PERSPECTIVA INTERNACIONAL

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank | Perspectivas estratégicas mundiales – Octubre de 2019

Opinión Corporativa

Octubre de 2019

Alex Fusté
Chief Global Economist
+34 673 041 058
+376 881 248
alex.fuste@andbank.com

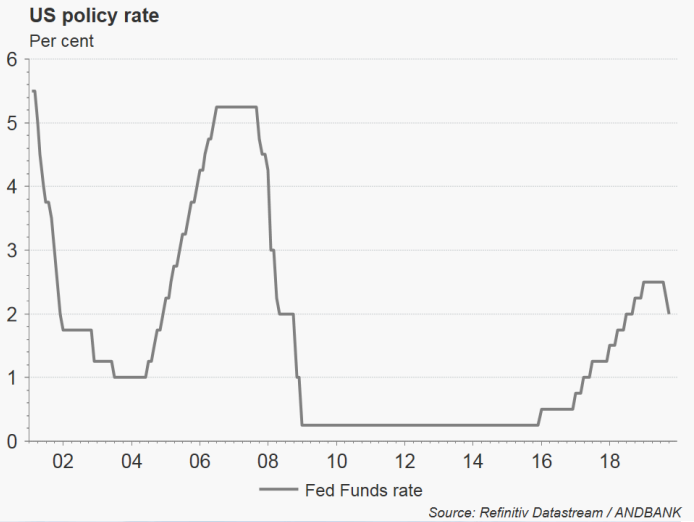
RESUMEN EJECUTIVO

REFLEXIÓN DEL MES

¿Podría establecerse un paralelismo entre el BCE y la película en la que Judy Garland se ve arrastrada por un tornado hacia un mundo de fantasía? La tentación es elevada, no tanto porque el BCE pueda habernos llevado a ese mundo mágico en donde se resuelven, casi sin esfuerzo, los graves problemas de financiación de las naciones europeas (un problema al que Draghi se refiere como "tensiones del mercado financiero"). El paralelismo podría no guardar relación con el concepto de fantasía, y que se nos plantea ahora mediante la fabricación casi mágica de dinero, si no con el fracaso del proyecto en sí. Y es que, a pesar del notable uso del *technicolor* y su extraordinaria partitura musical, el film de Victor Fleming fue un fracaso de taquilla que no recuperó la inversión hasta al cabo de 10 años gracias a una serie de reestrenos en televisión. Esperemos que, a diferencia del film, este proyecto fantástico no sufra ese fracaso inicial; pues aquí no hay segundas oportunidades.

GRÁFICO DEL MES

Algunos bancos centrales sí mantienen munición disponible



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

RENTA VARIABLE

Los resultados empresariales de los EUA arrojaron un crecimiento en EPS del 3,2% yoy, con el 74% de las compañías superando las expectativas. En cambio, en Europa, se espera que los beneficios por acción caigan un -2,1% yoy, con 49,8% superando las expectativas. Síntesis de perspectivas para los mercados de renta variable. ***EE.UU. (S&P)***: NEUTRAL-INFRAPONDERAR (algo caro); objetivo: 2.900; salida: 3.100. ***Europa (Stoxx 600)***: POND. NEUTRAL; objetivo: 387; salida: 406. ***España (IBEX)***: SOBREPOND. objetivo: 9.425. Venta en 9.900 ***Japón (N225)***: NEUTRAL-SOBREPOND.; objetivo: 22.250. Venta en 22.700. ***China (Shenzhén)***: NEUTRAL; objetivo: 1.750. ***China (Shanghái)***: NEUTRAL; objetivo: 3.175. ***India (Sensex)***: NEUTRAL-SOBREPOND.; objetivo: 40.023. ***Brasil (Ibovespa)***: NEUTRAL; objetivo: 102.600. ***México (IPC)***: NEUTRAL-SOBREPOND.; objetivo: 43.000. ***Israel (TLV):*** NEUTRAL.

RENTA FIJA

Los mercados de renta fija experimentaron aumentos en TIR durante el mes pasado, pero el movimiento no tuvo continuidad. Las recientes actuaciones del BCE apuntan a que las naciones europeas continuarán exportando TIR negativas al resto del mundo. Pese a los niveles de valoración extremos de los activos de deuda, especialmente de los bonos europeos, el apoyo del BCE se mantendrá hasta bien entrado el 2020. Síntesis de perspectivas para la renta fija: ***Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años (UST 10Y):*** INFRAPOND.; objetivo: 1,85%. ***Bono alemán (Bund):*** INFRAPOND.; objetivo: -0,30%. ***Bono español:*** INFRAPOND.; objetivo: 0,50%. ***Bono italiano***: INFRAPOND; objetivo: 1,0%. ***Bono portugués:*** INFRAPOND.; objetivo: 0,60%. ***Bono irlandés:*** INFRAPOND.; objetivo: 0%. ***Bonos de ME (Asia):*** MIXTO (preferencia por India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Singapur; evitar Taiwán, Tailandia y Corea del Sur). ***Bonos de ME (Latinoamérica):*** México: SOBREPOND. en MXN, NEUTRAL en USD. Brasil: NEUTRAL. en BRL; SOBREPOND. en USD.

DEUDA CORPORATIVA

Deuda corporativa en EUR. Ampliación en los spreads de renta fija corporativa en agosto, tanto en IG como en HY, aunque a fecha actual hemos vuelto a recuperar los niveles vistos en julio. Esta ampliación coincidió con la volatilidad de los mercados, aunque una vez celebrada la reunión del BCE, y su anuncio de ampliar el APP a tiempo ilimitado, la renta fija corporativa seguirá soportada a los precios actuales (especialmente grado de inversión no financiero), a pesar de los riesgos externos (Brexit, tensión comercial USA-China, etc.). Gran volumen de emisiones en IG (€ 457 bn), especialmente en salud, telecomunicaciones, financieras y transportes. Seguiríamos apostando por sectores más defensivos (no cíclicos), ya que comparativamente mantienen niveles de crecimiento EBIT similares a los de principio de año (4% actual vs 5,7%), mientras que las compañías cíclicas han sufrido un recorte desde el 9,6% hasta el 0,6% ahora. Valoración: ***Deuda corporativa en EUR (IG) (iTraxx):*** INFRAPONDERAR; diferencial objetivo: 60 pb. ***Deuda corporativa en EUR (HY) (Xover):*** INFRAPOND.; diferencial objetivo: 300 pb. ***Deuda corporativa en USD (CDX IG):*** POND. NEUTRAL; diferencial objetivo: 50 pb. ***Deuda corporativa en USD (CDX HY):*** NEUTRAL-INFRAPOND.; diferencial objetivo: 300 pb.

DIVISAS

El posicionamiento global en el dólar estadounidense aumentó de nuevo el mes pasado hasta los USD 15.400 millones (muy por debajo de los máximos vistos en el último año, y con un Z-score +0,36 sigmas, lo que sugiere que sigue habiendo margen para construir nuevas posiciones en el billete verde. Preferidas GBP y BRL. Evitar PY y CHF.

MATERIAS PRIMAS

Ataques a instalaciones saudíes, equilibrio energético más inestable, golpe a Aramco, aumento de las tensiones con Irán, etc., son factores de riesgo para un incremento del crudo, pero mantenemos una visión estructural débil para este activo. Nuevo rango 50-70 para el WTI.

EE.UU.

Resultados empresariales aceptables

Radiografía económica: A lo largo del año hemos visto dos historias diferentes en la economía americana, por una parte el deterioro manufacturero que continúa reflejando el impacto de la incertidumbre causada por la guerra comercial, este mes destaca la encuesta manufacturera ISM que por primera vez desde 2016 se situó por debajo de 50, aunque por fin hemos visto en agosto un dato positivo, con la producción industrial registrando su mayor subida en un año (+0,6%) y superando el +0,2% esperado. Por otra parte, vemos un consumidor que continúa bastante sólido, con unas ventas al por menor que continúan superando las expectativas (0,4% en agosto) acumulando un 3,6% la tasa interanual este trimestre. En cuanto a los precios, a pesar de la sorpresiva subida del 0,256% en el core CPI, el core PCE Index se sitúa en 1,7%, aun por debajo del objetivo de la FED. **Geopolítica:** Tras movernos de un extremo a otro, pasando desde la ruptura de la tregua alcanzada en el G20 hasta la valoración (ahora) de un acuerdo comercial "temporal" y el retraso de la imposición de las nuevas tarifas hasta diciembre, lo cierto es que parece que los aires han cambiado desde la destitución de John Bolton como asesor de seguridad nacional, y parece que el último de los halcones (Peter Navarro) estaría perdiendo peso dentro de la agenda comercial, dirigida ahora por un grupo de asesores más pragmáticos y que pretenden rescatar los términos del acuerdo fallido a principios de 2019.

FED: La situación económica y financiera no ha cambiado sustancialmente desde la reunión de julio, por lo que no esperábamos cambios sustanciales en el discurso del FOMC, y así fue. La decisión de recortar otros 25 pb se enmarca en la estrategia de "actuación preventiva" durante un "ajuste de mitad de ciclo". Tras este movimiento, no se reflejan en la nube de puntos nuevos movimientos de tipos en lo que resta de año, si bien creemos que una minoría (6 participantes, entre ellos Powell) podrían apoyar un tercer recorte. En caso de darse un último recorte en diciembre, daríamos por terminado el "ajuste" monetario, que caracterizaríamos como "una respuesta moderada ante un deterioro moderado de la economía y ligeras presiones inflacionistas".

Mercado bursátil estadounidense

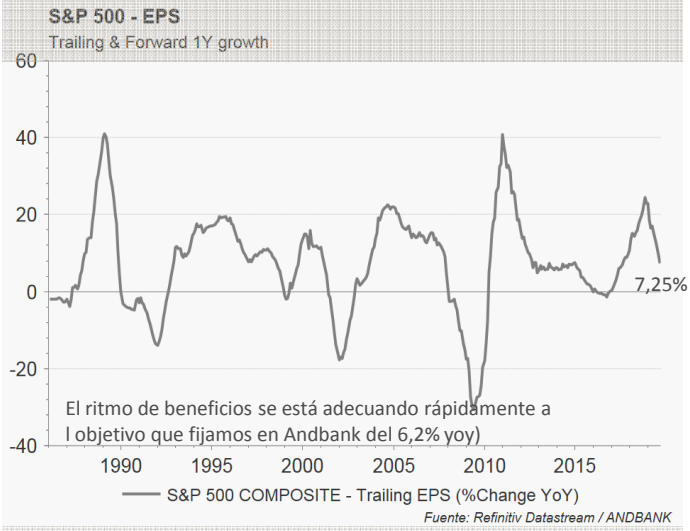
Los beneficios empresariales en los EUA arrojaron un aceptable crecimiento del 3,2% yoy durante el 2Q19, acompañado de un incremento en ventas del 4,7%. El porcentaje de empresas que sorprendieron favorablemente fue del 74% (por encima del promedio histórico para este trimestre). Durante los meses de verano, el VIX index aumentó hasta un pico de 24,59 (desde el nivel de 12), con sesiones de pérdidas cercanas al 3%, como consecuencia del anuncio de Washington de imponer un nuevo arancel del 10% sobre las importaciones chinas que aún no estaban bajo arancel, aproximadamente 300.000 millones de dólares, y la respuesta de China, de aplicar nuevos aranceles sobre 75.000 millones de dólares en importaciones estadounidenses. Sin embargo, el índice S&P aguantó bien el temporal, y Vix se ha relajado hasta los 14,44. Atendiendo al modelo de inicios de año, y ajustando por alguna variación (esperábamos dos subidas de la Fed y ahora estimamos dos recortes), resulta en un leve aumento de nuestro pronóstico para el precio central objetivo para final de año, de 2.800 a 2.900 puntos, con un mantenimiento de múltiplos.

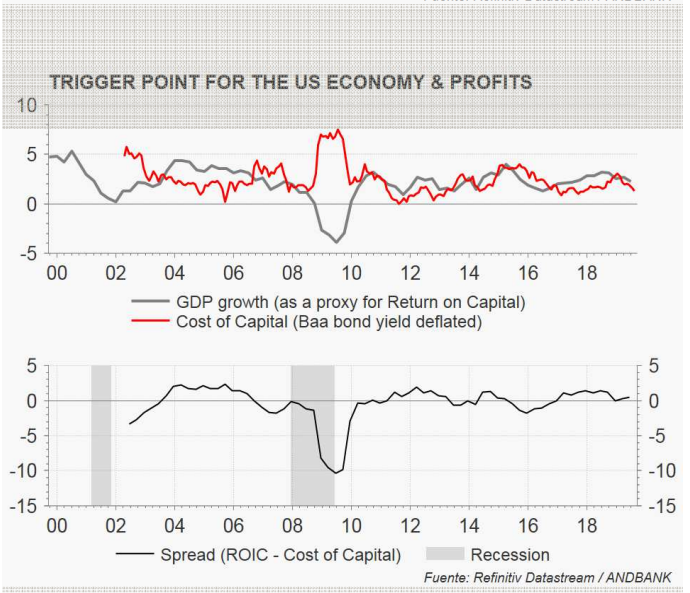
Mercado de deuda

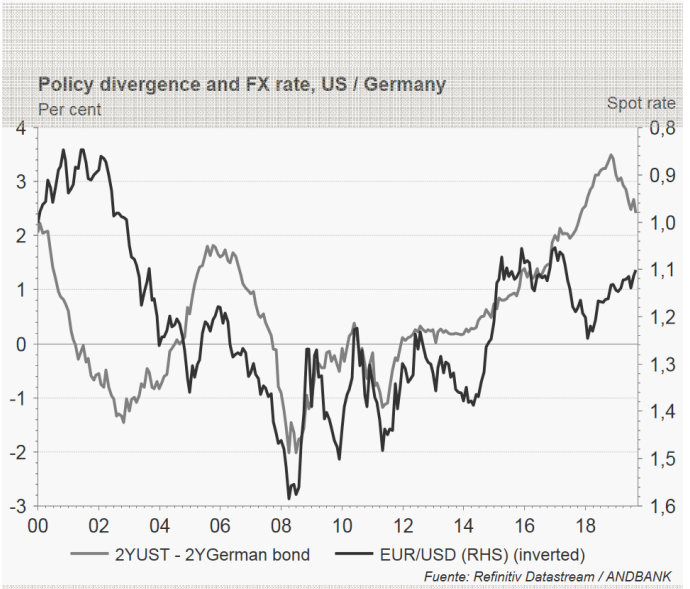
Tras la vulnerabilidad de los indicadores manufactureros y nuestro escenario sobre el nivel de tipos (no solo en EE.UU., sino en el resto de economías desarrolladas), ajustamos nuestro nivel razonable de entrada para el bono a 10 años americano al 1,85% (desde el 2,20%). En cuanto el mercado de crédito, este continua manteniéndose estable a pesar de la volatilidad reciente y la elevada oferta de emisiones. Esta fortaleza, que no creemos que cambie, se debe a la rentabilidad favorable que ofrecen los bonos corporativos en relativo frente a los $17T de deuda con TIR negativas a nivel global. El mercado primario de High Yield se ha mantenido bastante activo, con un repunte del 25% del volumen respecto al 2018, con un 68% del volumen proveniente de la refinanciación. Los flujos hacia el activo han sido los mayores vistos desde el 2012 con $12,25bn en fondos activos y $8,8bn en ETF. Consideramos que el activo está caro, y mantenemos nuestro posicionamiento de cautela, con el apalancamiento ya en 4,07x (4,57 máx. post crisis en el 2T16) y un EBITDA que recuperó tan solo un 1,4% y/y 2T19 tras caer un -4,3% y/y 1T19.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): INFRAPOND./NEUTRAL (obj: 2.900; salida: 3.100)
Deuda soberana: NEUTRAL (entrada UST 10 años: 1,85%)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 50)
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 354)
Divisas (Índice DXY): POND. NEUTRAL







EUROPA

BCE: "La expansión fiscal debe acompañar"

Estado de la economía

Según Draghi, "la probabilidad de recesión es pequeña pero ha aumentado". La evidencia sugiere, quizás, algo más. El PMI flash de la Eurozona para septiembre alcanzó un mínimo de 75 meses, hasta 50.4 versus el anterior dato de 51.9. El PMI manufacturero se deterioró a 45.6 versus el anterior 47.0. Y los servicios también empeoraron, hasta el nivel de 52.0 versus 53.5 anterior. La actividad manufacturera alemana se está reduciendo al ritmo más rápido desde 2009 después de caer a 41.4 versus el 43.4 anterior. El PIB de Alemania posiblemente caiga en contracción en el 3T19. La actualización de los datos en Francia también mostró que la desaceleración y está socavando la resiliencia en el sector de servicios. ¿Qué hay detrás de la tendencia bajista? Según el BCE, la guerra comercial global y el Brexit. Un informe de investigación del BCE concluyó que los factores asociados con China, el Reino Unido y los EE. UU. explicaron el 37% de la caída en el crecimiento de la producción mientras que el 63% estaban relacionados con factores internos, que en parte pueden reflejar factores temporales relacionados con la industria automotriz en el segunda mitad de 2018. Y es que los fabricantes de automóviles de Europa advierten sobre el Brexit sin acuerdo: "El impacto del no acuerdo en la salida del Reino Unido de la UE, provocaría un cambio sísmico en las condiciones comerciales". Pareciera que la solución al problema económico pasa por un impulso fiscal que "acompañe" la política monetaria. ¿Vendrá? Eso parece, pero de momento es limitado. En Alemania hay margen, aunque pequeño, dada la limitación que impone el «freno fiscal» recogido en la Constitución: hasta un 0,35% de déficit estructural, unos 10.000 mill. de €/adicionales en 2020, muy por debajo de los 45.000 sugeridos por organizaciones sectoriales. Holanda recortará impuestos a particulares, Francia ya ha reconocido que no buscará más ajustes y que no cumplirá objetivo de déficit en 2020.

BCE: "Todo el tiempo que sea necesario"

Bajada de tipos, cambio del *forward guidance*, QE, mejora del TLTRO, depo tiering, etc. Draghi entregó todo esto en nombre de la naturaleza "abierta" de los programas de compras de activos. Dos mensajes importantes más allá de las medidas: 1) No es ya una cuestión monetaria, sino fiscal. Hay unanimidad dentro del BCE sobre que la política fiscal ha de tener el papel principal. La reflexión aquí es clara: si dicha política fiscal expansiva no puede financiarse a coste de mercado, requerirá de la continuidad del BCE como facilitador de financiación. El segundo mensaje se refiere a la fuerte oposición encontrada por Draghi para sacar adelante el QE, no sólo desde Alemania. Eso podría indicar dificultades a futuro (Lagarde) para implementar nuevas compras de deuda.

Mercado de renta variable

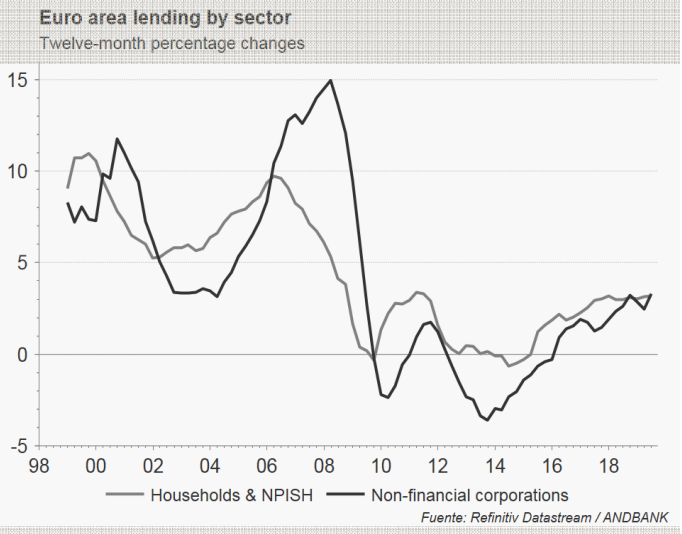
Tras los resultados empresariales del segundo trimestre, la percepción del consenso de mercado es de mejora de cara a los siguientes trimestres, de ahí la subida de los BPA estimados. Europa sigue siendo un mercado fundamentalmente de compañías de negocios maduros, que pagan elevados dividendos, y ha habido recientemente un desplazamiento en el interés del inversor, desde sectores de crecimiento a sectores de valor y dividendo, un cambio de criterio que vino originado por la percepción general de una desaceleración del crecimiento a nivel global (como así lo ha acabado de corroborar el Banco Mundial, con su rebaja de crecimiento global en 2019 hasta un pobre 2,9%). Si este cambio de criterio de inversión perdura, con el foco puesto en la capacidad de generar rentas de los títulos de renta variable, significaría que se habría abierto un "pasillo" alcista para los índices europeos (al menos en relación a otros índices más correlacionados con el ciclo, como pudieran ser los índices norteamericanos). Mantenemos los niveles de precio objetivo central para el Stoxx Europe en 387 (con venta en 406), y para el Euro Stoxx, el precio central objetivo se mantiene en 379 (con venta en 398). En ambos casos mantenemos la recomendación de ligera sobreponderación.

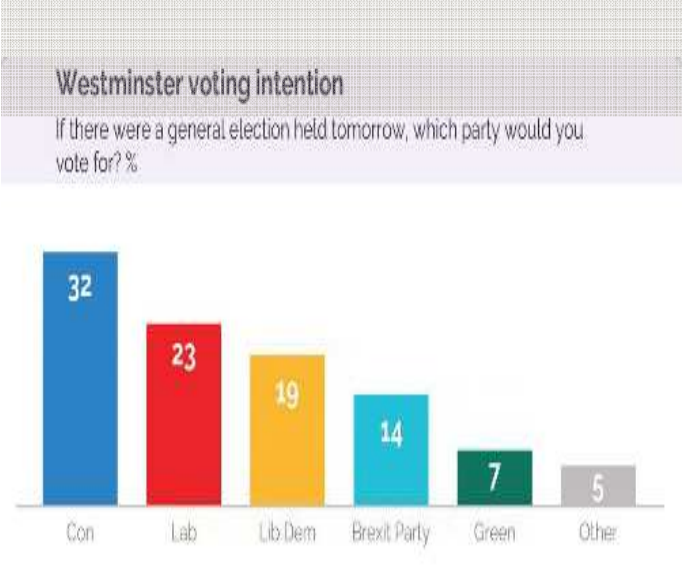
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL. (objetivo: 387; salida: 406)
Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL (objetivo: 379; salida: 398)
Deuda soberana (Core): INFRAPONDERAR. (objetivo Bund: -0,30%)
Deuda soberana (Periféricos) INFRAP (ES 0,5%, IT 1,0%, PT 0,6%, IR 0,0%)
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): INFRAP (diferencial objetivo: 60)
Deuda corporativa (iTraxx Europe HY) : INFRAP (diferencial objetivo: 300)
Divisas (EUR/USD): POND. NEUTRAL (1,125)

ESCENARIO MACRO BCE

		2019E	2020E	2021E
IPC	sep-19	1,2%	1,0%	1,5%
	jun-19	1,3%	1,4%	1,6%
	jun-19	1,3%	1,4%	1,6%
	mar-19	1,2%	1,7%	1,8%
	dic-18	1,6%	1,7%	1,8%
PIB real	sep-19	1,1%	1,2%	1,4%
	jun-19	1,2%	1,4%	1,4%
	mar-19	1,1%	1,6%	1,5%
	dic-18	1,7%	1,7%	1,5%





ESPAÑA

Convergencia en datos hacia la desaceleración de la Eurozona. De vuelta a las urnas.

Política

Finalmente, el escenario político desemboca, una vez más, en unas nuevas elecciones (las cuartas en cuatro años). Es innegable que una parte del mercado podría percibir esto como un riesgo, pues tal desenlace lleva implícito el inevitable grado de incertidumbre por el posible resultado. Por otro lado, pensamos que el riesgo de un salto en prima de riesgo de este mercado derivado de la convocatoria de nuevas elecciones es bajo. Y lo pensamos por dos motivos principales: 1) Es un hecho que no ha habido legislatura porque el partido de extrema izquierda no ha entrado en una coalición de gobierno. Una posibilidad que algunos participantes del mercado ven como negativa. En discusiones de nuestro Comité de inversiones, seguimos viendo como improbable la configuración de tal coalición en el futuro. 2) Es previsible que el resultado de las nuevas elecciones resulte en un aumento de lo que se conoce como "voto útil", y que cristalizaría (como en 2015-2016) en un aumento de escaños para los partidos centrales (PSOE y PP). En tal escenario, creemos (a pesar de la dificultad inherente a hacer proyecciones políticas) que sería más fácil que los partidos de la oposición acaben por abstenerse y facilitar, por fin, la configuración de un gobierno en minoría. (En el caso de que los resultados sean los apuntados por las encuestas). Esto lo sugiere también la oferta de última hora de Ciudadanos a PSOE y PP para una abstención si hay acuerdo de mínimos. Los mercados podrían mirar este desenlace con buenos ojos. Al menos mejor que un gobierno en coalición con Podemos apoyado por partidos periféricos.

Economía: Convergencia en datos con los países de la Eurozona

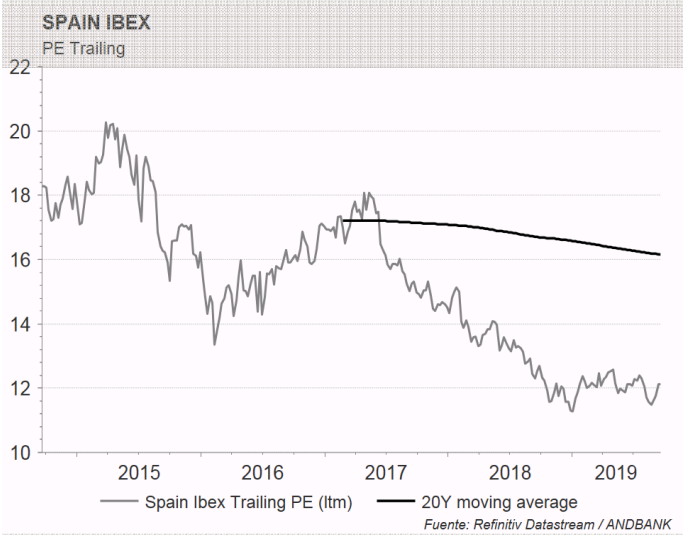
El verano ha servido para que algunos datos de la economía española hayan convergido hacia la desaceleración mostrada por las economías vecinas. El más relevante, el dato de empleo de agosto, el peor dato de la serie desde agosto del 2009. En cambio los datos de julio, en lo que se refiere a consumo, mantuvieron su fortaleza, con las ventas minoristas creciendo al 3,1% interanual y las transacciones inmobiliarias expandiéndose un 3,8% (si bien, este último dato de viviendas ha venido acompañado de una moderación en los precios). Habrá que seguir atentos los datos de fin de trimestre, pero todo apunta a que estamos ante un trimestre de crecimiento del 0,4%-0,5% q/q. Las encuestas del consumidor muestran un sabor algo más negativo; por ejemplo, la confianza del consumidor quedó en -6,2 en agosto desde el -4,9% de julio. Por el lado "positivo", vimos alguna señal de mejoría en la industria, donde el PMI manufacturero repuntó ligeramente hasta los 48,8, tras un último dato de julio en 48,2.

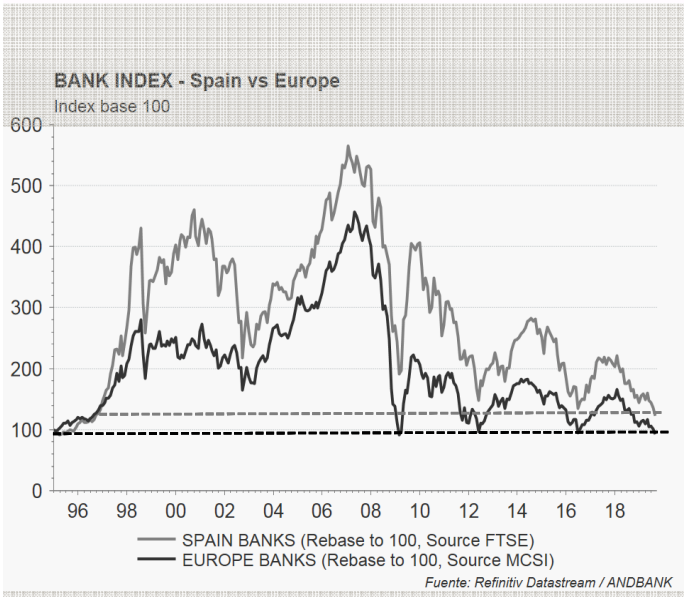
Resultados empresariales

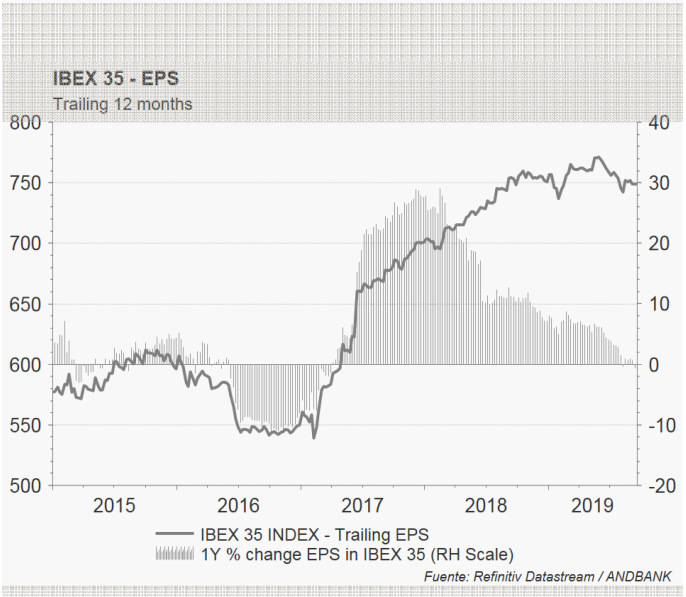
En el Ibex 35, la banca sigue manteniendo una incidencia notable, con un 25% de representación sobre la capitalización del índice. Tras el último movimiento del BCE, con una nueva bajada de tipos, pero con un mecanismo de alivio en la remuneración (negativa) de los depósitos mantenidos por los bancos en el BCE, pudiera darse el caso de que la afectación del sector bancario sobre el índice deje de ser al menos tan negativa, especialmente después del llamativo proceso de ventas masivas de acciones bancarias, tras los malos resultados del segundo trimestre. En Andbank mantenemos la proyección de BPA 2019 para el Ibex en los 754 euros (con crecimiento muy modesto en EPS cercano al 0,5% y/y). Mantenemos el objetivo de PER sobre beneficios (ltm) en 12,56x a cierre 2019, lo que representa un descuento notable frente al resto de mercados europeos. Mantenemos pues una cotización objetivo por fundamentales para el IBEX de 9.4 puntos, con punto de salida en 9.900 puntos.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): SOBREPONDERAR (obj.: 9.425; salida: 9.900)
Deuda soberana: INFRAPOND. (Objetivo spread 80 pb. TIR obj: 0,50%)
Deuda corporativa (IG): INFRAPONDERAR
Deuda corporativa (HY): INFRAPONDERAR







JAPÓN

Cerca de cerrar un acuerdo comercial con EE.UU.

Posible firma de un acuerdo comercial a finales de septiembre

El Tokyo Shimbun informó de que Japón y Estados Unidos están más cerca de alcanzar un acuerdo comercial y que este podría anunciarse en una declaración conjunta del primer ministro de Japón, Shinzo Abe, y el presidente de los Estados Unidos, Donald Trump, en una reunión a finales de septiembre. Japón reducirá o abolirá los aranceles sobre la carne de res, cerdo y trigo de EE.UU. a niveles que se alineen con la Asociación Transpacífica (TPP). Japón también eliminará su arancel del 15% sobre las importaciones de vino de EE.UU. en un plazo de 5-7 años en virtud de este acuerdo comercial bilateral. Estados Unidos se comprometerá a no imponer gravámenes o cuotas adicionales a los automóviles japoneses, al tiempo que relaja las restricciones a las importaciones de carne vacuna. El martes 17, el presidente Trump notificó al Congreso que EE.UU. y Japón estaban preparados para firmar "un acuerdo limitado" que reduciría algunos aranceles y establecería términos para el comercio digital. No se incluiría en el acuerdo ninguna provisión sobre la divisa.

La empresas japonesas se lanzan a la inversión en inteligencia artificial, que alcanza niveles récord en la mitad de las compañías.

De acuerdo con una publicación del Nikkei, al menos el 50% de las compañías líderes en Japón habrían presupuestado cantidades récord para sus actividades de I+D, con el fin de ganar posiciones en la carrera con otros líderes globales por el dominio en el campo de la inteligencia artificial y otras nuevas tecnologías. El gasto planeado en los presupuestos de las firmas japonesas para el próximo ejercicio ascendería a JPY 13,2T (unos $122bn).

Actividad. Tendencia y datos de alta frecuencia

El índice Tankan de actividad manufacturera cayó a -7 en septiembre (desde -4 en agosto), marcando el cuarto mes consecutivo de bajada, y el peor nivel desde marzo de 2003. Los sectores que lastraron el índice fueron los sectores más pesados: refinerías, químicas y acereras. Se espera una recuperación de este índice hacia el mes de diciembre. Mientras tanto, el índice Tankan de servicios mejoró hasta 19 (desde 13), liderado por vendedores mayoristas, minoristas, eléctricas y transporte. Se espera que este índice empeore en los próximos 10 meses. En datos de alta frecuencia tuvimos la producción industrial, que se aceleró en julio hasta el +1,3% m/m (desde el -3,3% en el mes anterior). La capacidad de producción sigue mostrando lectura negativa en términos interanuales (-0,6% y/y). Sector terciario +0,1% m/m (desde -0,1% el mes anterior).

Beneficios corporativos

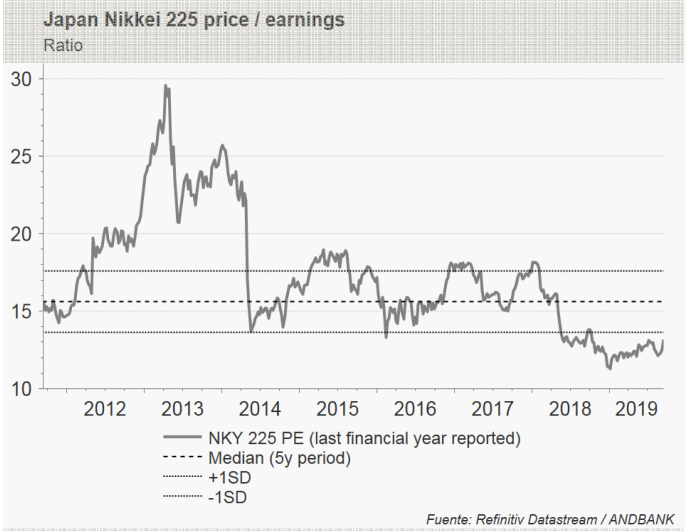
De acuerdo con la última encuesta, un 45% de las compañías japonesas han visto afectados negativamente sus resultados por las tensiones comerciales entre EE.UU. y China. Un 6% habrían sufrido una afectación muy negativa. Tan solo un 7% afirma no haber sufrido ningún tipo de efecto. La lectura de esta encuesta es peor que la del mes anterior, en la que un 33% decía tener algún tipo de afectación, mientras que un 8% decía no sufrir ninguna afectación.

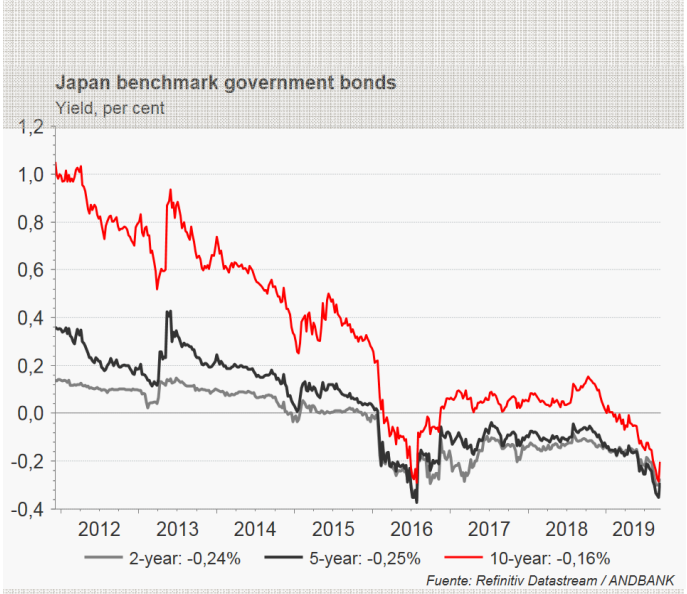
BoJ

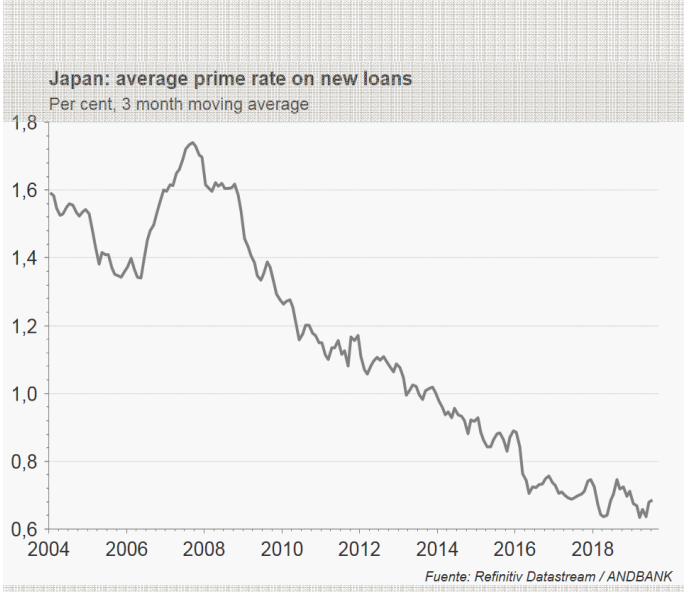
Según fuentes locales, los miembros del BoJ estarían discutiendo maneras de profundizar en la senda de los tipos de interés negativos minimizando los costes derivados de dicha política. Dichas fuentes sugieren que un movimiento en esta dirección buscaría evitar un aplanamiento excesivo de la curva de tipos de interés (ya que un recorte excesivo en las tasas de vencimientos largos y superlargos erosionaría los resultados de las instituciones bancarias). Estarían considerando adoptar este instrumento como principal herramienta de política monetaria en respuesta a la desaceleración y a los riesgos globales.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): NEUTRAL/SOBREP. (objetivo: 22.250; salida: 22.700)
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 0,00%)
Divisas (USD/JPY): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 112)







CHINA

Cambios de fondo en las negociaciones

Conflicto comercial

A principios de septiembre, el asesor de comercio para la Casa Blanca, Peter Navarro, rebajó las expectativas sobre las negociaciones comerciales entre China y EE.UU., recomendando a los inversores y empresas que "sean pacientes" de cara a la resolución de este conflicto que ya dura más de dos años. Navarro enfatizó que "la política de tarifas está funcionando bien", recalcando que "es la mejor defensa contra la agresión económica de China y la mejor manera para asegurarnos que Pekín seguirá negociando con buena fe". Sin embargo, el lunes 16 supimos, a través de la fuente Político, que tras la destitución de John Bolton, un nutrido grupo de asesores alejados a Peter Navarro parecen haberse hecho con las riendas de la agenda comercial y estarían discutiendo con Trump la posibilidad de ofrecer un acuerdo comercial limitado que permitiría el retraso (o incluso la retirada) de algunas tarifas impuestas en el último año, a cambio de algunos compromisos de Pekín en materia de propiedad intelectual y compra de productos agrícolas norteamericanos. Llama la atención, en este sentido, que los importadores chinos realizaron durante la segunda semana de septiembre la mayor compra de soja de los últimos 3 meses (10 embarcaciones equivalentes a 600 toneladas). Esta mesa de trabajo, compuesta por asesores comerciales y diplomáticos, estaría preparando una propuesta para discutirla ya en las próximas negociaciones, e intentaría rescatar los términos establecidos en el anterior acuerdo, que "estaba en un 90% acordado hasta que un alejamiento inesperado tuvo lugar". Por otra parte, el WSJ informó de que China estaría replanteando las negociaciones, estrechando el foco hacia aspectos puramente comerciales, intentando desplazar asuntos de seguridad nacional, con el fin de avanzar y dejar atrás el punto muerto en el que se encuentran las negociaciones, que se estancaron a partir de la venta de armas de los EE.UU. a Taiwán, y que se agravaron con la acusación de Pekín de que EE.UU. está detrás de las protestas en Hong Kong.

Reformas. Gesto hacia la apertura financiera

El SAFE (State Administration of Foreign Exchange) anunció que abolirá las cuotas para los QFII (Qualified Foreign Instituional Investors) en un último movimiento para abrir los mercados financieros de China. A pesar de ello, los inversores institucionales seguirán teniendo que solicitar permisos de inversión, así como la aprobación de las autoridades de Pekín para operar en cualquiera de los esquemas de inversión chinos.

Estímulos: Se acelera la emisión de deuda de gobiernos locales

Pekín ha acelerado su programa de estímulos a fin de contrarrestar la evidente moderación en los ritmos de actividad. Pekín ha autorizado un nuevo recorte de 50 pb en los ratios de reserva requeridos (RRR), que persigue inyectar unos CNY800bn en el sistema, así como 100 pb de recortes en los RRR para bancos comerciales de la city (liberando otros CNY100bn adicionales). Por otro lado, Pekín ha ordenado a los gobiernos locales acelerar sus programas de emisión de deuda, de manera que a 30 de septiembre se debe haber emitido el 100% de la cuota prevista para el conjunto del año, y a 31 de octubre debe haberse gastado el 100% de esos fondos. Los gobiernos locales habían emitido ya en agosto el 94% (unos US$407bn) de la cuota prevista para el año.

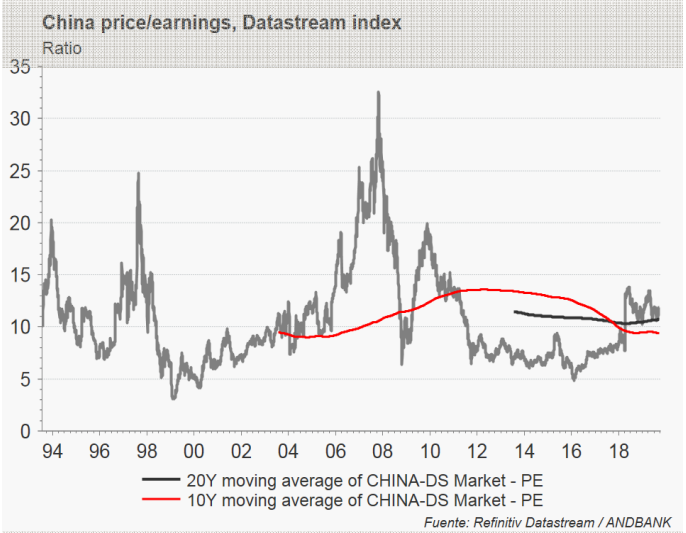
Datos

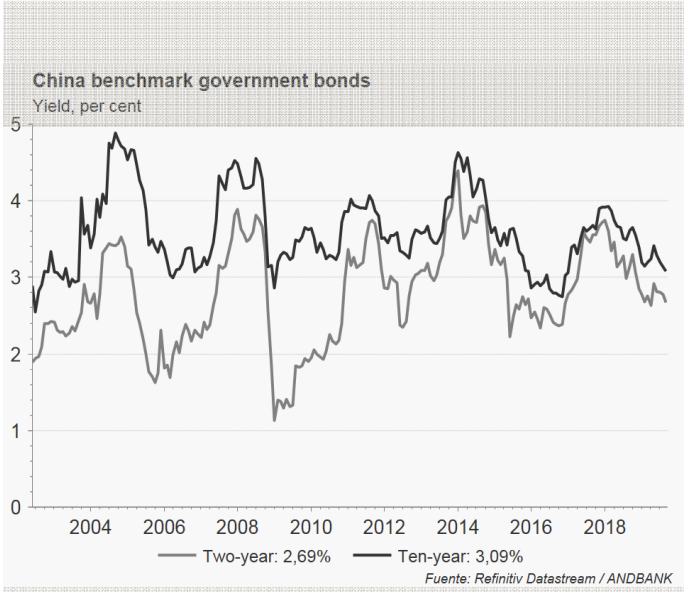
Las exportaciones chinas se han hundido en agosto (-1% yoy), quedando muy por debajo del registro de julio (+3,3%). Las importaciones también vienen sufriendo un desplome, con una lectura en agosto del -5,6% yoy (manteniendo el ritmo de retroceso visto en julio). El índice general de precios (CPI) se mantuvo estable en el 2,8% y/y en agosto. Mientras que los precios de producción siguen claramente en terreno deflacionista, con la última lectura situándose en el -0,8% yoy (un -0,3% en julio)

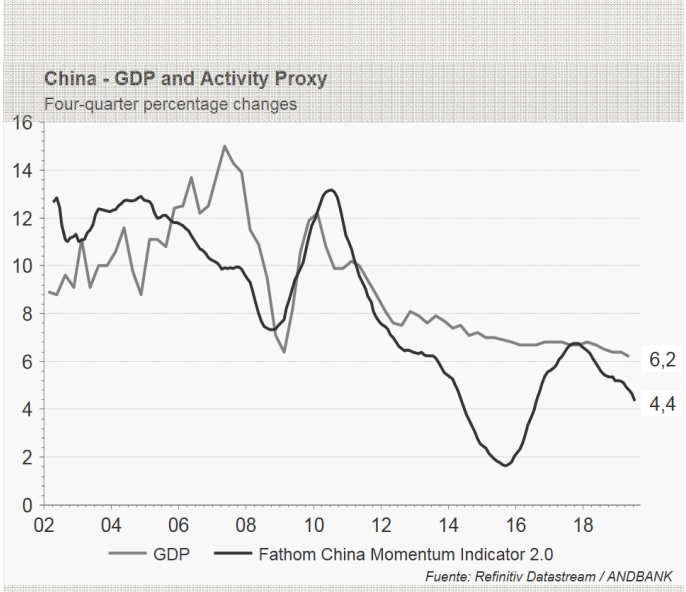
En Hong Kong, las llegadas de turistas se desplomaron en un 40% yoy en agosto (profundizando la caída del 5% yoy vista en julio). Las protestas antigubernamentales están pasando factura en el sector turístico y de consumo. La ocupación hotelera se ha desplomado al 50%.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice Shanghái): NEUTRAL (obj.: 3.175; salida: 3.240)
Renta variable (índice Shenzhén): NEUTRAL (obj.: 1.750; salida: 1.800)
Deuda soberana: POND. NEUTRAL (objetivo de rendimiento: 3,25%)
Divisas (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,0)







INDIA

Modi da un giro de 180º y retira el impuesto sobre las ganancias

El ejecutivo de Modi parece haber entendido que hay un problema en la economía e intenta mejorar el ánimo con un paquete de medidas

El ejecutivo de Modi entendió finalmente que era necesario aplicar algún estímulo monetario (tras la contención fiscal que venía aplicando) y permitió que el banco central hiciera una inyección de liquidez por valor de US$ 25 bn. Modi acompañó la medida con la afirmación de que tiene "un plan para acelerar el crecimiento". El PIB de la India se situó en un "pobre" 5% yoy en 1S19. Si bien sigue siendo un crecimiento notable, es el menor ritmo visto en los últimos 6 años. Más preocupante es que llevamos 5 trimestres de desaceleración. Este nivel de crecimiento es inferior al requerido para crear el volumen necesario de trabajo que pueda absorber la fuerte incorporación de personas al mercado laboral (ya sea por migración de personas del campo a la ciudad, o por la incorporación de personas a la población activa –por pura cuestión demográfica). India necesita crear 1 millón de nuevos trabajos al mes, y estamos lejos de esa cifra. La mitad de los 1.350 millones de personas en la India tiene menos de 25 años, y corremos el riesgo de que la India pierda ese "dividendo" demográfico. El ministro de economía se defendió sobre la desaceleración económica, argumentando que estamos en medio de una importante consolidación bancaria en la que 10 bancos públicos –algunos arrastrando problemas históricos– se consolidarán en 4 megabancos públicos. Esta reforma bancaria limitó otras medidas que hubieran acelerado el crecimiento; medidas que se proponen ahora en el marco de una estrategia de crecimiento. Entre estas medidas están: 1) La eliminación de un recargo impositivo a los inversores extranjeros. 2) Una inyección de capital público a bancos estatales por valor de INR700bn (US$ 9,7 bn). 3) Un programa de compras de automóviles patrocinada por el Gobierno. 4) Liberalización de normas de inversión y adquisición de propiedades por parte de extranjeros.

Valoración de estas reformas y medidas económicas

Este paquete puede parecer impresionante y si bien puede reimpulsar el crecimiento económico, nosotros no podemos pasar por alto algunos aspectos oscuros de las medidas. Desde que se anunciaron hemos visto retiradas de inversores extranjeros por valor de US $1 bn, lo que puede sugerir que las medidas no han impresionado al mercado. Por otro lado, si bien el Gobierno se muestra orgulloso de la gran consolidación bancaria, no podemos ignorar que la fusión de muchos bancos sobredimensionados tendrá escasos frutos si el Gobierno se niega a acometer un claro proceso de redimensión. Mientras tanto, Modi mantiene su objetivo de convertir la India en una economía de US $5 trn en 2024. Eso requeriría una expansión nominal del PIB del 11% (cuando el promedio de los últimos cinco años ha sido del 8%). Es cierto que en los últimos años Modi tuvo que lidiar con importantes reformas que lastraron el crecimiento (GST reform, Bankrupcy code, etc.), reformas que ya están hechas y sugieren ahora una aceleración, pero para levantar el ritmo de crecimiento real del 5% al 7,5% de cara a los próximos años Modi deberá mostrarse muy activo a la hora de poder capitalizar la deslocalización que se está dando en China. Siendo objetivos, y mirando atrás, lo cierto es que seis años tras el lanzamiento de su campaña "Makee in India", podemos decir que Modi, de momento, ha fracasado en su objetivo de aumentar el peso de la manufactura nacional en relación al PIB hasta el 25% (pues la representación de las manufacturas permanece tozudamente en el 16%). La decisión de permitir el 100% de capital extranjero en proyectos de manufactura es, sin duda, una muy buena medida, pero debe venir acompañada por el fin de ciertas restricciones laborales (arcaicas), y facilitar la compra de tierra industrial, si el país quiere competir en buenas condiciones con Vietnam o Bangladesh. Por el momento, los 28 estados que conforman la India tienen un poder considerable sobre estas cuestiones.

Visión de mercado

El índice indio Sensex perdió más de la mitad de la subida del 10% durante los meses centrales del año. Creemos que tras la caída reciente está la decisión del Gobierno de poner un impuesto a las ganancias de capital, que provocó la retirada de fondos internacionales. Recientemente, el Gobierno ha decidido dar marcha atrás y retirar ese impuesto sobre las ganancias. Todo un giro de 180º que podría ayudar a recuperar el terreno perdido.

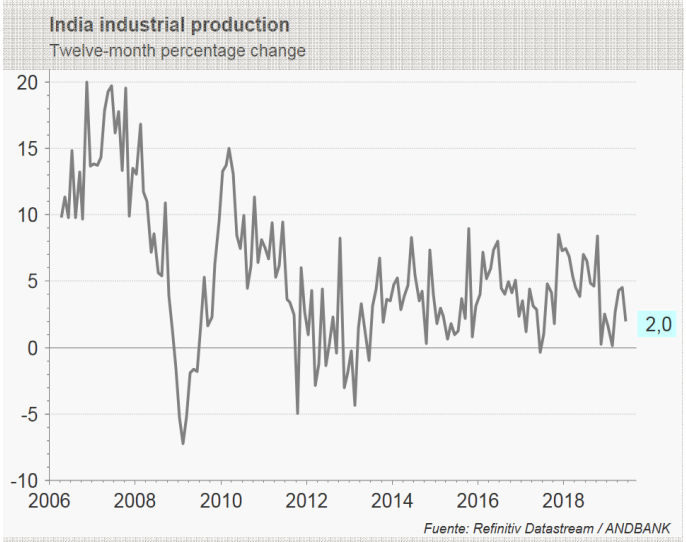
Perspectivas de los mercados financieros

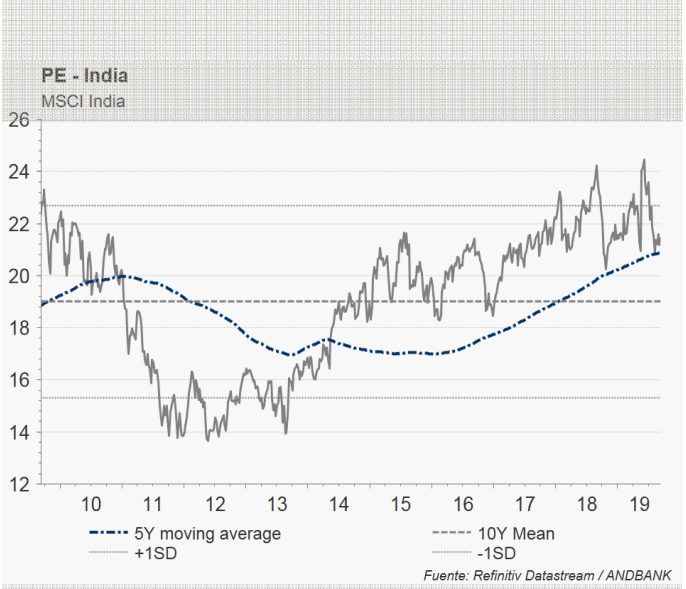
Renta variable (SENSEX): NEUTRAL/SOBREP. (obj.: 40.023; salida: 42.000)

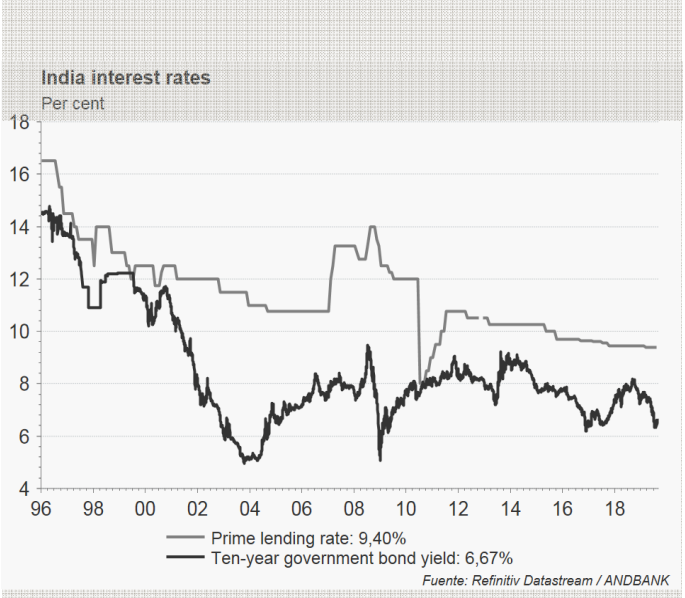
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo de rendimiento: 5,75%)

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Divisas (INR/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 72)







ISRAEL

El mercado de Equity está en valor razonable. El de deuda está caro.

Entorno políticos y coyuntura macroeconómica

El estado de Israel celebró nuevas elecciones (por segunda vez este año) ante la incapacidad de configurar Gobierno. De acuerdo con el resultado preliminar, se mantendrían las fuerzas relativas entre partidos, y que predominaban antes de las elecciones, con lo que parece que los dos partidos más grandes no tendrán más remedio que unir fuerzas y crear un gran Gobierno de "unidad nacional". Una posibilidad que tradicionalmente ha facilitado una reducción del gasto presupuestario y la recuperación del déficit presupuestario. Por el lado económico, los datos domésticos publicados durante el verano muestran, en general, una lectura positiva y una buena marcha de la economía. Quizás ello explique que la inflación haya aumentado en un 0,2% en agosto, acelerándose un poco en relación al 0,1% visto en julio. En el exterior, las exportaciones totalizaron ILS 15,3 mil millones en agosto (ligeramente por encima de la lectura de julio), y sugiriendo que el entorno exterior se mantiene en relativa calma para los exportadores nacionales. El aumento de las ventas al exterior se debió a un aumento de los envíos de componentes electrónicos, pero también de bienes más tradicionales. La dinámica positiva observada en el PIB del segundo trimestre (+4,8%) creemos que tendrá continuidad en el tercer trimestre. Las importaciones sí cayeron de una forma más pronunciada, lo que llevó a una mejora sustancial de la balanza exterior, que redujo las necesidades de financiación en unos ILS 4 mil millones. En términos anuales, la balanza externa se mantiene estable.

Mercado de renta variable

También el mercado israelí se benefició de una retórica más tranquila del líder chino y estadounidense, junto con los mejores resultados en la mayoría de las empresas. Desde comienzos de mes (hasta el 18 de septiembre), el índice TLV 125 subió 2,9%, en un contexto de subidas generalizadas en el resto de mercados de renta variable de EE. UU. El aumento fue liderado por las acciones del sector financiero y por la buena evolución de algunas acciones líderes del sector Bio Med, como Teve, Perrigo y Opko. El tema principal para el índice de equity en Israel ha sido la influencia de las elecciones al parlamento israelí, que tuvieron lugar en el 17 de septiembre. Los resultados no arrojaron una victoria significativa para ninguno de los dos bloques políticos: el bloque de la derecha dirigido por el partido Likud y el bloque de centro izquierda liderado por el partido "Azul y Blanco". Sin una victoria clara, la suposición de los inversores es que no hay escapatoria para establecer un gobierno de unidad (que dejará a los partidos ortodoxos en la oposición) y tomará medidas para disminuir el creciente déficit gubernamental. El mercado bursátil israelí acumula una revalorización del 9,7% en el año, y parece cotizar a valor razonable, con una relación precio/beneficios (PER) justo por encima de su media móvil de 10 años. Mantenemos nuestra recomendación de exposición al mercado (neutral), y creemos que el sector inmobiliario y el sector bancario continuarán superando a los demás sectores del mercado.

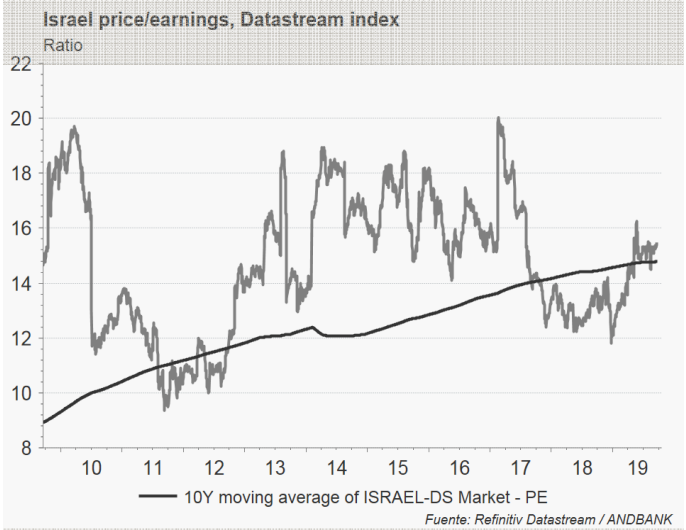
Mercado de renta fija

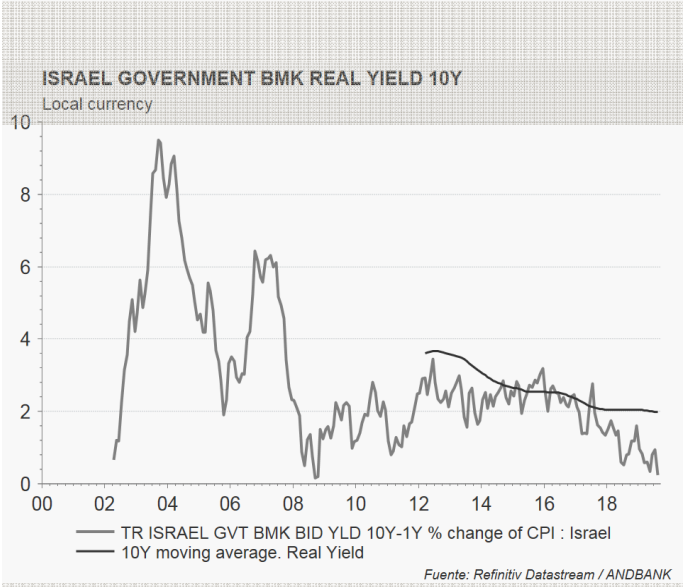
Después de la caída global en los rendimientos del Gobierno, que llevó la curva de rendimiento israelí a un nuevo mínimo histórico en el bono a 10 años en moneda local (que alcanzó un mínimo de 0,84%), vimos un fuerte movimiento de vuelta hasta el 1,1%, para después volver con agresividad al 0,78% actual. La curva de rendimiento israelí fue y sigue siendo la curva de rendimiento más pronunciada de todos los países desarrollados. El bono a 28 años más largo rinde alrededor del 2,3% (en comparación con el 2,05% del mes pasado), lo que significa que combinado con la fortaleza del Shekel, no es una mala alternativa de inversión, al menos en comparación con la deuda soberana europea ultra larga, que cotiza en un rendimiento casi negativo. El diferencial de crédito en el índice de grado de inversión israelí Tel-Bond60 ganó alrededor de 10 pb a 1,25%, el diferencial de crédito en el índice de alto rendimiento israelí Tel-Bond-Tsuot aumentó aproximadamente en 20 pb a 2,9%. Nuestra perspectiva sigue siendo, en general, de cautela para el mercado de bonos israelíes debido a las elevadas valoraciones (la TIR real del bono a 10 años se sitúa en 0,24%, muy cerca de niveles récord bajos. Recomendamos una duración de 3-3,5, prefiriendo los bonos corporativos de grado de inversión sobre los de alto rendimiento (que consideramos caros).

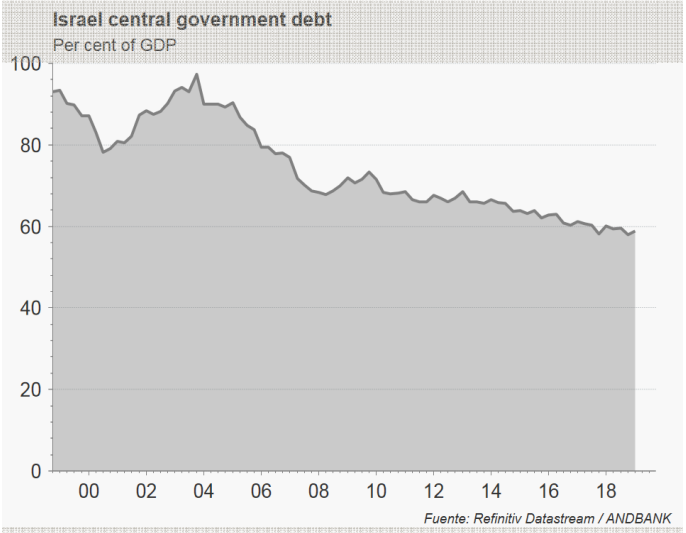
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice TLV35): POND. NEUTRAL («a valor razonable»)

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): INFRAPOND. (rendim. real: 0,79%)







BRASIL

La economía empieza el 3T19 con ritmo algo más sólido. Mercados bien valorados

Economía

El dato de PIB del 2T19 fue mejor de lo esperado, situando el crecimiento en el 0,4% q/q (1,0% y/y), y estando en la parte alta de todas las estimaciones (0,2% q/q; 0,7% y/y). Aún así, los datos sugieren que la economía se mueve lentamente hacia adelante. La composición del cambio apunta, por fin, a un cierto vigor de la industria (lado de oferta) y de la inversión (lado de demanda), y contrasta con los malos datos vistos en trimestres previos. Los ratios de inversión se han movido al alza desde niveles deprimidos, situándose en el 16,2% (en el acumulado 12 meses). A pesar de que el dato de julio no fue bueno (-0,3% m/m; o -2,5% y/y), lastrado aún por el débil *momentum* de la manufactura global, existen datos de alta frecuencia de inversión productiva que apuntan a una recuperación gradual de la industria durante este 3T19.

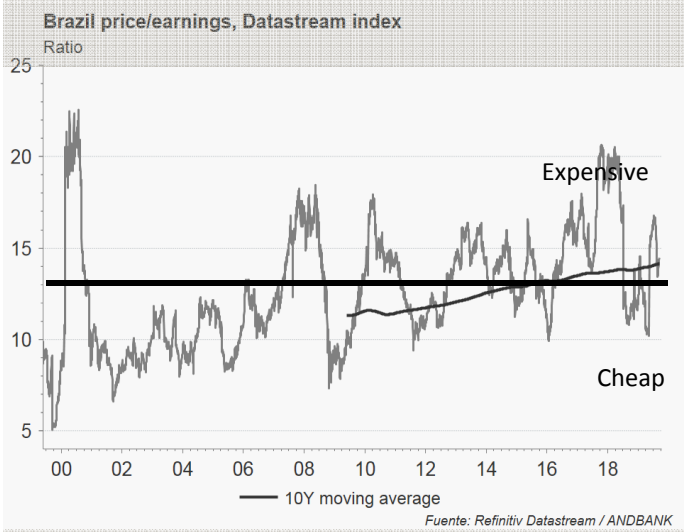
Por el lado de los servicios, un día después de que las cifras mostraran que las ventas minoristas registraron su mayor aumento del año en julio, la agencia gubernamental de estadísticas IBGE dijo que la actividad del sector de servicios aumentó un 0,8% en el mes y un 1,8% en el año, ambos superando ampliamente las previsiones. Las cifras oficiales mostradas representan una indicación de que la economía más grande de América Latina comenzó el tercer trimestre sobre una base algo más sólida que el trimestre anterior. Cabe decir, sin embargo, que el fuerte repunte visto en servicios viene sigue a un junio particularmente débil, cuando el sector más grande de la economía de Brasil redujo fuertemente su nivel de expansión. Aún así, las cifras de julio fueron mucho más fuertes de lo que los economistas esperaban, con una estimación media de crecimiento plano en el mes y crecimiento del 0,2% en el año. Además, la encuesta de IHS Markit de gerentes de compras mostró que el sector se expandió en agosto por segundo mes consecutivo, aunque el ritmo de crecimiento se desaceleró. Los datos de confianza muestran una continuidad en la mejora, impulsados por la agenda de reformas, y a pesar del empeoramiento en el marco internacional. Con todos los datos en la mano, el Gobierno ha elevado ligeramente su pronóstico de crecimiento económico para 2019 hasta el 0,85%, y los funcionarios del Ministerio de Economía dijeron que lo peor para la economía estaría ya detrás.

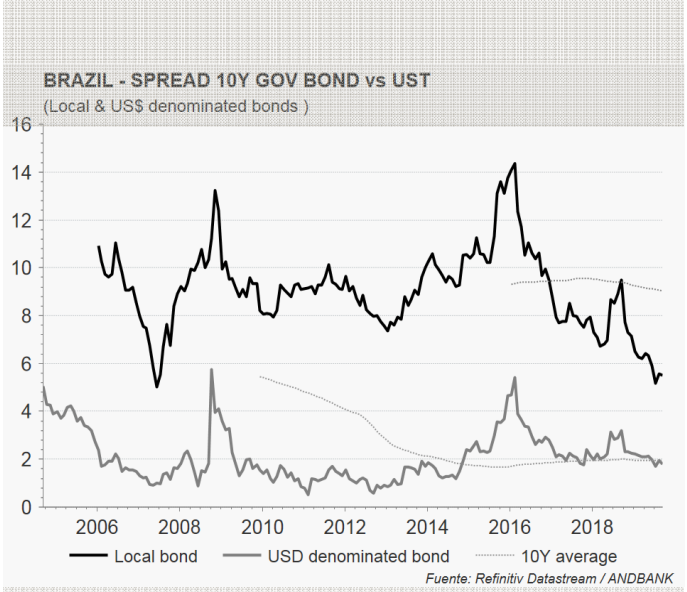
Los mercados siguen con un buen tono tras encaminar la reforma de pensiones. Ahora, el retraso de la reforma fiscal puede pesar algo

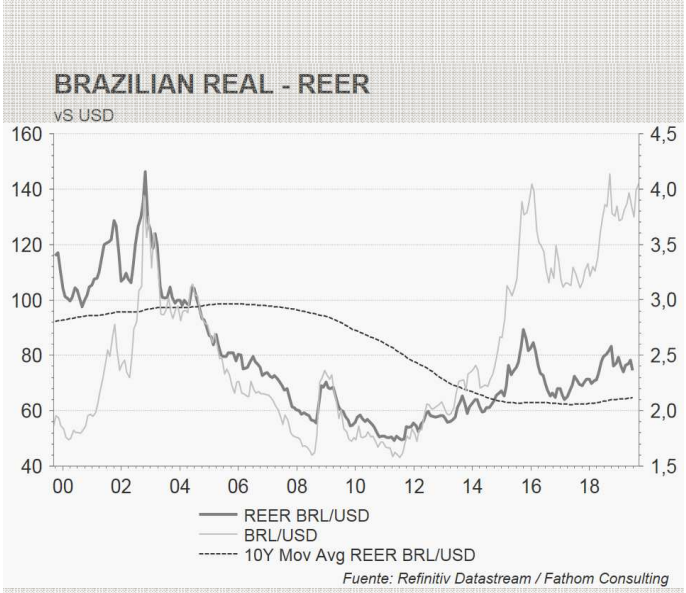
Los activos brasileños han "surfeado" relativamente bien la complicada ola financiera de agosto. Recientemente, el apetito por los activos brasileños ha vuelto, en parte, gracias a una distensión en el entorno internacional. El índice Ibovespa ha subido un 8,241% desde el 26 de agosto (hasta la fecha en que escribimos este documento), mientras que el bono 10Y en local ha recuperado todo el terreno perdido en agosto (con la TIR pasando del 7,6% al 7,30%), gracias a la ayuda de unos datos que no acaban de acelerarse, pero sobre todo, gracias a una inflación que permanece muy bien anclada. Estos datos alimentan la idea de que el BCB pueda realizar nuevos recortes de tipos de interés este año (de hecho, en el momento de escribir este documento, el BCB anunció un recorte de 50 pb en el Selic rate, hasta 5,50%). En Andbank creemos que puede haber algún recorte adicional, para situar el Selic rate en el 5%. La razón es que continuamos viendo un entorno de inflación muy benigno en esta economía, especialmente tras el dato IPCA de agosto, en el que los precios avanzaron tan solo un 0,11% m/m. La media de las expectativas para la inflación subyacente se sitúa por debajo del 3,25% saar. (muy por debajo del propio objetivo fijado por el BCB). Por el lado no tan positivo, el líder del Gobierno en el senado dijo el 12 de septiembre que la reforma fiscal probablemente sufrirá un retraso y que podría no aprobarse hasta la segunda mitad del 2020 a pesar de que hay un amplio consenso de que la norma fiscal debe ser simplificada. La razón se debería a un retraso en la presentación del proyecto por parte del propio ministerio, y a diferencias entre ambas cámaras. Creemos que esto puede perjudicar a los activos brasileños, aunque no de una forma muy intensa. En el Forex, el BCB seguirá interviniendo de forma muy moderada, habiendo reiniciado, tras 10 años, las ventas de dólares en spot.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): NEUTRAL (objetivo: 102.600)
Deuda soberana BRL (10 años): INFRAP (objetivo: 600 pb spread)
Deuda soberana USD (10 años): NEUTRAL (objetivo: 200 pb spread)
Divisas (BRL/USD): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 3,75)







MÉXICO

Los inversores muestran una favorable acogida al rescate de Pemex

Banco Central

Redujo su tasa 25 puntos básicos en una decisión dividida, un miembro del Comité votó por mantener la tasa de referencia en 8,25%. La decisión se tomó en un entorno en el que Banxico recortó sus proyecciones de crecimiento pero reconoció que la inflación subyacente no ha cedido. Pesó mucho en la decisión la actual dinámica de recortes en las tasas de interés a nivel mundial. Las probabilidades de un nuevo recorte en tipos (de cara a la junta del 26 de septiembre) se han mantenido en 50/50. Podría ser completamente dependiente de la decisión de la FED.

Datos económicos e inflación

La perspectiva sobre el crecimiento para 2019 sigue recortándose, desde los organismos internacionales como el FMI, Banxico y ahora el Gobierno federal a través del presupuesto. La mediana se ubica en 0,5% para 2019 y 1,3% para 2020. La inflación correspondiente al mes de mayo en México bajó a 3,29% anual. La mayor parte del efecto a la baja ha sido resultado del descenso de la no subyacente, en particular los bienes agropecuarios y la gasolina.

Riesgo político y cuentas públicas

Presupuesto 2020: Aunque se recortó la estimación del PIB para 2019, de cara al 2020 la proyección fijada en el presupuesto sigue siendo muy superior a la mediana (2,0% vs 1,3%e), con un crecimiento esperado en plataforma de producción petrolera bastante abultado (1.95 mdbd 2020 vs 1.6 mdbd actualmente), derivado del Plan de Negocios de Pemex y el resto provenientes de privados. Se solicitará al Congreso incumplir la Ley de Responsabilidad Hacendaria en 0,3% para alcanzar un déficit en 2020 de 2,7% en los Requerimientos de sector público. Recorte del superávit primario esperado del 1,3 al 0,7 por ciento. La cifra final podría ser peor, pues los ingresos estimados lucen optimistas (tributarios +3,7%). Menor gasto, particularmente en infraestructura, el tramo de subsidios de Gobierno, que es donde se concentran los proyecto gubernamentales se redujo en 5,4%.

Mercado de renta variable (índice bursátil IPC)

Después de las correcciones que eliminaron las ganancias de doble dígito en la bolsa, la percepción de menores riesgos relacionados con la política interna y el contexto internacional, favorecieron una recuperación en el índice entre la parte final de agosto y las primeras semanas de septiembre. Aún se reconocen riesgos internos y externos, en particular la desaceleración económica, que requiere una gestión de este índice en la que prime una selección de emisoras defensivas. Los riesgos que se mantienen latentes respecto a la ejecución de política económica de la administración de AMLO, así como de posibles acciones por parte de calificadoras, particularmente por las decisiones sobre gasto relacionadas con Pemex. Mantenemos nuestro rango fundamental razonable para el índice IPC (42.000-46.500).

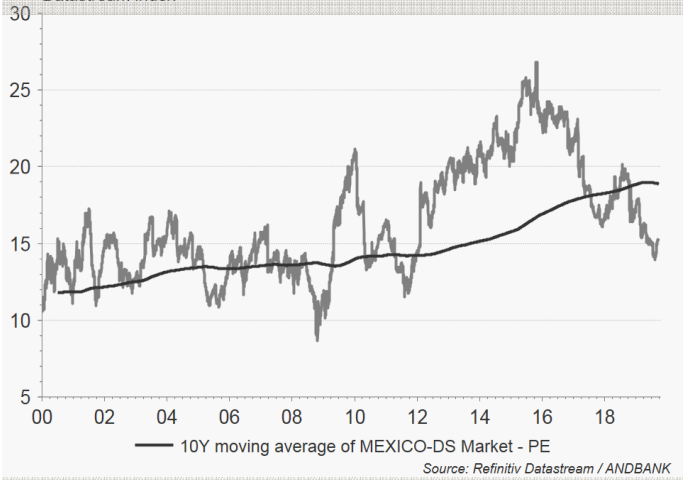
Renta fija mexicana (bonos soberanos)

Durante agosto, y tras el reciente recorte en la tasa de referencia de Banxico, la curva descendió entre 30 y 40 puntos básicos a lo largo de todos los rendimientos. La perspectiva sobre más recortes por parte del banco central, y teniendo en cuenta que es ampliamente probable que dicha decisión siga a un recorte por parte de la FED, podría mantener el diferencial y por lo tanto el atractivo sobre los bonos en pesos. La adquisición de duración en los portafolios de deuda se incrementó en agosto para aprovechar los descensos de la curva, que sigue invertida. No se modifican los objetivos para el bono a 10 años en pesos ni en dólares, en los que mantenemos un spread objetivo de los bonos mexicanos vs US Treasury de 500 pb para el bono denominado en pesos, y de 175 pb para el bono denominado en USD.

Perspectivas de los mercados financieros

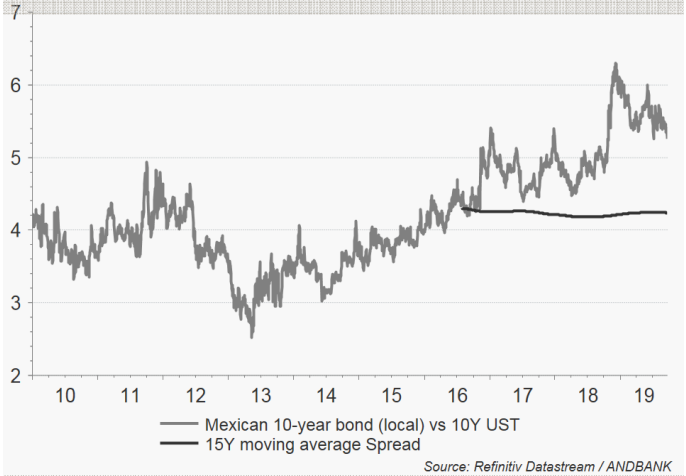
Renta variable (IPC México): NEUTRAL-SOBREP (obj.: 43.000; salida: 45.400)
Deuda soberana en MXN: SOBREPONDERAR (diferencial obj.: 500 o 7,0% Tir)
Deuda soberana en USD: NEUTRAL. (diferencial obj.: 175, o 3,5% en TIR)
Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 20,00)

Mexico equities price/earnings ratio
Datastream index



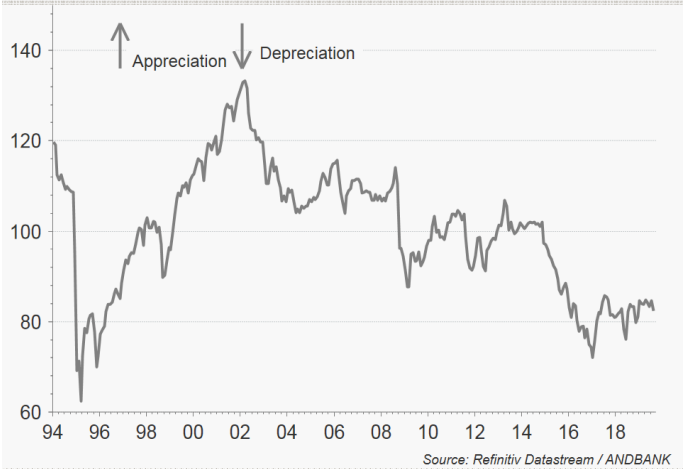
Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico Spread vs UST
Per cent



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico real broad effective exchange rate
Index



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ARGENTINA

Incertidumbre absoluta

El riesgo político ha truncado las dinámicas favorables que veníamos observando

En contra de lo que todas las consultoras políticas avanzaban, el oficialismo de Macri fue derrotado ampliamente en las primarias PASO, en favor del grupo peronista de los Fernandez (que ganó por 47,78% vs 31,79% de Macri). Sólo un mes ha pasado desde las elecciones primarias, pero ha parecido una eternidad. La monumental derrota del oficialismo dejó las posibilidades de una posible reelección cercanas a cero. El miedo a la vuelta del "Kirchnerismo" al poder produjo una de las destrucciones de riqueza de mayor velocidad y magnitud en las últimas décadas, con caídas cercanas al 40% para bonos y con el valor de las acciones cayendo a la mitad, todo en tan solo un día. Al resultado electoral se le sumó la poca cooperación de ambos lados para traer tranquilidad a los mercados, con Fernández dando señales confusas al respecto de sus posibles políticas y decisiones sobre la deuda, y con el Gobierno actuando de forma errática. El Gobierno tuvo que tomar una serie de medidas para evitar el colapso: i) reprogramación de deuda de corto plazo; ii) anuncio de voluntad de estirar vencimientos de deuda soberana bajo legislación local (vía Congreso), extranjera (vía CAC) y con el FMI; iii) introducción de control cambiario y de capitales; iv) congelación de precios (combustible por 90 días) y v) baja de impuestos (0% IVA a cesta básica). Se logró estabilizar la cotización del dólar, pero como era de esperar, produjo un salto en la brecha cambiaria entre el dólar oficial y el paralelo (tipo de cambio implícito en el precio de las acciones con cotización local y ADR) que se ubica cercana al 24%. De momento, el proyecto de ley para estirar plazos de la deuda bajo legislación local ha naufragado, mientras que los acreedores internacionales parecen más enfocados en escuchar a Fernández que al Gobierno actual. Por último, el desembolso del FMI (5,4 bn USD), previsto para mediados de septiembre, es poco probable que llegue a materializarse ante de las elecciones definitivas, lo que dificultará aún más la gestión de liquidez del Gobierno.

La subida del dólar empezó a trasladarse a los precios, con un aumento abrupto y descontrolado

La inflación tuvo un nuevo salto en agosto (+4% MoM, 54,5% 12M), producto de la devaluación posterior a las elecciones primarias, cortándose la racha descendente de los últimos cuatro meses, que tuvo su punto más bajo con el 2,2% mom de julio. El IPC de agosto tuvo en alimentos y bebidas no alcohólicas uno de los rubros con mayor alza (4,5 %), pese a la quita del IVA en los productos de la cesta básica. Se estima que la inflación de septiembre se puede ubicar por encima del 6%.

Retiros de depósitos no parece apuntar a un riesgo en el sistema bancario

El stock de depósitos quedó en 22.526 MM USD (12/09), una caída de 30,6% (-10,570 MM) si tomamos el valor del viernes anterior a las PASO (32.499 MM). A favor de Argentina juega la gran liquidez con la que hoy cuentan los bancos (elevados encajes) y que los dólares restantes se utilizaron para dar préstamos de corto plazo a firmas exportadoras.

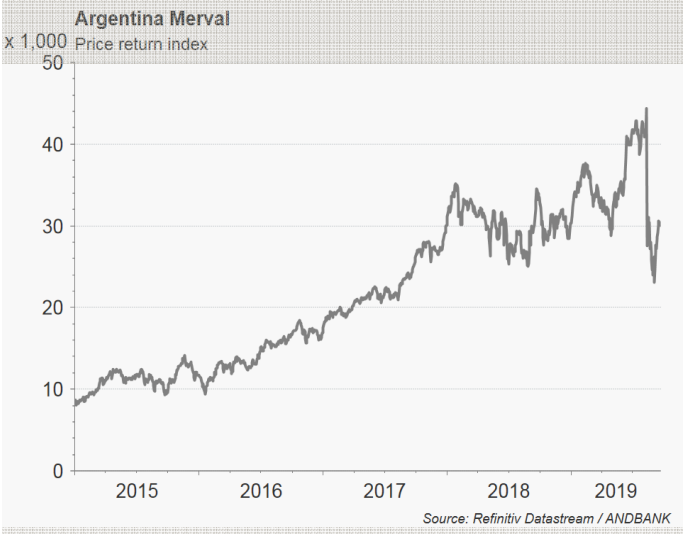
Previsión

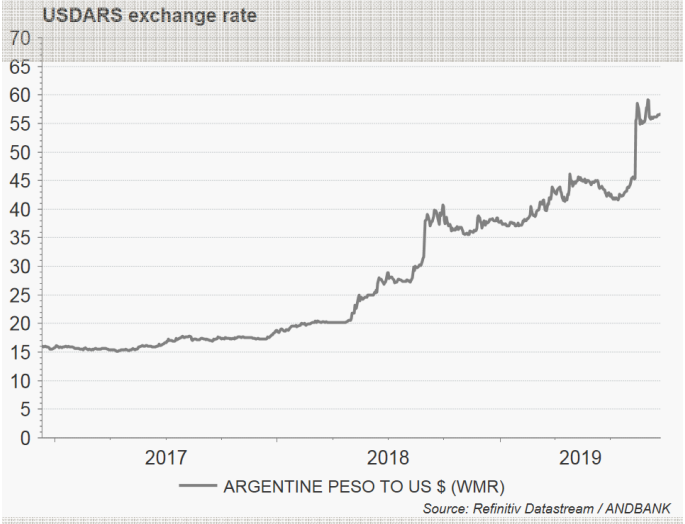
Prevemos una renegociación del préstamo con el FMI (se intentará buscar pasar de un Stand By a un Extended Facility) a fin de alargar los plazos de pago entre 7-10 años. Según fuentes del FMI, a pesar del caos existente, el nuevo presidente que asuma el 10 de diciembre recibirá un país en mejor estado fiscal y macroeconómico, si bien muy "ruidoso". La situación actual parece guardar pocas similitudes con la tragedia del 2001 (recesión del 14% en PIB). Los problemas actuales pueden deberse, en parte, a que Argentina tardó mucho en acometer los ajustes de reequilibrio de las finanzas públicas, y luego acudió demasiado tarde al FMI, todo esto combinado con una terrible sequía en 2018, que redujo drásticamente los volúmenes agrícolas y la cantidad de dólares que debían ingresar en la economía. Ya en 2019, y tras un proceso de reformas, tuvimos las primeras señales de contención en inflación y estabilización económica y de mercados, pero el resultado de las PASO desencadenó el miedo de los inversores a un nuevo gobierno peronista que signifique la discontinuidad de las políticas de racionalización fiscal y monetaria.

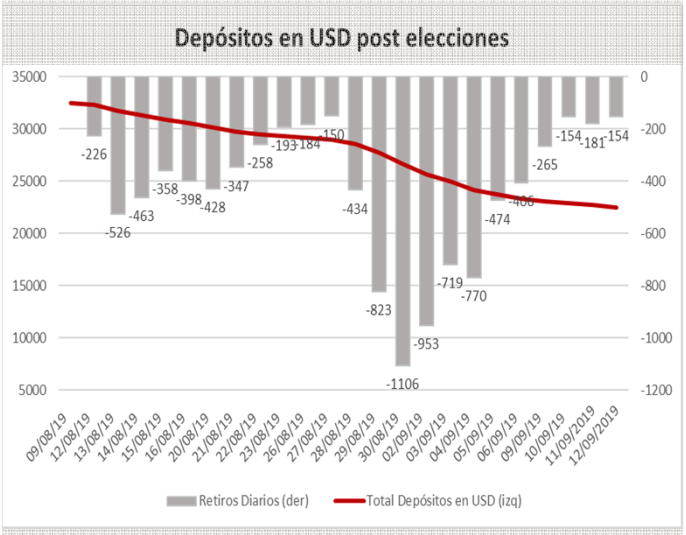
Perspectivas de los mercados financieros

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): MANTENER

Divisas (USD/ARS): INFRAPONDERAR (objetivo para final de 2019: 70)







ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis fundamental

Index	Andbank's Sales growth 2019	Sales per Share 2019	Projected Net Margin 2019	EPS 2019	EPS Growth 2019	Current PE fw EPS 2019	Dec 2019 PE ltm EPS 2019	INDEX CURRENT PRICE	2019 Central Point (Fundam range)	2019 E[Perf] to Centr. Point	2019 Exit Point
USA S&P 500	5,5%	1.419	12,3%	174	6,2%	17,16	16,67	2.985	2.900	-2,8%	3.100
Europe - Stoxx Europe 600	5,3%	322	8,2%	26	1,1%	14,83	14,70	390	387	-0,9%	406
Euro Zone - Euro Stoxx	3,4%	354	7,4%	26	1,0%	14,55	14,50	381	379	-0,3%	398
Spain IBEX 35	3,5%	8.075	9,3%	754	0,4%	12,07	12,50	9.100	9.423	3,5%	9.895
Mexico IPC GRAL	6,7%	37.453	7,8%	2.921	-0,8%	14,72	14,80	43.014	43.236	0,5%	46.478
Brazil BOVESPA	7,1%	66.644	10,6%	7.080	8,1%	14,76	14,50	104.481	102.663	-1,7%	112.929
Japan NIKKEI 225	5,6%	22.928	6,3%	1.445	3,1%	15,24	15,40	22.020	22.250	1,0%	22.695
China SSE Comp.	7,7%	2.965	9,3%	276	11,9%	10,61	11,50	2.929	3.176	8,4%	3.240
China Shenzhen Comp	8,2%	1.603	6,3%	100	14,6%	15,91	17,50	1.598	1.757	10,0%	1.792
India SENSEX	9,4%	18.689	10,7%	2.001	14,2%	19,48	20,00	38.990	40.023	2,6%	42.024
Vietnam VN Index	8,4%	690	9,0%	62	10,8%	15,91	16,50	991	1.028	3,7%	1.079
MSCI EM ASIA	7,3%	488	9,7%	47	12,6%	10,72	11,60	507	548	8,2%	576

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

FLUJOS INTERNACIONALES (mensuales)

Por clase de activo y por regiones

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Valoración: Neutral.
Final: 0,5 (en un rango de ±7)

Positioning (Small short bias): Asset allocation in equity is in neutral area combined with a negative signal on the Put call ratio which indicates that investors keep hedging their portfolios but at a low level (contrarian). Skew in neutral territory indicates that investors do not expect of a violent downside movement.

Flows (positive): Important flows toward US equity indicate a bullish momentum in equity markets on reduced tensions with China which had also some inflows (to a much lower extent). There were small positive flows toward Europe and UK as a consequence of the Brexit evolution and ECB announcements.

Sentiment (neutral): Neutral stance from investors.

In aggregate, most of the indicators remain in a neutral stance, suggesting that there is not a situation of stress in global equity markets (not overbought).

.

ANÁLISIS TÉCNICO

Escenario de tendencia.
Soportes y resistencias (1 mes)

S&P: LATERAL
Soporte: 2.822. Resistencia: 3.028

STOXX600: ALCISTA
Soporte: 369. Resistencia: 395

EUROSTOXX: ALCISTA
Soporte: 358. Resistencia: 387

IBEX: LATERAL-BAJISTA
Soporte: 8.592. Resistencia: 9.453

EUR-USD: BAJISTA
Soporte: 1,08. Resistencia: 1,12

Oil (WTI): LATERAL-ALCISTA
Soporte: 52,8. Resistencia: 66,6

Bonos Tesoro EE.UU.: LATERAL
Soporte: 1,4%. Resistencia: 2,15%
(desde la perspectiva del rendimiento).

MERCADOS DESARROLLADOS

Análisis fundamental

Treasury EE.UU.: suelo 1,70%; valor razonable 3,0%; techo 3,25%

Diferencial *swap*: El diferencial *swap* se redujo a -10 pb (desde -5 pb el mes pasado). Para que el diferencial se normalice en +4 pb (promedio 10Y), con un anclaje del tipo *swap* en torno al 1,75% (acorde con nuestra expectativa de inflación del 1,75%-2%), el rendimiento del bono UST 10Y debería situarse en 1,70%-1,95%.

Pendiente: La pendiente de la curva de rendimiento del bono estadounidense a 10 años se redujo a 4 pb (desde 20 pb el mes pasado), con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia el 1,75% (valor actual: 1,71%), para alcanzar la pendiente media a largo plazo (150 pb), el rendimiento del bono a 10 años debería situarse en 3,25%.

Rendimiento real: Un buen punto de entrada en el UST a 10 años sería cuando el rendimiento real estuviese en el 1%. Al ser nuestra previsión para el IPC de 1,75%-2%, el rendimiento del UST tendría que alcanzar el 2,75%-3% para situarnos en posición de «COMPRAR».

Bund alemán: suelo 0,60%; valor razonable 1,25%; techo 2%

Diferencial *swap*: El diferencial *swap* se redujo a +33 pb (desde +43 pb el mes pasado). Para que se normalizase en +37 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 1,00% (actualmente en 0,06%), el rendimiento del *Bund* debería avanzar hacia 0,63% (punto de entrada).

Pendiente: La pendiente de la curva en EUR disminuyó a 25 pb (desde 39 pb el mes pasado). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al 0% (en estos momentos está en -0,71%), para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (124 pb) el rendimiento del *Bund* debería situarse en 1,24%.

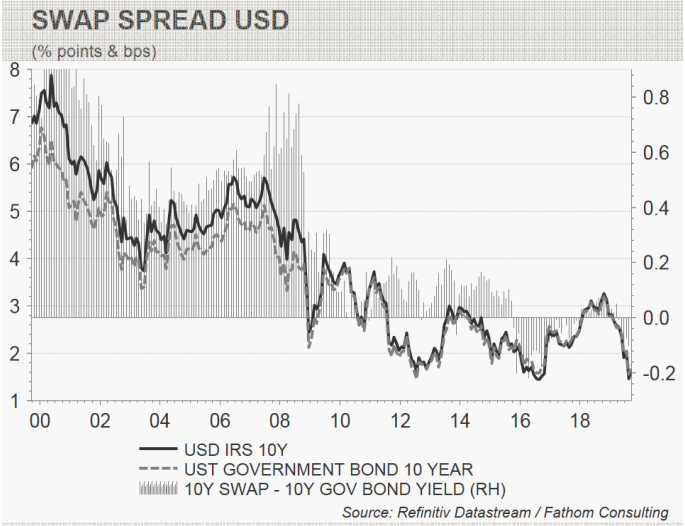
Rendimiento real: Un buen punto de entrada en el *Bund* podría ser cuando el rendimiento real estuviese en 1%. Dado que nuestras previsiones para el IPC están en 1,0%, el rendimiento del *Bund* debería alcanzar el 2,0% para posicionarnos en «COMPRAR».

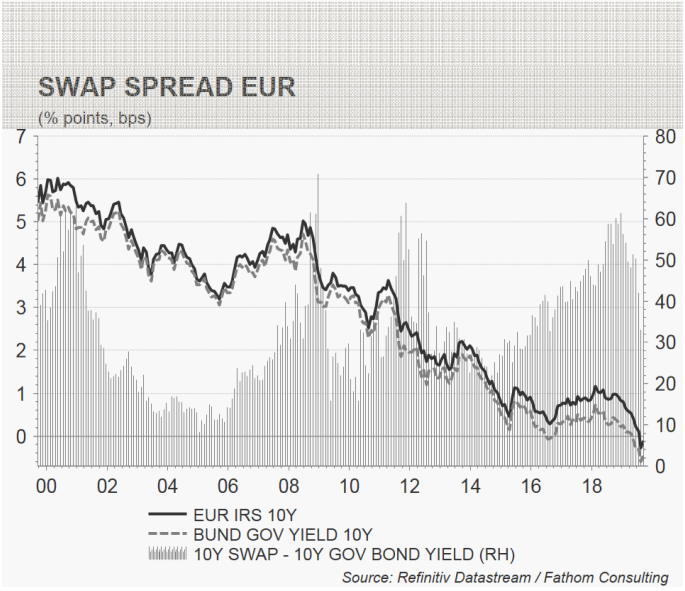
Gilt británico: suelo 1,9%; valor razonable 2,5%; techo 3,0%

Diferencial *swap*: El diferencial *swap* se redujo a +16 pb (desde +27 pb el mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en +11 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 2% (en la actualidad está en 0,80%), el rendimiento del bono británico a 10 años debería avanzar hacia el 1,89%.

Pendiente: Cuando el extremo corto de la curva se «normalice» en torno al 1% (hoy está en 0,33%), para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (150 pb) el rendimiento del Gilt debería situarse en 2,5%.

Rendimiento real: Se prevé para 2019 una suavización de la inflación hasta el 2,0%. Un rendimiento real del 1% implica que el rendimiento del bono británico a 10 años debería situarse en 3,0%.





BONOS EUROPEOS PERIFÉRICOS

Objetivos fundamentales: TIR a 10 años

Bono español. Rendimiento objetivo: 0,50%

Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 1,0%

Bono del Estado portugués. Rendimiento objetivo: 0,6%

Bono del Estado irlandés. Rendimiento objetivo: 0,00%

Bono del Estado griego. Rendimiento objetivo: 2,45%

BONOS DE MERCADOS EMERGENTES

Objetivos fundamentales

Hasta la fecha, la regla general que aplicamos en relación con los bonos de mercados emergentes (ME) consiste en «comprar» cuando se cumplan estas condiciones: (1) el bono del Tesoro estadounidense ofrece un rendimiento real igual o superior al 1% y (2) el rendimiento real de los bonos de ME supera en un 1,50% al de los bonos del Tesoro de EE.UU.

En el supuesto de que se cumpliera la primera condición, deberíamos comprar únicamente aquellos bonos de ME que ofreciesen un rendimiento real igual o superior al 2,50%. Los mercados (y bonos del Estado) que cumplen dichos requisitos figuran con fondo gris.

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	7,26%	3,28%	3,98%	-1,00%	6,26%
	India	6,72%	3,16%	3,57%	-1,00%	5,72%
	Philippines	4,76%	2,70%	2,06%	-0,75%	4,01%
	China	3,11%	2,70%	0,41%	0,00%	3,11%
	Malaysia	3,41%	1,51%	1,90%	-0,50%	2,91%
	Thailand	1,45%	0,88%	0,57%	0,00%	1,45%
	Singapore	1,72%	0,63%	1,10%	-0,50%	1,22%
	South Korea	1,35%	0,69%	0,66%	0,00%	1,35%
	Taiwan	0,71%	0,87%	-0,16%	1,00%	1,71%
EME	Turkey	13,55%	15,72%	-2,17%	1,00%	14,55%
	Russian Fed	7,00%	4,70%	2,30%	-0,75%	6,25%
LATAM	Brazil	7,07%	3,31%	3,76%	-1,00%	6,07%
	Mexico	6,89%	3,96%	2,93%	-0,75%	6,14%
	Colombia	5,77%	3,35%	2,42%	-0,75%	5,02%
	Peru	4,76%	2,27%	2,49%	-0,75%	4,01%

ENERGÍA – PETRÓLEO

Opinión fundamental (WTI): Banda objetivo: 50-70 USD/barril.

Comprar por debajo de 50 USD; vender por encima de 70 USD.

Factores a corto plazo

(Negativo para el precio) – El acuerdo histórico entre China e Irán pondrá una gran cantidad de crudo iraní en el mercado. En virtud del contrato, Teherán podrá vender petróleo barato a China y en cantidades ilimitadas. Mediante este acuerdo China ha dejado claro que podría pasar a comprar en breve hasta 2.2 mbpd de crudo iraní (un salto gigantesco desde los 0.2 mbpd que venía comprando hasta ahora). A cambio, Teherán recibirá inversiones chinas por valor de USD80bn en cinco años para modernizar la infraestructura energética en Irán. Para garantizar sus inversiones, China desplegará unas 5000 personas sobre el terreno. El precio internacional del petróleo podrá verse muy presionado a la baja, debido al aumento en la cantidad de oferta en el mercado global –desde Irán- , así como el descuento significativo de esta nueva oferta.

(Negativo para el precio) – El contrato entre China e Irán supone el desafío más claro de cualquier nación hasta hoy contra el régimen de sanciones internacionales y complicaría la resolución del conflicto comercial. En respuesta a este acuerdo, los EE.UU. podrían aumentar la presión sobre Huawei y el sector tecnológico chino en su conjunto, o incluso aumentar aranceles aún más, lo que a su vez pesará mucho sobre las expectativas de crecimiento e inflación globales, y con ello, presionará a la baja el precio del crudo. Podemos sentirnos inclinados a pensar que Pekín ya habría asumido que un acuerdo comercial es prácticamente imposible, y que sería el momento ya de la contraproducente política de "estaremos mejor haciendo lo mejor dentro de lo peor". Lo que no deja de situarnos en lo peor.

(Positivo para el precio) – ¿Podría ser este contrato entre Pekín y Teherán el factor que desencalle el conflicto comercial? Pekín podría estar buscando, a través de este contrato, la "carta" que le falta para jugar la partida de las negociaciones. En toda negociación es necesario tener algo que ofrecer, y Pekín puede ahora ofrecer la liquidación de dicho contrato con Irán cuando negocie un posible tratado comercial con EE.UU.

(Positivo para el precio) – Arabia Saudí despide al ministro del petróleo Al-Falih. Viendo las implicaciones del contrato entre Pekín y Teherán, Riyadh ha reaccionado rápidamente despidiendo al "todo poderoso" ministro del petróleo (Al-Falih), nombrado ministro en 2016 precisamente para coordinar la estrategia con la OPEP, y otros países como Rusia, a fin de levantar el precio internacional del crudo, para poder cuadrar los déficits crónicos del país y al mismo tiempo facilitar la venta de la empresa energética Aramco. En sustitución de Al-Falih, los saudíes han puesto como ministro a un familiar del príncipe Mohamed bin Salman (que claramente persigue políticas que impulsen el precio del crudo), aunque no creemos que puedan contrarrestar los efectos bajistas del acuerdo energético entre China e Irán. ¿Por qué? El nuevo ministro Abdulaziz bin Salman ya ha dicho que el reino seguirá participando en el acurdo OPC+ para recortar producción global de crudo, y que este acuerdo "está aquí para quedarse". Sin embargo, aunque los países de la OPEP+ han sido capaces de retirar unos 100 millones de barriles del mercado en los últimos tres meses, esto ha sido compensado por aumentos de producción en países como EE.UU. o Irak, además de haberse dado un fuerte declive en la demanda global de crudo (pues el consumo durante el periodo enero-mayo ha sido el más bajo en una década).

(Positivo para el precio) – Ataques a instalaciones saudíes: equilibrio energético más inestable, golpe a Aramco, aumento de las tensiones con Irán. Los ataques a instalaciones saudíes nos recuerdan a todos que la guerra que este reino mantiene con Yemen está lejos de finalizar, y que guste o no, está ahora más cerca de Arabia Saudí y de sus centros clave de producción. Esto alimenta la idea de que el equilibrio energético es menos estable de lo que era. Por otro lado, Aramco es ahora un proyecto mucho menos atractivo (pues es más peligroso), lo que sin duda dificultará, y mucho, su colocación en el mercado (una IPO que no logra ver la luz). Esto representa un duro golpe para los intereses del príncipe Mohamed bin Salman, que necesita urgentemente esos fondos para cuadrar el presupuesto del reino, modernizar las instalaciones del país y contribuir al fondo SoftBank Vision para financiar su plan "Saudi 2030". Objetivos, todos, que requieren un precio estable del crudo en niveles de $80/barril. Este revés con Aramco probablemente haga que Arabia Saudí acelere en su política energética encaminada a aumentar el precio internacional mediante el pacto OPEP+. Quizás la consecuencia más importante sea que los ataques de este fin de semana enrarecen el acuerdo de defensa que Arabia Saudí tenía con EE.UU. Este acuerdo se remonta a 1945, y fue sellado entre Roosvelet y el rey Ibn Saud. Es fácil imaginar algunos de los términos del contrato: Flujo de petróleo barato hacia EE.UU., a cambio de compra de armas y una fuerte alianza estratégica que implique defensa. ¿Porqué digo que puede enrarecerse esta relación? Muy sencillo. Cuando alguien compra protección, espera protección, y lo que ha ocurrido precisamente este fin de semana es que un grupo de "rebeldes yemenís han entrado en el espacio aéreo norteamericano". Esto podría explicar porque el secretario de estado Mike Pompeo se ha apresurado a apuntar a los iraníes, una decisión que, sin duda, levanta las espadas y caldea el ambiente (y mucho). ¿Por qué? Si Pompeo dice eso, los saudíes (en virtud de su acuerdo de protección) pueden exigir acciones a Washington contra Teherán. Y esto sí que es serio.

Factores a largo plazo

(-) Las energías alternativas toman el relevo: Los productores convencionales deben tener en cuenta que el valor de sus reservas lo dicta el tiempo que pueden seguir bombeando antes de que las energías alternativas tornen obsoleto el petróleo. A fin de aplazar ese momento cuanto puedan, interesa a los productores mantener el precio del petróleo bajo el mayor tiempo posible (manteniendo de este modo el coste de oportunidad de las fuentes alternativas de energía lo más alto posible). El responsable del último consorcio para producir etanol celulósico a gran escala a partir de residuos agrícolas dice que las perspectivas parecen nuevamente prometedoras, pero que «la tecnología puede ser competitiva con el petróleo a 70 USD/barril».

(-) Los crecientes problemas medioambientales llevarán a endurecer más la legislación sobre niveles de producción. El valor de las reservas de los países productores depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una regulación más dura inspirada en el respeto por el medioambiente. Con los crecientes problemas medioambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para la OPEP es el de estar sentado sobre una gran cantidad de «reservas varadas» que ya no podría extraer ni vender. Por tanto, los productores tienen un potente incentivo para obtener cuanto antes beneficios económicos de sus reservas.

(-) Los productores de la OPEP, ¿tienen capacidad para determinar estructuralmente los precios? Si bien el acuerdo entre los saudíes y Rusia para estrangular el mercado mundial de la energía les ha funcionado bien para lograr un alza considerable en el precio, ha sido a costa de perder cuota de mercado, de forma que los productores de la OPEP ya no pueden sencillamente determinar el precio sin sufrir un coste. En la década de 1970 o a principios de la década de 2000, el cártel de exportadores acordó recortar la producción y este enfoque funcionó bien, ya que la principal competencia se daba entre los productores de petróleo convencional (sobre todo entre la OPEP y los productores no pertenecientes a la OPEP). Hoy en día, la mayor amenaza para cualquier productor de petróleo convencional proviene de productores no convencionales y de otras fuentes alternativas de energía. En teoría, la menor producción de energía a partir de petróleo convencional debería quedar fácilmente compensada por una rápida alza en la producción a partir de petróleo de esquisto.

METALES PRECIOSOS - ORO

Precio objetivo del oro a 1.200 USD/onza. Vender por encima de 1.300 USD/onza.

Factores negativos

Oro en términos reales. El precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, que se utiliza como aproximación para el deflactor mundial) se disparó a 1.358USD/oz (desde los 1.270 USD/oz del mes anterior). En términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 920 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,1123 en la actualidad), para que el precio del oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería seguir rondando los 1.033 USD/onza.

Ratio entre oro y plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Esta ratio cayó a 82,2 (desde 87 el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 64 veces, lo que indicaría que el oro está caro (al menos frente a la plata). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.188 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio aumentó en el mes a 26,05 (desde 25,48 el mes pasado), pero supera aún con creces su promedio de los últimos 20 años de 15,22. Considerando nuestro objetivo fundamental a largo plazo para el petróleo de 55 USD/barril (nuestro objetivo central a largo plazo) y que la utilidad del petróleo frente al oro se mantendrá inalterada, el oro debería acercarse al nivel de 837 USD/oz para que esa relación continuara cerca del promedio de largo plazo.

Posicionamiento especulativo. Evolución mensual de posiciones abiertas en contratos de futuros no comerciales (100 oz) en CFTC: las posiciones largas se elevaron a 341.511contratos (desde 309.000 el mes pasado); las cortas se mantuvieron estables en 59.000 (desde 64.000 contratos). Por tanto, la posición neta se elevó con fuerza, hasta los 282.000 contratos (en comparación con los 184.000 del mes pasado), marcando un máximo que no se repetía desde septiembre de 2017.

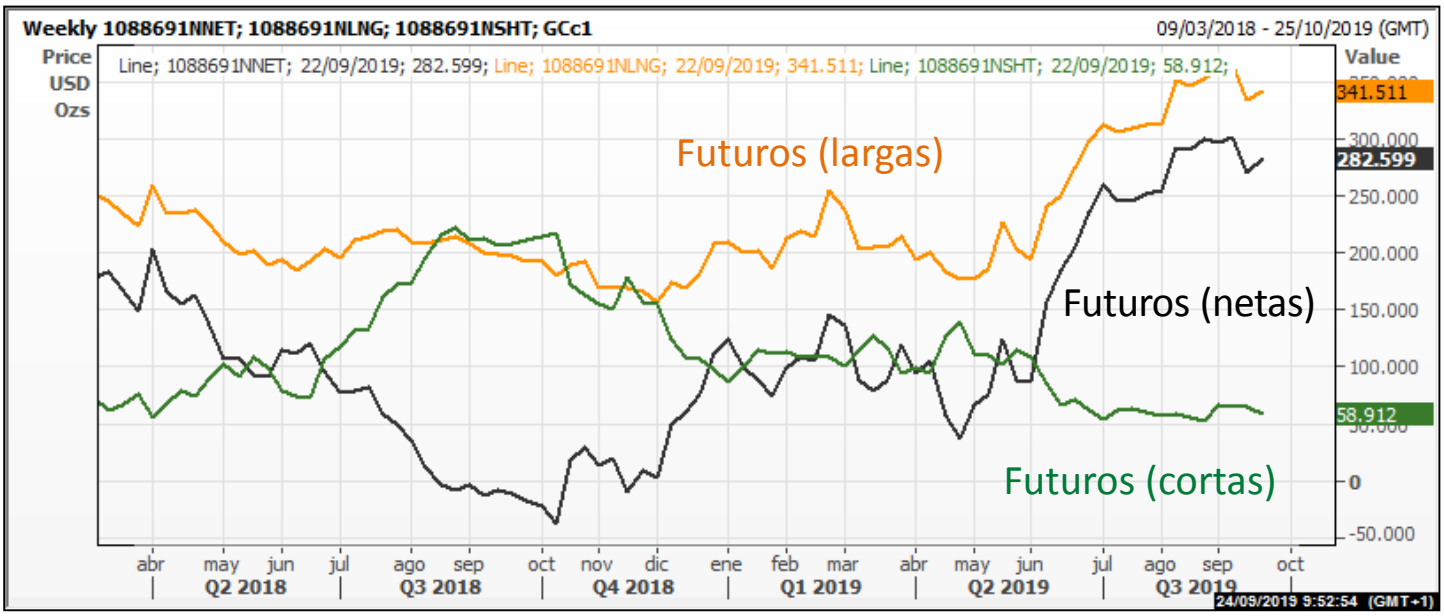
Desmonetización en India. La desmonetización obligó a millones de hogares indios a utilizar por primera vez servicios bancarios formales, contribuyendo a su integración en la economía formal. Esta medida ayuda a movilizar un ahorro de miles de millones de dólares que está incorporado en activos físicos improductivos como el oro.

Factores positivos

Ratio entre oro y S&P500. Esta ratio se elevó hasta 0,51 este mes (desde 0,47 del mes pasado), pero todavía está muy por debajo de su promedio de largo plazo de 0,60. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.890 USD, el precio del oro debería aproximarse a 1.740 USD/oz para que esta relación permaneciese cerca de su promedio de largo plazo.

Los rendimientos negativos confieren un gran atractivo al oro. La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija –que el oro no ofrezca cupón– está en estos momentos neutralizada por los tipos negativos en numerosos títulos de deuda global (el valor nominal de bonos con rendimientos negativos supera los 17 billones de USD).

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



TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

EUR/USD: Objetivo fundamental para final de 2019 situado en 1,10 dólares por euro

El posicionamiento global en el dólar estadounidense aumentó el mes pasado hasta los USD 15.400 millones desde 11.500 del mes pasado, situando la desviación respecto al nivel promedio de los últimos 3 años (z-score) en 0,36 *sigmas (*desde 0,09 *sigmas* en el mes anterior). Esto significa que no hay estrés de posicionamiento, pues este se encuentra dentro de +/- 1 desviación estándar. Las monedas más perjudicadas de esta rotación han sido el euro y algunas emergentes como el BRL, el MXN y el RUB. Las posiciones netas largas en el dólar están aún muy por debajo de los 35.000 millones de USD de contratos largos vistos en el billete verde el último año. Esto, unido a una desviación típica del posicionamiento que no muestra estrés alguno, indica que sigue habiendo un margen para construir nuevas posiciones en el billete verde. Ya en una reflexión más global, las posiciones aún largas en el mundo emergente (+0,41 en z-score 3 años) indica que estas monedas ya no están sobrevaloradas, y que los inversores piensan que el comportamiento de la economía de EE.UU. en los próximos meses será bueno, al igual que el de las economías de mercados emergentes. Nuestro **análisis fundamental** se reafirma, desde consideraciones estructurales, en una opinión alcista del USD frente al EUR, y tal como avanzamos en el documento anterior, en el que anunciábamos un posible recorte en el tipo de cambio del EUR/USD, materializamos este mes dicho ajuste y situamos el objetivo 2019 en 1,10 dólares por euro. El **análisis técnico** examinado en el Comité de inversiones fija un nuevo nivel de soporte en 1,08, y la resistencia en 1,12, con una visión bajista para el EUR.

USD/JPY: Objetivo: 112; **EUR/JPY**: Objetivo: 123,2

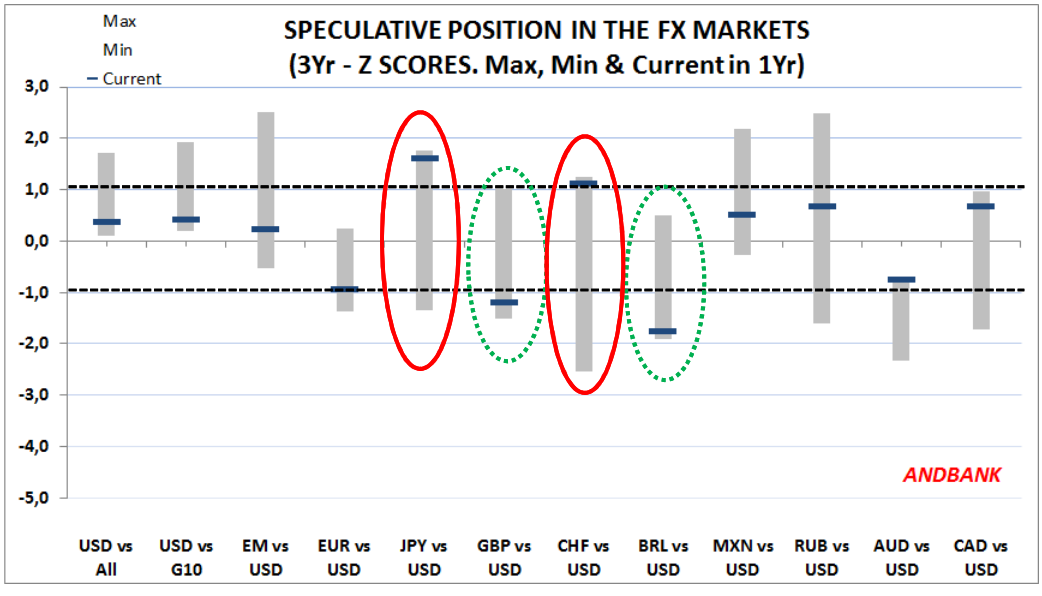
A nuestro juicio, son varios los aspectos que sugieren que el JPY no debería apreciarse más frente al USD. Considerémoslos: (1) Si bien la Reserva Federal dejó de aminorar su balance, el BoJ sigue ampliándolo, y con ello, la oferta monetaria, lo que realza el atractivo del USD (o se lo resta al JPY). (2) Restamos credibilidad a la opción de una reducción gradual de los estímulos en Japón después de que el BoJ reiterase su intención de atenerse a su política de ultrarrelajación monetaria, al menos hasta que alcance el objetivo de inflación del 2% (inalcanzable a corto plazo). (3) El rendimiento real es menor en los bonos del gobierno japonés (JGB) y, con el rendimiento del JGB a 10 años fijado por su autoridad monetaria en niveles cercanos al 0%, es muy improbable un aumento de dichos rendimientos reales.

GBP/USD: Objetivo: 1,32; **EUR/GBP**: Objetivo: 0,83
USD/CHF: Objetivo: 0,98; **EUR/CHF:** Objetivo: 1,07
USD/MXN: Objetivo: 20; **EUR/MXN:** Objetivo: 22
USD/BRL: Objetivo: 3,75; **EUR/BRL:** Objetivo: 4,13
USD/ARS: Objetivo: 70
USD/INR: Objetivo: 72
CNY: Objetivo: 7,00
RUB: Neut-Negativa
AUD: Neut-Positiva
CAD: Neut-Negativa

Positive
Neutral-Positive
Neutral-Negative
Negative

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn $)	Change vs last month (Bn $)	1-yr Max (Bn $)	1-yr Min (Bn $)	1-yr Avg (Bn $)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	15,40	4,50	34,9	0,0	24,1	**0,36**
USD vs G10	17,58	3,08	39,6	0,0	25,7	**0,41**
EM	2,18	-1,42	5,0	-0,2	2,2	**0,22**
EUR	-9,49	-4,22	1,6	-14,8	-6,8	**-0,94**
JPY	2,76	-0,91	4,0	-12,8	-6,1	**1,61**
GBP	-6,73	0,30	0,1	-7,8	-4,4	**-1,19**
CHF	-0,57	0,85	-0,4	-6,0	-2,9	**1,13**
BRL	-0,84	-0,63	0,2	-0,9	-0,3	**-1,76**
MXN	2,11	-0,68	4,1	0,0	2,0	**0,52**
RUB	0,91	-0,11	1,4	-0,2	0,7	**0,67**
AUD	-2,75	1,50	-1,9	-5,2	-3,9	**-0,75**
CAD	1,50	0,52	2,3	-5,0	-1,4	**0,68**

ANDBANK



En los círculos verdes, las divisas que favorecemos por motivos técnicos.

TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fundamental Central Point 2019	Expected Performance 2019
Equity	USA - S&P 500	3,4%	19,1%	2.985	**2.900**	-2,8%
	Europe - Stoxx Europe 600	4,7%	14,8%	390	387	-0,9%
	Euro Zone - Euro Stoxx	4,7%	15,2%	381	379	-0,3%
	SPAIN - IBEX 35	4,0%	6,4%	9.100	9.423	3,5%
	MEXICO - MXSE IPC	5,1%	3,3%	43.014	43.236	0,5%
	BRAZIL - BOVESPA	6,4%	18,9%	104.481	102.663	-1,7%
	JAPAN - NIKKEI 225	8,7%	10,2%	22.020	22.250	1,0%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	1,2%	17,5%	2.929	3.176	8,4%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	0,2%	26,0%	1.598	1.757	10,0%
	INDIA - SENSEX	4,1%	7,0%	38.990	40.023	2,6%
	MSCI EM ASIA (in USD)	3,9%	4,4%	507	548	8,2%
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	-2,0%	9,6%	1,74	**1,85**	-0,5%
Core countries	UK 10 year Gilt	-0,7%	6,8%	0,53	0,80	-2,0%
	German 10 year BUND	-1,1%	6,7%	-0,58	**-0,30**	-2,4%
	Japanese 10 year Govie	-0,2%	2,1%	-0,26	0,00	-2,2%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	-0,6%	11,4%	0,12	0,50	-3,0%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	1,7%	17,1%	0,83	1,00	-1,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,5%	13,8%	0,14	0,60	-3,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,7%	8,2%	-0,05	0,00	-0,4%
	Greece - 10yr Gov bond	3,1%	27,1%	1,31	2,45	-8,8%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,2%	1,4%	55,36	**60**	-1,0%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,3%	6,3%	226,50	**300**	-2,7%
	Credit USD IG - CDX IG	0,0%	1,3%	60,10	50	0,5%
	Credit USD HY - CDX HY	1,1%	6,8%	325,84	**403**	-1,4%
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond	17,6%	28,7%	13,72	**14,00**	11,5%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond	2,0%	19,8%	7,00	6,75	9,0%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond	0,3%	10,7%	7,27	6,50	13,4%
Asia	India - 10yr Gov bond	-1,0%	10,3%	6,75	5,75	14,7%
(Local curncy)	Philippines - 10yr Gov bond	-1,9%	23,4%	4,75	4,25	8,8%
	China - 10yr Gov bond	-0,2%	2,8%	3,09	3,25	1,8%
	Malaysia - 10yr Gov bond	-1,0%	8,1%	3,43	2,75	8,9%
	Thailand - 10yr Gov bond	-0,4%	9,1%	1,46	**1,50**	1,1%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,0%	4,2%	1,68	1,50	3,1%
	South Korea - 10yr Gov bond	-1,3%	5,8%	1,35	1,50	0,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond	-0,4%	2,0%	0,69	1,70	-7,4%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,3%	20,2%	6,89	6,85	7,2%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,1%	15,1%	3,47	3,60	2,4%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	4,4%	23,8%	7,07	**7,85**	0,8%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,4%	13,9%	4,22	3,85	7,2%
Commodities	Oil (WTI)	1,3%	24,4%	56,5	50,00	-11,5%
	GOLD	-2,3%	17,2%	1.503,8	1.200	-20,2%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-1,2%	-4,6%	1,094	**1,100**	0,5%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,1%	-3,2%	1,23	1,32	6,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-2,3%	-1,4%	0,89	0,83	-5,9%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,0%	1,0%	0,99	0,98	-1,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,2%	-3,5%	1,09	1,07	-1,0%
	USDJPY (price of 1 USD)	1,6%	-1,6%	107,76	**112,00**	3,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,3%	-6,2%	117,90	123,20	4,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	-2,7%	-0,4%	19,56	20,00	2,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-3,8%	-4,9%	21,41	22,00	2,8%
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,5%	6,9%	4,15	3,75	-9,6%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,7%	2,0%	4,54	4,13	-9,1%
	USDARS (price of 1 USD)	-1,8%	51,2%	56,88	**70,00**	23,1%
	USDINR (price of 1 USD)	-1,1%	2,0%	70,97	72,00	1,4%
	CNY (price of 1 USD)	-0,4%	3,7%	7,13	7,00	-1,8%

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

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y TOLERANCIA AL RIESGO

Propuesta mensual de distribución de activos y divisas

	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
Asset Class	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)
Cash	**15,0**	**21,0**	**10,0**	**15,6**	**5,0**	**10,9**	**5,0**	**7,8**
Short-Term debt & MM instrument	**25,0**	**33,0**	**15,0**	**22,0**	**5,0**	**10,3**	**0,0**	**3,9**
Fixed Income Long-Term - OECD	**30,0**	**19,5**	**20,0**	**13,0**	**15,0**	**9,8**	**5,0**	**3,3**
US Gov & Municipals & Agencies		17,6		11,7		8,8		2,9
EU Gov & Municipals & Agencies		0,0		0,0		0,0		0,0
European Peripheral Risk		2,0		1,3		1,0		0,3
Credit (OECD)	**20,0**	**16,0**	**20,0**	**16,0**	**15,0**	**12,0**	**5,0**	**4,0**
Investment Grade USD		8,8		8,8		6,6		2,2
High Yield Grade USD		2,4		2,4		1,8		0,6
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**	**6,3**	**7,5**	**9,4**	**10,0**	**12,5**	**15,0**	**18,8**
Latam Sovereign		1,9		2,8		3,8		5,6
Latam Credit		1,6		2,3		3,1		4,7
Asia Sovereign		1,6		2,3		3,1		4,7
Asia Credit		1,3		1,9		2,5		3,8
Equity OECD	**5,0**	**4,3**	**20,0**	**17,0**	**32,5**	**27,6**	**50,0**	**42,5**
US Equity		1,7		6,8		11,1		17,0
European Equity		1,7		6,8		11,1		17,0
Japan Equity		0,9		3,4		5,5		8,5
Equity Emerging	**0,0**	**0,0**	**5,0**	**5,0**	**10,0**	**10,0**	**10,0**	**10,0**
Asian Equity		0,0		3,0		6,0		6,0
Latam Equity		0,0		2,0		4,0		4,0
Commodities	**0,0**	**0,0**	**2,5**	**2,0**	**5,0**	**4,0**	**5,0**	**4,0**
Energy		0,0		0,5		1,0		1,0
Minerals & Metals		0,0		0,3		0,6		0,6
Precious		0,0		0,8		1,6		1,6
Agriculture		0,0		0,4		0,8		0,8
Alternative Investments	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**2,5**	**2,9**	**5,0**	**5,8**
REITs		0,0		0,0		0,7		1,4
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,9		1,7
Market Neutral		0,0		0,0		1,0		2,0
Volatility		0,0		0,0		0,3		0,6
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		90,8		86,0		81,2		76,0
USD		9,2		14,0		18,8		24,0

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

COLABORADORES PRINCIPALES

Together
Everyone
Achieves
More

Eduardo Anton
US: Equity, Bonds & Corporates
+1 305 702 0601

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

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

Yair Shani
Israel: Rates & Equity market
+972 3 6138218

Marian Fernández
Europe: Rates, Macro & ECB
+34 639 30 43 61

Sofiane Benzarti
Luxembourg: Global Flows & positioning
+352 26 19 39 21

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

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

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

Carlos Hernández
Global 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 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 las predicciones o los 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 los 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.