

PERSPECTIVA INTERNACIONAL ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual
Agosto-septiembre de 2016

I'M NOT
SURE IF
IT'S HAWKISH
OR DOVISH.



B. Rich
HEDGEYE

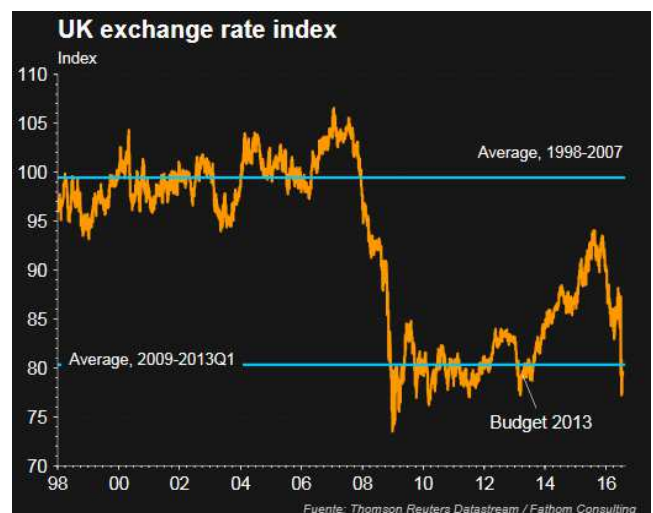
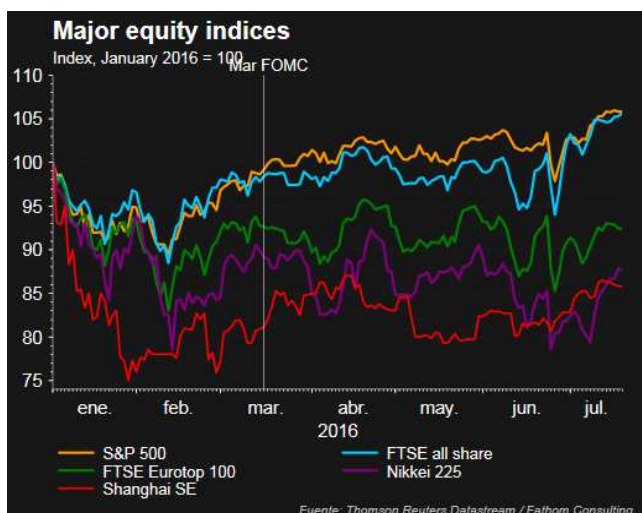
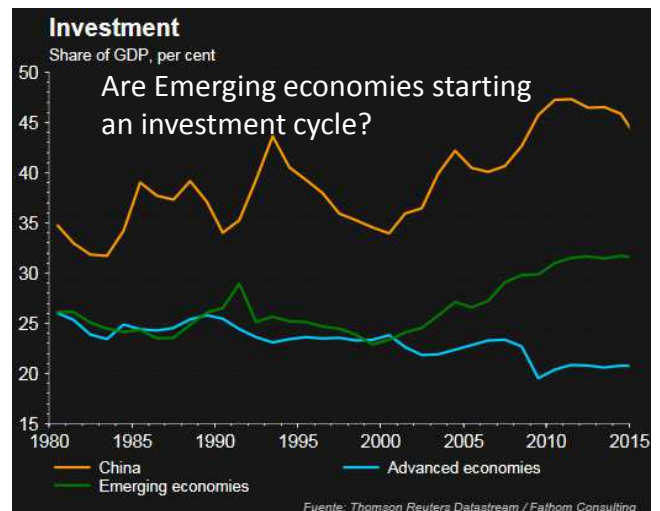
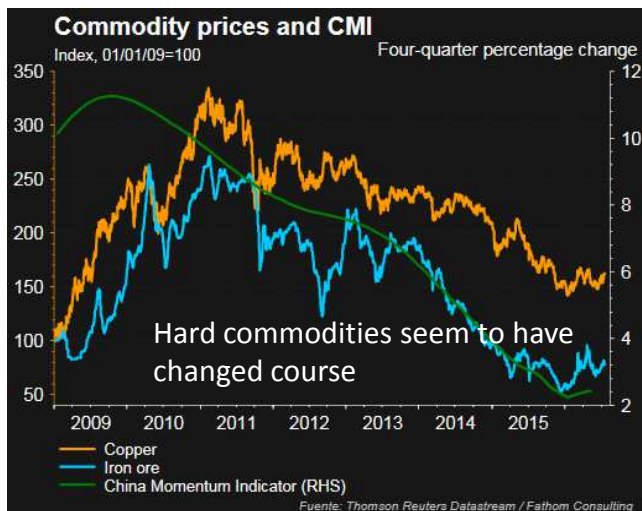
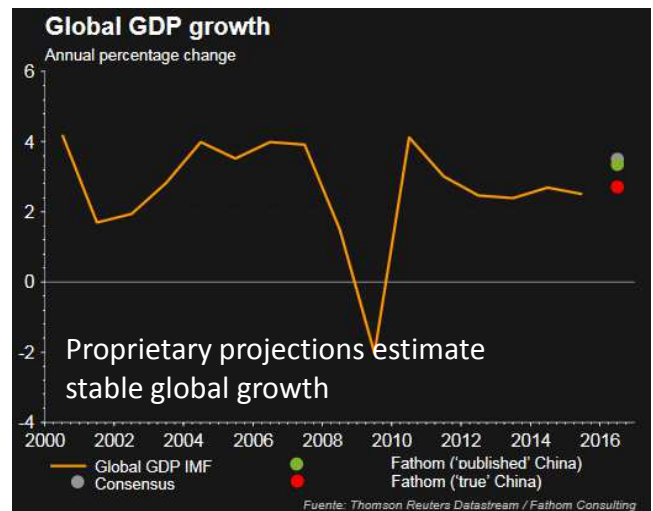
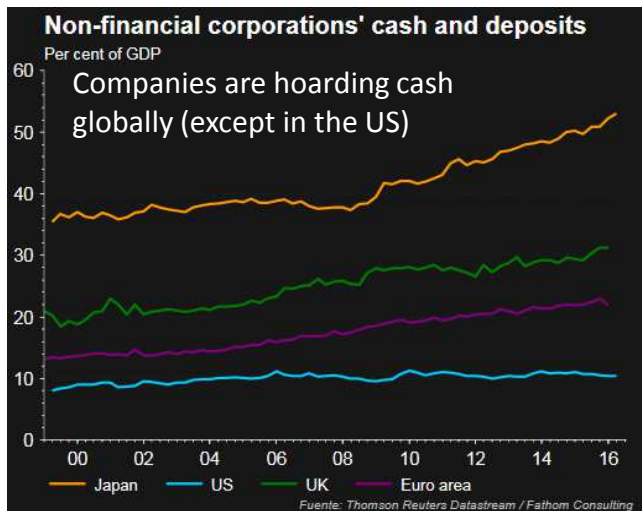
Índice

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

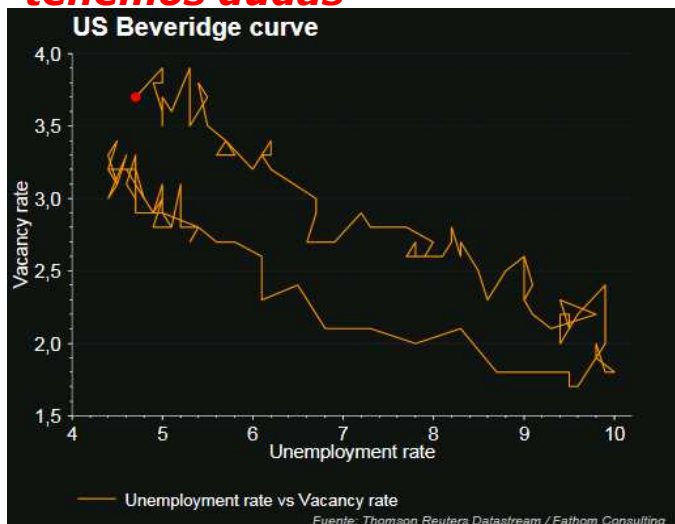
Resumen ejecutivo

- **EE.UU.** - Las repercusiones del Brexit podrían retrasar el plan de la Fed de subir los tipos de interés. Las fuertes caídas que registraron los mercados financieros en el mes de enero no se tradujeron en una recesión a nivel estadounidense o a nivel mundial, por lo que tenemos un precedente reciente para el optimismo sobre la capacidad de la economía mundial para resistir las conmociones.
- **Europa** - Sorpresa en el referéndum del 23 de junio. La victoria del Brexit ha sacudido los mercados. ¿Y ahora qué? Bien puede ser que la volatilidad se mantenga alta en los próximos días (¿semanas?), ya que, a pesar de todo, esto no deja de ser una cuestión política que no parece que vaya a resolverse en poco tiempo. Estrategia de inversión: ¡Hace falta flexibilidad! No está claro cuál pueda ser el resultado final de todo esto. Estamos ante un período de negociación de dos años con diferentes opciones, incluyéndose la posibilidad de establecer una relación a la carta.
- **España** - El 26 de junio, tras el referéndum del Brexit, se celebraron nuevas elecciones. El resultado de los comicios fue bien acogido por los mercados. Se evitó el *Sorpasso*, con lo que PODEMOS se situó como tercera fuerza política y el PP como claro vencedor, lo que le coloca en una posición más fuerte para alcanzar un acuerdo de gobierno. Hará falta una coalición, pero ahora un nuevo Gobierno podría estar más cerca.
- **China** - Crecen los temores en torno a que este verano podamos asistir a otra tormenta de incertidumbre, cuyo epicentro sería, posiblemente, la política de divisas de China. Sin embargo, parece poco probable que el yuan vaya a padecer una perturbación extrema.
- **India** - El Gobernador del banco central de la India, Raghuram Rajan, anunció que no buscará una ampliación de su mandato de tres años, que termina en septiembre. Los temores a que la credibilidad del banco central, ganada con un gran esfuerzo bajo el mandato de Rajan, pueda verse socavada por el nombramiento de un Gobernador más maleable parece que están fuera de lugar.
- **Japón** - Las recompras de acciones propias en Japón han aumentado un 67% en términos interanuales en 2016 hasta mayo, debido a que los tipos de interés negativos provocan una percepción errónea sobre la exactitud de la información procedente del sistema monetario.
- **Brasil** - El último mes ha aportado nuevas pruebas de que la economía de Brasil está comenzando a reactivarse. Aunque las recientes noticias económicas han sido mejores, han seguido dejándose sentir las repercusiones de la operación Lava Jato (el caso de corrupción en la estatal Petrobras).
- **México** - A pesar de que los bancos del Reino Unido están presentes en algunos países (especialmente México), estas entidades se capitalizan a nivel local. Esto podría ayudar a explicar la relativa resistencia de los activos financieros en la región en su conjunto (también en México).
- **Argentina** - La actividad económica sigue mostrando signos de contracción, debido principalmente a las medidas adoptadas por el Gobierno para reducir los desequilibrios heredados de Administraciones anteriores. Hay indicios de que el endurecimiento de la política, implantado en los últimos seis meses, está pesando sobre la economía real. Aun así, los analistas esperan una mejor segunda mitad del año, debido a los proyectos de infraestructuras planeados y a la IED (inversión extranjera directa).

Las noticias del mes en gráficos



EE.UU.: ¿Funciona la economía estadounidense? Sobre esto no tenemos dudas



Nuestra perspectiva sobre la Economía y los Riesgos

- **El crecimiento estadounidense se mantendrá posiblemente en una tendencia al alza:** (1) El crecimiento del consumo mantuvo una media del 2% durante el período 2010-2013 y se aceleró hasta el 3% en los últimos 11 trimestres, impulsado por la recuperación del mercado laboral, los ingresos salariales (que han conseguido crecer a una tasa del 4,4% anual), la mejora de la confianza de los consumidores y la solidez de las cuentas de los hogares. (2) El sector inmobiliario ha tomado impulso y esta mejora se ha visto reflejada en una amplia variedad de indicadores: la construcción, los volúmenes de ventas y los precios de la vivienda. Esperamos que el sector inmobiliario ayude a mantener el crecimiento durante lo que queda de año, con unos tipos hipotecarios que están cayendo hasta acercarse a mínimos históricos, impulsando las perspectivas de las viviendas de propiedad, hasta ahora rezagadas en la recuperación. (3) El gasto público es, probablemente, otro factor que también está impulsando el crecimiento este año. La política fiscal restó crecimiento durante la mayor parte de la recuperación, pero desde 2015 su contribución ha llegado a ser ligeramente positiva. (4) La inversión empresarial, por otra parte, se ha desacelerado. Lo que empezó como una debilidad concentrada en el sector de los recursos naturales se ha convertido en un declive más generalizado en el gasto en equipos y estructuras. En general, la inversión empresarial se redujo un 4,5% en el primer trimestre, y los primeros indicadores apuntan a que no aumentará durante el segundo. En cambio, esperamos que en el segundo semestre vaya algo mejor.
- **En resumen, los riesgos parecen estar equilibrados:** Desde una perspectiva local, no tenemos ni una gran ralentización económica ni una recesión. Los riesgos siguen concentrados en el exterior (relacionados con el Brexit o las nuevas turbulencias en China). Consecuentemente, mantenemos nuestra actual previsión de crecimiento del PIB en 2016 (ligeramente por debajo del 2%).
- **¿Cuál es la evaluación del mercado de deuda?** Los rendimientos, casi en mínimos históricos, reflejan sin duda una evaluación más pesimista que la nuestra de la perspectiva económica. Sin embargo, el buen comportamiento de la renta variable y de los mercados de deuda empresarial hace que surjan algunas dudas en torno a la magnitud del pesimismo sobre el crecimiento del mercado.

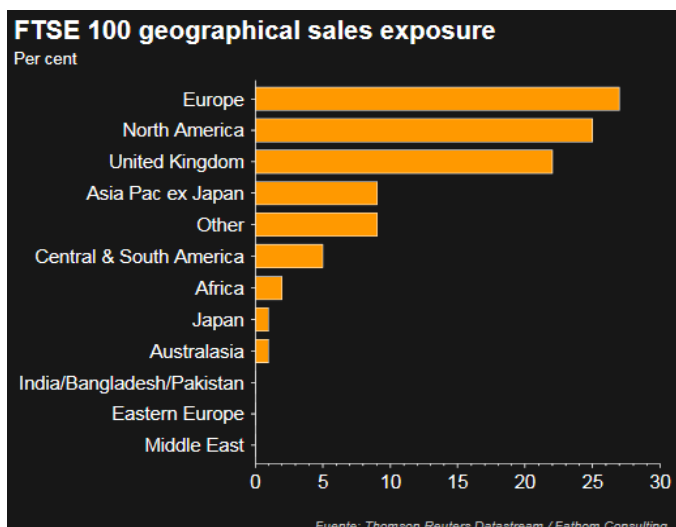
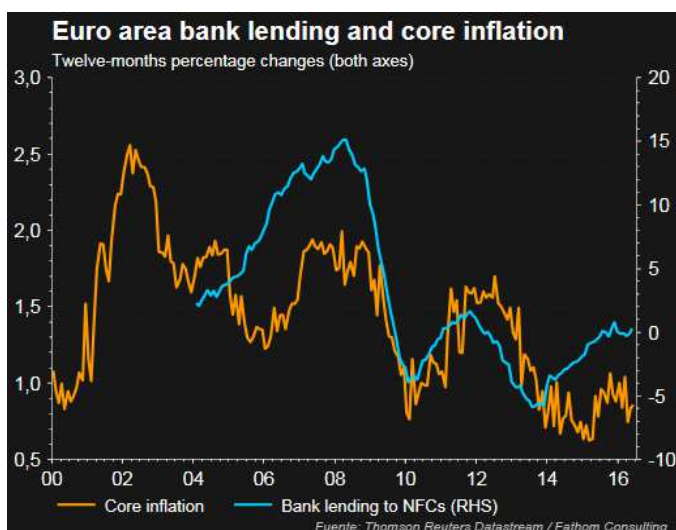
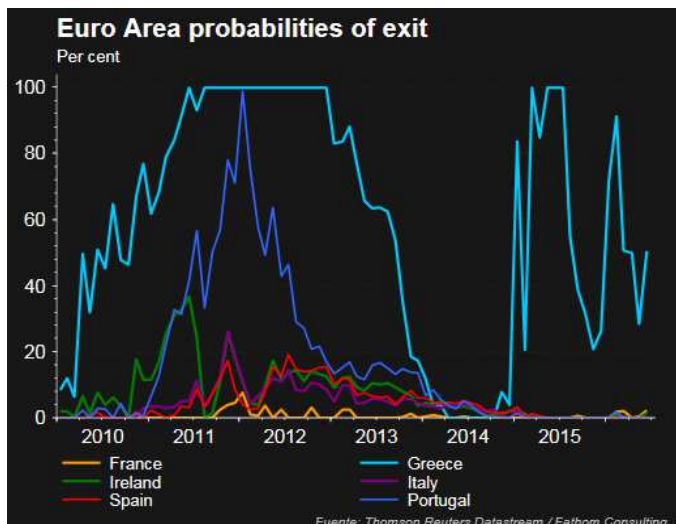
La Fed

- Los continuos retrasos de 2016 han convencido a diversos agentes del mercado de que el FOMC es "constitutivamente moderado" y continuará buscando excusas para no endurecer la política monetaria, a pesar de que la inflación PCE (subyacente) ha ido mejorando gradualmente y alcanzará el objetivo del 2% estipulado por la Fed, impulsada por la protección, la aceleración de las subidas salariales y el repunte de los precios de los servicios.
- Las significativas divergencias en las políticas monetarias podrían comportar una apreciación excesiva del dólar.

Mercados financieros: (Una alta capacidad de sobreponerse a las malas noticias)

- **¡Mercado de renta variable!** Los especuladores bursátiles alcistas propulsaron a los índices S&P 500 (SPX) y Dow Jones Industrial Average (DJIA) hasta nuevos máximos históricos. Es interesante cómo se ha producido este empuje por parte de estos inversores a pesar de los negativos incidentes geopolíticos, como el ataque terrorista en Niza, un intento de golpe de estado en Turquía, así como los sucesos en Dallas y Baton Rouge. Todo esto con posterioridad a la votación en favor del Brexit. ¿De dónde viene toda esta fuerza? Una capacidad de recuperación económica probada, expectativas de mejor crecimiento económico y la sorpresa de unos beneficios positivos.
- Las perspectivas siguen mostrando unos beneficios planos, que persistirán durante el año próximo. Estamos ajustando ligeramente nuestro **objetivo para final de año del S&P 500 de 1949 a 2000**, en base a la recuperación moderada prevista del BPA (beneficio por acción), y manteniendo un PER al límite de 17. Sin embargo, **consideramos el S&P "CARO"** por las siguientes razones: (1) El crecimiento de beneficios cero no es coherente con las valoraciones al alza de las acciones y los resultados del segundo trimestre mostrarán que se ha alcanzado el séptimo trimestre consecutivo de disminución de los BPA operativos en términos interanuales (-3%, aunque +1% si se excluye la energía). (2) Las valoraciones ya se hallan en niveles extremos históricos, cotizando el S&P 500 a un PER basado en los beneficios previstos de 17,6, situándose en el percentil 89 desde 1976. La mayoría de los otros parámetros como el P/B (precio/valor contable), EV/EBITDA (valor de empresa/EBITDA) y EV/Sales (valor de empresa/ventas) muestran un panorama similar. Estas valoraciones sólo se justifican dentro del actual entorno de tipos de interés en mínimos históricos. (3) Muchas entidades financieras registrarán beneficios menores si los bajos tipos de interés persisten. Esta misma semana, nuestro equipo de análisis de renta variable bancaria redujo sus previsiones para los BPA un 5%-7%. (4) Los bajos tipos también irán en detrimento de los beneficios al aumentar el valor de los compromisos por pensiones actuales a través de tasas de descuento menores. En 2012, los compromisos por pensiones de tres empresas juntas restaban cerca de 2 USD del BPA de las empresas del S&P500. Esperamos un efecto similar este año por parte de los fondos de pensiones. (5) La caída del desempleo en EE.UU. apunta a subidas salariales.

Europa: Las probabilidades de que otros miembros abandonen la UE son bajas



BCE

- El BCE se aproxima a su siguiente reunión (21 de julio) con mayores probabilidades de ajustes en el programa de QE mientras aumenta el problema de la escasez.
- ¿Qué podría cambiar?** La prórroga del programa hasta más allá de marzo de 2017 (¿6 meses?), acompañada de una modificación de los criterios/límites aplicados: (1) Compras asignadas como porcentaje del valor de mercado (deuda ponderada) en lugar de los actuales criterios clave de capital del BCE. Una opción controvertida, ya que favorecería a la deuda italiana y francesa frente a los bonos alemanes. (2) Los límites por ISIN podrían aumentar más allá del actual 25/33%. Esta opción tiene la ventaja de haberse activado dos veces en el pasado. (3) Eliminación del tipo de depósito como umbral para las compras. Esto podría liberar 500.000 millones de bonos alemanes, que podrían pasar a ser elegibles. Un efecto claro podría ser el aumento de la tendencia alcista de la curva. (4) Como opción de última instancia podemos contemplar un recorte del tipo de depósito, lo que sería aún más perjudicial para un sector financiero que ya está siendo dañado.

Frente macroeconómico: Panorama dispar

- Tras el fuerte inicio de año, el PIB se habría ralentizado en el segundo trimestre. Los registros podrían empeorar en los próximos meses (tal como sugiere el último índice ZEW). Los PMI registraron un avance generalizado en el frente industrial en junio, mientras que hubo registros peores para el PMI de servicios en Francia y Alemania. La inversión sigue siendo endeble, mientras que el crecimiento del consumo continúa siendo propicio.
- Las expectativas de inflación permanecen deprimidas, aunque últimamente han empezado a mejorar.

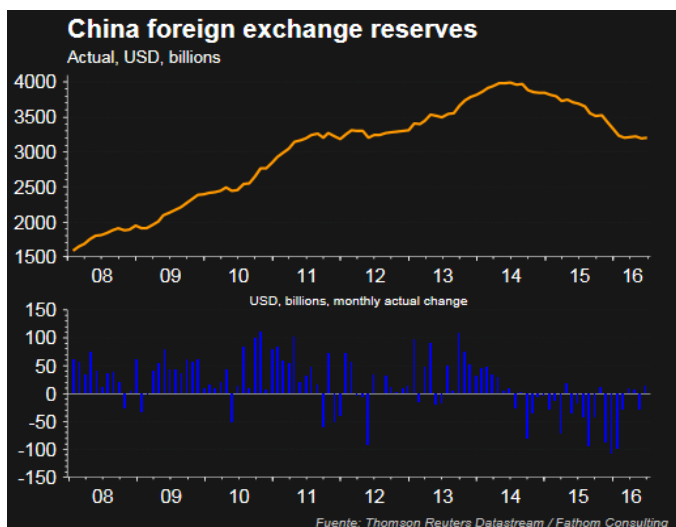
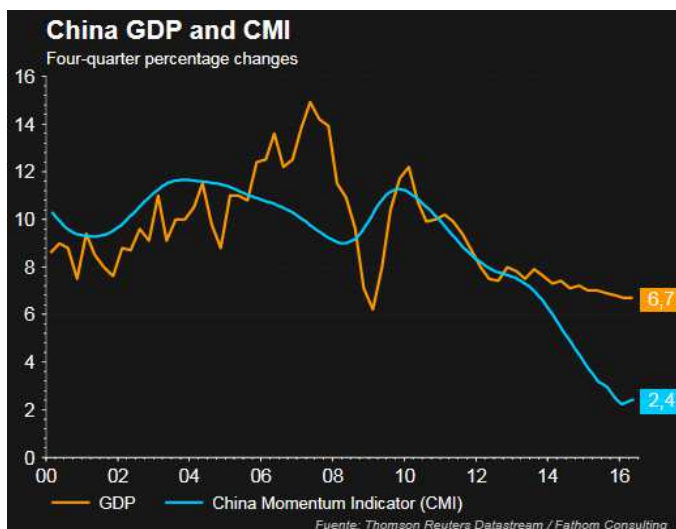
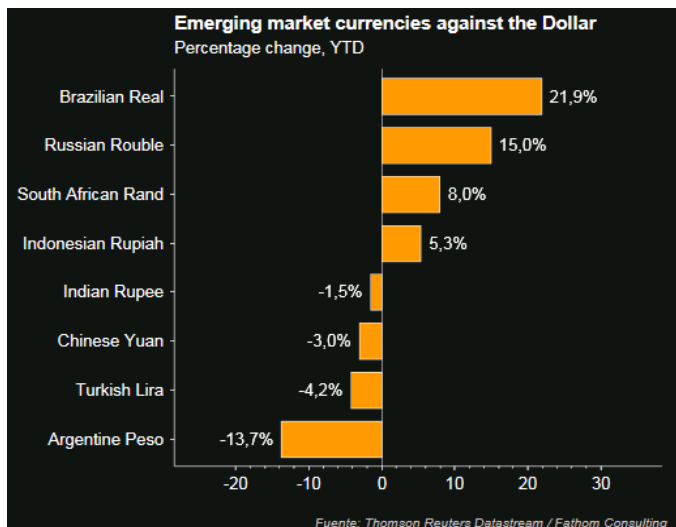
Política y Reformas

- Reino Unido:** (1) Los mercados han recuperado, en su gran mayoría, las pérdidas sufridas en los días posteriores al referéndum y la volatilidad está disminuyendo. Las empresas orientadas al mercado nacional son las que más sufrieron, mientras que las acciones globales han aprovechado la depreciación de la libra esterlina. (2) Rápida sucesión para Cameron, con el nombramiento de Theresa May como Primera Ministra tan sólo dos semanas después del referéndum. May ya ha nombrado a dos partidarios del Brexit Secretario de asuntos exteriores y Secretario para la salida de la UE, aunque el Brexit no entra en la agenda de May para 2016. (3) La UE, mientras tanto, ha escogido un enfoque de prudencia, quedándose la pelota en el campo del Reino Unido, ya que éste tiene la responsabilidad de invocar el artículo 50 del Tratado de Lisboa para iniciar el período de dos años de negociaciones de salida. La UE ha enviado un claro mensaje de principios: "acceso libre al mercado unido a la libre circulación de personas". (4) El impacto económico es difícil de estimar, pero las primeras cifras apuntan a un recorte del 0,5% del crecimiento en 2017 para la zona euro, según el BCE. La confianza del consumidor ya se ha visto reducida en el Reino Unido, que podría entrar en recesión antes de finales de año. (5) El banco central de Inglaterra probablemente reducirá los tipos de interés en su próxima reunión (el 4 de agosto), tras haberlos dejado invariables en julio.
- España:** Pequeños pasos en la escena política desde las últimas elecciones. Ciudadanos y el PP llegaron a un acuerdo en relación con la presidencia del Congreso, pero todavía se está en período de negociación. Fechas clave: 3 de agosto (primera votación), 5 de agosto (segunda votación). Gobierno en minoría con la abstención del PSOE como escenario central, ya que unas terceras elecciones incrementarían el número de votos del PP y perjudicarían al resto de fuerzas políticas. La CE ha iniciado procedimientos de sanción contra España y Portugal por no haber dado los pasos necesarios para cumplir los objetivos de déficit en 2015. Ambos países han expuesto sus puntos de vista y están dispuestos a realizar ajustes sobre el gasto en 2016 y el presupuesto de 2017. En el caso de Portugal, los recortes de 2016 representan un 0,2% del PIB y los recortes previstos para 2017 serán del 0,6% del PIB.

Mercados

- Renta variable (STXE 600):** Mantenemos nuestro precio objetivo en 312 puntos, aunque lo consideramos más como un suelo debido a nuestras conservadoras hipótesis respecto al crecimiento de las ventas (0%), los márgenes (7,4%) y el PER (14). Para el Ibex español, mantenemos nuestro precio objetivo en 8347 (también considerado un suelo).
- Renta fija, países centrales:** Objetivo de rendimiento del 0,20%
- Rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años, países periféricos:** Italia 1,4%, España 1,3%, Portugal 2,8%
- ¡Deuda empresarial!** IG Itraxx en 75 (desde 85). HY Itraxx en 325 (desde 360)

China: La Credibilidad del banco central chino bajo escrutinio



La credibilidad del banco central de China (PBoC) está bajo vigilancia

- El PBoC sigue afirmando que su objetivo es un tipo de cambio "básicamente estable" frente al dólar estadounidense y el índice CFETS. Esta supuesta estabilidad existió realmente en el período que va desde enero hasta el 3 de junio (con un descenso del índice US Dollar Index (DXY) del -5,4% y con el yuan, al que se permitió depreciarse frente a la cesta CFETS, depreciándose un más moderado -3,9%); lo que significó que el yuan permaneció más estable frente al resto de divisas y también frente al USD.
- Desde el 3 de junio, sin embargo, el yuan se ha debilitado tanto en términos de ponderación (-2,84%) como frente al dólar (-1,8%), mientras que el índice DXY se ha apreciado un 2,3%. **Las depreciaciones continuadas podrían dejar al PBoC sin ningún tipo de credibilidad a los ojos de los inversores globales.**
- Hay dos posibles explicaciones para este mensaje contradictorio del PBoC y para las decisiones adoptadas: (1) Los políticos nunca tuvieron la intención de mantener la estabilidad de la moneda. Al fin y al cabo, tal como señaló el propio PBoC, la cuota de mercado mundial de las compañías exportadoras de China continuaba aumentando. Por lo tanto, lo que interesa es una moneda débil. (2) La relativa estabilidad observada en el período comprendido entre mayo y junio estaba destinada, de hecho, a calmar los nervios sobre las perspectivas de la moneda china, pero la acción del PBoC podría ser de corta duración, ya que la supuesta estrategia de estabilidad fue fácil de llevar a cabo porque, en ese momento, el dólar estaba depreciándose frente a las principales monedas. Así, el PBoC condujo el yuan al alza frente al dólar a la vez que dejó que el tipo de cambio comercial disminuyera.
- Ciertamente, la depreciación adicional del yuan desde la votación en favor del Brexit ha recibido poca atención y los inversores han mantenido la calma y se ha evitado la repetición de una venta masiva global. Sin embargo, la atención volverá a centrarse en el yuan si el PBoC permite que la moneda continúe depreciándose y se reactive la salida de capitales.
- Cuanto más tarde el PBoC en cumplir su prometido objetivo de "estabilidad", más difícil será mantener el control y mayor será la escala de las intervenciones necesarias para evitar la salida de capitales.

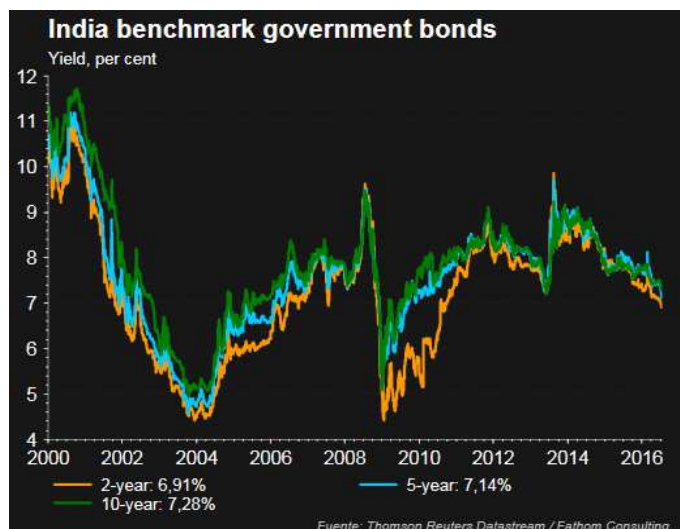
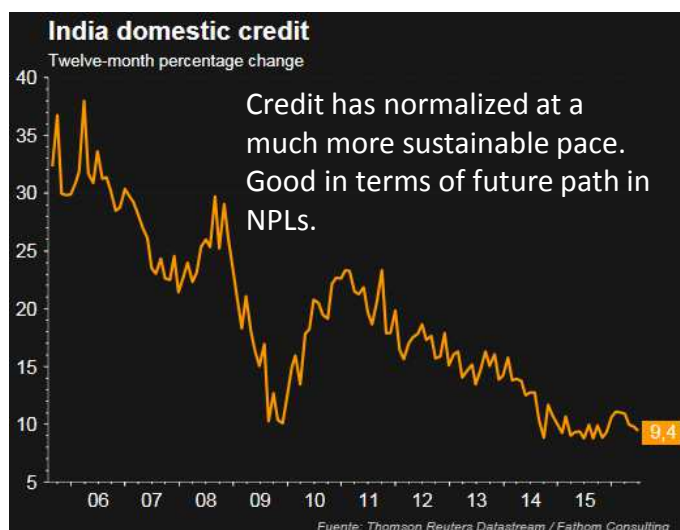
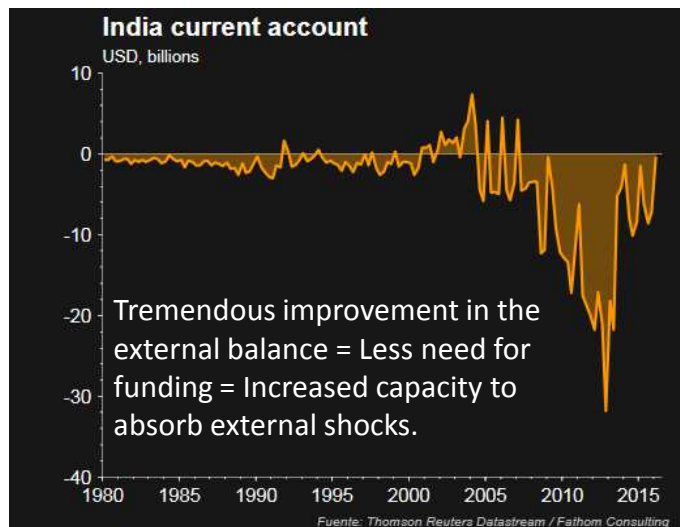
Economía

- Las empresas privadas juegan un papel cada vez menor en la acumulación de deuda del país: el crédito al sector privado nacional cayó hasta un 35% de la deuda nacional en 2015 (desde el 48% en 2008), mientras que la deuda del sector público aumentó ligeramente hasta el 53% de la deuda total, ya que la inversión de las empresas públicas aumentó en la primera mitad de 2016.
- La reciente relajación de la política monetaria y un repunte en el crecimiento crediticio ha ayudado a evitar la ralentización descontrolada que muchos vaticinaban no hace mucho tiempo. De hecho, la agencia S&P acaba de revisar al alza su pronóstico de crecimiento para China hasta el 6,6% para 2016 (desde el 6,35%) y el 6,3% para 2017 (desde poco más del 6%). Sin embargo, S&P advirtió que esta tasa de crecimiento es insostenible, dado que el crecimiento del crédito ha sido de alrededor del doble del crecimiento del PIB nominal.
- De hecho, existen signos de que la actividad económica se está recuperando. Sin embargo, también observamos que persisten problemas subyacentes en la economía: (1) Problemas de exceso de capacidad e inversión ineficiente. (2) Dependencia continuada del crédito para impulsar el crecimiento. (3) Preocupaciones por el sector financiero.
- Esperamos que estos desequilibrios vuelvan a ser una prioridad para quienes formulan las políticas ahora que las preocupaciones sobre las perspectivas inmediatas han disminuido. Esto significa que ahora las autoridades deberían acelerar la agenda de reformas para hacer frente a estos problemas.

Reformas

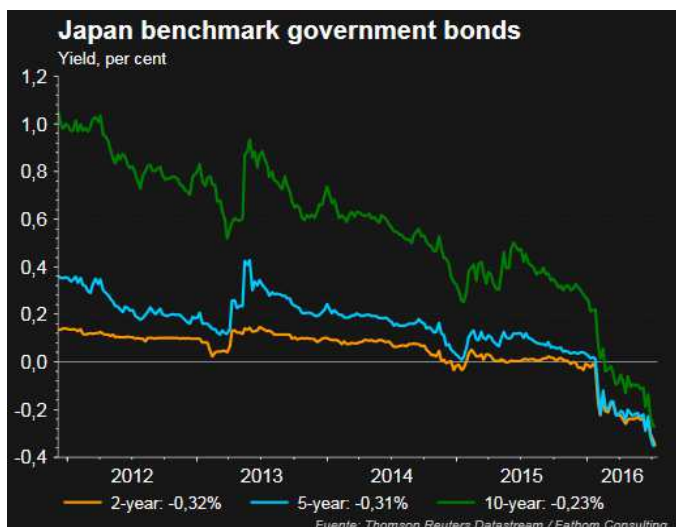
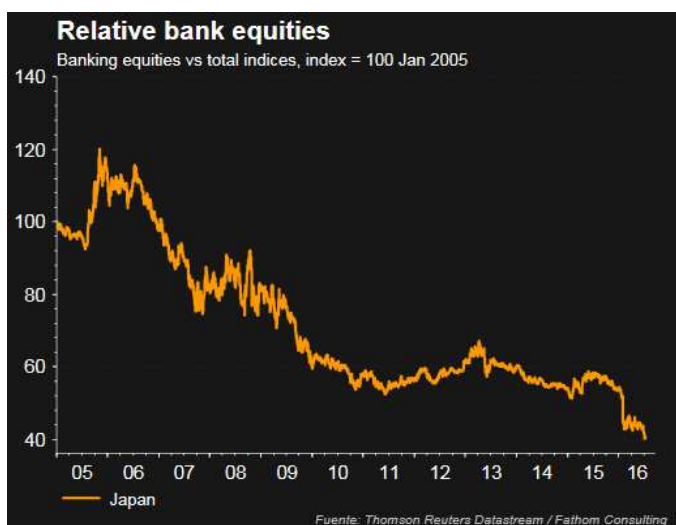
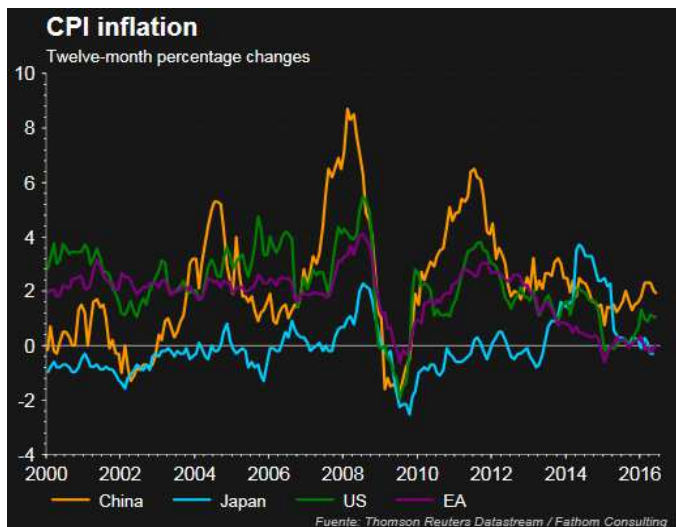
- Relajación en las regulaciones sobre inversiones en infraestructuras:** La Comisión Reguladora de Seguros de China (CIRC) anunció que las aseguradoras ya no tendrán que obtener la aprobación regulatoria para invertir en infraestructuras. Esto da lugar a que se amplíe su ámbito de inversión. Las aseguradoras han invertido un total de (134.300 millones de USD) en proyectos de infraestructuras desde 2006.
- Financiación de OPVs de salida a bolsa:** Los reguladores chinos han impuesto restricciones más severas sobre las nuevas OPVs de salida a bolsa. Este cambio normativo es consecuencia de la agitación del año pasado tras la liberalización de estas OPV. En consecuencia, las ofertas públicas de venta de salida a bolsa en el mercado de acciones de clase A de China cayeron un 80% interanual en la primera mitad del año, lo que significa que las empresas con problemas financieros podrían quedar excluidas del mercado.

India: Un renovado eje EE.UU. - India . ¿Cuáles son sus implicaciones económicas para Nueva Delhi?



- Una megatendencia podría estar tomando forma ahora mismo en la región del mundo donde ocurren los hechos más constructivos y significativos. Quizá haya oído que la India fracasó recientemente en su intento de entrar en el grupo de 48 países proveedores nucleares (NSG) a causa de la oposición de China. Esto ha sido, sin duda, un revés para Modi, ya que el acceso al NSG habría mejorado el acceso de India a tecnologías nucleares extranjeras y también porque Modi lleva dos años tratando de aumentar la influencia global de la India. Sin embargo, el resultado en sí no es significativo comparado con el apoyo de EE.UU. a la India frente a la oposición de Pekín, por el simple hecho de que el apoyo de Estados Unidos puede tener, según nuestras fuentes locales, importantes implicaciones geopolíticas y económicas. Supongo que no fue por casualidad que Obama definió los lazos entre los Estados Unidos y la India como la "asociación definitoria del siglo XXI".
- Durante la Guerra Fría, la India socialista estaba más cerca de la URSS; esto hizo que los EE.UU. favorecieran a Pakistán. Sin embargo, en la actualidad, el auge de China ha acercado a la India y EE.UU.. A la vez, me pregunto, ¿Qué podría reforzar el vínculo entre Estados Unidos y la India? ¿Cuáles serían sus consecuencias económicas? Descolgué el teléfono y empecé a llamar a todos mis colegas especializados en esa parte del mundo. Lo que sigue es una síntesis de toda la información recopilada y algunas conclusiones plausibles.
- EE.UU. necesita a la India para mantener su actual supremacía en Asia. Por esa razón, una alianza informal con la India ayudaría a frenar la competencia de China por la hegemonía regional. Hay que recordar que EE.UU. ya mantiene alianzas desde hace tiempo con Japón, Corea del Sur, Filipinas y Australia, y está fortaleciendo lazos con el sudeste asiático. Por esto es tan importante añadir a la India a esta red de seguridad liderada por Estados Unidos, por su gran tamaño y por su ubicación cercana al Golfo Pérsico y la costa africana, que da acceso a las vías marítimas a través de las cuales transitan las importaciones de petróleo y gas a China. En definitiva, con la India a bordo, los EE.UU. pueden fortalecer su control sobre el conjunto de Asia. Esto no debería sonar tan extraño, ya que, en realidad, los vínculos entre Estados Unidos y la India hace años que se están fortaleciendo. Esta reciente relación estratégica entre Estados Unidos y la India tiene su origen en el acuerdo nuclear de 2005 (aunque, sin duda, las relaciones se debilitaron cuando Modi llegó al poder en 2014, principalmente a causa de desacuerdos comerciales, como la compra de aviones franceses por parte de la India en vez de aviones estadounidenses, la detención de un diplomático indio en Nueva York y la denegación de un visado estadounidense para Modi). Sin embargo, las relaciones entre Estados Unidos y la India han mejorado rápidamente bajo el liderazgo actual de la India: (1) En 2015, Modi y Obama firmaron una "Visión estratégica conjunta para la región de Asia-Pacífico y el Océano Índico". (2) Ambas partes han renovado un acuerdo marco de defensa por 10 años ("Diálogo de Seguridad Marítima").
- Por su parte, también hay diversas razones para que la India también se vea motivada a fortalecer el vínculo con EE.UU.: 1. Existe el imperativo económico de atraer capital extranjero, especialmente capital de Estados Unidos, ya que este país ya es el principal socio comercial de la India si se incluyen los servicios. Ya se habla de un acuerdo de libre comercio. 2. La India también tiene como objetivo que inversores estadounidenses abran fábricas en la India, lo que podría acelerar la campaña de Modi "Make in India" (Fabricar en la India). 3. No es casualidad que la India haya abolido el límite sobre la inversión extranjera en su sector de defensa. Los EE.UU. ofrecen a la India el acceso a las tecnologías avanzadas necesarias para fortalecer sus sectores industrial y militar. 4. La India también está motivada por la duradera alianza estratégica entre Pekín y Pakistán, en la que China se prepara para invertir miles de millones de dólares a través de un nuevo corredor de transporte estratégico bajo su iniciativa OBOR (un cinturón, una ruta, por sus siglas en inglés), mientras que las empresas chinas están ampliando su presencia en Sri Lanka, Bangladesh y las Maldivas.
- Así, el país recibe apoyo de Washington (y compañías estadounidenses) mientras que China también busca incrementar la cooperación con la India bajo la iniciativa OBOR (India fue incluida en el ABII, el organismo financiero oficial destinado a asegurar la adecuada implementación de la iniciativa OBOR). A la vez, Modi intenta fomentar el aumento de la inversión china, especialmente en nuevos ferrocarriles y otras grandes infraestructuras, como parte de su campaña "Make in India". De ahí que no creamos que la India vaya a dar la espalda a la mayor economía de la región. En resumen, Nueva Delhi está siendo cortejada a la vez por Washington y Pekín, y se deja querer por ambas.
- El giro de la India hacia occidente es real y es probable que continúe, mientras que la cooperación regional con China proseguirá. La India podría disfrutar de lo mejor de ambos mundos, lo que sin duda es favorable para el país.

Japón: Abe y Bernanke se han reunido y no se trata de una simple visita de cortesía.



- Japón cuenta con un largo historial de seguimiento del consejo de prestigiosos economistas estadounidenses antes de llevar a cabo grandes cambios de política económica. En este sentido, parece que la reunión entre Abe y Bernanke de este mes no será una simple visita de cortesía. Otro aspecto que debe tenerse en cuenta es que, probablemente, ahora Abe ve su mandato reforzado tras la victoria de este fin de semana en las elecciones de la Cámara Alta, y parece dispuesto a seguir aplicando más estímulos.

¿Cuál es nuestra visión? (Perspectiva a corto plazo)

- Teniendo en cuenta la visita de Bernanke y la victoria de Abe, y tras haber alcanzado los límites de la política monetaria no convencional, la opinión generalizada es que Japón podría llevar el experimento más allá y adoptar la política conocida como «helicopter money».
- El mercado reaccionó rápidamente, y los inversores dieron la bienvenida tanto a la victoria de Abe en las elecciones del fin de semana como a la visita de Bernanke, haciendo subir el Nikkei un 7,5% en tan sólo tres sesiones. Una señal clara de que también creen que llegarán más estímulos.

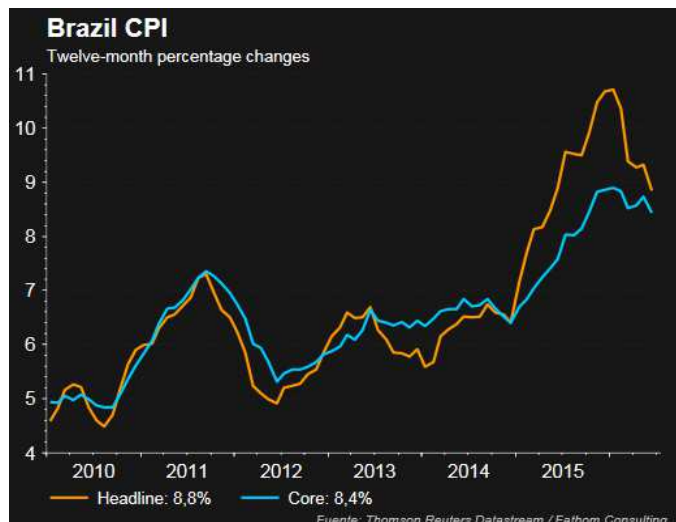
¿Qué es «helicopter money»?

- Este concepto fue definido en 1969 por Milton Friedman como un experimento para explicar la fusión total entre la política monetaria y la fiscal. A diferencia de un programa de QE (que implica que el banco central compra los valores existentes a través de una expansión temporal de la base monetaria), el «helicopter money» implica un crecimiento permanente de la base monetaria (impresión de moneda) para comprar activos tanto existentes como no existentes.
- La idea es que el Gobierno emita nuevos bonos para el banco central, que los pague con dinero fresco. El Gobierno podría entonces destinar los ingresos a impulsar inversiones a la vez que recorta impuestos, o enviar directamente cheques bancarios a los ciudadanos. A diferencia de la QE simple (que se basa en que el sector privado lleva a cabo su parte a través de un aumento del consumo tras haber sido expulsado de los mercados, una secuencia que actualmente no está ocurriendo), el «helicopter money» tiene el objetivo de garantizar un aumento del gasto total.
- De hecho, en cierta medida, el banco central de Japón y el BCE ya están usando «helicopter money» al comprar bonos existentes de rendimiento negativo. Como los Gobiernos ya no tienen que devolver el valor nominal total de su préstamo, esto equivale a una condonación de deudas a los ciudadanos o a darles dinero. Estos bancos centrales están financiando a los Gobiernos con su capital. En esencia, se trata de una degradación a cámara lenta del balance del banco central (aunque el mercado aún no parece haber mostrado ningún tipo de preocupación).

Panorama a largo plazo. Las implicaciones de usar «helicopter money».

- Hasta el momento, los objetivos reflacionistas del «Abenomics» han fracasado: (1) La medida de la inflación subyacente excluyendo los alimentos ha bajado hasta el nivel de 2013, (2) El resultado más tangible del programa de Abe ha sido el aumento de la deuda pública hasta aproximadamente el 230% del PIB desde el 215% en 2012 (lo que significa que el PIB nominal no ha respondido de forma proporcional al estímulo). con todo, Japón ha seguido jugando con la definición de Einstein de «locura» basada en hacer la misma cosa una y otra vez y esperar resultados distintos.
- A nuestro entender, Japón seguirá poniendo a prueba esta definición de «locura» por dos razones: (1) Los políticos parecen seguir creyendo que la prescripción política según la cual «Japón necesita estímulos para agitar las expectativas de inflación» era correcta, pero que el único problema ha sido que la política se ha aplicado con demasiada timidez. (2) Mientras los funcionarios crean que todavía tienen opciones, incluso si eso implica llevar a cabo acciones monetarias no probadas en la era moderna de la moneda fiduciaria el cálculo se inclinará hacia «hacer algo». Y (3) no hace falta decir que algunos defensores (incluido Bernanke) abogan por que el banco central de Japón doble su apuesta. Por esta razón, es legítimo pensar que va a haber «helicopter money».
- Implicaciones a largo plazo: La pregunta que debe hacerse ahora no es si el estímulo adicional funcionará. Lo que importa es que los políticos japoneses parecen haber llegado a un punto de no retorno desde el cual, ante cualquier retroceso del mercado, la opción escogida será duplicar su apuesta o simplemente dejar de proporcionar estímulos y esperar a que el destino tome las riendas. Ninguna de las dos opciones es en absoluto tranquilizadora.
- En resumen, la situación es bastante compleja. Las señales del mercado (estimulado por la acción del banco central) y las señales económicas apuntan en direcciones opuestas. El mercado financiero está totalmente desconectado de los factores económicos fundamentales y, sin duda, podría seguir así durante un tiempo. Sin embargo, temo que, al final, tendrá que haber algún tipo de proceso de resolución de estas señales contradictorias, y éste deberá implicar necesariamente ajustar aquellos aspectos que no se adaptan a la realidad.

Brasil: **Meirelles se enfrentó al núcleo político del gobierno e impuso disciplina en los objetivos fiscales, pero no lo suficiente para las agencias de calificación**



Economía real (continúa la mejora gradual)

- Producción de coches +4,17% intermensual en junio (acelerándose desde el +3,24%)
- Ventas de coches +2,57% intermensual en junio
- El PMI compuesto sube hasta los 42,30 puntos (desde 38,3)
- El PMI de servicios sube a 41,40 (desde 37,3)
- El PMI industrial aumenta hasta 43,2 (desde 41,6)
- La balanza comercial registró un superávit de 3.970 millones de USD
- Los préstamos crecen un 0,14% intermensual en junio
- La inflación sigue mejorando, con un último registro del índice IPCA situado en el 0,35% intermensual (desde el 0,78% del mes anterior), y en el 8,80% interanual (desde el 9,32% del año anterior)

En la parte negativa:

- El ratio de deuda bruta con respecto al PIB se deteriora hasta el 68,6% (desde el 67,6%)
- El ratio de deuda neta con respecto al PIB se mantuvo más estable, en el 39,6% (desde el 39,5%)
- Las ventas minoristas disminuyeron en términos intermensuales en el último informe (mayo): -0,95% (o -8,95% interanual)

Política

- La elección de Rodrigo Maia como nuevo presidente de la Cámara baja del Congreso de Brasil sugiere una creciente armonía, que será beneficiosa para la agenda de reformas del Gobierno. Rodrigo Maia, un aliado de Temer del derechista partido Demócrata, ganó su puesto tras anunciar que ayudaría a Temer a avanzar con las reformas para sacar a la economía de lo que podría ser su peor recesión en el último siglo.

Fiscalidad

- A pesar de que el objetivo de déficit primario recientemente anunciado para 2017 de 139.000 millones de reales (42.000 millones de USD) representa una mejora con respecto a 2016 (cuyo objetivo de déficit se fijó en 170.000 millones de reales), fue superior a lo que las agencias de calificación consideran conveniente y mayor de lo que habían previsto en términos absolutos y relativos.
- Tanto S&P como Moody afirmaron que los nuevos objetivos presupuestarios de Brasil ponen de relieve el lento ritmo de ajuste fiscal con el Gobierno actual y no son suficientes para detener las negativas tendencias de la deuda del país.

Reformas

- De acuerdo con las declaraciones realizadas el miércoles por altos funcionarios, el Gobierno de Brasil podría no necesitar una nueva congelación del gasto para cumplir los objetivos fiscales, ya que se espera que los ingresos se recuperen en la segunda mitad del año a medida que la economía, fuertemente golpeada por la recesión, se estabilice. El Gobierno está considerando la titulación de hasta 60.000 millones de reales en deuda para reducir su déficit público.

Banco Central

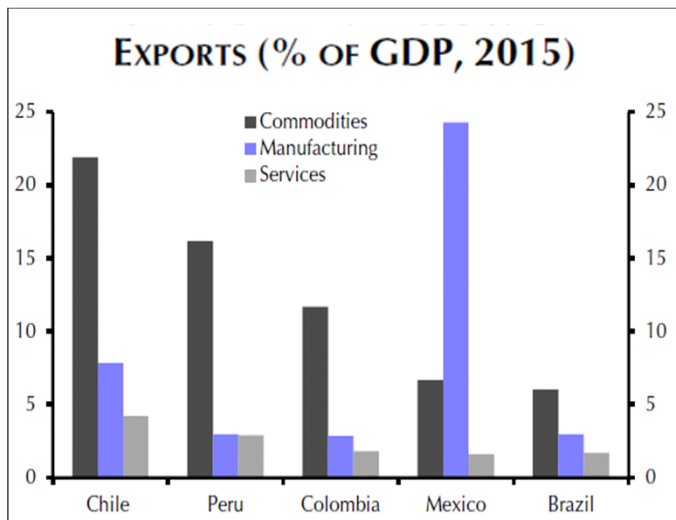
- En un comunicado más largo y detallado sobre las decisiones adoptadas, el banco central dijo que su junta de nueve miembros votó unánimemente por mantener el tipo de referencia Selic en el 14,25 por ciento, en una clara muestra del carácter restrictivo en política monetaria que caracteriza al nuevo presidente y a la nueva junta de gobierno.
- El nuevo gobernador del banco, Ilan Goldfajn, tiene como objetivo mejorar la comunicación y recuperar la credibilidad de un banco central que no ha podido alcanzar el punto central del 4,5 por ciento de su objetivo oficial de inflación desde 2010.
- En un comunicado muy alejado de aquellas declaraciones lacónicas del pasado reciente, el banco anunció que sus propias previsiones de inflación para 2017 se han rebajado hasta un objetivo de alrededor del 4,5 por ciento, desde un registro previo del 4,7 por ciento.
- En nuestra opinión, aunque más tarde que temprano, el Banco Central ha conseguido la credibilidad necesaria para hacer creer que el problema de la inflación se solucionará en 2017, por lo que los recortes de tipos podrían ser mayores (lo que sin duda supone un importante apoyo a la economía y a los parámetros crediticios del Gobierno).
- También cabe mencionar que el Gobierno interino de Michel Temer ha señalado que "el Banco Central tiene plena autonomía para decidir sobre los tipos de interés".

Mercados financieros

- iRenta fija!:** Hemos vuelto a rebajar nuestro objetivo para el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años en moneda local (al 12% desde el 13%) y el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años en USD (al 5% desde el 5,5%).
- Renta variable:** Objetivo para el índice bursátil Bovespa sin cambios en 50.000 puntos
- Divisas:** el objetivo para el cambio BRL/USD se mantiene sin cambios en 3,30



México: El peso se ha estabilizado y el mercado de renta variable mantiene el pulso. La deuda (en moneda local) todavía es una buena inversión.



Economía: ¿Está funcionando México?

- La elevada correlación de la actividad industrial en Estados Unidos, que sigue desacelerándose, con la industria manufacturera mexicana ha perjudicado a las exportaciones de este tipo de productos, que son la parte más importante de las ventas al exterior de México (véase el primer gráfico).
- En el lado positivo, los indicadores de consumo privado continúan proporcionando respaldo a la economía mexicana y el mercado laboral se está recuperando gradualmente.
- Las previsiones medias para el crecimiento del PIB de 2016 se han reducido hasta el 2,30% (desde el 2,35%). Las previsiones para el PIB de 2017 apuntan a un crecimiento del 2,6%.

Inflación, política monetaria y divisas

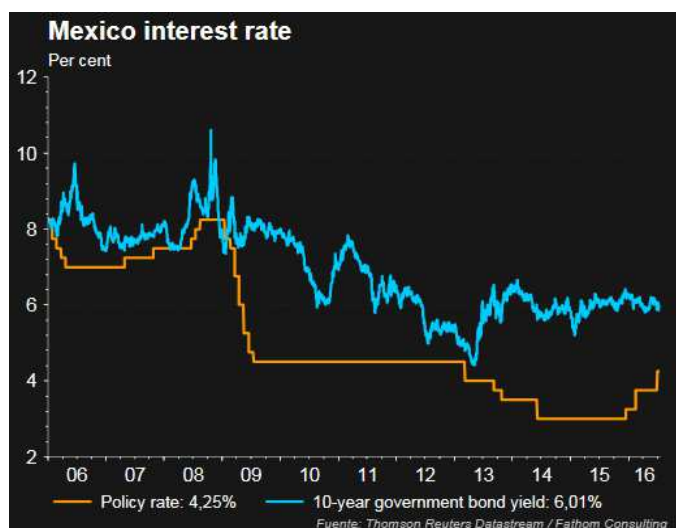
- El fuerte aumento de la inflación de las mercancías comerciales refleja el efecto de la depreciación del peso sobre los precios de los bienes aptos para el comercio exterior. En junio, la inflación se mantiene por debajo del objetivo a largo plazo del Banco de México que se sitúa en el 3%, pero se espera que repunte en la segunda mitad del año (debido a los mayores precios de la gasolina y la electricidad). Sin embargo, las expectativas de la inflación implícita a largo plazo han disminuido.
- El Banco de México** consideraba (antes del Brexit) que la postura monetaria relativa frente a Estados Unidos debía continuar siendo un factor a tener en cuenta, y las consideraciones sobre los tipos de cambio debían abordarse desde la perspectiva del mandato de estabilidad de precios. Cuando los resultados del referéndum crearon un entorno de desactivación del riesgo, en particular con la depreciación del peso, el banco central nacional decidió anunciar su compromiso de actuar de una manera oportuna y decisiva para consolidar la estabilidad de precios. Por último, el 30 de junio, el Banco de México elevó su tipo de interés de referencia en 50 puntos básicos (del 3,75% al 4,25%), con el argumento de que la depreciación del peso podría tener un impacto en la formación de precios en la economía. Los primeros signos de esta decisión se aprecian en el hecho de que ha funcionado y el resultado es que mientras que la opinión de consenso cree que, por el momento, el banco central ha concluido la aplicación de una política monetaria restrictiva, no podemos descartar una subida adicional de tipos en la segunda mitad de este año, especialmente después del claro intento del banco de volver a adelantarse a los acontecimientos.

Política

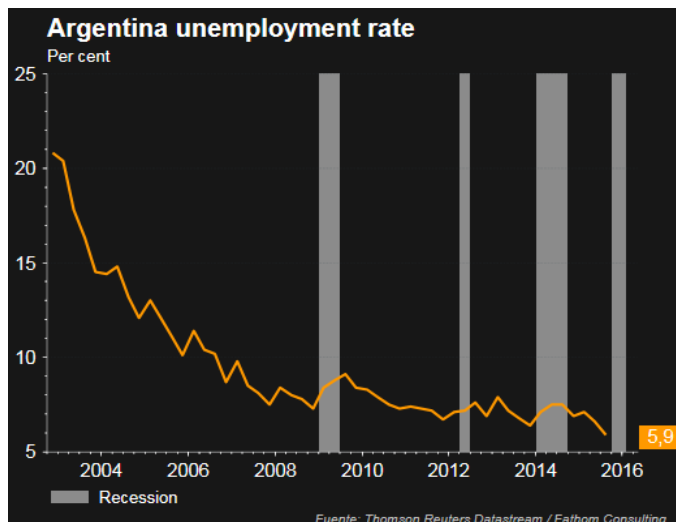
- El presidente Peña firmó la ley anticorrupción.
- El banco central de México recomienda al Ministerio de Hacienda que aplique un recorte adicional del gasto. Aunque no se ha aprobado ningún nuevo impuesto, el Senado presentará una propuesta para aumentar el impuesto sobre las bebidas azucaradas.

Mercados financieros

- Divisas.** El peso mexicano se vio favorecido, al igual que otras monedas de mercados emergentes, por la mayor certidumbre política y la menor aversión al riesgo a nivel mundial, a pesar de que todavía se cambia cerca de los 19 pesos por dólar y de que no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad. Nuestro nivel objetivo a medio plazo para el MXN sigue situado en 18,25.
- Renta fija.** Para la deuda pública a 10 años en moneda local (M10) prevemos un objetivo cuyo punto central sería el 6,00%, mientras que para la deuda soberana en USD (UMS10) rondaría el 3,5%. Los tipos de interés a largo plazo han seguido bajando en junio a pesar de la volatilidad generada por la votación a favor del Brexit, y a la estela de los tipos de los bonos del Tesoro estadounidenses. La curva se ha estado aplanando. Las posiciones de no residentes en valores de deuda pública denominados en pesos se han mantenido más o menos constantes, en términos del peso, desde 2015.
- Renta variable.** Los mercados de renta variable han recuperado gran parte de las pérdidas causadas por el referéndum en Reino Unido. Esta recuperación responde a un clima de búsqueda de rendimientos, que ha provocado que los índices S&P 500, Dow Jones y Mexbol se negocien en máximos históricos, ya que los inversores se han pasado a la renta variable de ME y de EE.UU. En México, hemos reducido nuestra exposición a los valores con alta deuda de Estados Unidos y a los valores expuestos a los efectos de unos tipos de interés más altos. Por el contrario, estamos aumentando nuestra exposición a valores defensivos. Preveemos que los resultados empresariales del segundo trimestre de 2016 se situarán hacia la mitad de las cifras de un solo dígito en el caso del EBITDA y los ingresos. Rango objetivo: 48.000 - 50.000.



Argentina El tan necesario endurecimiento de la política está pesando sobre la economía real, aunque se espera una recuperación durante el primer semestre de 2017



Estrategia del Gobierno

- La Administración Macri confía en que va a poder atraer grandes cantidades de fondos a través de un plan de amnistía fiscal. Según cifras gubernamentales, los argentinos poseen más de 200.000 millones de USD en activos fuera de Argentina, de los cuales están declarados menos del 10%. Cifras no oficiales estiman esa cifra en 400.000 millones de USD. Las condiciones de la amnistía fiscal contemplan un 10% de penalización si se declara en el segundo semestre de 2016; un 15% de penalización si se declara en el primer trimestre de 2017; 0% de penalización si el inversor compra uno de los dos bonos siguientes: a) uno no negociable con un vencimiento de 3 años y con un cupón del 0%, o b) un bono con un vencimiento de 7 años y con un cupón del 1% negociable después del cuarto año.

Fundamentales

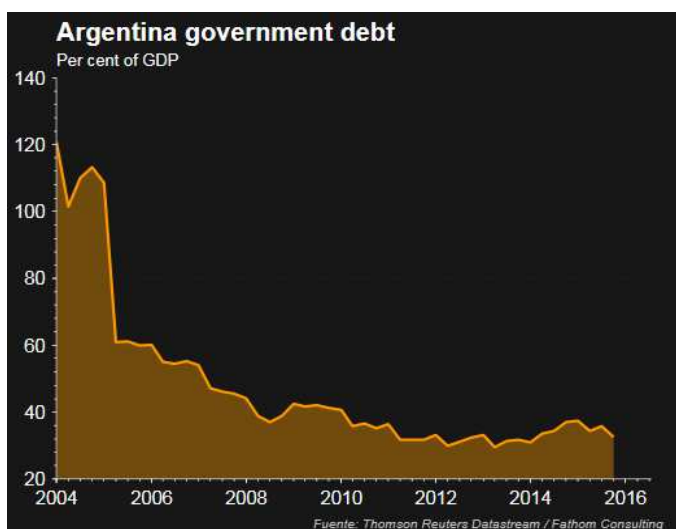
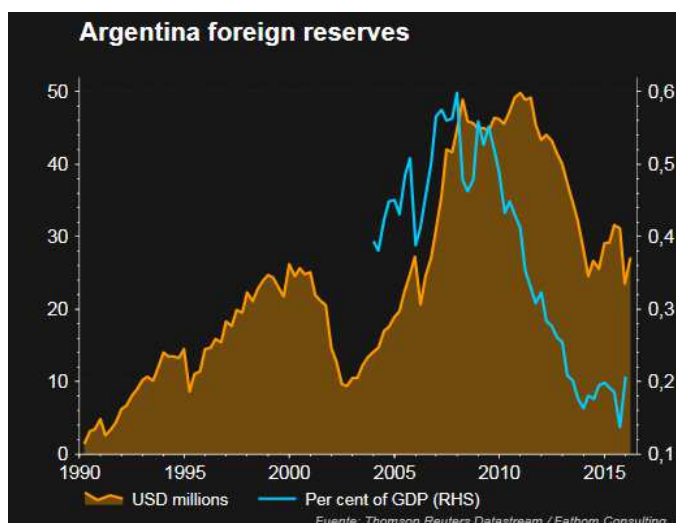
- El primer semestre de 2016 vio una caída de la actividad en prácticamente todos los sectores. En mayo, el PIB se redujo un 1,1% respecto al año anterior. En el segundo semestre, se espera una recuperación, que se vería impulsada por: una menor carga fiscal, una menor inflación, tipos de interés más bajos, los efectos del plan de amnistía fiscal, la recuperación de socios comerciales (es decir, Brasil) y un aumento en el gasto público. Para el conjunto del año, se espera que el PIB caiga un 1% en 2016.
- El déficit público fue menor de lo esperado en el primer semestre. Si esta senda continúa, el déficit público primario caería al 2,8% en 2016, muy por debajo del objetivo oficial del 4,8%. Esta mejor trayectoria es el resultado de la reducción de las subvenciones y de la disminución de la inversión en bienes de equipo. No obstante, esta senda no es sostenible, ya que la reducción de las subvenciones es un hecho de tipo *on-off* (activación-desactivación) y también porque se espera que la inversión en bienes de equipo aumente considerablemente en el segundo semestre. Para el conjunto del año 2016, se espera que el Gobierno cumpla su objetivo de déficit público primario del 4,8%. Para 2017, el Gobierno tiene fijado un objetivo del 3,3%, que creemos que va a ser mucho más difícil de cumplir. Además, una cosa a tener en cuenta es el probable desafío legal a las alzas de tarifas, ya que aumenta el impacto sobre las cuentas de los hogares, y ya ha sucedido que algunos jueces han iniciado investigaciones sobre la legalidad de estas subidas (vale la pena mencionar que, debido a las reclamaciones, el Gobierno decidió limitar las alzas a un incremento del 400%).

Situación externa y reservas exteriores

- En estos momentos, las reservas internacionales se sitúan en 30.000 millones. En lo que va de año, Argentina ha emitido 30.900 millones de USD en deuda externa (19.200 millones en bonos del Tesoro, 4.500 millones en deuda provincial y 2.200 millones en deuda de las corporaciones municipales). Además, ha habido pagos extraordinarios de 14.200 millones (9.400 millones para tenedores contrarios a reestructuraciones, 2.700 millones de intereses vencidos para el intercambio de tenedores de bonos, 2.100 millones del Club de París). Por tanto, lo que queda, neto de estos pagos extraordinarios, son 16.800 millones de USD. En lo que va de año, las reservas han aumentado 8.400 millones, por lo que el país tuvo, en este período, un déficit de flujo de caja externa de 8.400 millones de USD, que se explica, principalmente, por el déficit por cuenta corriente más las salidas de capitales de residentes.

Mercados financieros

- Divisas.** El peso argentino comenzó a bajar después de que el BCRA (banco central de Argentina) empezase a recortar los tipos en el tramo inicial de la curva durante junio, pasando el tipo a 35 días desde un máximo del 38% al 31,50%. Este cambio se debe a una mejora en la tendencia de la inflación subyacente. Teniendo en cuenta las altas posibilidades de una amnistía fiscal exitosa y que disminuirán las necesidades de divisas, estamos cambiando nuestro objetivo para el cambio peso-dólar hasta 17.
- iRenta fija!** En estos momentos, el bono del Tesoro a 10 años en USD (Global 2026) se está negociando al 6,23%. Las tendencias del mercado que favorecen a los mercados emergentes junto con los elevados diferenciales con que cotizan con respecto a sus homólogos latinoamericanos nos llevan a disminuir nuestro objetivo para el rendimiento de los bonos Global 2026 a 10 años en USD hasta el 6,00%. Los bonos a corto plazo siguen ofreciendo un diferencial interesante, a pesar de que su rendimiento haya disminuido considerablemente. Estos bonos añadirán una volatilidad muy baja y un bajo riesgo de reembolso (Bonar 18, Global 19, Buenos 18). Los bonos a más largo plazo presentan más riesgos, ya que Argentina todavía tiene que hacer frente a varios problemas fundamentales (déficit público, inflación, etc.). Bonos preferidos: BONAR 2018, 29-nov, GLOBAL 2019, 22-abr. BUENOS 2018, 14-sep. YPF GLOBAL 2025, 28-jul, con un rendimiento del 7,57%.
- Renta variable.** La renta variable también ha registrado una importante recuperación en los últimos meses. Algunos valores todavía parecen asequibles, pero todo dependerá, fundamentalmente, del éxito que Macri tenga con sus medidas para restablecer el equilibrio macroeconómico en Argentina. Las empresas que podrían beneficiarse de las políticas de Macri incluyen a YPF (un rendimiento relativo claramente inferior al de sus homólogas. Con el nuevo Gobierno, las nuevas inversiones transfronterizas son posibles y podrían contribuir al desarrollo de recursos naturales inexplorados), empresas financieras (BMA, BFR, GGAL) debido al bajo nivel de ciudadanos titulares de cuentas bancarias y la normalización en el frente económico, suministros públicos (PAM, EDN, TGS).



Mercados de renta variable

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

Index	Sales per Share	EPS	Net Margin	Andbank's Sales Growth	Sales per Share	Andbank's Net Margin	EPS	Growth	PE ltm	PE ltm	INDEX CURRENT PRICE	2016 TARGET PRICE	2016 E[Perform.] % Ch Y/Y
	2015	2015	2015	2016	2016	2016	2016	2016	2015	2016			
USA S&P 500	1.130	117,6	10,4%	4,6%	1.182	9,7%	115	-2,5%	18,49	17,44	2.174	2.000	-8,0%
Europe STXE 600	301	21,7	7,2%	0,0%	301	7,4%	22	2,6%	15,79	14,00	343	312	-9,0%
Spain IBEX 35	7.875	641,4	8,1%	0,7%	7.927	8,1%	642	0,1%	13,40	13,00	8.593	8.347	-2,9%
Mexico IPC GRAL	28.542	1.888,1	6,6%	7,7%	30.739	7,3%	2.254	19,4%	24,71	21,74	46.661	49.000	5,0%
Brazil BOVESPA	55.578	3.377,2	6,1%	5,5%	58.635	6,5%	3.811	12,9%	16,97	13,12	57.308	50.000	-12,8%
Japan NIKKEI 225	20.408	1.018,6	5,0%	2,0%	20.816	5,0%	1.041	2,2%	16,33	15,80	16.636	16.445	-1,1%
China SSE COMP.	2.652	233,9	8,8%	7,0%	2.838	8,8%	250	6,8%	12,62	13,00	2.953	3.247	9,9%
HK HANG SENG	13.064	2.015,3	15,4%	2,0%	13.325	15,4%	2.052	1,8%	10,99	10,00	22.157	20.521	-7,4%
India SENSEX	12.559	1.432,9	11,4%	11,0%	13.941	11,8%	1.645	14,8%	19,52	17,00	27.965	27.965	0,0%
MSCI EM ASIA	411	34,1	8,3%	7,0%	440	8,3%	37	7,0%	20,13	18,21	687	665	-3,2%

ANDBANK ESTIMATES

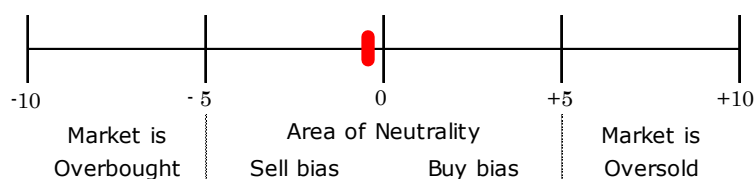
■ **RISK-OFF Vs RISK-ON:**

Andbank's Global Equity Market Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	5	5
Positive Bias	3	2
Neutral	8	3
Negative Bias	5	9
Sell signals	1	3
FINAL VALUATION	1,4	-0,7

Andbank's Global Equity Market Composite Indicator

Preliminary assessment of the level of stress in markets



- o **Puntuación.** Nuestro *Indicador compuesto GEM* ha caído de 1,4 a -0,7 en un rango de -10/+10, indicativo de que el mercado empieza a estar ligeramente "sobrevendido", aunque todavía está negociándose en una zona de neutralidad (aunque no podemos decir que sea caro). En los actuales niveles, la probabilidad de desactivación del riesgo en los mercados de renta variable es mayor que en el mes anterior, pero si se produce una desactivación del riesgo el mercado pasaría rápidamente a estar de nuevo «sobrevendido».
- o **Posicionamiento (señal entre neutral y positiva):** El *Option skew monitor* sigue mostrando un sesgo negativo (niveles similares a los del mes pasado) y apunta a una mayor demanda de ventas que de compras, lo que significa que los inversores están a favor de la compra de protección. Adoptamos una posición a contracorriente. Los *hedge funds* (fondos de inversión libre) con estrategia macro alcanzaron el segundo nivel más alto de beta desde 2014 como consecuencia de la votación a favor del Brexit, a pesar de que rápidamente volvieron a su nivel promedio.
- o **Flujos – Fondos y ETFs (señales mixtas):** entradas sobredimensionadas de capitales en la última semana (4.400 millones de USD). Por sectores, los flujos de salidas en el sector financiero (1.230 millones de USD) son las más grandes de las últimas 21 semanas y los flujos de entrada en el sector tecnológico (400 millones de USD) los mayores en 13 semanas. Por mercados, fuerte entrada de capital en la renta variable de Estados Unidos (13.000 millones de USD), impulsada por el posible «helicopter money» japonés y motivada por la creencia de que todos los tipos de interés del mundo se encaminan hacia el nivel cero. Los mayores flujos de entrada se han dado en metales preciosos (4.100 millones de USD, el oro y la plata se han disparado, ya que los inversores se ven obligados a protegerse contra futuras políticas populistas), en deuda de ME (3.400 millones de USD), en deuda pública / valores del Tesoro (3.300 millones de USD). El PER combinado basado en los beneficios de los próximos 12 meses continúa aumentando, lo que hace que los valores sean cada vez más caros.
- o **Mercado frente a Datos – Índice de sorpresas (registro moderadamente negativo).**
- o **Confianza:** Muchos indicadores de confianza están señalando posiciones cortas: El indicador de confianza Ned Davis Crowd se mantiene en territorio positivo, por lo que nuestra posición es bajista. La encuesta NAAIM también publica un posicionamiento alcista (señal de venta). Market Vane, el porcentaje de valores del NYSE que cierran por encima de la media móvil a 200 días (70%).

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

- o **S&P: Alcista.** Soporte a 1 mes en 2.025 / 3 meses en 1.993 puntos. Resistencia 1 mes en los 2.213 / 3 meses en los 2.298 puntos.
- o **STOXX50: Lateral-Alcista.** Nivel de soporte a 1 y 3 meses en los 2.678 puntos. Resistencia 1 mes y 3 meses en los 3.156 puntos.
- o **IBEX: Lateral-Alcista** Soporte a 1 mes en los 7.579 / 3 meses en 7.500 puntos. Resistencia: 1 mes en 8.912 / 3 meses en 19.360 puntos.
- o **€/€:** Nivel de soporte a 1 mes en el 1,08 / 3 meses en el 1,07. Resistencia 1 mes en el 1,1432 / 3 meses en el 1,17
- o **Oro:** Nivel de soporte a 1 mes en los 1.251 / 3 meses en los 1.191 puntos. Resistencia 1 mes y 3 meses en los 1.391 puntos
- o **Petróleo:** Soporte a 1 mes en 43.03 / 3 meses en 37,64 USD por barril. Resistencia 1 mes en 50,53 / 3 meses en 51,64 USD por barril

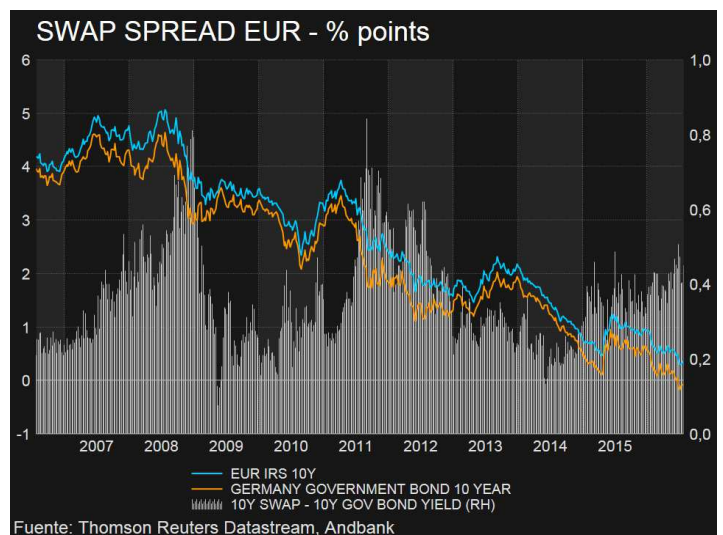
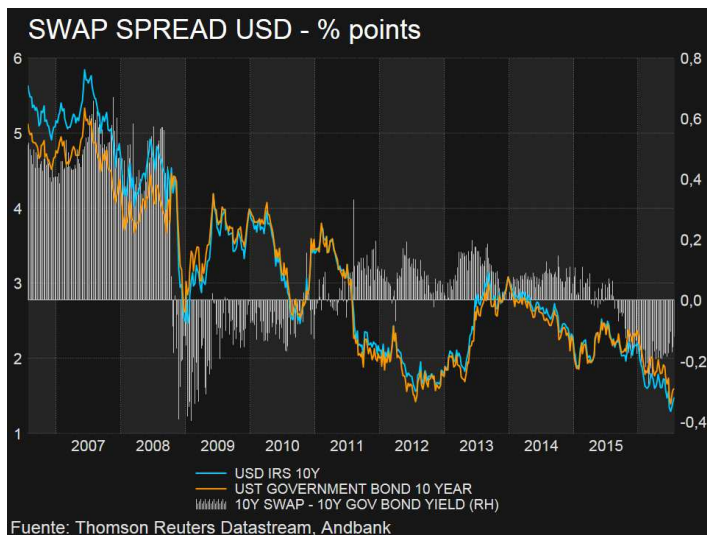
Mercados de renta fija – Países centrales:

BONO DEL TESORO ESTADOUNIDENSE A 10 AÑOS: objetivo para 2016 en una rentabilidad del 1,7%. Comprar con una rentabilidad superior al 2,3%, Vender por debajo del 1,70% / Techo en el 3,00%

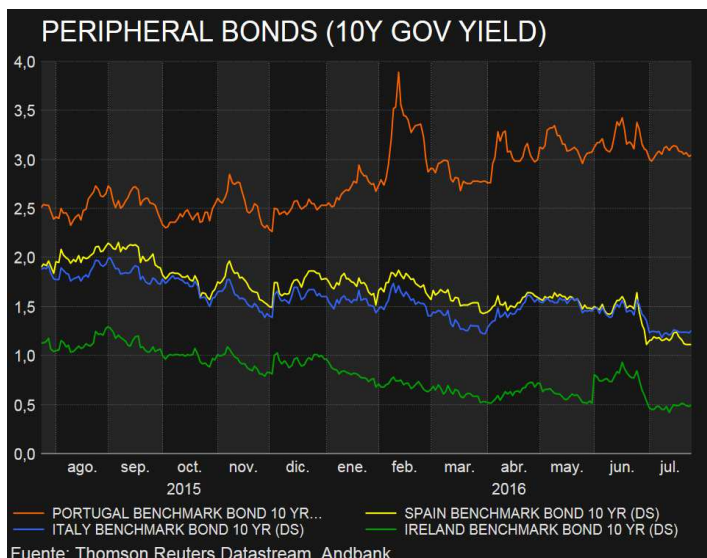
- Diferencial swap:** Este mes, los tipos *swap* se han recuperado algo y han subido hasta el 1,47% (desde el 1,34%). El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años ha subido hasta el 1,6% (desde el 1,47%). El diferencial *swap* se ha mantenido estable en los -12 puntos básicos (pb) (desde los -13 pb). Para que este diferencial se normalice en torno a 20-30 pb, con un anclaje de las expectativas de inflación a 10 años (tipo *swap*) en el rango del 2%, sería necesario que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años se situara en el **1,70%** (esto debe considerarse como un suelo).
- Pendiente:** La curva de rendimientos del bono del Tesoro estadounidense a 10 años se ha aplanado hasta los 87 pb (desde los 95 pb del mes anterior). Estando el extremo corto de la curva de tipos estable en la zona del 1,25%, para igualar la pendiente media a 10 años (175 pb) el rendimiento del bono del Tesoro con ese vencimiento debería situarse en el **3,00%**. (Techo)
- Dada la «nueva normalidad»** (ZIRPs), 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 ahora en el 1,3%, el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería subir hasta el **2,3%** para posicionarnos en "COMPRAR".

BONO DE REFERENCIA EN EUR (BUND ALEMÁN) A 10 AÑOS: objetivo para 2016 en una rentabilidad del 0,2%, Comprar por encima del 0,80%, Vender por debajo del 0,60%

- Diferencial swap:** Los tipos *swap* se han estrechado hasta el 0,36% (desde el 0,40%), mientras que los rendimientos del Bund han aumentado hasta el -0,08% (desde el -0,11%). Por lo tanto, el diferencial *swap* han bajado hasta los 45 pb (desde los 51 pb). Para que este diferencial se «normalice» en torno a 30-40 p.b., con un anclaje de las expectativas de inflación a 10 años (tipo *swap*) en la zona del 1%, sería necesario que el rendimiento del Bund avanzase hacia el **0,60%** (punto de entrada).
- Pendiente:** La curva de rendimientos en EUR se ha aplanado hasta los 53 pb (desde los 54 pb el mes anterior). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al -0,25% (en estos momentos está en el 0,61%), para igualar la pendiente media a 10 años (113 pb) el rendimiento del Bund debería situarse en el **0,88%**.



Mercados de renta fija – Países periféricos:



- España:** Objetivo para la rentabilidad del bono a 10 años en el 1,30%. El 26 de junio, tras el referéndum del Brexit, se celebraron nuevas elecciones. Se ha avanzado muy poco entonces. Ciudadanos y PP llegaron a un acuerdo para nombrar al presidente del Congreso, pero todavía se está en período de negociación. Fechas clave: 3 de agosto (primera votación), 5 de agosto (segunda votación). El escenario central apunta a un Gobierno en minoría con la abstención del PSOE, ya que unas terceras elecciones incrementarían el número de votos del PP, perjudicando al resto de los partidos políticos.
- Se han abierto sendos procedimientos de sanción de la CE para España y Portugal por no haber adoptado las medidas necesarias para cumplir los objetivos de déficit en 2015. Ambos países han presentado sus alegaciones y están dispuestos a adoptar ajustes en la partida del gasto en 2016 y 2017. En el caso de Portugal, estas medidas consistirían en un recorte del gasto equivalente al 0,2% en 2016 y un recorte del déficit estructural del 0,6% del PIB en 2017. La Comisión tomará su decisión final el 27 de julio. El procedimiento no contempla la aplicación automática de las sanciones económicas, sino una ronda de deliberaciones, que probablemente tendrá lugar en otoño.
- Italia:** Objetivo para el rendimiento del bono a 10 años en el 1,4%.
- Portugal:** Objetivo para el rendimiento del bono a 10 años en el 2,8%.
- Irlanda:** Objetivo para el rendimiento del bono a 10 años en el 0,9%.

■ RENTA FIJA – DEUDA EMPRESARIAL

Valores de deuda con ratings de Categoría de inversión (IG) y de Alta rentabilidad (HY) en USD

- ✓ Tanto los bonos *investment grade* como los *high yield* se apuntaron buenos resultados (los diferenciales se estrecharon). En lo que va de año, la rentabilidad de los ETF *High-yield* es del +6,53% y la de los ETF *Investment Grade* del 7,99%.
- ✓ Mercado primario: en lo que va de año, se han realizado emisiones de bonos *high yield* por un valor de 88.000 millones de USD (un nivel superior a los 82.000 millones de USD que se emitieron durante el mismo período del año anterior). Junio ha sido el mejor mes en lo que va de año, y algunas empresas de análisis han incrementado sus estimaciones para nuevas emisiones.
- ✓ **Valores de deuda con ratings de Categoría de inversión de EE.UU.:** El objetivo para el CDX IG se sitúa en 63. El programa QE global en curso y el bajo rendimiento de la deuda pública sigue atrayendo la inversión hacia los valores de deuda con ratings de categoría de inversión de EE.UU. Es difícil que a corto plazo se acabe la demanda de rendimiento. SOBREPONDERAR: Financieros, Materiales y Tecnología. INFRAPONDERAR: Suministros públicos, Salud y Productos industriales.
- ✓ **Valores de deuda de Alta rentabilidad de EE.UU.:** El objetivo para el CDX IG se sitúa en 300. A pesar del repunte de los valores de deuda de alta rentabilidad y del descenso de los rendimientos desde mediados de febrero, la demanda no acaba de remitir, ya que hemos visto un mes con importantes entradas de capital en esta categoría. Aunque la tasa de impagos ha subido hasta el 4,68%, su nivel más alto en 6 años, este aumento ha sido casi totalmente impulsado por las empresas de los sectores de Energía y Metales / Minería, ya que 20 compañías del sector de la energía, por un total de 28.500 millones de USD, y 4 compañías del sector de Metales/Minería, por un total de 7.700 millones de USD, han quebrado en lo que va de año (83% del volumen total de suspensiones de pagos de 2016). La actividad de nuevas emisiones de valores de deuda de alta rentabilidad en USD aumentó por tercer mes consecutivo hasta los 88.000 millones de USD frente a los 82.000 millones en el mismo período del año anterior. SOBREPONDERAR : Financieros, Medios de comunicación, Distribución comercial, Tecnología y Telecomunicaciones. INFRAPONDERAR: Metales / Minería y Energía

Valores de deuda con ratings de Categoría de inversión (IG) y de Alta rentabilidad (HY) en EUR

- ✓ Nuevos mínimos en los rendimientos, respaldados por el programa de compras de deuda empresarial por parte del BCE, que ha arrancado con unas altas cifras, siendo un gran apoyo para la deuda empresarial.
- ✓ Las cifras mensuales procedentes de las compras del BCE se sitúan en torno a 9.000-10.000 millones de euros, incluyendo todos los sectores. Gran variedad de nombres (150 emisores, 440 ISIN) e incluso los emisores con un perfil de crédito próximo a la deuda *high yield* (como TELECOM ITALIA). Se espera un programa muy flexible para pujar por el mercado (fuerte señal para los mercados de bonos corporativos). Aumento de las probabilidades de algunos ajustes del programa QE a medida que aumente el problema de la escasez. ¿Qué podría cambiar? Una prórroga del programa más allá de marzo de 2017, acompañada de una modificación en los criterios y límites aplicados: compras asignadas como un porcentaje del valor de mercado (ponderación por deuda) en lugar de los actuales criterios clave de capital del BCE; que los límites por ISIN se eleven más allá del actual 25/33%; eliminación del tipo de depósito como umbral para las compras.
- ✓ Los objetivos reconfigurados en la última reunión ya se han alcanzado en el universo de valores de deuda IG e incluso nos estamos aproximando a los establecidos al comienzo del año.
- ✓ En lo relativo a los resultados por sectores, tendencias similares. Efectos positivos del programa de compras de activos del BCE en los sectores que no son candidatos para las compras (p. ej., financieros).
- ✓ Estrategia de inversión: selección de valores en lugar de un enfoque sectorial.
- ✓ Objetivos: Itraxx IG en 75 pb (frente al actual nivel de 85 pb). Itraxx HY en 325 pb (frente al actual nivel de 360 pb)

■ RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES (DEUDA PÚBLICA): «No se cumplen las dos condiciones»

- ✓ Tratándose de bonos de mercados emergentes, la regla de oro ha sido hasta la fecha «comprar» cuando (1) los bonos del Tesoro de EE.UU. estuviesen baratos o a valor razonable, y (2) el rendimiento real de los bonos de mercados emergentes fuese 175 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% o superior constituía un buen nivel de entrada en los bonos del Tesoro de EE.UU. Habida cuenta de la situación de «nueva normalidad» (ZIRPs y NIRPs, es decir, políticas de tipos de interés cero y de tipos de interés negativos), un rendimiento real del 1% podría ser un buen punto de entrada en estos bonos. Dado nuestro objetivo para 2016 del 1,3% para el IPC estadounidense, el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. debería situarse en el 2,3% para ser considerado barato. Por tanto, no se cumple la primera condición.
- ✓ **¿Ofrece el rendimiento real de la deuda de mercados emergentes un diferencial suficiente?** Si se cumple la primera condición, y bajo la «nueva normalidad» (ZIRPs), un buen punto de entrada en los bonos de mercados emergentes podría ser cuando sus rendimientos reales estuviesen 100 pb por encima del rendimiento real de los bonos del Tesoro de EE.UU. Puesto que el rendimiento real previsto para este año de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años es, en estos momentos, del **0,16%** (1,46%-1,30%), el rendimiento real de los bonos de mercados emergentes debería ser, al menos, del **1,16%** (véase el Cuadro).

		10 Year		10 Year
		Yield	CPI (y/y)	Yield
		Govies	Last reading	Real
EM ASIA	Indonesia	6,86%	3,45%	3,41%
	India	7,13%	5,71%	1,41%
	Philippines	3,04%	1,90%	1,14%
	China	2,76%	1,90%	0,86%
	Malaysia	3,56%	2,04%	1,53%
	Thailand	1,97%	0,35%	1,62%
	Singapore	1,75%	-1,63%	3,37%
	South Korea	1,28%	0,74%	0,54%
	Taiwan	0,68%	0,91%	-0,23%
EME	Turkey	9,38%	7,64%	1,74%
	Russian Fed	8,46%	7,50%	0,96%
LATAM	Brazil	11,79%	9,49%	2,30%
	Mexico	5,92%	2,53%	3,39%
	Colombia	7,63%	8,75%	-1,12%
	Peru	6,04%	3,37%	2,67%

Materias primas

ENERGÍA (PETRÓLEO): Objetivo fundamental en 40 USD. (Rango: comprar a 30 USD, vender a 50 USD)

Tendencias

- **La mayor acumulación de reservas marinas desde 2009.** Las compañías de comercio internacional acaparan en estos momentos la mayor cantidad de petróleo desde 2009 y han incrementado la flota de buques desplegados en el Mar del Norte para almacenar crudo, la señal más reciente de la vacilante demanda que ha desencadenado la mayor acumulación de reservas marinas desde 2009. Nueve buques tanque con más de 9 millones de barriles están flotando frente a la costa del Reino Unido, lo que supone un incremento desde los 7 millones de barriles en mayo. El volumen de petróleo almacenado a bordo de buques en todo el mundo alcanzó los 95 millones de barriles a finales de junio, el nivel más alto desde la crisis financiera.
- **Los productores estadounidenses de petróleo y gas se están financiando a sí mismos a través de la venta de acciones a un ritmo sin precedentes,** un cambio brusco con respecto a los últimos años, cuando los mercados de deuda eran la fuente favorita de efectivo en este sector. Los productores de energía de Estados Unidos han recaudado 16.000 millones de USD procedentes de las ventas de este año, más del 50% del total de los 29.000 millones de USD recaudados por los productores de petróleo a nivel mundial. El capital obtenido en lo que va de año representa el 25% del capital captado durante los últimos cinco años.
- **Malos augurios para las refinerías occidentales.** Las refinerías de China están inundando los mercados con productos que incluyen diésel y gasolina. Las exportaciones totales de China de combustibles refinados subieron un 45%, en general, en lo que va de año (siendo gran parte del aumento atribuible al importante incremento de las remesas de diésel de China). En mayo, las exportaciones de diésel de China se habían cuadruplicado en términos interanuales. ¿Por qué? Los márgenes de refino se han reducido en un tercio hasta alrededor de 4 USD/barril desde el primer trimestre en toda Asia y las refinerías chinas pueden estar siguiendo una estrategia consistente en elevar los volúmenes.
- **Las compañías de E&P (exploración y producción) en dificultades y en quiebra han visto como sus bonos repuntaban** con fuerza con la recuperación de los precios del petróleo. Al menos una docena de bonos de compañías de E&P con serias dificultades duplicaron con creces su valor en el segundo trimestre. Los bonos de Ultra Petroleum's 2024 lideraban este grupo de compañías, con una ganancia del 623%. Afirmó que la recuperación de los precios del petróleo significa que los activos que los bonistas heredarán en caso de quiebra pueden ser mucho más valiosos de lo esperado a principios de año.

Geopolítica. En estos momentos supone un mayor apoyo para los precios del petróleo.

- **La OPEP está ganando la guerra de la cuota de mercado:** Oriente Medio vuelve a ser la región productora de petróleo dominante en el mundo, aportando su mayor cuota a la producción mundial desde la década de los setenta y dando a la OPEP una ventaja en su lucha por la cuota de mercado. La AIE dijo que la producción de Oriente Medio se elevó a un nivel récord de 31,5 millones de bpd (barriles diarios) en junio en medio de unos suministros casi récord de Arabia Saudita. La mayoría de esos barriles parecen dirigirse a EE.UU., que importó más de 5 millones de bpd desde Oriente Medio en abril, frente a los 4,6 millones de bpd de un año antes. La agencia dijo que el aumento de la cuota de mercado de Oriente Medio hasta el 35% es "un recordatorio elocuente de que, incluso cuando la producción de esquisto de Estados Unidos reanude su crecimiento, los viejos productores seguirán siendo esenciales para los mercados del petróleo".
- **¿Está Arabia Saudí cambiando de estrategia adoptando una nueva centrada más en los precios que en los volúmenes?** Delegados de la OPEP afirman que los comentarios de Arabia Saudita son un cambio de tono y un indicio de que el reino saudita está tratando de apuntalar los precios. El Ministro del Petróleo del país señaló que es necesario un precio del petróleo por encima de los 50 USD para lograr un equilibrio en los mercados de petróleo a largo plazo. Fuentes bien informadas sobre la OPEP dicen que sus comentarios contrastan con las declaraciones anteriores de funcionarios sauditas, más inclinados hacia estrategias centradas en los volúmenes y la cuota de mercado, en lugar de en los precios del petróleo.
- **Kuwait ve el precio del petróleo en torno a los 60 USD hasta 2018:** El Ministro del Petróleo de Kuwait cree que el precio del petróleo se elevará hasta un rango de 50-60 USD por barril, por lo menos hasta 2018, en la medida en que la demanda aumente y los mercados absorban el exceso de oferta. Añadió que la demanda repuntará en el cuarto trimestre. Asimismo, comentó que la OPEP debería seguir con su política de bombeo de crudo en niveles cercanos a récords históricos mientras los mercados van ajustándose.

Sin embargo, los principales agentes prevén un precio del petróleo más bajo.

- **BNP Paribas y JBC Energy advierten de que los precios pueden hundirse** en medio de un clima de debilitamiento de la demanda y de retorno de los suministros interrumpidos. Los productores canadienses han restablecido la mayor parte de la producción parada a causa de los incendios forestales, mientras que Nigeria recuperó parte de la producción en junio después de los ataques de los activistas. También hay una posibilidad de que este mes Libia pueda aumentar las exportaciones. El excedente de existencias es otro factor que debería contener cualquier alza de los precios del petróleo.
- **Wood Mackenzie afirmó en un informe** que la agresiva reducción de costes había aumentado el porcentaje de proyectos viables por debajo de los 60 USD por barril hasta el 70% (frente al 50% hace un año). Esto significa una mayor oferta de lo que se pensaba hace sólo unos meses. También sugiere que la industria se ha adaptado a un sector energético que definitivamente ha mutado de una industria monopolista a una competitiva, y ahora puede afrontar mejor la situación de una mayor oferta y unos precios más bajos.
- **La revolución del esquisto extendida a viejos pozos está permitiendo aflorar más petróleo:** IHS Markit Energy ha informado de que las compañías de exploración petrolífera estadounidenses aún están por aprovechar plenamente todos los beneficios de las técnicas de perforación horizontal (que ayudó a desencadenar el auge del esquisto). Estas técnicas todavía están en condiciones de aumentar la producción de los pozos petroleros convencionales, en los que una baja permeabilidad ha restringido la extracción a una fracción de su potencial. De los 46.000 pozos horizontales analizados, sólo el 10% se encontraba en los denominados yacimientos convencionales de arenas compactas que estaban siendo perforados de nuevo para obtener más crudo, lo que indica que hay un gran potencial sin explotar en todo el país.

Sectores

- **Los petroleros y transportadores de carga se enfrentan a un entorno poco alentador en los próximos trimestres.** Los petroleros se enfrentan a aguas bravas durante los próximos 18 meses, dado que una avalancha de nuevos buques presiona a la baja las tarifas de fletes justo en un momento en que se está ralentizando la fuerte demanda de petróleo. Parece como un cese provisional de una exitosa carrera en el sector (para los propietarios de transportadores de crudo muy grandes, 2015 fue el mejor año desde los tiempos del auge de 2008 y la tendencia ha continuado en el primer semestre de 2016. Sin embargo, las tasas diarias de fletes están cayendo en el segundo semestre de 2016, en un momento en que la flota mundial va a expandirse un 7% en sólo seis meses, ya que los propietarios recibirán la entrega de unos 85 nuevos petroleros Suezmax).

Materias primas

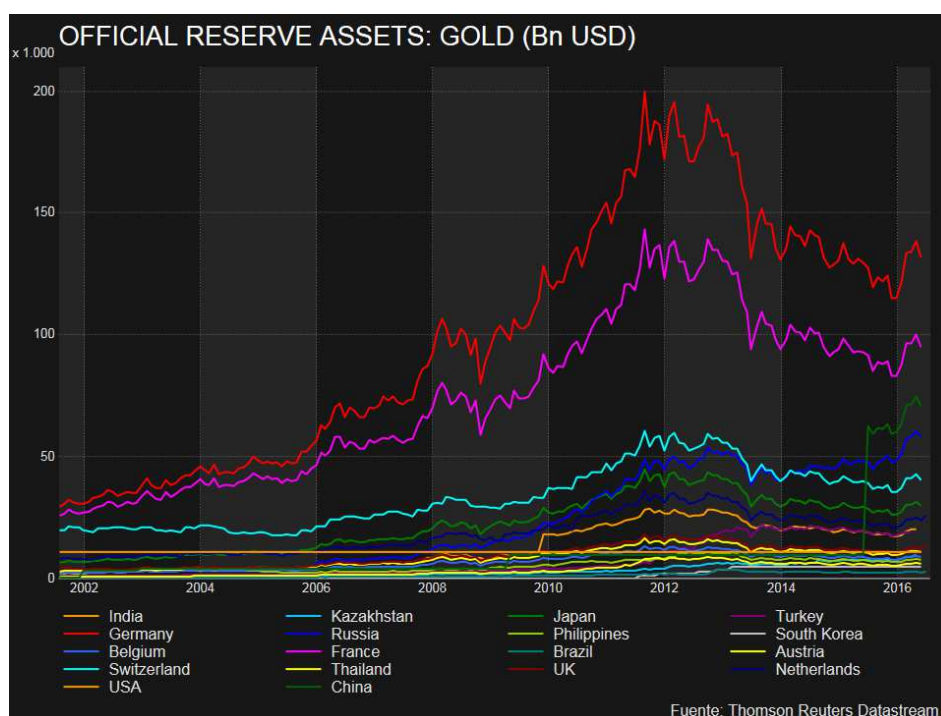
ORO: Comprar a 900 USD/onza. Vender por encima de 1.100 USD/onza. Precio objetivo 1.000

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 1186 USD del mes anterior hasta los 1195 USD, con lo que sigue negociándose muy por encima de su precio real promedio de 20 años, que es de 762 USD. Dado nuestro deflactor mundial, situado en 1,1046, para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (o precio de equilibrio) debería aproximarse a 842 USD.
- Oro en términos de Petróleo (Oro/Petróleo).** Este ratio ha subido hasta 31,32 (desde su valor previo de 27,4), y aún se mantiene por encima de su valor promedio de 20 años de 14,33. Si el precio promedio del petróleo continúa en 40 USD/barril (nuestro objetivo central), el precio nominal del oro debería acercarse al nivel de 573 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 13,99 (desde su valor anterior de 13,27), todavía por debajo de su valor promedio de largo plazo de 20,4. Dado nuestro precio objetivo a largo plazo para el DJI de 17.032 puntos, el precio nominal del oro debería estar cerca del nivel de 834 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&P).** Este ratio ha bajado hasta 0,61 (desde su valor anterior de 0,64) y está todavía por encima de su promedio de largo plazo de 0,5808. Dada una cotización objetivo para el S&P de 2.000 puntos, el precio nominal del oro debería rondar el nivel de 1.161 USD para que esta relación estuviese cerca de su promedio de largo plazo.
- El posicionamiento en oro apunta a nuevas caídas.** Evolución mensual de posiciones abiertas en contratos de futuros no comerciales (CEI 100 oz): Posiciones largas: suben de nuevo, pasando de 358.000 a 366.000; posiciones cortas: suben de 66.000 a 81.000 => Evolución mensual de la posición neta: baja de 293.000 a 285.000. Las posiciones especulativas en oro están en estos momentos muy largas. => Registro negativo.
- Liberalización financiera en China.** Las «cuotas» crecientes de apertura de la balanza de capital para los inversores financieros cualificados amplía las alternativas de que disponen los inversores chinos (enfocados tradicionalmente al metal áureo).
- Compra de oro de los bancos centrales.** Los niveles de las reservas de oro de los bancos centrales siguen siendo considerablemente más altos que en 2008.
- Continúa el estímulo monetario del BCE y el BoJ (banco central de Japón), pero no de la Fed** (simplemente 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 se mantendrá estable o a la baja en términos de USD, y en tendencia al alza en EUR y JPY. Esto significa que el USD debería apreciarse frente al EUR y el JPY.

Factores positivos:

- Los rendimientos negativos hacen que el oro sea atractivo.** La desventaja del oro en relación con los instrumentos de renta fija (el oro no ofrece cupón) en estos momentos está neutralizada, con rendimientos negativos en una gran parte de la renta fija global.
- Mercado mundial de oro:** 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 los 173.000 millones de USD (equivalente al 2,5% del oro mundial y apenas al 0,08% del total de los mercados financieros).



Divisas – Objetivos fundamentales

El posicionamiento global en USD ha vuelto a aumentar este mes y, en estos momentos, es un posicionamiento neto largo frente a otras divisas con un interés abierto en los contratos netos de +10.700 millones de USD, (desde los 8.140 millones del mes anterior). A pesar de este cambio, el posicionamiento global en USD todavía se sitúa muy por debajo de los +44.300 millones de posicionamiento neto en USD que se registró en abril de 2015, lo que significa que las posiciones largas todavía podrían ser más largas.

- **EUR/USD: Objetivo fundamental (1,05)**

En estos momentos, los especuladores mantienen posiciones cortas en EUR (frente al USD) con un interés abierto en los contratos netos que asciende a -13.700 millones de USD (un posicionamiento más corto que los -8.600 millones de USD del mes anterior) y, de hecho, han estado recortando de forma constante sus posiciones desde el mes de noviembre. A pesar de sus posiciones netas cortas, todavía hay amplio margen para que los especuladores alcancen el extremo inferior del rango (-30.400 millones), registrado en marzo de 2015, y tomen posiciones más cortas en EUR. En términos de Z-score (a 3 años), el posicionamiento en EUR se encuentra en el punto medio del rango de los últimos 12 meses, y el EUR ya no figura entre las monedas en que los inversores tienen un posicionamiento más largo. Todo esto sugiere que el EUR, en estos momentos, tiene un valor razonable, y que nuevos posicionamientos cortos (lo cual es posible) harían que el EUR estuviera sobrevendido en comparación con su patrón histórico.

- **JPY/USD: Objetivo (110) JPY/EUR: Objetivo (115,5)**
- **GBP/USD: Objetivo (0,86) GBP/EUR: Objetivo (0,90)**
- **CHF/USD: Objetivo (1,00) CHF/EUR: Objetivo (1,05)**
- **MXN/USD: Objetivo (18,25) MXN/EUR: Objetivo (19,16)**
- **BRL/USD: Objetivo (3,30) BRL/EUR: Objetivo (3,47)**
- **RUB/USD: Infraponderar RUB**
- **AUD/USD: Infraponderar AUD**
- **CAD/USD: Infraponderar CAD**
- **CNY/USD: Objetivo fundamental (6,45).**

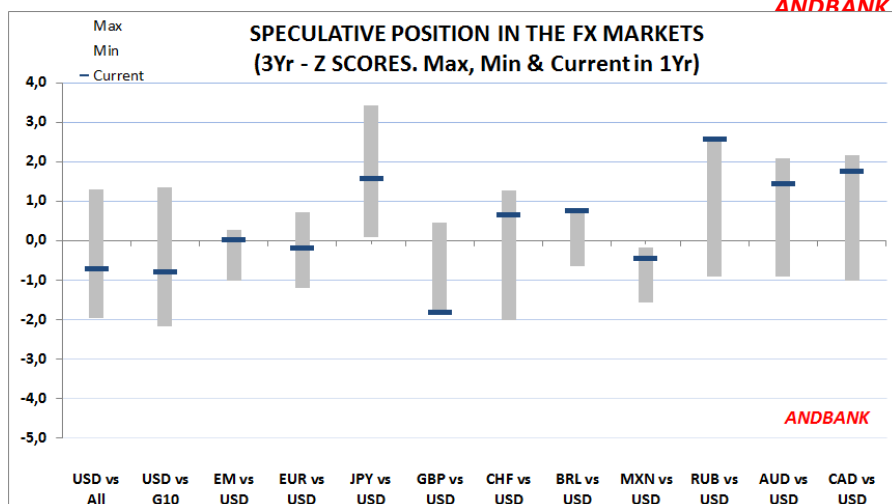
Currency	Values of Net positions (Bn \$)	Change vs last week (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	10,67	2,33	44,3	-6,8	17,5	-0,72
USD vs G10	10,27	2,34	43,6	-7,1	16,3	-0,80
EM	-0,40	0,00	0,1	-2,8	-1,2	0,02
EUR	-13,76	-1,65	-3,1	-24,3	-11,9	-0,19
JPY	4,64	-1,04	8,2	-10,5	1,1	1,58
GBP	-6,10	-1,12	0,7	-6,1	-2,6	-1,81
CHF	0,60	-0,25	1,4	-3,2	-0,1	0,65
BRL	0,35	-0,02	0,4	-0,3	0,1	0,75
MXN	-1,06	-0,05	0,0	-2,7	-1,4	-0,45
RUB	0,31	0,07	0,3	-0,1	0,1	2,56
AUD	2,51	1,27	4,6	-4,7	-1,0	1,44
CAD	1,70	0,38	2,0	-5,1	-1,8	1,75

3-year Z-Score:

Current Position - 3 year average position
3-year Standard Deviation

Values above +1 suggest
positioning may be overbought

Values below -1 suggest
positioning may be oversold



Perspectivas de mercado – Rentabilidad esperada por fundamentales

Asset Class	Indices	Performance 2015	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 01/08/2016	Target Year End	Expected Performance*
					01/08/2016		
Equity	USA - S&P 500	-0,73%	3,4%	6,3%	2.174	2000	-8,0%
	EUROPE - STOXX 600	6,79%	3,1%	-6,3%	343	312	-9,0%
	SPAIN - IBEX 35	-7,15%	3,9%	-9,9%	8.595	8347	-2,9%
	MEXICO - MXSE IPC	-0,39%	1,0%	8,6%	46.661	49000	5,0%
	BRAZIL - BOVESPA	-13,31%	9,7%	32,2%	57.308	50000	-12,8%
	JAPAN - NIKKEI 225	9,07%	6,1%	-12,6%	16.636	16445	-1,1%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	9,41%	0,7%	-16,6%	2.953	3247	9,9%
	KONG KONG - HANG SENG	-7,16%	6,6%	1,1%	22.157	20521	-7,4%
	INDIA - SENSEX	-5,03%	3,1%	7,1%	27.980	27965	-0,1%
	MSCI EM ASIA	-7,90%	3,2%	3,7%	687	665	-3,2%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year govie	1,4%	-0,2%	7,7%	1,48	1,70	-0,3%
	UK 10 year Guilt	0,1%	1,3%	11,2%	0,69	1,00	-1,8%
	German 10 year BUND	-0,2%	-0,2%	6,3%	-0,11	0,20	-2,6%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,1%	0,9%	7,0%	1,01	1,30	-1,3%
	Italy - 10yr Gov bond	4,1%	0,4%	4,4%	1,16	1,40	-0,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	3,8%	0,4%	-1,9%	2,90	2,80	3,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,8%	0,2%	6,5%	0,40	0,90	-3,6%
Fixed Income Credit IG & HY	Credit EUR IG-Itraxx Europe		0,5%	0,7%	66,38	75	-0,2%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover		0,7%	1,4%	335,42	325	1,5%
	Credit USD IG - CDX IG		0,2%	2,0%	71,96	63	1,0%
	Credit USD HY - CDX HY		0,5%	5,4%	402,73	325	4,4%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	-13,4%	-4,5%	14,6%	9,39	9,25	13,4%
	Russia - 10yr Gov bond	46,7%	-2,2%	15,7%	8,46	9,75	8,5%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	-1,1%	3,7%	20,7%	6,86	7,00	5,7%
	India - 10yr Gov bond	8,6%	2,3%	9,6%	7,13	7,00	8,1%
	Philippines - 10yr Gov bond	2,1%	1,0%	10,4%	3,04	3,00	3,4%
	China - 10yr Gov bond	9,9%	0,3%	1,9%	2,76	2,80	2,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond	3,8%	1,0%	7,3%	3,56	3,25	6,1%
	Thailand - 10yr Gov bond	4,8%	-0,3%	5,3%	1,97	1,50	5,7%
	Singapore - 10yr Gov bond	-0,2%	0,5%	8,1%	1,75	1,25	5,7%
	South Korea - 10yr Gov bond	6,1%	0,4%	7,8%	1,28	1,40	0,4%
	Taiwan - 10yr Gov bond	6,4%	0,4%	3,2%	0,68	1,00	-1,9%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,2%	-0,2%	6,3%	5,92	6,00	5,3%
	Mexico - 10yr Govie (usd)	2,4%	1,3%	9,9%	3,13	3,50	0,1%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-20,2%	3,0%	47,0%	11,79	12,00	10,1%
	Brazil - 10yr Govie (usd)	-21,6%	1,5%	26,9%	4,87	5,00	3,8%
	Argentina - 10yr Govie (usd)				6,23	6,00	8,1%
Commodities	CRY	-23%	-6,8%	2,8%	181,0	190,0	5,0%
	Oil (WTI)	-30%	-15,5%	11,7%	41,4	40,00	-3,3%
	GOLD	-10%	0,6%	27,2%	1.349,9	1.000	-25,9%
Fx	EUR/USD (price of 1 EUR)	-10,23%	0,3%	2,8%	1,117	1,05	-6,0%
	GBP/USD (price of 1 USD)	5,67%	0,3%	11,5%	0,76	0,86	13,7%
	GBP/EUR (price of 1 EUR)	-5,00%	0,6%	14,7%	0,84	0,90	6,9%
	CHF/USD (price of 1 USD)	0,77%	-0,5%	-3,4%	0,97	1,00	3,3%
	CHF/EUR (price of 1 EUR)	-9,48%	-0,2%	-0,7%	1,08	1,05	-2,9%
	JPY/USD (price of 1 USD)	0,52%	-0,2%	-14,9%	102,33	110	7,5%
	JPY/EUR (price of 1 EUR)	-9,88%	0,1%	-12,4%	114,30	115,50	1,0%
	MXN/USD (price of 1 USD)	16,45%	2,1%	9,1%	18,72	18,25	-2,5%
	MXN/EUR (price of 1 EUR)	4,56%	2,3%	12,1%	20,91	19,16	-8,3%
	BRL/USD (price of 1 USD)	49,01%	0,4%	-18,0%	3,25	3,30	1,6%
	BRL/EUR (price of 1 EUR)	33,78%	0,7%	-15,7%	3,63	3,47	-4,5%
	ARS/USD (price of 1 USD)	51,47%	-0,3%	15,9%	14,99	17,00	13,4%
	CNY (price of 1 USD)	4,6%	-0,3%	-0,3%	6,64	6,45	-2,8%

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

XX (Target cut) XX (Target raised)

Autores principales

Alex Fusté. – Chief Global Economist – Global & Asia: Macro, 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

Ricardo Braga. – Product Analyst Brazil – Products. +55 11 3095 7075

Gabriel Lopes. – Product Analyst Brazil – Products. +55 11 3095 7075

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

M^a 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. – Portfolio Manager Luxembourg – Volatility. +352 26 19 39 25

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

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.

