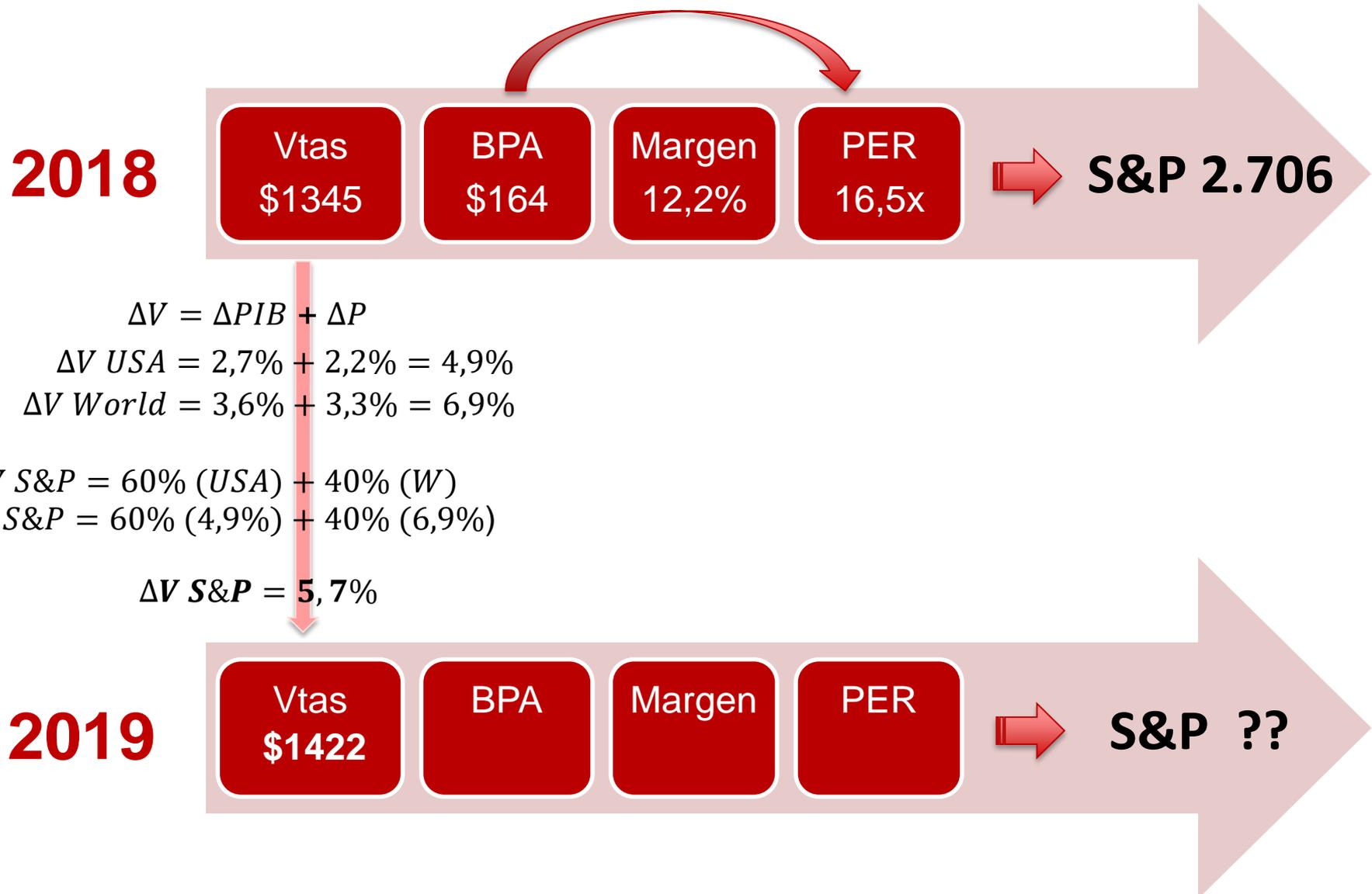


Visión Estratégica Global 2019

Visión para los mercados - 2019

Bolsa USA : ¿Cuál es el margen para la expansión?



Bolsa USA : ¿Cuál es el margen para la expansión?

2018



2019



Bolsa USA : ¿Cuál es el margen para la expansión?

2018



MAPA DE RIESGOS

Petroleo

Brexit

Trade War

Fed & BCE
Liquidez

2019



Renta Variable Global. Margen para la expansión en 2019

Index	Net Margin 2018	Andbank's Sales growth 2019	Sales per Share 2019	Projected Net Margin 2019	EPS 2019	EPS Growth 2019	Current PE Itm EPS 2018	Dec 2019 PE Itm EPS 2019	INDEX CURRENT PRICE	2019 Central Point (Fundam range)	2019 E[Perf] to Centr. Point
Europe - Stoxx Europe (8,5%	5,6%	323	8,3%	26,9	3,4%	13,76	13,73	358	370	3,2%

- $\Delta V EU = \Delta PIB + \Delta P$
- $\Delta V EU = 1,9\% + 1,8\% = 3,7\%$
- $\Delta V World = 3,6\% + 3,3\% = 6,9\%$

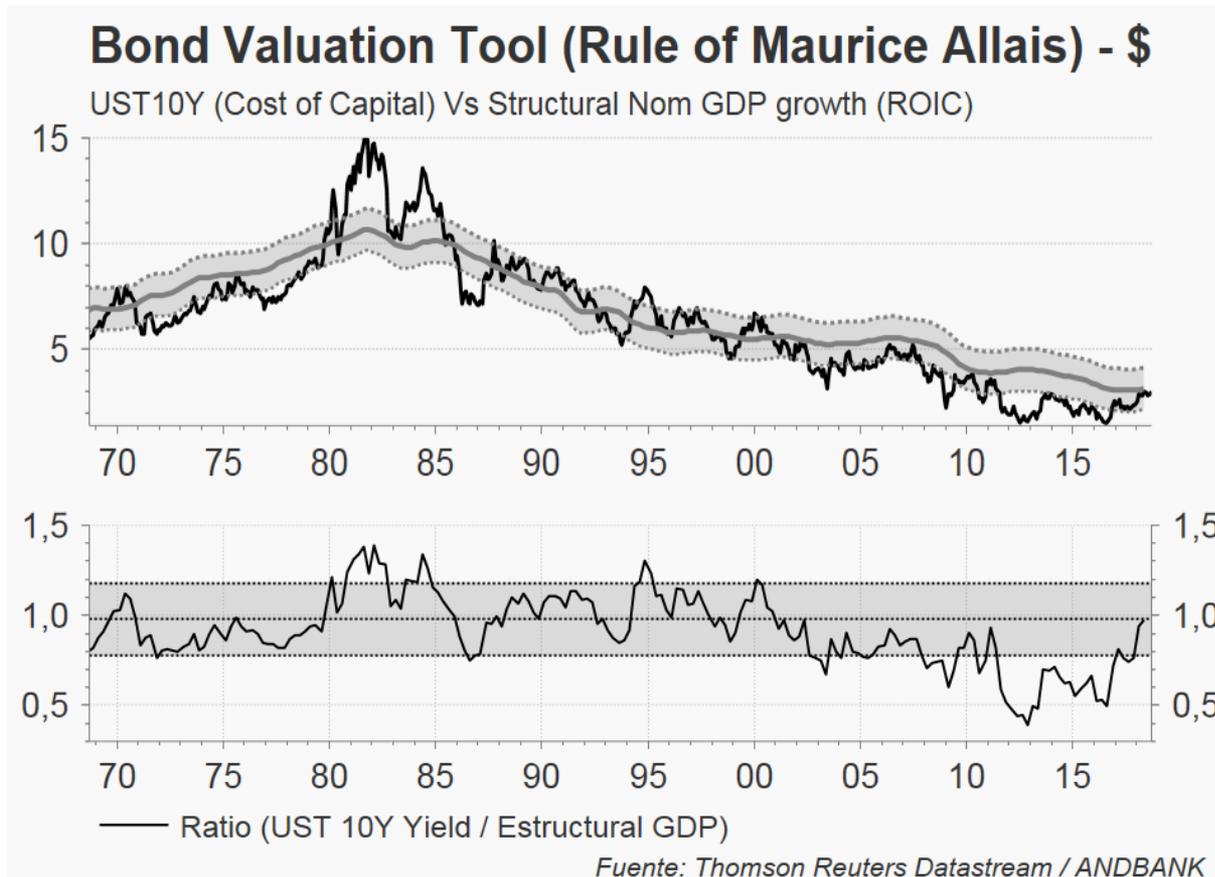
- $\Delta C. Financieros: 0,25\%$
- $\Delta C. Laborales: 1,3\%$
- $\Delta Productividad: 1\%$
- $\Delta Impuesto sociedades: -0,2\%$

Index	Net Margin 2018	Andbank's Sales growth 2019	Sales per Share 2019	Projected Net Margin 2019	EPS 2019	EPS Growth 2019	Current PE Itm EPS 2018	Dec 2019 PE Itm EPS 2019	INDEX CURRENT PRICE	2019 Central Point (Fundam range)	2019 E[Perf] to Centr. Point
Euro Zone - Euro Stoxx	7,6%	5,5%	361	7,5%	27,1	4,5%	13,51	13,55	350	367	4,8%
Spain IBEX 35	9,4%	3,6%	8.252	9,3%	769	2,2%	12,08	12,50	9.091	9.612	5,7%
Mexico IPC GRAL	8,4%	6,7%	37.453	7,9%	2.975	1,0%	13,93	13,93	41.014	41.437	1,0%
Brazil BOVESPA	10,5%	7,1%	66.644	10,6%	7.080	8,1%	13,21	13,30	86.483	94.167	8,9%
Japan NIKKEI 225	6,5%	5,6%	22.928	6,3%	1.445	3,1%	15,45	15,40	21.647	22.250	2,8%
China SSE Comp.	9,0%	8,0%	2.972	9,3%	277	12,2%	10,44	10,50	2.576	2.907	12,8%
China Shenzhen Comp	5,9%	8,2%	1.603	6,3%	100	14,6%	15,19	15,00	1.331	1.506	13,2%
India SENSEX	10,3%	10,1%	18.808	10,9%	2.042	16,6%	20,18	20,00	35.354	40.843	15,5%
MSCI EM ASIA	9,2%	7,3%	488	9,7%	47	12,6%	11,60	11,60	487	548	12,6%

Renta Fija en USD

El US Treasury está ya ajustado. Es razonable comprar

- Maurice Allais: "A largo plazo, las TIRs de largo plazo convergen con el crecimiento estructural, medido por el PIB nominal promedio en 10 años"



¿Renta Fija Global? Tras los ajustes aparece el valor

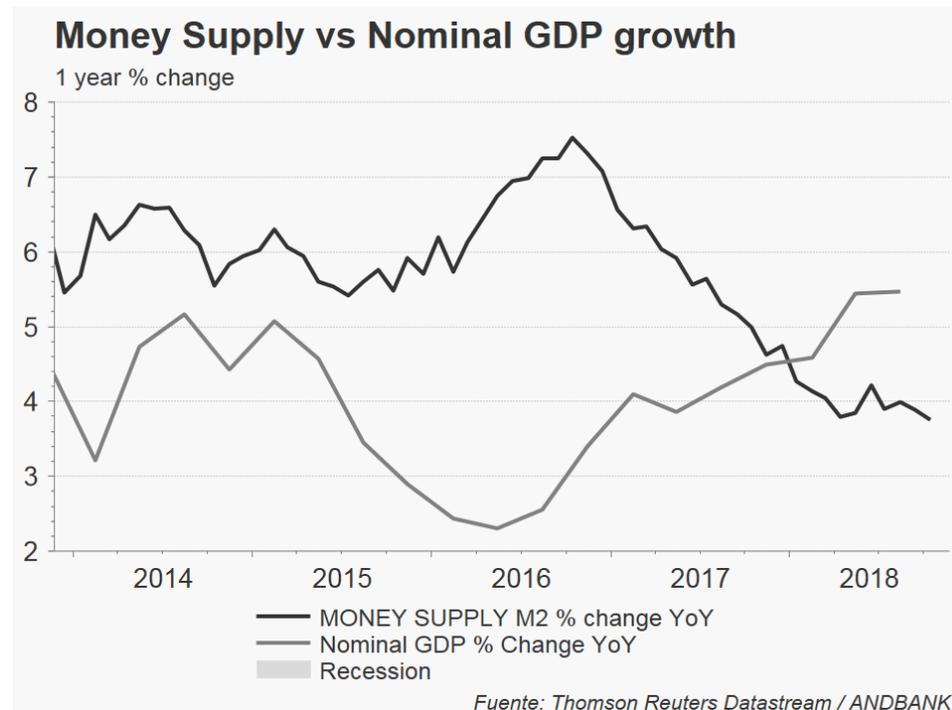
- Tras la retirada de las “manos débiles” de los mercados emergentes, empieza a aparecer valor en forma de Rentabilidades reales superiores a los 300 puntos básicos / año.
- Solo nos fijamos en países y empresas de mercados **fiscalmente** y **monetariamente** responsables (lo que suele derivar en una inflación controlada, que a su vez suele derivar en un aumento de TIR real).

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	7,85%	3,16%	4,69%	-1,00%	6,85%
	India	7,70%	3,28%	4,42%	-1,00%	6,70%
	Philippines	7,10%	6,70%	0,40%	0,00%	7,10%
	China	3,37%	2,50%	0,87%	0,00%	3,37%
	Malaysia	4,14%	0,58%	3,55%	-1,00%	3,14%
	Thailand	2,56%	1,27%	1,29%	-0,50%	2,06%
	Singapore	2,40%	0,73%	1,67%	-0,50%	1,90%
	South Korea	2,08%	1,97%	0,11%	0,00%	2,08%
	Taiwan	0,92%	1,21%	-0,29%	1,00%	1,92%
EME	Turkey	16,32%	25,24%	-8,92%	1,00%	17,32%
	Russian Fed	8,67%	3,50%	5,17%	-1,00%	7,67%
LATAM	Brazil	9,98%	4,00%	5,98%	-1,00%	8,98%
	Mexico	9,02%	4,97%	4,05%	-1,00%	8,02%
	Colombia	6,99%	3,34%	3,65%	-1,00%	5,99%
	Peru	6,02%	1,77%	4,25%	-1,00%	5,02%

Mapa de riesgos globales - 2019

Mapa de riesgos globales (I): Liquidez

La Fed mantenga escasez de USD en el mundo



¿Por qué es este el mayor riesgo?

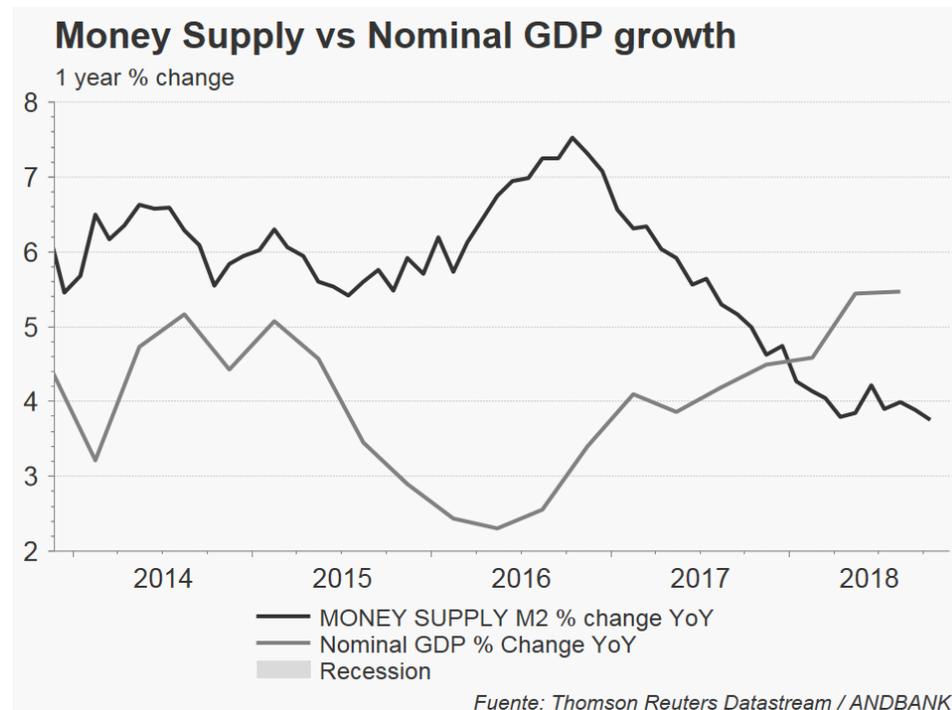
1. Por la nueva naturaleza del Mercado de deuda corporativa:

- 2008: US\$ 2,8trn + 260bn en manos de *dealers* + 10bn en ETFs crédito
- 2018: US\$ 5,3trn + 40bn en manos de *dealers* + 300bn en ETFs crédito

2. 30% de los activos en el balance agregado es Goodwill

Mapa de riesgos globales (I): Liquidez

La Fed mantenga escasez de USD en el mundo



¿Por qué es este el mayor riesgo?

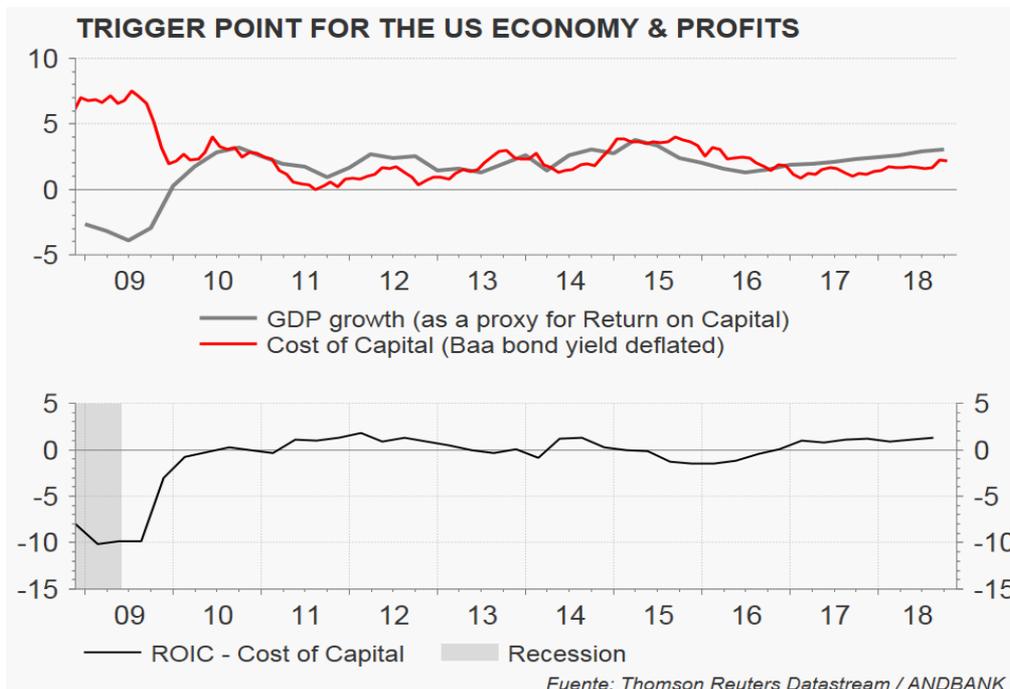
1. Por la nueva naturaleza del Mercado de deuda corporativa:

- 2008: US\$ 2,8trn + 260bn en manos de *dealers* + 10bn en ETFs crédito
- 2018: US\$ 5,3trn + 40bn en manos de *dealers* + 300bn en ETFs crédito

2. 30% de los activos en el balance agregado es Goodwill

Mapa de riesgos globales (I): Liquidez

1. Incertidumbre sobre el concepto que tiene la Fed respecto al “tipo neutral” (métrica solo observable estadísticamente).
2. En su camino de normalización La Fed puede equivocarse (ir más allá del tipo neutral) => **Serias implicaciones para la economía y los mercados.**
3. **¿Cómo moverse en este entorno? ¿Cómo saber en qué nivel se encuentra el peligro?** Coste Capital < Retorno del Capital aún en unos 100pb. Estamos a 4 subidas de la FED para empezar a ver “problemas”.



¿Existen mecanismos para revertir un *squeeze* de liquidez?

1. Tradicionalmente, la Fed revierte sus pasos ante estrés de mercados globales
2. Caídas precio del crudo libera mucha liquidez
3. Otros bancos centrales pueden estimular (Japón, China, SNB...)

Mapa de riesgos globales (II)

Nuevo enfoque de Washington

- I. **“Weaponization of USD”** => Comercio utilizado como arma (Guerra comercial)
 - Inversores ponen en precio la posibilidad de un desmantelamiento del sistema global de comercio => Rebajando exposición en activos no-USA (canalizándolos hacia USA)
 - No ayuda que P.Navarro, Lighthizer, J.Bolton hayan ganado la partida a los Free-traders (Rex Tillerson, Gary Cohn)

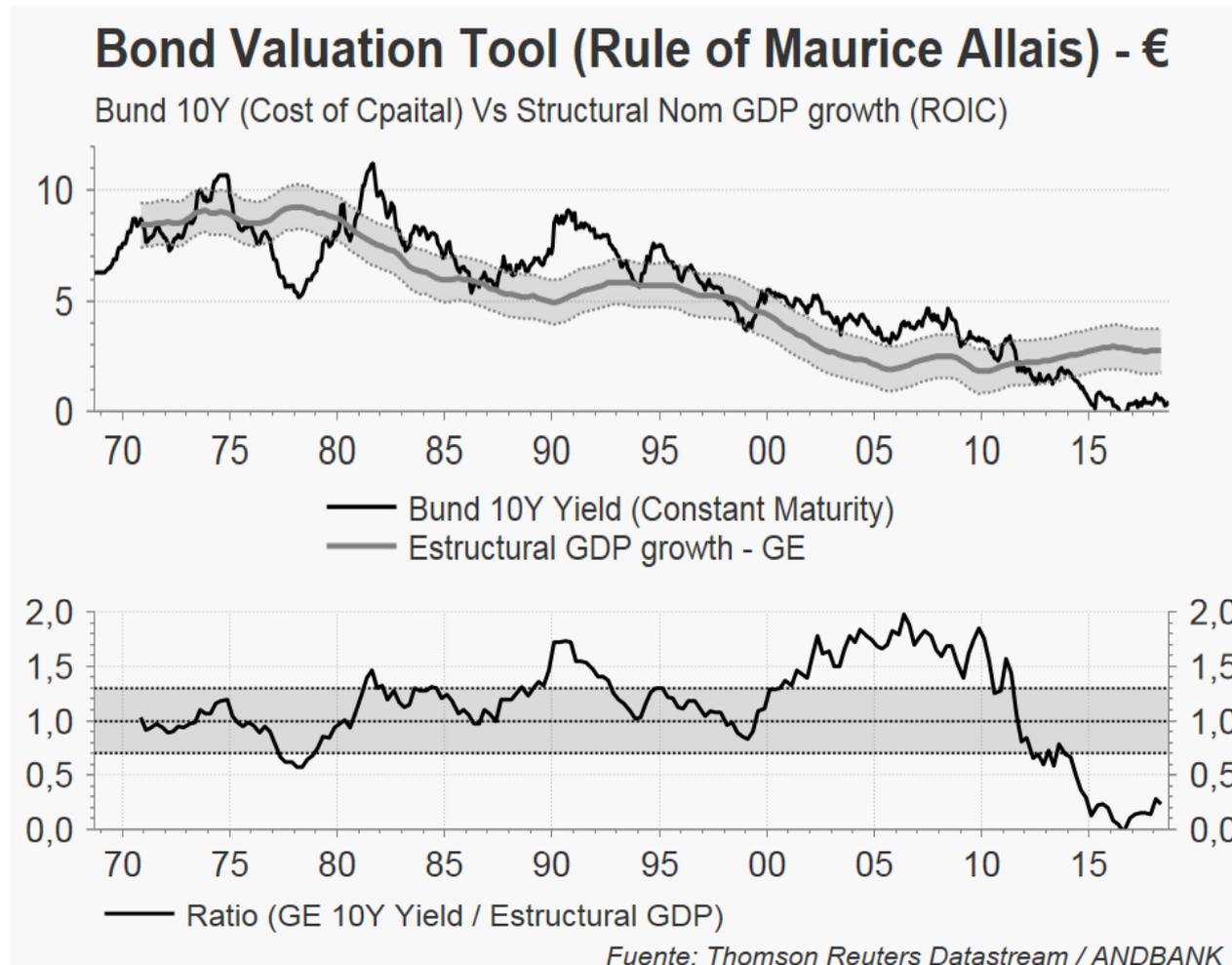
- II. **Nuevo enfoque contra el exceso de ahorro exterior**
 - Durante décadas, la política USA ha ido encaminada a **“crear demanda”** para compensar el **“exceso de ahorro”** en otros países mercantilistas (China, Alemania, Japón).
 - Nueva postura de Washington: **“Si quieres vender tus productos, crea tu propia demanda”**. Washington busca reservar la demanda doméstica a la producción USA vía aranceles.
 - China puede proteger a sus socios regionales (permitiendo apreciar el CNY vs monedas regionales). En tal caso sería bueno comprar activos EM Asia. En Europa, Alemania no puede generar esa protección a sus socios, por lo que es mejor comprar mercados europeos fuera del euro (Suecia, Suiza, UK?...)

- III. **Defensa:** USA sigue garantizando la seguridad militar a sus aliados (especialmente Europa), pero ya no será gratis => Mix Defensa + Energía USA.

Mapa de riesgos globales (III)

En negativo, el ajuste sigue pendiente en bonos europeos

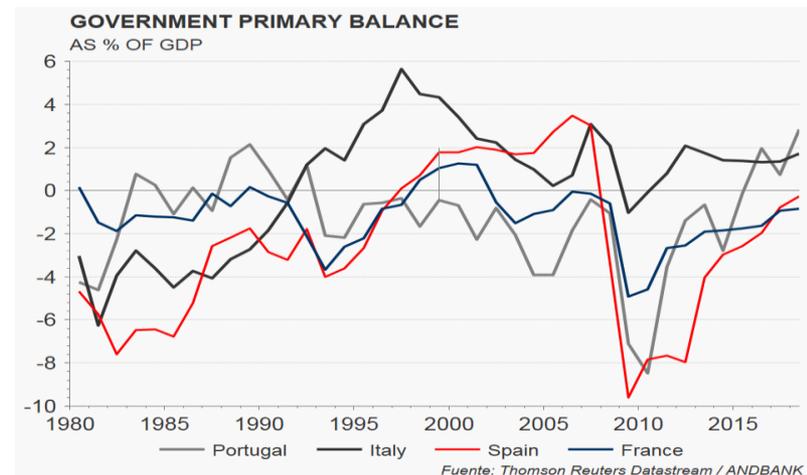
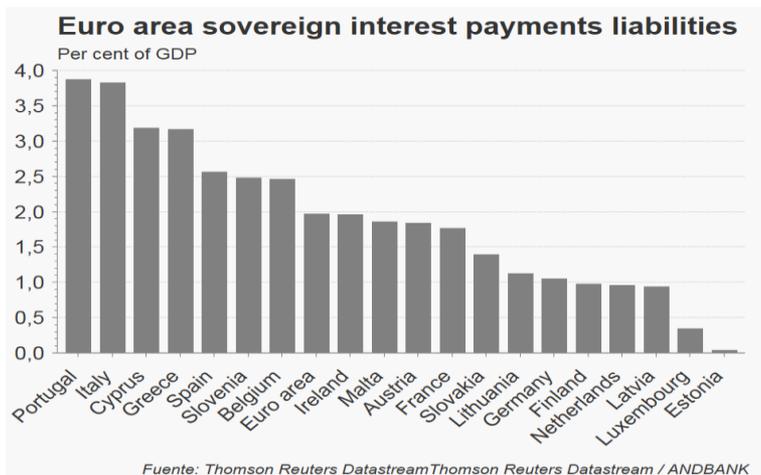
- **El riesgo de "reversión a la normal" tiene un sello Europeo.** Existe un mercado de bonos cuya trayectoria ha venido siendo del todo irreal. Se llama mercado Europeo



Mapa de riesgos globales (IV)

Análisis de sostenibilidad: Poco margen para el error

$$\Delta (\text{Deuda/PIB}) = \left[\text{Carga Deuda} \right] - \left[\text{Resultado presupuestario primario} \right] - \left[\Delta \text{ PIB Nominal} \right]$$



Sustainability equation (Fiscal figures as of 2Q2018)

	Var Debt/ GDP	=	Debt service as % of GDP	-	Primary balance as % GDP	-	Required Nominal GDP growth	Real GDP avg 15y	Proj avg Inflation	Proj avg Nom Growth 15Y
Italy	0,00%	=	3,80%	-	1,40%	-	2,40%	0,05%	1,50%	1,55%
Spain	0,00%	=	2,60%	-	-0,27%	-	2,87%	1,40%	1,50%	2,90%
Portugal	0,00%	=	3,90%	-	2,84%	-	1,06%	0,32%	1,50%	1,82%
France	0,00%	=	1,80%	-	-0,83%	-	2,63%	1,14%	1,50%	2,64%

Mapa de riesgos globales (V)

México – ¿Un nuevo polo populista?

- AMLO ha vuelto a realizar un nuevo referéndum, esta vez para consultar sobre 10 proyectos:
 1. Nueva refinería en Tabasco.
 2. Nueva línea de tren turística (Tren Maya) con un coste de varios miles de millones de dólares.
 3. Construcción de un tren en el Istmo de Tehuantepec (conectando Pacífico y Golfo de México)
 4. Incrementar en un 100% la pensión mensual de adultos mayores.
 5. Becar a 1 millón de personas con discapacidad.
 6. Becar a 2.6 millones de jóvenes sin empleo.
 7. Becar a todos los estudiantes de bachillerato.
 8. Ampliar la cobertura de internet gratuito.
 9. Medicinas para personas de bajos ingresos.
 10. Plantación de 1 millón de árboles.
- El resultado de la votación no es legalmente vinculante, AMLO ha prometido respetar el resultado.
- Último referendun paralizó proyecto Aeropuerto => Trigger Default => Vuelven las obras + compra bonos + Paralización final

Aspectos Favorables en 2019

Petróleo bajo = libera liquidez

- La subida del petróleo no se aguanta.
 - Fruto de una manipulación política (Al Falih & Novak) => Estrangulamiento del mercado => HF llevan posiciones largas a 4 Sigmas (inestable)
 - La OPEP no tiene capacidad de fijar precios. Elevados costes (desmantelamiento OPEP)

- La estructura fundamental del sector energético apunta a precios bajos => Libera mucha liquidez

- Temor infundado por efectos de una 2ª ronda de caídas
 - A diferencia de 2H15, la economía USA no está en ritmos del 1.5%
 - El vínculo débil (HY Hidrocarburos & Banks) ya no se da

India: ¿Nuevo motor para la economía global?

- Asia => $\frac{3}{4}$ Variación del PIB Global; China => $\frac{1}{4}$ Variación del PIB Global. ¿Qué pasa si encontramos otro motor que impulse a la economía global?
- **India entra en la era de la Digitalización** gracias a una infraestructura estatal
 - Reliance Industries (JIO Mobile): Conectividad territorio + bajo precio
 - JAM Project: Identidad financiera única (basada en datos biométricos)
 - Unified Payment Interface (UPI): Boom en pagos digitales
 - UPI supera el sistema de Digital Wallet (gratis, sin precarga)
 - Seguridad
 - 406 millones de transacciones en Septiembre (x10 en 1 año)
 - De Economía "Cash" a economía "Digital"
- **India entra en la era del Tech-Lending -> Credit Boom**
 - Digitalización genera datos financieros. Usados por los Tech Lenders para elaborar sus bases de ratings
 - Hay 50 mill empresas (<1 mill USD) sin acceso a bancos tradicionales ni servicios financieros. Ziploan, Niyogin ... "Llegamos donde no llegan los bancos" "y es rentable"

Una propuesta coherente

Del Comité de Inversiones
Andbank
15 personas – 12 países
(Opinión Corporativa Global)



Al Comité de
Asignación de Activos
(mensual)



Asset Class	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
	Strategic (%)	Tactical (%)						
Cash	15,0	19,3	10,0	12,8	5,0	6,2	5,0	0,3
Short-Term debt & MM instrument	25,0	29,9	15,0	17,9	5,0	5,8	0,0	0,2
Fixed Income Long-Term - OECD	30,0	24,0	20,0	16,0	15,0	12,0	5,0	4,0
US Gov & Municipals & Agencies		19,2		12,8		9,6		3,2
EU Gov & Municipals & Agencies		0,0		0,0		0,0		0,0
European Peripheral Risk		4,8		3,2		2,4		0,8
Credit (OECD)	20,0	16,0	20,0	16,0	15,0	12,0	5,0	4,0
Investment Grade USD		8,0		8,0		6,0		2,0
High Yield Grade USD		3,2		3,2		2,4		0,8
Investment Grade EUR		3,2		3,2		2,4		0,8
High Yield Grade EUR		1,6		1,6		1,2		0,4
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,3	7,5	7,9	10,0	10,5	15,0	15,8
Latam Sovereign		1,6		2,4		3,2		4,7
Latam Credit		1,3		2,0		2,6		3,9
Asia Sovereign		1,6		2,4		3,2		4,7
Asia Credit		0,8		1,2		1,6		2,4
Equity OECD	5,0	5,5	20,0	22,0	32,5	35,8	50,0	55,0
US Equity		2,2		8,8		14,3		22,0
European Equity		2,8		11,0		17,9		27,5
Japan Equity		0,6		2,2		3,6		5,5
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	5,5	10,0	11,0	10,0	11,0
Asian Equity		0,0		3,6		7,2		7,2
Latam Equity		0,0		1,9		3,9		3,9
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,9	5,0	3,8	5,0	3,8
Energy		0,0		0,6		1,1		1,1
Minerals & Metals		0,0		0,3		0,6		0,6
Precious		0,0		0,7		1,3		1,3
Agriculture		0,0		0,4		0,8		0,8
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	3,0	5,0	6,0
REITs		0,0		0,0		0,8		1,5
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,6		1,2
Market Neutral		0,0		0,0		1,1		2,1
Volatility		0,0		0,0		0,6		1,2



Un equipo al servicio del estudio. Un equipo a su servicio

Together
Everyone
Achieves
More



Giuseppe Mazzeo
US Rates & Equity
+1 786 471 2426



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



J.A Cerdan
Europe Equity Strategist
+376 874 363



Andrés Pomar
Global Flow & Positioning
+352 26193925



Ricardo Braga
Brazil Macro, Politics & Rates
+55 11 3095 7075



Andrés Davila
Chile, Colombia, Perú: Macro & Rates
+507 2975800



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



David Tomas
Europe & Spain: Equity
+34 647 44 10 07



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



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



Gabriel Lopes
Brazil Bonds and Equity
+55 11 3095 7075



Victoria Gonzalez
Argentina: Macro, Politics, Bonds, Fx
+598 2626 2333



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



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

Aviso legal

Todos los apartados y secciones de este documento han sido elaborados por el equipo de analistas financieros de ANDBANK. Las opiniones expresadas en el mismo se basan en una valoración conjunta de estudios e informes de terceros. Esos informes contienen valoraciones de carácter técnico-subjetivo de datos y factores económicos y sociopolíticos 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, toda la información aquí contenida es indicativa y no podrá ser considerada como único factor relevante en la decisión de realizar una inversión determinada.

Existen otros factores importantes que afectan a dicha decisión que no se analizan en este documento, tales como el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación financiera, el horizonte temporal de la inversión o la liquidez de la misma.

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

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

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

ANDBANK /
Private Bankers

www.andbank.com