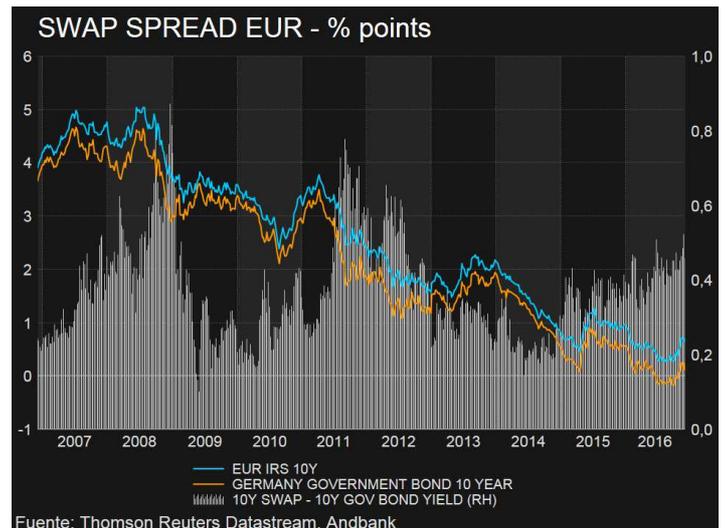
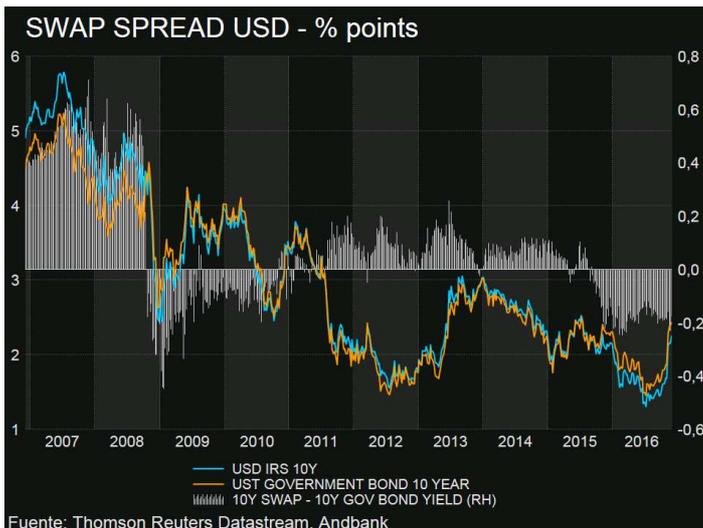
- **Puntuación: NEUTRAL.** El Indicador compuesto GEM de Andbank, comprendido en un rango de  $\pm 10$ , ha pasado de -0,2 a 0,5, indicativo de que **el mercado no está «sobrecapado» y aún cotiza en zona sin tensiones (o neutralidad)**. Por tanto, y en términos estrictamente de análisis de flujos, posicionamiento y confianza, no cabe decir que el conjunto del mercado de renta variable esté caro. **En los niveles actuales, la desactivación del riesgo en los mercados de renta variable parece improbable** (salvo eventos altamente perturbadores). Si se produjera una desactivación del riesgo, el mercado volvería a estar «sobrevendido».
- **Indicadores de posicionamiento: lectura POSITIVA (+1 en un rango de  $\pm 7$ ).** Los gestores de fondos no son lo suficientemente optimistas aún, ya que sólo el 35% espera una economía más fuerte el próximo año, y quienes asignan los recursos mantienen la prudencia, según revelan las enormes posiciones en efectivo. La tendencia es alcista, habiendo sido el mes pasado el mejor de 2016. El posicionamiento de los especuladores en renta variable de EE.UU. apunta a un rebote en su mayor posición corta jamás registrada. A pesar de un repunte reciente, el nivel actual sigue reflejando un posicionamiento muy en corto. Por consiguiente, como nuestra posición es contraria, nuestro indicador es alcista.
- **Indicadores de flujos: lectura POSITIVA (+1 en un rango de  $\pm 3$ ).** El análisis de flujos y liquidez de JP Morgan explica que los inversores en ETF se concentraron en ETF de acciones estadounidenses, dando lugar a la mayor disparidad semanal entre flujos de acciones y bonos jamás vista. Los bancos más grandes comenzaron a hablar de rotación tras una entrada de fondos récord en ETF de acciones (sector financiero) acompañada de una salida récord de ETF de bonos (especialmente de deuda de ME). El análisis de flujos de Merrill Lynch también mostró las mayores entradas de recursos en acciones en 2 años (28.000 mill. de USD), las mayores salidas de bonos en tres años y medio (18.000 mill. de USD), salidas récord de fondos de deuda de ME (6.600 mill. de USD) y las mayores salidas de fondos de deuda soberana en 12 meses (3.400 mill. de USD). Los metales preciosos registraron las mayores salidas desde junio de 2013 (2.700 mill. de USD). Todo esto sugiere un impulso positivo para la renta variable (señal alcista). Sin embargo, el PER mixto sobre previsiones de beneficios a 12 meses sigue ampliándose y, por lo tanto, se está volviendo caro (señal bajista).
- **Confianza: registro NEUTRAL (-0,5 en un rango de  $\pm 9$ ).** La mayoría de indicadores en esta categoría neutral este mes.

■ **ANÁLISIS TÉCNICO: corto plazo (ST) y medio plazo (MT)**

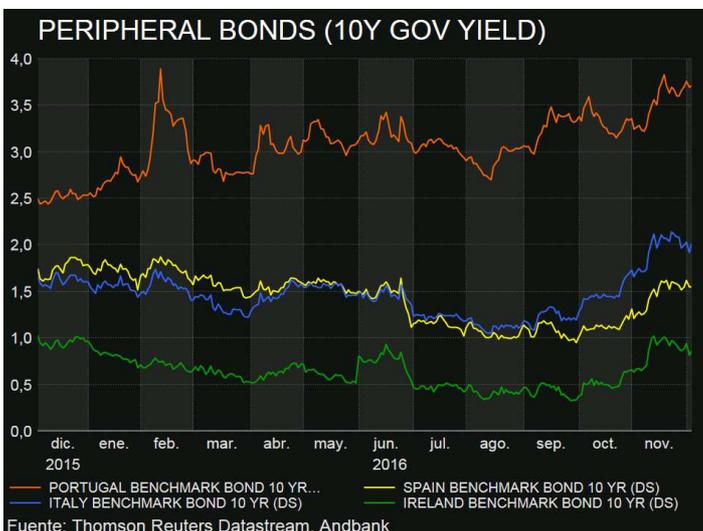
- **S&P: MOVIMIENTO LATERAL.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 2.072/1.991 puntos; de resistencia a 1 y 3 meses: 2.193.
- **STOXX600: LATERAL-BAJISTA.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 327/351 puntos; de resistencia a 1 y 3 meses: 348/327.
- **IBEX: BAJISTA.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 8.393/8.229 puntos; de resistencia a 1 y 3 meses: 9.255/9.360.
- **EUR/USD: LATERAL.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 1,07; de resistencia a 1 y 3 meses: 1,136/1,143.
- **Oro: BAJISTA.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 1.190 USD/oz; de resistencia a 1 y 3 meses: 1,343/1,391.
- **Petróleo: ALCISTA.** Niveles de soporte a 1 y 3 meses: 39,24 USD/barril; de resistencia a 1 y 3 meses: 51,9.

*Mercados de renta fija – Países centrales:*

- **BONO DEL TESORO ESTADOUNIDENSE A 10 AÑOS: Suelo: 1.85%, Techo 3%. Objetivo fundam 2.8%.**
- 1. **Diferencial swap:** Los tipos *swap* siguieron recuperándose y subieron al 2,26% (desde 1,58%). El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años subió, pero con menos intensidad, al 2,43% (desde 1,78%). De este modo, el diferencial *swap* se mantuvo estable en -17 puntos básicos pb (desde -20 pb). Para que este diferencial se normalizase en torno a 20-30 pb, con un anclaje de las expectativas de inflación a 10 años (tipo *swap*) en el rango del 2%-2,2%, sería necesario que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años avanzara hacia **1,85%** (lo que debe considerarse un suelo).
- 2. **Pendiente:** La pendiente de la curva de rendimientos del bono del Tesoro estadounidense a 10 años aumentó a 129 pb (desde 94 pb). Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia el 1,25% (en estos momentos, en 1,14%), para igualar la pendiente media a 10 años (181 pb) el rendimiento del bono del Tesoro con ese vencimiento debería situarse en **3,06%**.
- 3. **Rendimiento real:** Dada la «nueva normalidad» de ZIRP (tipos de interés cero), un buen punto de entrada en el bono del Tesoro estadounidense a 10 años podría ser cuando el rendimiento real se situase en el 1%. Dado que nuestras nuevas previsiones para el IPC de 2016 se sitúan en la banda del 2%-2,2%, el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería subir hasta el **3%-3,2%** para posicionarnos en «COMPRAR».
- **BONO DE REFERENCIA EN EUR (BUND ALEMÁN) A 10 AÑOS: Techo en 0,90%. Objetivo Fund 0,70%**
- 1. **Diferencial swap:** Los tipos *swap* subieron al 0,70% (desde 0,38% el mes pasado), haciéndolo también los rendimientos del *Bund* a +0,25% (desde -0,07%). Por lo tanto, el diferencial *swap* se ha ampliado hasta los 46 pb (desde 45 pb). Para que este diferencial se normalizase en torno a 30-40 pb con un anclaje ya normalizado de las expectativas de inflación a 10 años (tipo *swap*) en la zona del 1%-1,25%, sería necesario que el rendimiento del *Bund* avanzase hacia **0,77%** (punto de entrada).
- 2. **Pendiente:** La pendiente de la curva de rendimientos en EUR se elevó, situándose en 96 pb (desde 60 pb). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al -0,25% (en estos momentos está en -0,71%), para igualar la pendiente media a 10 años (115 pb) el rendimiento del *Bund* debería situarse en **0,90%**.



*Mercados de renta fija – Países periféricos:*



**España:** El objetivo fundamental para el bono español a 10 años se sitúa en 1,90%. Un menor riesgo político respecto a Italia y las mejores condiciones económicas merecen un tipo exigido objetivo menor.

**Italia:** El objetivo fundamental para el bono italiano a 10 años pasa a 2,1%. Las crecientes preocupaciones políticas han provocado una ampliación del diferencial con España. El «sí» en el referéndum hubiera legitimado a Renzi a implementar una agenda de reformas ambiciosa. En cambio, el «no», supone de facto la paralización de dichas reformas. Un lujo que, ni Italia, ni Europa, pueden permitirse. Ahora debemos pensar en unas nuevas elecciones (a principios de 2017), y esta vez, quizá, en clave de permanencia o no en el euro.

**Portugal:** El objetivo fundamental para el bono luso a 10 años se establece en 3,30%. La agencia de calificaciones DBRS confirmó el rating de solvencia crediticia de Portugal en «BBB (Bajo) con tendencia estable». Ya se han presentado las medidas fiscales encaminadas a cumplir el objetivo de déficit para 2017. Mientras los presupuestos sean en líneas generales congruentes con mantener las medidas de ajuste fiscal, cabe esperar que recibirán el visto bueno de la Comisión Europea.

**Irlanda:** El objetivo fundamental para el bono irlandés a 10 años se fija, después del caso Apple, en 1,4%. Ahora debería negociarse a niveles más cercanos a la zona de los países semicentrales.

### Mercados de renta fija – Deuda pública Emergente

- Los mercados emergentes han experimentado fuertes presiones de venta desde la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos comenzó a elevar los rendimientos del tesoro USA, con los flujos en deuda emergente experimentando su mayor salida semanal de la historia, por miedo a un eventual proteccionismo comercial, y el temor a un súper ciclo en el dólar como el visto en los años 80.
- No vemos una crisis generalizada en EM:** 1) A pesar de que los emergentes han recibido una gran cantidad de entradas de capital durante los últimos seis meses, éstos fondos se mantienen muy por debajo del nivel observado justo antes del "Taper Tantrum" de mediados de 2013. Esto sugiere que las economías emergentes no se enfrentan un riesgo sistémico inminente como el que se observó a principios de los años 80 o finales de los noventa. (2) En general, los déficits de la cuenta corriente han mejorado en la mayoría de estas economías, por lo que un dólar fuerte no tendrá el impacto que hubiera podido tener con unos desequilibrios externos equivalentes al 5%-7%. (3) Estas economías están ahora más sincronizadas con la economía estadounidense.
- Oportunidades:** Según los Indicadores de Vulnerabilidad que miden la capacidad de soportar salidas de capital para las principales economías emergentes, **Tailandia, China, Brasil e Indonesia** han mostrado lecturas mejoradas respecto a los niveles de 2015. **Rusia** también podría ser una buena oportunidad en 2017. Se clasifica en el tercer peor lugar en términos de REER (muy barata) y esta infravalorada por la mayoría de otras medidas. Esta situación contrasta con el hecho de que Rusia no está particularmente expuesta desde el punto de vista del balance. Habida cuenta de una "normalización" en los vínculos entre Estados Unidos y Rusia, que podría poner fin a las sanciones económicas, la pasada debilidad del rublo hace que sea un punto de entrada especialmente atractivo.
- Amenazas:** Las lecturas de **Filipinas, Colombia y México** han empeorado a medida que su posición externa se ha deteriorado, al igual que **Malasia**, que es ahora la economía más expuesta a un endurecimiento monetario global, pues los bancos tienen una mayor necesidad de financiación en moneda extranjera que los hace vulnerables a un estrechamiento en la oferta global de dólares. La fuerte participación de los inversores extranjeros en valores del gobierno nacional de Malasia (52%) es la más alta del grupo EM, lo que hace que el mercado sea vulnerable a cualquier movimiento de pánico. Turquía está igualmente expuesta (aunque su lectura en los índices de vulnerabilidad se ha mantenido estable).

Tratándose de bonos de mercados emergentes, nuestra regla de oro hasta la fecha ha sido «comprar» cuando se cumplieren las dos condiciones siguientes: que (1) los bonos del Tesoro de EE.UU. estuviesen baratos o a valor razonable, y que (2) el rendimiento real de los bonos de mercados emergentes fuese 150 pb superior al de los bonos del Tesoro de EE.UU.

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

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

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

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

		10 Year Yield Govies	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield
EM ASIA	Indonesia	7,89%	3,07%	4,82%	-1,00%
	India	6,20%	4,25%	1,96%	-0,50%
	Philippines	4,70%	2,30%	2,40%	-0,75%
	China	3,02%	1,90%	1,12%	-0,50%
	Malaysia	4,24%	1,46%	2,78%	-0,75%
	Thailand	2,68%	0,37%	2,31%	-0,75%
	Singapore	2,33%	-0,28%	2,61%	-0,75%
	South Korea	2,13%	1,20%	0,94%	0,00%
	Taiwan	1,07%	0,33%	0,75%	0,00%
EME	Turkey	10,88%	7,28%	3,60%	-1,00%
	Russian Fed	8,65%	6,40%	2,25%	-0,75%
LATAM	Brazil	11,98%	9,15%	2,83%	-0,75%
	Mexico	7,24%	2,96%	4,28%	-1,00%
	Colombia	7,29%	7,38%	-0,09%	1,00%
	Peru	6,66%	3,13%	3,53%	-1,00%

## Materias primas

**ENERGÍA (PETRÓLEO):** Objetivo fundamental en 45 USD. (Rango: comprar a 30 USD, vender a 55 USD).

### Los factores impulsores del petróleo a corto plazo apuntan a unos precios ligeramente al alza

- **(+) Los miembros de la OPEP llegaron a un acuerdo** para congelar la producción: Sin embargo, este hecho sugiere que es necesario manipular el mercado para defender los precios. Una señal clara de que, en ausencia de tal intervención, el estado actual y la naturaleza del sector impulsan los precios hacia abajo. ¿Hasta cuándo pueden los productores soportar producir por debajo de su capacidad?
- **(-) La producción total del cártel siguió creciendo** en los días previos al acuerdo. La producción de noviembre alcanza un récord a 34,19 millones de bpd desde un nivel de 33,82 millones de bpd en octubre. Este nivel es 1,69 millones de bpd más alto que el objetivo de producción de 32,5 millones que la OPEP acordó adoptar la semana pasada en Viena. Las exportaciones récord de Irak y un aumento de 40.000 bpd de Irán, junto con los fuertes aumentos de Nigeria y Libia (que están exentos del corte de producción acordado por la OPEP) están detrás de la producción récord. Rusia, que se ha comprometido a aportar ~ 300K bpd en recortes, informó una producción diaria media de noviembre de 11,21M bpd, su **nivel más alto en casi 30 años. Este récord en la producción mensual contrasta con las previsiones de demanda moderada en 2017.**
- **(-) El plan de acción de Trump** apunta a una mayor producción de petróleo: El primer plan de acción para los primeros 100 días de la administración Trump incluye la intención de levantar las restricciones sobre la producción de US\$ 50 billones de reservas de energía estadounidenses y carbón limpio. Esto supone más suministro por delante.
- **(-) Rusia sugiere** que la congelación de la producción de petróleo podría compensarse fácilmente con una rápida recuperación de la producción de petróleo de esquisto, lo que sugiere que un acuerdo de congelación sería ineficaz. Rusia está produciendo a + 3.7% MoM en septiembre en un máximo histórico de 11.21 millones de bbl / día. En otras palabras, Moscú ha mostrado poca voluntad de reducir su producción hasta ahora
- **(-) Congelar la producción significaría que en realidad todo seguiría como de costumbre.** La producción saudí suele caer alrededor de un 2% en el último trimestre, pero Arabia Saudita ha estado bombeando a niveles récord de 10,7 millones de barriles diarios durante el verano. Así, incluso en el caso de que se aplicaran los recortes propuestos, la producción simplemente volvería a sus niveles habituales.
- **(-) El Director ejecutivo (CEO) de BP, Dudley, afirma que hay una inmensa cantidad de petróleo almacenado.** Dijo que los precios del petróleo probablemente se mantendrán en los niveles actuales si la OPEP no logra implementar el acuerdo alcanzado en Argel para limitar la producción. Añadió que la oferta y la demanda están, en general, en equilibrio en el mercado, pero también señaló que hay una tremenda cantidad de petróleo almacenada que tardará mucho en disminuir. En este sentido, el American Petroleum Institute informó de que las existencias de crudo aumentaron en 3,6 millones de barriles en la última semana (frente a un aumento esperado de 1,5 millones).

### Los factores impulsores estructurales del petróleo apuntan a precios bajos en el largo plazo.

- **(-) Las energías alternativas están tomando el testigo.** Los productores deben tener en cuenta que el valor de sus reservas ya no viene dictado por el precio del petróleo y el volumen de sus reservas, sino por el tiempo que pueden seguir bombeando antes de que las energías alternativas hagan que el petróleo resulte obsoleto. A fin de retrasar ese momento cuanto puedan, interesa a los productores mantener el precio del petróleo bajo el mayor tiempo posible (esto mantiene el coste de oportunidad de las fuentes alternativas de energía lo más alto posible).
- **(-) Los crecientes problemas medioambientales llevarán a un endurecimiento gradual de la legislación y los niveles de producción.** Los productores son muy conscientes de que el valor de sus reservas depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una nueva regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Por ejemplo, Arabia Saudita tiene entre 60 y 70 años de reservas probadas de petróleo al actual ritmo de producción, pero con la creciente preocupación por el cambio climático y los problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para Riad es el de estar sentado sobre una gran cantidad de «reservas varadas» que ya no podría extraer ni vender. Por tanto, es legítimo pensar que Arabia Saudita (y los demás productores) tiene un potente incentivo para obtener cuanto antes beneficios económicos de la mayoría de sus reservas mediante el bombeo de tanto petróleo como pueda (aunque sólo sea para financiar la construcción de una economía menos dependiente del petróleo).
- **(-) El retorno de Irán representa un cambio de juego** equivalente a un cambio estructural en el mercado global de la energía. Irán insiste en que debe permitírsele intensificar su producción, de los 3,6 millones de barriles diarios actuales a 4 millones. Esto implicaría que Arabia Saudita (el mayor productor del mundo) tendría que asumir en su propia producción la mayor parte, si no todos, de los recortes propuestos. Esto es algo incompatible con la condición impuesta por los saudíes de no perder cuota de mercado en el marco del acuerdo.
- **(-) Los productores de la OPEP ya no están en condiciones de fijar los precios.** Hay buenas razones para pensar que cualquier acuerdo que en lo sucesivo se pudiera alcanzar para congelar la producción resultaría ineficaz. 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 supondrá un cambio de juego en el mercado mundial de petróleo. El desequilibrio del 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 petróleo.
- **(+) Los productores de esquisto están en condiciones de aumentar significativamente la producción con un precio del petróleo situado en 60 USD.** La AIE (Agencia Internacional de la Energía) dijo que el precio de 60 dólares para el barril de petróleo sería suficiente para que muchas compañías de esquisto estadounidenses volvieran a producir, si bien la nueva oferta tardaría nueve meses en llegar al mercado.
- En resumen, la dinámica del mercado de la energía significa que existen sólidas razones para creer que el cártel ya no tiene el poder de mantener el precio del petróleo muy por encima de un determinado umbral (50-55 USD por barril) durante un período de tiempo apreciable.

## Materias primas

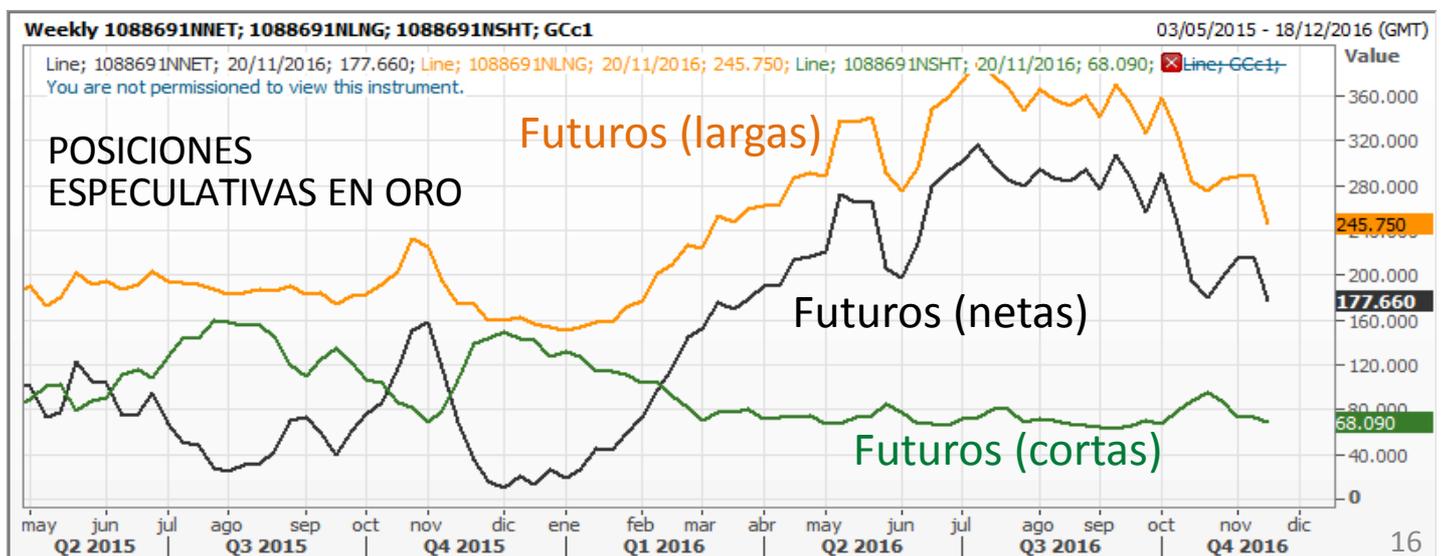
**ORO:** Objetivo fundamental: 1.050 USD/onza. (Rango: comprar a 900 USD/oz, vender por encima de 1.200 USD/oz)

### Factores negativos:

- Oro en términos reales.** En términos reales, el precio del oro (calculado al precio nominal actual dividido entre el *US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales*, con año base en 2009, que utilizamos como deflactor mundial) subió desde los 1.141 USD/oz. del mes anterior hasta 1.200 USD/oz. Con todo, sigue negociándose muy por encima de su precio real promedio de 20 años de 778 USD/oz. Dado nuestro deflactor mundial, situado en 1,118, para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (o precio de equilibrio) debería rondar los **869 USD**.
- Oro en términos de plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos).** Este ratio ha disminuido algo, hasta 69,87 veces (desde 72,6 el mes pasado) y continúa muy por encima tanto de su media de 10 años de 61,03 como de su media histórica de 61,66, lo que indicaría que **el oro está caro** (al menos en comparación con la plata).
- Oro en términos de Petróleo (Oro/Petróleo).** Este ratio ha subido durante el mes a 26,42 veces (desde 25,01 el mes pasado), pero aún sigue por encima de su valor promedio de 20 años de 14,52. Considerando nuestro objetivo fundamental a largo plazo para el petróleo de 40 USD/barril (nuestro objetivo central), el precio nominal del oro debería acercarse al nivel de **580 USD para que esta relación se mantenga próxima a su promedio de largo plazo**.
- Oro en términos de renta variable, DJI (Dow Jones/Oro).** Este ratio ha pasado a ser de 15,62 veces (desde su valor anterior de 14,33), todavía por debajo de su valor promedio de largo plazo de 20,4. Dado nuestro precio objetivo a largo plazo para el DJI de 18.522 puntos, el precio del oro debería acercarse a **908 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 ha caído a 0,553 veces (desde su valor anterior de 0,591), pero todavía está por encima de su promedio de largo plazo de 0,581. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.233 puntos, el precio del oro debería aproximarse a **1.297 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 caen con fuerza de 274.300 a 245.700; las posiciones cortas pasan de 94.700 a 68.100 => Evolución mensual de la posición neta: se reduce de +179.000 a +117.600. Por consiguiente, aunque en menor medida que antes, los especuladores siguen estando largos en oro => **Lectura negativa**.
- Liberalización financiera en China.** El incremento mensual de las «cuotas» de apertura de la balanza de capital para los inversores financieros cualificados amplía las alternativas de los inversores chinos (enfocados tradicionalmente al metal áureo).
- Compra de oro por bancos centrales.** Los niveles de las reservas de oro de los bancos centrales siguen considerablemente por encima de los de 2008.
- Continúa el estímulo monetario del BCE y el BoJ, pero no de la Fed** (recuérdese que la cotización del oro se expresa en USD, por lo que se ve mucho más afectado por las decisiones de la Fed). Esto apunta a la siguiente dinámica: el precio del oro seguirá estable o a la baja en términos de USD, y en tendencia al alza expresado en EUR y JPY. Esto significa que el USD debería apreciarse frente al EUR y el JPY.

### Factores positivos:

- Los rendimientos negativos siguen confiriendo 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 rendimientos negativos en numerosos títulos de deuda global.
- 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

La posición global en USD se redujo drásticamente el mes pasado y en estos momentos representa un posicionamiento neto largo frente a las otras divisas, con un interés abierto del orden de 25.020 millones de USD (17.470 millones el mes pasado y 8.900 millones hace dos). Se trata de la mayor posición en USD desde febrero; sin embargo, pese a esta compra de dólares, **la posición global en el USD todavía se sitúa muy por debajo de los +44.300 millones de posicionamiento neto largo en USD que se registró en abril de 2015, lo que significa que las posiciones largas todavía podrían ser mucho más largas.**

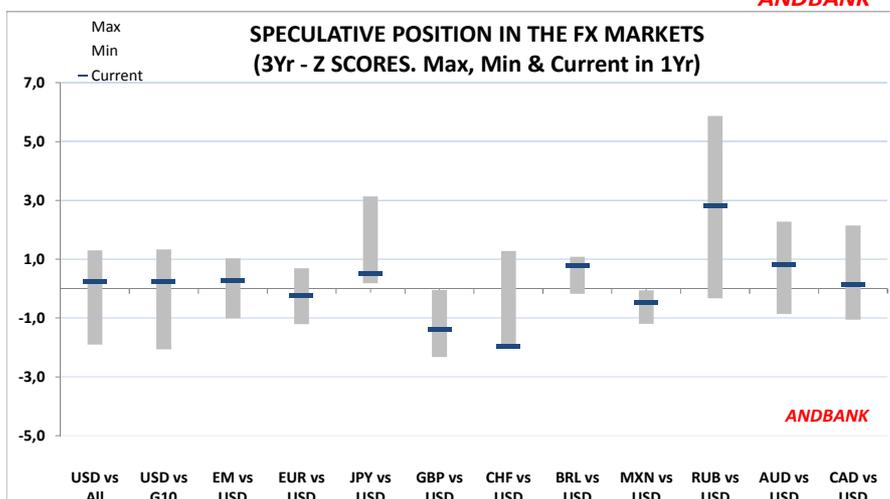
▪ **EUR/USD: Objetivo fundamental (1,00)**

La cara contraria de lo anterior fue la reducción de posiciones en las monedas de reserva distintas del dólar. Destacaron el gran aumento en las posiciones cortas en CHF, cuyo valor nocional se situó en -3.010 millones (desde -2.100 millones del mes pasado), y el aumento en las posiciones cortas en EUR hasta los -15.870 millones (desde -14.990 millones). El posicionamiento en JPY también se recortó (desde una posición neta de +4.450 millones a +0.03 millones). Todavía hay margen para tomar posiciones largas en USD vendiendo más EUR, ya que las posiciones cortas en EUR siguen muy por debajo de los -24.300 millones habituales en los últimos 12 meses. El posicionamiento en la libra esterlina apenas cambió, aunque las posiciones cortas en GBP aún representan cifras que apenas superan sus niveles récord.

- **JPY: Objetivo (112); EUR/JPY: Objetivo (112).** Niveles muy estresados (cortos) en el JPY
- **GBP: Objetivo (0,83); EUR/GBP: Objetivo (0,83).** ¿Trump Trade vs Brexit? No hay color.
- **CHF: Objetivo (0,95); EUR/CHF: Objetivo (0,95).** Posiciones históricamente cortas en CHF
- **MXN: Objetivo (19,75); EUR/MXN: Objetivo (19,75)**
- **BRL: Objetivo (3,35); EUR/BRL: Objetivo (3,35)**
- **ARS: Objetivo (18,5); EUR/ARS: Objetivo (18,5)**
- **RUB: NEUTRAL**
- **AUD: NEUTRAL**
- **CAD: NEUTRAL-SOBREPONDERAR**
- **CNY/USD: Objetivo (6,75)**

Currency	Mkt Value of Change vs					Current Z-score 3-yr
	Net positions (Bn \$)	last week (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	
USD vs All	25,02	4,67	44,3	-6,9	12,5	<b>0,23</b>
USD vs G10	24,95	4,23	43,6	-7,1	11,6	<b>0,24</b>
EM	-0,07	-0,44	1,2	-2,2	-0,8	<b>0,29</b>
EUR	-15,87	0,10	0,0	-24,3	-11,9	<b>-0,24</b>
JPY	-0,03	-2,40	8,6	-8,0	4,6	<b>0,50</b>
GBP	-6,10	0,15	0,0	-7,8	-4,6	<b>-1,39</b>
CHF	-3,01	-0,24	1,4	-3,2	-0,2	<b>-1,98</b>
BRL	0,41	-0,04	0,6	-0,1	0,2	<b>0,79</b>
MXN	-1,32	-0,21	0,0	-2,3	-1,3	<b>-0,48</b>
RUB	0,85	-0,19	1,3	0,0	0,3	<b>2,83</b>
AUD	1,57	-1,57	4,6	-4,7	1,0	<b>0,83</b>
CAD	-1,38	0,00	2,0	-4,7	-0,6	<b>0,14</b>

ANDBANK



### Z-Score a 3 años:

$\frac{\text{Posición actual} - \text{posición promedio a 3 años}}{\text{Desviación típica a 3 años}}$

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	1m 07/11/2016	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 06/12/2016	Target Year End	Expected Performance*
					<b>06/12/2016</b>		
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	2.131,52	3,6%	8,1%	2.209	<b>2233</b>	1,1%
	EUROPE - STOXX 600	333,84	3,2%	-5,8%	345	<b>349</b>	1,2%
	SPAIN - IBEX 35	8.918,80	-0,3%	-6,8%	8.893	<b>9384</b>	5,5%
	MEXICO - MXSE IPC	48.050,25	-6,4%	4,6%	44.958	<b>48566</b>	8,0%
	BRAZIL - BOVESPA	64.051,65	-5,0%	40,4%	60.864	<b>66423</b>	9,1%
	JAPAN - NIKKEI 225	17.177,21	6,9%	-3,5%	18.361	<b>18599</b>	1,3%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	3.133,33	2,1%	-9,6%	3.199	<b>3322</b>	3,8%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	2.066,81	0,2%	-10,3%	2.071	<b>2254</b>	8,8%
	HONG KONG - HANG SENG	22.801,40	-0,6%	3,5%	22.675	<b>22720</b>	0,2%
	INDIA - SENSEX	27.458,99	-3,9%	1,1%	26.393	<b>29126</b>	10,4%
	MSCI EM ASIA	437,31	-3,6%	4,4%	421	<b>449</b>	6,6%
<b>Fixed Income</b>	US Treasury 10 year Govie	1,83	-4,5%	1,0%	2,40	<b>2,80</b>	-0,8%
<b>Core countries</b>	UK 10 year Gilt	1,19	-1,7%	6,2%	1,41	<b>2,00</b>	-3,3%
	German 10 year BUND	0,15	-1,7%	2,7%	0,36	<b>0,70</b>	-2,3%
	Japanese 10 year Govie	-0,06	-0,8%	2,9%	0,04	<b>0,00</b>	0,4%
<b>Fixed Income</b>	Spain - 10yr Gov bond	1,24	-1,9%	3,9%	1,48	<b>1,90</b>	-1,9%
<b>Peripheral</b>	Italy - 10yr Gov bond	1,70	-1,7%	-1,2%	1,93	<b>2,10</b>	0,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	3,22	-2,9%	-6,7%	3,61	<b>3,30</b>	6,1%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,63	-1,7%	3,3%	0,85	<b>1,40</b>	-3,5%
	Greece - 10yr Gov bond	7,21	5,1%	16,7%	6,58	<b>7,50</b>	-0,8%
<b>Fixed Income</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	77,62	0,0%	0,7%	77,79	<b>80</b>	0,0%
<b>Credit</b>	Credit EUR HY-Itraxx Xover	345,41	1,4%	3,4%	307,08	<b>380</b>	-2,0%
	Bono EUR 5y	-0,43%					
<b>IG &amp; HY</b>	Credit USD IG - CDX IG	76,51	0,2%	3,0%	71,75	<b>70</b>	0,2%
	Credit USD HY - CDX HY	406,82	1,6%	8,8%	363,76	<b>340</b>	1,1%
	Bono USD 5y	1,29%					
<b>Fixed Income</b>	Turkey - 10yr Gov bond	10,21	-4,5%	6,3%	10,88	<b>9,91</b>	18,6%
<b>EM Europe (Loc)</b>	Russia - 10yr Gov bond	8,45	-0,9%	17,6%	8,65	<b>8,01</b>	13,8%
<b>Fixed Income</b>	Indonesia - 10yr Gov bond	7,24	-4,6%	15,6%	7,89	<b>6,70</b>	17,4%
<b>Asia</b>	India - 10yr Gov bond	6,83	5,6%	19,7%	6,20	<b>5,67</b>	10,4%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond	4,01	-5,2%	-1,5%	4,70	<b>3,78</b>	12,1%
	China - 10yr Gov bond	2,71	-2,3%	0,8%	3,02	<b>2,87</b>	4,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond	3,61	-4,8%	3,3%	4,24	<b>3,57</b>	9,6%
	Thailand - 10yr Gov bond	2,13	-4,2%	0,4%	2,68	<b>1,82</b>	9,6%
	Singapore - 10yr Gov bond	1,95	-2,9%	4,4%	2,33	<b>1,57</b>	8,4%
	South Korea - 10yr Gov bond	1,65	-3,8%	1,7%	2,13	<b>2,07</b>	2,7%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,96	-0,8%	0,4%	1,07	<b>1,29</b>	-0,7%
<b>Fixed Income</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	6,22	-7,7%	-2,1%	7,24	<b>7,00</b>	9,2%
<b>Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (usd)	3,30	-7,3%	2,4%	4,25	<b>4,00</b>	6,2%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	11,33	-4,3%	51,2%	11,98	<b>11,50</b>	15,8%
	Brazil - 10yr Govie (usd)	4,91	-6,4%	22,4%	5,76	<b>5,25</b>	9,8%
	Argentina - 10yr Govie (usd)	6,11	-7,9%		7,16	<b>7,50</b>	4,5%
<b>Commodities</b>	CRY	183,5	5,1%	9,4%	192,8	<b>190,0</b>	-1,4%
	Oil (WTI)	44,9	13,1%	37,1%	50,8	<b>45,00</b>	-11,4%
	GOLD	1.281,3	-8,9%	10,0%	1.167,5	<b>1.100</b>	-5,8%
<b>Fx</b>	EUR/USD (price of 1 EUR)	1,10	-3,1%	-1,5%	1,070	<b>1,00</b>	-6,5%
	GBP= (price of 1 USD)	0,81	-2,2%	16,2%	0,79	<b>0,83</b>	5,2%
	EUR/GBP (price of 1 EUR)	0,89	-5,2%	14,5%	0,84	0,83	-1,6%
	CHF= (price of 1 USD)	0,97	3,7%	0,8%	1,01	<b>0,95</b>	-6,0%
	EUR/CHF (price of 1 EUR)	1,08	0,5%	-0,7%	1,08	0,95	-12,1%
	JPY= (price of 1 USD)	104,45	9,2%	-5,2%	114,05	<b>112</b>	-1,8%
	EUR/JPY (price of 1 EUR)	115,32	5,8%	-6,5%	122,04	112,00	-8,2%
	MXN= (price of 1 USD)	18,59	9,4%	18,4%	20,33	<b>19,75</b>	-2,9%
	EUR/MXN (price of 1 EUR)	20,51	6,1%	16,6%	21,76	19,75	-9,2%
	BRL= (price of 1 USD)	3,20	6,1%	-14,2%	3,40	<b>3,35</b>	-1,4%
	EUR/BRL (price of 1 EUR)	3,53	3,1%	-15,3%	3,64	3,35	-8,0%

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 (%)						
<b>Money Market</b>	<b>15,0</b>	<b>23,1</b>	<b>10,0</b>	<b>17,4</b>	<b>5,0</b>	<b>14,3</b>	<b>5,0</b>	<b>13,8</b>
<b>Fixed Income Short-Term</b>	<b>25,0</b>	<b>27,5</b>	<b>15,0</b>	<b>18,7</b>	<b>5,0</b>	<b>10,2</b>	<b>0,0</b>	<b>6,9</b>
<b>Fixed Income (L.T) OECD</b>	<b>30,0</b>	<b>22,5</b>	<b>20,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>11,3</b>	<b>5,0</b>	<b>3,8</b>
US Gov & Municipals & Agencies		9,0		6,0		4,5		1,5
EU Gov & Municipals & Agencies		2,3		1,5		1,1		0,4
European Peripheral Risk		11,3		7,5		5,6		1,9
<b>Credit (OCDE)</b>	<b>20,0</b>	<b>18,0</b>	<b>20,0</b>	<b>18,0</b>	<b>15,0</b>	<b>13,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>
Investment Grade USD		5,4		5,4		4,1		1,4
High Yield Grade USD		9,0		9,0		6,8		2,3
Investment Grade EUR		0,0		0,0		0,0		0,0
High Yield Grade EUR		3,6		3,6		2,7		0,9
<b>Fixed Income Emerging Markets</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>7,5</b>	<b>6,8</b>	<b>10,0</b>	<b>9,0</b>	<b>15,0</b>	<b>13,5</b>
Latam Sovereign		1,1		1,7		2,3		3,4
Latam Credit		0,9		1,4		1,8		2,7
Asia Sovereign		1,4		2,0		2,7		4,1
Asia Credit		1,1		1,7		2,3		3,4
<b>Equity OECD</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>20,0</b>	<b>18,0</b>	<b>32,5</b>	<b>29,3</b>	<b>50,0</b>	<b>45,0</b>
US Equity		2,3		9,0		14,6		22,5
European Equity		2,3		9,0		14,6		22,5
<b>Equity Emerging</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,0</b>	<b>9,0</b>
Asian Equity		0,0		2,7		5,4		5,4
Latam Equity		0,0		1,8		3,6		3,6
<b>Commodities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>
Energy		0,0		0,4		0,7		0,7
Minerals & Metals		0,0		0,6		1,2		1,2
Precious		0,0		0,5		1,1		1,1
Agriculture		0,0		0,3		0,5		0,5
<b>REITS</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Currency Exposure (European investor perspective)</b>								
EUR		91,8		87,5		82,9		78,6
USD		8,2		12,5		17,1		21,4

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

### ***Autores principales***

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

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

*Eduardo Anton* – Portf. Manager US – 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 – Bonds, FX & Equity Brazil.

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

*M<sup>a</sup> Angeles Fernández* – Product Manager, Europe – Macro & Rates. +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

### ***Aviso legal***

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

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

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

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

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

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

El presente documento no analiza otros factores importantes que pudieran afectar a dicha decisión, tales como el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación financiera, el horizonte temporal de la inversión o la liquidez de la misma.

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

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

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

