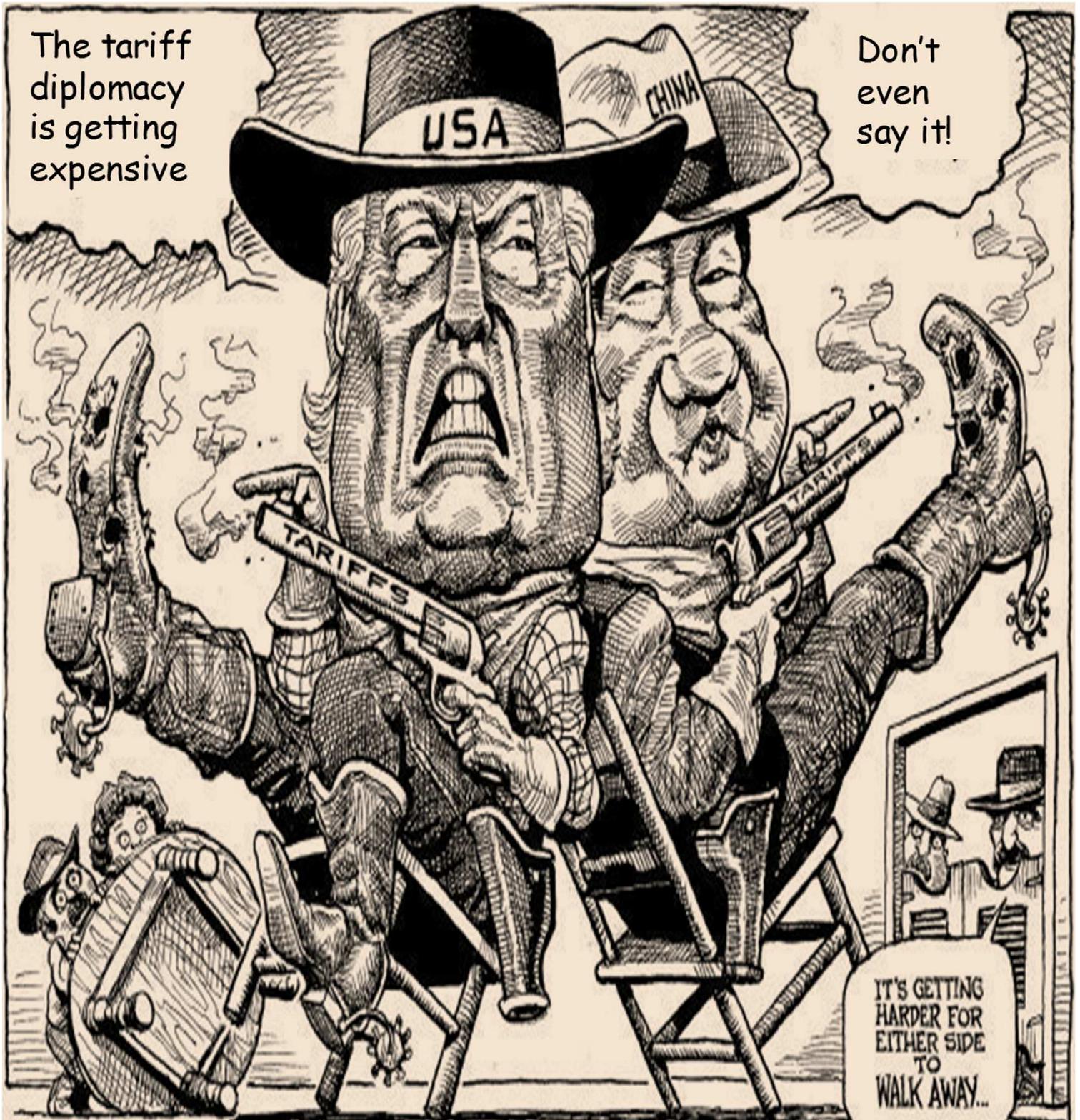


ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

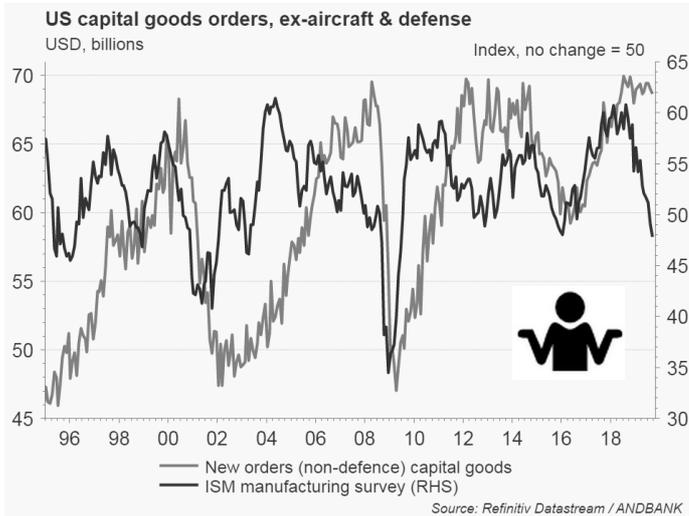
Opinión corporativa mensual de Andbank

Perspectivas estratégicas mundiales — Noviembre de 2019



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



Página 2

EQUITIES

RENTA VARIABLE

Síntesis de perspectivas para la renta variable: **EE.UU. (S&P)**: INFRAPONDERAR-PONDERACIÓN NEUTRAL; objetivo: 2.900; salida: 3.100. **Europa (Stoxx 600)**: POND. NEUTRAL; objetivo: 387; salida: 406. **Euro Stoxx**: POND. NEUTRAL; objetivo: 379; salida: 398. **España (IBEX)**: SOBREP.; objetivo: 9.425; salida: 9.900. **Japón (N225)**: POND. NEUTRAL-INFRA.; objetivo: 22.250; salida: 22.700. **China (Shanghái)**: POND. NEUTRAL-SOBREP.; objetivo: 3.176; salida: 3.240. **China (Shenzhén)**: POND. NEUTRAL-SOBREP.; objetivo: 1.757; salida: 1.800. **India (Sensex)**: POND. NEUTRAL-SOBREP.; objetivo: 40.023; salida: 42.000. **Israel (TLV)**: POND. NEUTRAL; valoración ajustada. **Brasil (Ibovespa)**: POND. NEUTRAL; objetivo: 103.000; salida: 103.300. **México (IPC)**: SOBREP.; objetivo: 43.000; salida: 45.400.

FI

RENTA FIJA

Los mercados de renta fija dejaron que desear el mes pasado. Si bien los niveles de valoración siguen siendo extremos, sobre todo en los bonos europeos, pensamos que el respaldo de los bancos centrales se mantendrá en el corto plazo. Síntesis de perspectivas para la renta fija: **Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años (UST 10Y)**: INFRAP. - POND. NEUTRAL; punto entrada: 1,80%. **Bono alemán (Bund)**: INFRAP.; objetivo: -0,30%. **Bono español**: INFRAP.; objetivo: 0,50%. **Bono italiano**: POND. NEUTRAL; objetivo: 1,0%. **Bono portugués**: INFRAP.; objetivo: 0,60%. **Bono irlandés**: INFRAP.; objetivo: 0,00%. **Bonos de ME (Asia)**: SOBREP. (preferencia por Indonesia, India, Filipinas, Malasia y Singapur; evitar Taiwán, Corea del Sur y China). **Bonos de ME (Latinoamérica)**: SOBREP. (preferencia por México en MXN y Brasil en USD).



DEUDA CORPORATIVA

Deuda corporativa en EUR. El deterioro de la coyuntura macroeconómica mundial, unido al aumento de la oferta de deuda de empresas en Europa y la reciente materialización de plusvalías por los inversores, tras haberse registrado rentabilidades del 6% en la categoría de inversión (IG) y del 8% en la de alto rendimiento (HY), deberían conducir a una ampliación de los diferenciales. Las tasas de impago estimadas para emisores de deuda empresarial estadounidenses y europeos se han elevado al 3% y 2,8%, respectivamente. No obstante lo anterior, la menor incertidumbre sobre las negociaciones comerciales, la progresión hacia la conclusión del *Brexit* y la reanudación del programa de compra de activos del BCE podrían imprimir impulso a los bonos corporativos (sobre todo a aquellos con rating BBB). Continuaríamos apostando por deuda de compañías de sectores más defensivos (no cíclicos), como telecomunicaciones y suministros colectivos. **Deuda corporativa en EUR (IG) (iTraxx)**: INFRAP.; diferencial objetivo: 65 pb. **Deuda corporativa en EUR (HY) (Xover)**: INFRAP.; diferencial objetivo: 270 pb. **Deuda corporativa en USD (CDX IG)**: POND. NEUTRAL; diferencial objetivo: 50 pb. **Deuda corporativa en USD (CDX HY)**: INFRAP.; diferencial objetivo: 390 pb.



DIVISAS

Expresamos preferencia por USD y BRL; las divisas que menos nos gustan son JPY, CHF, MXN, RUB, CAD



MATERIAS PRIMAS

Vender crudo WTI por encima de 65 USD/barril. Rusia no alcanza el objetivo pactado en septiembre. Japón se plantea enviar fuerzas navales a Oriente Medio. Estados Unidos y Arabia Saudita intensifican las medidas para proteger la producción petrolera del Reino. Pérdida de impulso, con las apuestas alcistas en su mínimo de los últimos nueve meses.



EE.UU.

Acuerdo parcial con China. Resultados del segundo trimestre mejores de lo esperado.

Geopolítica

La primera fase del acuerdo parcial entre China y Estados Unidos ha mejorado el sentimiento. En virtud de este acuerdo, China se ha comprometido a importar productos agrícolas de los EE. UU. por valor de USD 40-50 mil millones anuales; sin duda una cifra atractiva para los intereses de los EE. UU., especialmente si consideramos que venimos de niveles de importación por valor de USD10 mil millones de en 2018, y que el pico de compras de productos norteamericanos se alcanzó un máximo de USD29 mil millones en 2013. Desde el lado estadounidense, se ha pospuesto el aumento de los aranceles estadounidenses del 25% al 30% programado para el 15 de octubre. Todo parece indicar que las negociaciones para completar esta fase 1 continuarán, y desde Andbank creemos que se podría abrir la posibilidad de ver una fase 2 de un acuerdo comercial, que representaría un progreso por parte de Pekín en las áreas de fortalecimiento de las leyes de protección de la propiedad intelectual y mejora de la accesibilidad al mercado local chino de servicios financieros. A cambio, EE. UU. podría ofrecer la cancelación del aumento de tarifas previsto para diciembre. La pregunta clave es si estos acuerdos iniciales pueden ser estables y dar lugar a una secuencia de pequeños desarrollos que, en su conjunto, representan una mejora sustancial de la situación. Hay dos razones que nos hacen ser optimistas: Primero, habrá un mecanismo de monitoreo sobre el cumplimiento de lo acordado. En segundo lugar, las promesas no parecen ser de difícil cumplimiento (ya en abril, el Congreso Nacional del Pueblo en China fortaleció la protección de la propiedad intelectual, y en julio, Beijing suavizó las restricciones a la inversión extranjera). Visto en perspectiva, podemos decir que fue una muy buena iniciativa de Beijing poner en diferentes canastas las cuestiones de seguridad nacional (sobre las cuales es muy difícil progresar) y los asuntos puramente comerciales (en los que ya estamos avanzando). Es por eso estamos ante un acuerdo parcial, y no total.

La Reserva Federal estadounidense

La Fed recortó 25pb (hasta el 1,75%) después de que el vicepresidente Ricahrd Clarida manifestó que, si bien la economía está en buena forma y las perspectivas siguen siendo favorables, persisten riesgos «evidentes». A partir de aquí, la Fed «actuará según corresponda» para sostener la expansión. Lo que sabemos hoy es que la economía se expandió a un 1.9% intertrimestral (anualizado) en los tres meses hasta septiembre, y esto fue a pesar de que la inversión empresarial cayó (arrastrada por la incertidumbre de una guerra comercial entre EE. UU. Y China), lo que sugiere que los factores domésticos siguen muy fuertes a día de hoy. En términos generales, la actividad del PIB del 3T superó las previsiones de los economistas (que esperaban un 1,6%). En una comparación de año en año, el PIB del tercer trimestre subió un 2.0% respecto al mismo trimestre del año anterior. Si bien esto significa una desaceleración en comparación con los trimestres recientes, sigue representando un buen desempeño económico. Si conjugamos estos datos con el índice de precios del PIB (que se situó en el 1.7% en el 3T, después de aumentar 2.4% en el trimestre anterior), sugiere que la Fed tiene la total libertad de hacer lo que quiera, sin riesgo de cometer un error..

Mercados bursátiles, de deuda pública y de deuda corporativa

La temporada de resultados empresariales del tercer trimestre ha comenzado y los beneficios están superando las expectativas de los analistas. Los diferenciales de crédito se han beneficiado de algunos aspectos técnicos favorables, como el bajo volumen de nuevas emisiones, menores costes de cobertura de tipos de cambio y un posicionamiento prudente por parte de los inversores. La deuda de alto rendimiento se ha apreciado, y los valores con calificación BB se han revalorizado más que aquellos con ratings B y CCC. El volumen total impagado en lo que va de año supera ya la cifra de todo el año pasado, alcanzando la tasa de incumplimiento de la deuda de alto rendimiento de EE.UU. el 2,81% en estos momentos.

Perspectivas de los mercados financieros

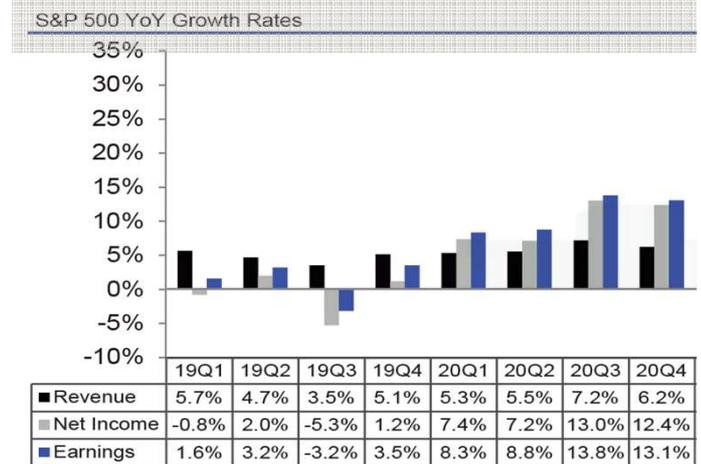
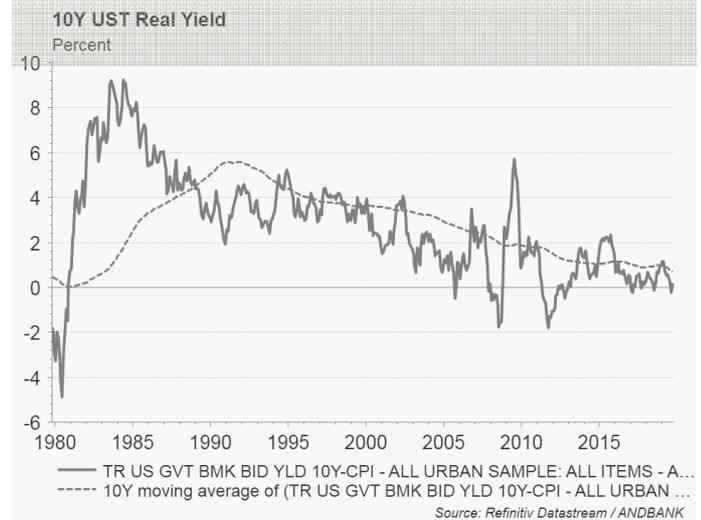
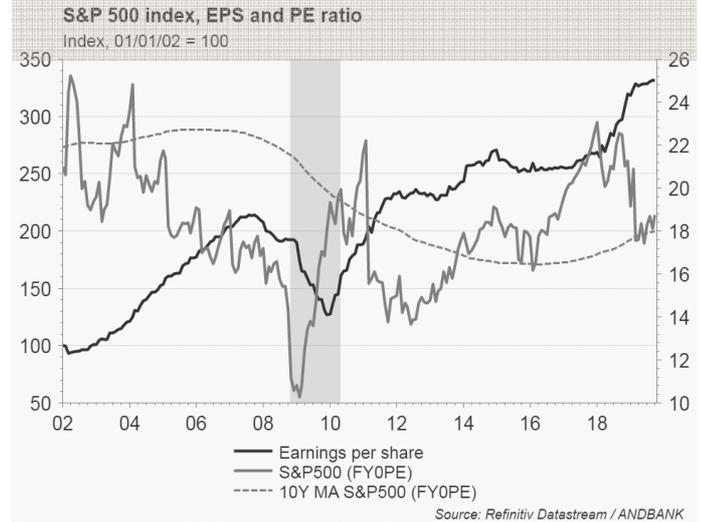
Renta variable (S&P): INFRAP./NEUTRAL (objetivo: 2.900; salida: 3.100)

Deuda soberana: INFRAP./NEUTRAL. (punto entrada UST 10 años: 1,8%)

Deuda corporativa (CDX IG): POND. NEUTRAL (diferencial objetivo: 50)

Deuda corporativa (CDX HY): INFRAP. (diferencial obj.: 354)

Divisas (Índice DXY): POND. NEUTRAL



Source: I/B/E



MACROECONOMÍA

EUROPA

El mercado alcanza nuestro precio objetivo central. Atentos al punto de salida

Coyuntura económica y BCE

Los PMI del sector industrial retrocedieron de nuevo en septiembre y se apreció también cierto contagio en el sector servicios. La producción industrial disminuyó, y se observaron menos dinamismo en la creación de empleo y un deterioro de las cifras externas. Siguen demandándose políticas fiscales expansivas, pero apenas hay voluntad de aumentar el gasto público. Alemania ha declarado que «ha hecho lo suficiente»; por su parte, el proyecto de presupuestos del Estado del Gobierno francés incluye la reducción del tipo mínimo del impuesto sobre la renta. El Eurogrupo alcanzó recientemente un acuerdo sobre los elementos clave de un presupuesto común de 20.000 millones de EUR destinado a facilitar inversiones y reformas y a impulsar a los países más pobres. En cuanto a la inflación, las bajas cifras han ido acompañadas de un nuevo objetivo del 1,5% a sugerencia de algunos miembros del BCE. El desacuerdo en el seno del Consejo de gobierno del BCE sobre QE ha sido notable y posiblemente condicionará las primeras medidas de Lagarde. El BCE probablemente revisará a la baja sus previsiones macroeconómicas en diciembre, pero podría no actuar a menos que se produjera una perturbación económica. La OMC autorizó la imposición de aranceles estadounidenses sobre 7.500 millones de USD de productos de la UE debido a la ayuda estatal ilegal a Airbus. Estados Unidos anunció el 18 de octubre la imposición de aranceles al tipo del 10% sobre productos aeronáuticos y del 25% sobre bienes de consumo de la UE. La UE ha declarado su disposición a adoptar pronto represalias. Habida cuenta de que la resolución de la OMC sobre los subsidios a Boeing se hará pública en breve y de que la UE ha solicitado imponer aranceles sobre productos estadounidenses por importe de 12.000 millones de USD, cabría esperar negociaciones bilaterales para evitar entrar en una guerra arancelaria.

Mercados de renta variable y renta fija (deuda pública y corporativa)

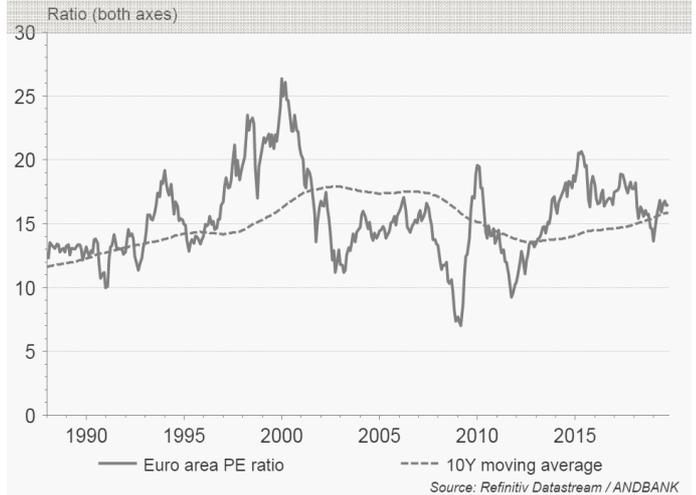
Renta variable. Ha dado comienzo la temporada de comunicación de resultados empresariales correspondientes al tercer trimestre de 2019, en la que se esperan pérdidas interanuales (-3,7%). Los resultados del primer y segundo trimestres reflejaron pérdidas interanuales del -2% y -2,1%. Según Lipper (basándose en estimaciones de las empresas), en el último trimestre del año el crecimiento interanual de los resultados se recuperará con fuerza (+9,1%). Eso se traduciría en un crecimiento del BPA del 1,1%, un nivel en el que nos reafirmamos, y que equivale a un BPA esperado de 26 EUR para el Stoxx 600. Mantener el PER para fin de año en 14,7x sitúa el precio objetivo central para este índice en 387 puntos. El punto de salida lo hemos situado en 406 puntos.

Deuda pública. Nos atenemos a nuestro objetivo de rendimiento para el Bund (-0,3%). Si el asunto del *Brexit* se resolviese, los rendimientos registrarían un repunte adicional. En el caso de los diferenciales de la deuda soberana de países «periféricos» de la zona euro, el borrador de los presupuestos italianos se basa en un escenario que descarta una confrontación con la UE. Los flujos siguen respaldando a estos activos, que se benefician del anuncio del Fondo de Inversión de Pensiones del Gobierno Japonés (GPIF) de planes para comprar más deuda externa con cobertura del tipo de cambio. **Deuda corporativa.** El deterioro de la coyuntura macroeconómica mundial, unido al aumento de la oferta de deuda de empresas en Europa y la reciente materialización de plusvalías por los inversores, tras haberse registrado rentabilidades del 6% en la categoría de inversión (IG) y del 8% en la de alto rendimiento (HY), deberían conducir a una ampliación de los diferenciales. Las tasas de impago estimadas para emisores de deuda empresarial de EE.UU. y Europa se han elevado al 3% y 2,8%, respectivamente. No obstante, la menor incertidumbre sobre las negociaciones comerciales, la progresión hacia la conclusión del *Brexit* y la reanudación del programa de compra de activos del BCE podrían imprimir impulso a los bonos corporativos (sobre todo a aquellos con rating BBB). Continuaríamos apostando por deuda de compañías de sectores más defensivos (no cíclicos), como telecomunicaciones y suministros colectivos, con una infrponderación de la deuda de fabricantes de automóviles y empresas industriales.

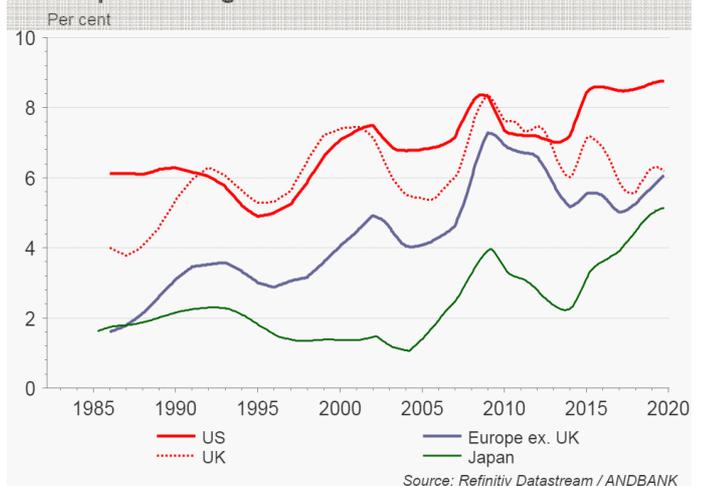
Perspectivas de los mercados financieros

- Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL (objetivo: 387; salida: 406)
- Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL (objetivo: 379; salida: 398)
- Deuda soberana (Países centrales): INFRAP. (objetivo rend. Bund: -0,30%)
- Deuda soberana (periferia): INFRAP. (ES 0,50%, IT 1,0%, PT 0,6%, IR 0%)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): INFRAP. (diferencial objetivo: 65)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe HY) : INFRAP. (diferencial objetivo: 270)

Euro area price-to-earnings ratio



Net profit margins



Euro STOXX banks Index





ESPAÑA

Las elecciones generales no serán disruptivas, pero tampoco ayudan mucho

La pequeña prima de riesgo político de los activos españoles se mantendrá

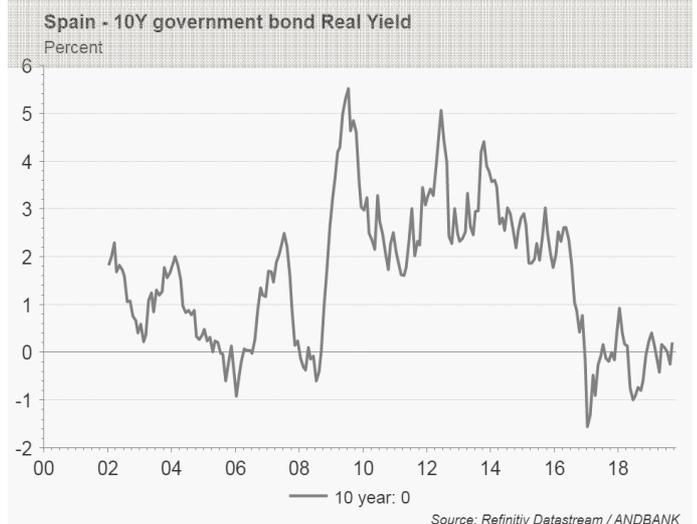
Cualquier duda sobre si la inestabilidad política (ingobernabilidad) en España implica un coste financiero acaba de disiparse: la ineficacia política, entendida como incapacidad para formar gobierno, impone efectivamente un coste financiero. Esto queda patente en el hecho de que en Portugal, donde se ha revalidado una coalición de gobierno de partidos de izquierdas, toda la curva de tipos-plazos, en todos los vencimientos, cotiza ya unos tipos de financiación inferiores a los de España. Cabe preguntarse por la persistencia o no de esta prima de riesgo española. La respuesta dependerá de cuál sea el resultado de las elecciones del 10 de noviembre y, por supuesto, de la disposición y la capacidad de los grupos parlamentarios para negociar y formar gobierno. Según los sondeos, los resultados de las elecciones serán prácticamente los mismos que en abril: ninguno de los dos bloques políticos obtendrá una mayoría suficiente para gobernar, por lo que cualquier gobierno deberá contar con el apoyo de al menos dos partidos y con la abstención de otros. Hay quienes refieren ciertos «detalles» que facilitarían formar gobierno (aunque probablemente será un gobierno débil). El sistema bipartidista se ha reafirmado: cada uno de los partidos principales lidera su bloque y la «tercera vía» sucumbirá con el presunto colapso electoral de Ciudadanos (que tendría que unirse al bloque de la abstención para permitir la eventual formación de un gobierno en minoría). Algunos partidos catalanes podrían también unirse al grupo de la abstención que facilitaría la formación de un gobierno. La mala noticia, desde el punto de vista del mercado, sigue siendo la incapacidad de los dos grandes partidos principales de ofrecer una coalición estable, una opción que parece haber quedado descartada (sea por falta de tradición de un gobierno de coalición o por alguna otra razón). Del mismo modo, tampoco está nada claro que el partido de izquierdas Podemos pueda incorporarse a un gobierno minoritario con el PSOE de Sánchez. La formación de un gobierno estable se presenta hoy aun más difícil que antes, lo que apunta a que la pequeña prima de riesgo que pesa sobre los activos españoles se mantendrá.

Coyuntura económica

Actualizamos nuestra perspectiva macroeconómica para reflejar los cambios en la metodología para el cálculo del PIB, que han llevado al INE a reducir el crecimiento nominal del PIB en el periodo 1995-2018 en 0,4 p.p. Debido a la revisión estadística del periodo 2016-2018, el crecimiento real del PIB de 2018 se ha revisado a la baja y ahora se sitúa en 2,4%, dos décimas por debajo del dato anterior. Este menor crecimiento se explica por la revisión a la baja de la demanda interna, principalmente del dato de consumo privado (+1,8% para el ejercicio presupuestario 2018, o medio punto menos que en la serie anterior), pero también, aunque en menor medida, del gasto público (+1,9%, o dos décimas menos). Al mismo tiempo, se mantienen las cifras de inversión y la contribución del sector exterior. Este cambio nos lleva a reducir el crecimiento esperado del PIB del ejercicio presupuestario 2019 en 15 pb, de forma que se quedaría en el 1,85%. Por otro lado, seguimos recibiendo datos indicativos de una desaceleración de la demanda interna. La buena noticia es que sabemos adónde ha ido esta caída en el consumo, ya que hemos sido testigos de un fuerte aumento de la tasa de ahorro (que ha pasado del 6% al 8,7% de la renta bruta en este primer semestre). Estas menores previsiones de crecimiento del consumo (que hemos revisado a la baja al 0,9%) dan como resultado un recorte del crecimiento del PIB previsto para el presente ejercicio presupuestario, que quedaría ahora en el 1,8%.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): SOBREPONDERAR (obj.: 9.425; salida: 9.900)
 Deuda soberana: INFRAPOND. (objetivo de rendimiento del bono: 0,50%)
 Deuda corporativa (IG): INFRAPONDERAR
 Deuda corporativa (HY): INFRAPONDERAR





JAPÓN

El BoJ a las puertas de reformular su programa de compra de activos

La inflación vuelve a disminuir. El acuerdo comercial con EE.UU. impulsará el PIB japonés

Precios: IPC general de septiembre: +0,2% interanual (vs +0,3% en agosto). IPC subyacente a nivel nacional: +0,3% interanual (vs +0,5% en agosto).

Actividad económica: El crecimiento de la producción industrial final (revisado) de agosto fue -1,2% mensual vs +1,3% en el mes anterior.

Según las estimaciones oficiales, el acuerdo comercial entre EE.UU. y Japón elevará el PIB en aproximadamente 0,8 p.p., aportando en torno a 4 billones de yenes a la economía japonesa sobre los niveles del ejercicio presupuestario de 2018. El acuerdo también crearía unos 280.000 puestos de trabajo en el país. Según el subdirector general del FMI, Furusawa, Japón podría reforzar las medidas de estímulo fiscal si el aumento del impuesto sobre el consumo hiciera mella en el crecimiento del PIB. En caso de que este se desacelerase en mayor medida de lo anticipado, podría requerirse un refuerzo fiscal, que iría acompañado de relajación monetaria. El ministro de Finanzas japonés, Aso, añadió que el gobierno estaba listo para adoptar medidas fiscales de una manera flexible si fuera necesario.

Banco de Japón: preparado para relajar su política de ser necesario

Haruhiko Kuroda, gobernador del BoJ, reiteró que la política monetaria de relajación cuantitativa y cualitativa (QQE) se mantendrá al menos hasta la primavera de 2020. Sin embargo, el BoJ podría encaminarse hacia una reducción del activo de su balance en 2020 por primera vez en una década si las compras de bonos continuaran disminuyendo al ritmo actual, con unas compras brutas de 49,4 billones de yenes en 2020 frente a, como poco, 55,9 billones en reembolsos. La perspectiva de que sus tenencias de bonos pudieran menguar puede llevar al BoJ a repensar la situación e incluso a replantearse su política. Kuroda también rebajó las previsiones de crecimiento, afirmando que «la esperada recuperación del crecimiento económico mundial tiene visos de retrasarse». Añadió que «las exportaciones japonesas se están debilitando no poco en un entorno de debilidad de la demanda externa, lo que a su vez está afectando a la producción industrial». Asimismo, reiteró la disposición del banco central a suavizar «sin dudarlo» la política si la economía corriese riesgo de apartarse de su objetivo de inflación, y recalcó que en tal caso cuenta con margen de maniobra. Los efectos del NIRP están dejándose sentir en el sector privado de la economía. Toyota Finance habrá emitido el 25 de octubre el primer bono corporativo japonés a tipo de interés cero, siendo así que los rendimientos por debajo de cero van extendiéndose desde los bonos del gobierno hacia la deuda del sector privado.

Reformas: requisitos más estrictos para inversores extranjeros

El gobierno aprobó un proyecto de ley que requerirá a los extranjeros notificar con anticipación su intención de adquirir más del 1% de las acciones de compañías relacionadas con la seguridad nacional de Japón. El umbral actual es del 10%. No obstante, estarían exentos del requisito aquellos inversores extranjeros que no tuviesen intención de influir en las decisiones corporativas o si la inversión se realizase en sectores no vinculados a la seguridad nacional. Las sociedades de activos, *hedge funds* incluidos, estarán exentas de estas normas más estrictas cuyo objetivo es proteger sectores «sensibles».

El sector empresarial japonés intensifica las desinversiones y las perspectivas reflejan atonía

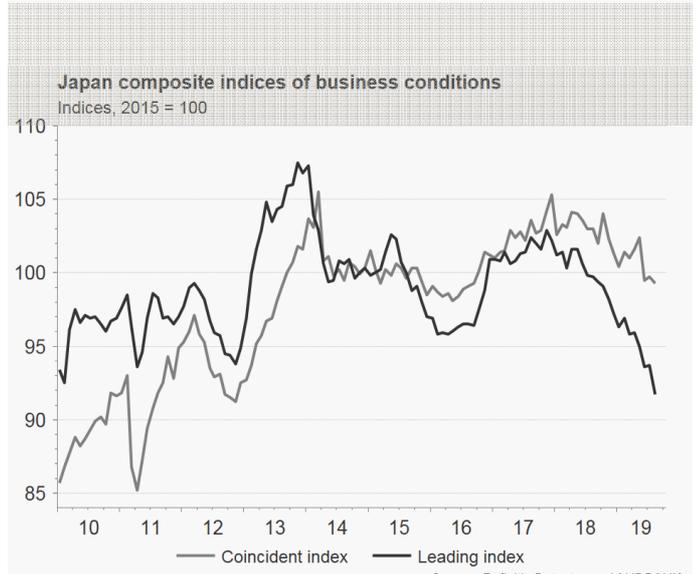
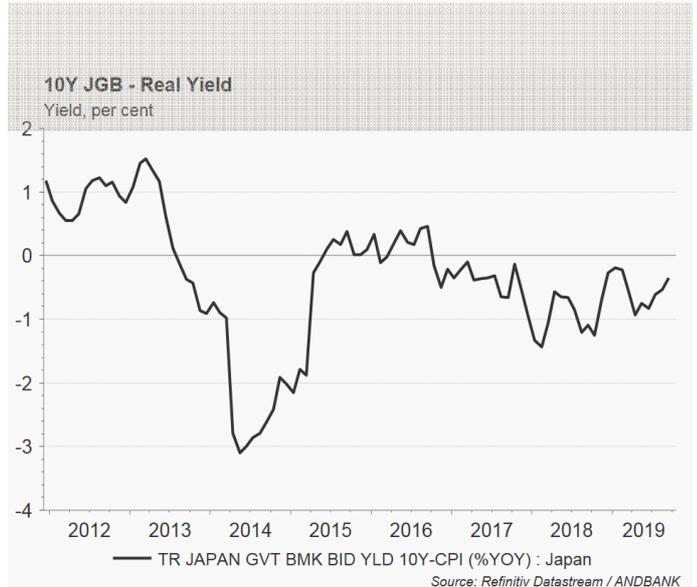
Las desinversiones de compañías japonesas (excluyendo unidades en el extranjero) ascendieron este año hasta septiembre a 219, su cifra más elevada desde la gran crisis financiera. El artículo señala el actual carácter proactivo de esta actividad, en comparación con las estrategias defensivas de reestructuración del pasado. Esta tendencia se enmarca en un entorno de expectativas negativas entre las empresas japonesas, que afirmaron casi todas, en el *Corporate Survey*, que la economía se estabilizará o entrará en recesión en los próximos meses, lo que marcaría el final de la expansión alentada por la política económica que el primer ministro Abe puso en marcha a finales de 2012 (*Abenomics*).

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): NEUTRAL/INFRAP. (objetivo: 22.250; salida: 22.700)

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 0,00%)

Divisas (USD/JPY): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 112)





CHINA

Liu confirma progreso en la Fase 1 del acuerdo comercial; Kudlow enfatiza el impulso logrado.

Guerra comercial

El vicepresidente Liu He se refirió en una conferencia en Nachang al notable progreso logrado en las negociaciones entre China y EE.UU., que han sentado las bases para la Fase 1 del acuerdo. Además, el Ministerio de Comercio confirmó que los funcionarios chinos trabajan con los negociadores estadounidenses en elaborar un texto de acuerdo comercial, y reiteró que «China desea poner fin a la guerra comercial y eliminar todos los aranceles». Por el lado estadounidense, el asesor de la Casa Blanca, Larry Kudlow, manifestó a la CNBC que «el impulso para finalizar el acuerdo comercial es grande: el público no debería ser tan pesimista sobre las conversaciones». Los asesores oficiales de ambas partes sugirieron que Xi y Trump podrían firmar un acuerdo preliminar en la reunión del Foro de Cooperación Económica de Asia-Pacífico (APEC) en Chile el próximo mes, antes de un acuerdo de Fase 2 que abarcase la gestión del yuan. Sin embargo, las diferencias sobre cómo garantizar la aplicación podrían retrasar un acuerdo de Fase 2 hasta el segundo semestre de 2020. Por otra parte, según fuentes, la Directora del FMI, Georgieva, expresó su satisfacción por la noticia de un potencial acuerdo comercial, cuyo impacto para el crecimiento global estima que podría ser de 0,6 p.p.

Datos de coyuntura económica

PIB del 3º trimestre: +6,0% interanual vs consenso: +6,1% y +6,2% (2º trimestre). Producción industrial (sept.): +5,8% interanual vs consenso: +5,0% y +4,4% (mes anterior). Inversión en activos fijos (enero-sept. 2019): +5,4% interanual vs +5,4% (mes anterior). Ventas minoristas: +7,8% interanual vs +7,5% (mes anterior). Tasa de desempleo: 5,2% vs 5,2% (mes anterior). La tasa de desocupación en 17 ciudades chinas principales subió al 21,5% en el tercer trimestre, la más alta desde al menos 2008. Las empresas extranjeras aguardan al final de las hostilidades en la guerra comercial emprendida por EE.UU. antes de comprometerse a nuevos arrendamientos; los rascacielos construidos durante los años de auge disparan la oferta de locales vacantes.

Estímulos económicos: China duplica con creces la concesión de autorizaciones de septiembre para invertir en activos fijos

La Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma (NDRC) de China aprobó en septiembre 14 proyectos de inversión en activos fijos por un importe total de 177.800 millones de CNY (25.150 millones de USD), principalmente en el sector del transporte. El volumen de inversiones autorizado en agosto fue de 68.900 millones de CNY. La aceleración de las autorizaciones este año no ha logrado imprimir impulso sustancial al crecimiento efectivo de la inversión. Muchos gobiernos locales afrontan crecientes tensiones fiscales a medida que los recortes de impuestos y la desaceleración económica generalizada reducen los ingresos.

Reformas: Apple se reúne con el regulador del mercado chino

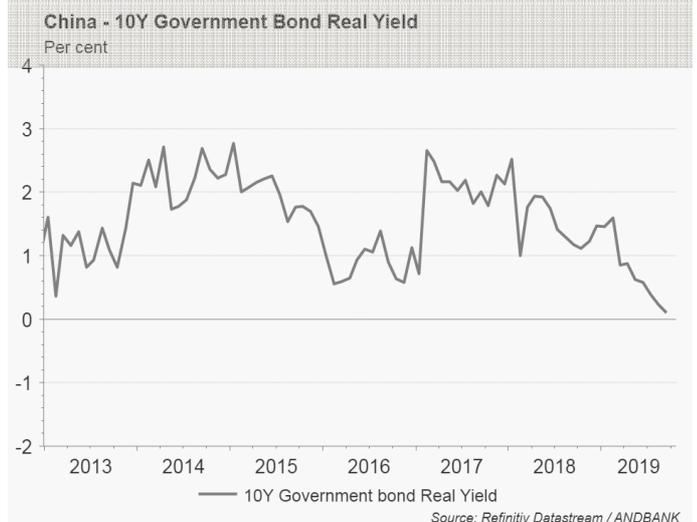
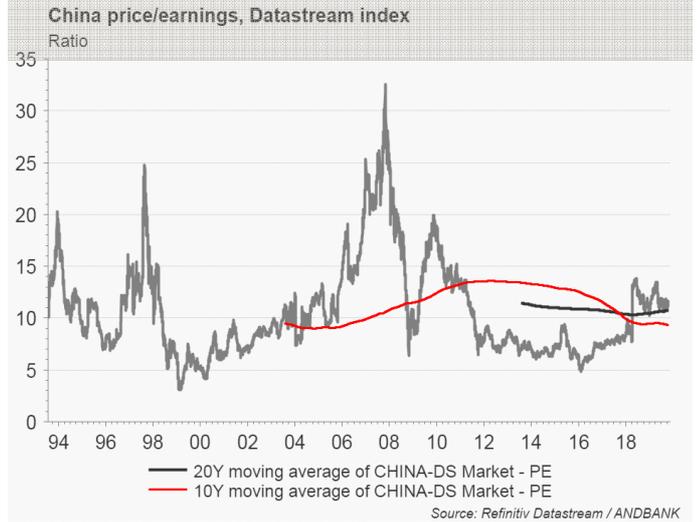
La Agencia Estatal de Regulación del Mercado señaló que el regulador jefe, Xiao Yaqing, se reunió con el Presidente y Consejero Delegado de Apple, Tim Cook, en Beijing el jueves. Entre los temas se trató el de la ampliación de la inversión de Apple en China. La reunión siguió a las críticas dirigidas contra Apple por los medios estatales chinos por una aplicación (que posteriormente se eliminó de la App Store) que permitía a los manifestantes de Hong Kong rastrear los movimientos policiales. China introducirá medidas para fomentar un entorno más favorable a la actividad empresarial. En particular, se eliminarán medidas restrictivas fuera de las zonas de libre comercio para el acceso de los inversores extranjeros al mercado; se acabará con el régimen de transferencia forzosa de tecnología, incluidas las transferencias encubiertas, y los secretos comerciales se protegerán con arreglo a la ley.

Resultados empresariales: las perspectivas no son optimistas

De las más de 1.200 empresas que ofrecieron una orientación sobre sus resultados para el tercer trimestre, aproximadamente el 44% prevé un deterioro de estos respecto a los del año anterior. Los resultados empresariales siguen empeorando tras la oleada de advertencias del primer semestre previendo su deterioro. Las previsiones de resultados están dominadas por empresas cotizadas en Shenzhen.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): NEUTRAL-SOBREP. (obj.: 3.176; salida: 3.240)
 Renta variable (Shenzhen): NEUTRAL-SOBREP. (obj.: 1.757; salida: 1.800)
 Deuda soberana: POND. NEUTRAL-INFRA. (objetivo de rendimiento: 3,25%)
 Divisas (CNY/USD): POND. NEUTRAL (objetivo: 6,9)





INDIA

Transformación y nuevas reformas dirigidas a la progresiva liberalización de la economía

La política deja ahora hueco en la agenda para la economía

Para el 21 de octubre se han convocado otras elecciones importantes en Maharashtra, el estado más rico de la India, en las que el partido gobernante (BJP) podría repetir el espectacular resultado obtenido en las elecciones nacionales de abril, apoyándose en una alianza con el partido de derechas Shiv Sena (que está en sintonía con la agenda nacionalista hindú del BJP). El primer ministro de India, Modi, priorizó en los primeros nueve meses de su segundo mandato la política (por ejemplo, derogando, con miras a inflamar a los votantes nacionalistas, la ley en virtud de la cual se otorgó hace 70 años autonomía interna al estado de mayoría musulmana de Cachemira). Con el crecimiento del PIB en su nivel más alto de los últimos seis años, la economía se ha convertido en la principal prioridad de Modi.

El giro radical en la política económica indica capacidad de reacción

El pasado julio, cuando el crecimiento del PIB caía al 5%, el ministro de Hacienda Sitharaman inexplicablemente decidió elevar los impuestos (para corregir el déficit). Ante el desplome de los mercados, el gobierno cambió de inmediato de opinión y redujo considerablemente el tipo del impuesto de sociedades (del 30% al 22%), haciéndolo muy competitivo a nivel regional, superior solo a los de Hong Kong, Singapur, Taiwán y Camboya. En el evento sobre comercio celebrado en septiembre en Houston Modi buscó atraer la atención de productores internacionales y elogió el tipo fiscal revisado del 15% para las empresas manufactureras que se instalen en India. A continuación el gobierno descartó aumentar los impuestos sobre rentas del capital o plusvalías, eliminó un recargo aplicado a inversores extranjeros, aligeró las normas sobre la inversión extranjera y anunció un plan para consolidar 12 bancos estatales. Con la India próxima a firmar un nuevo acuerdo comercial con EE.UU., y a incorporarse a la Asociación Económica Integral Regional (RCEP), que creará la mayor zona de libre comercio del mundo, Modi se esfuerza por demostrar que la India está abierta al mundo. El mensaje es claro: este gobierno no es hostil al capital, sino que lo favorece.

Vienen más reformas encaminadas a liberalizar la economía

Incluso los asesores del primer ministro Modi parecen sorprendidos por la transformación y por el tren de reformas liberalizadoras. Se habla de reducir la fiscalidad a la clase media para reanimar el decaído gasto de consumo. Otra «posibilidad» es un impulso renovado para relajar leyes inmobiliarias y laborales obsoletas (asuntos pendientes para Modi). Hay también informes que indican que la privatización de activos estatales ha vuelto a la agenda (la aerolínea estatal Air India volverá al mercado, pero esta vez sin las onerosas condiciones que disuadieron la primera vez a los compradores). El gobierno se apresta también a someter a la autorización del parlamento la enajenación íntegra de su participación patrimonial en cuatro grandes empresas públicas (Bharat Petroleum entre ellas, la sexta en ventas). La venta de activos estatales busca, entre otros objetivos, ayudar a tapan el agujero fiscal, habida cuenta sobre todo de que las reformas estructurales tardan siempre unos años en dar los frutos deseados (como pudo comprobar el gobierno al aplicar la reforma del GST y con la nueva ley de quiebras). Los recortes de impuestos a las empresas mejorarán su rentabilidad, ayudándolas a mantener los empleos; ahora bien, las empresas tan solo empiezan a invertir al repuntar el gasto de consumo, por lo que pasarán uno o dos años antes de que tome cuerpo una nueva ola de inversiones directas. Por otra parte, la reciente quiebra del Banco Cooperativo Punjab y Maharashtra (PMC) obligó al Banco de la Reserva de la India (RBI) a emitir un comunicado negando que existiera riesgo sistémico para la banca. La contracción del crédito en el sector bancario no regulado (fuente esencial de pequeños préstamos) continúa pesando mucho. Las compañías financieras no bancarias aún no pueden obtener dinero de la banca. **El riesgo es que una política fiscal más expansiva haga subir los tipos de interés.** Sitharaman cursó recientemente instrucciones a 32 grandes empresas públicas de titularidad nacional para que acelerasen el gasto. Esto, junto con el resto de las medidas fiscales, podría elevar los tipos de interés. Si los inversores en bonos se retrajesen, la rupia también podría sufrir presiones.

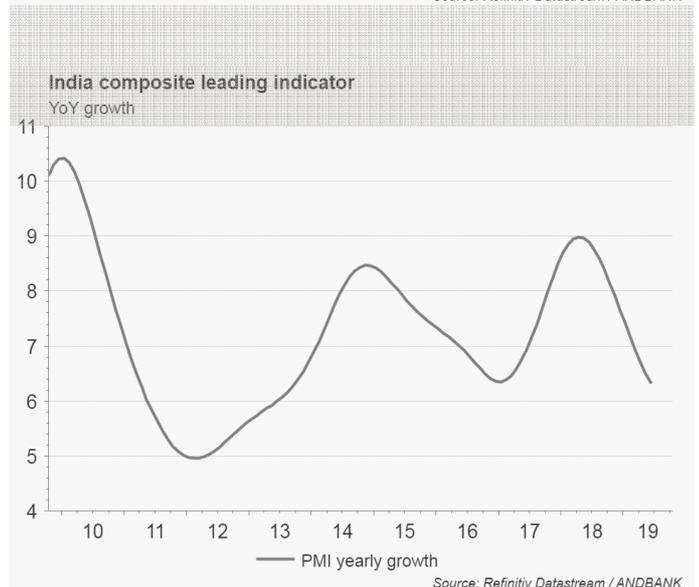
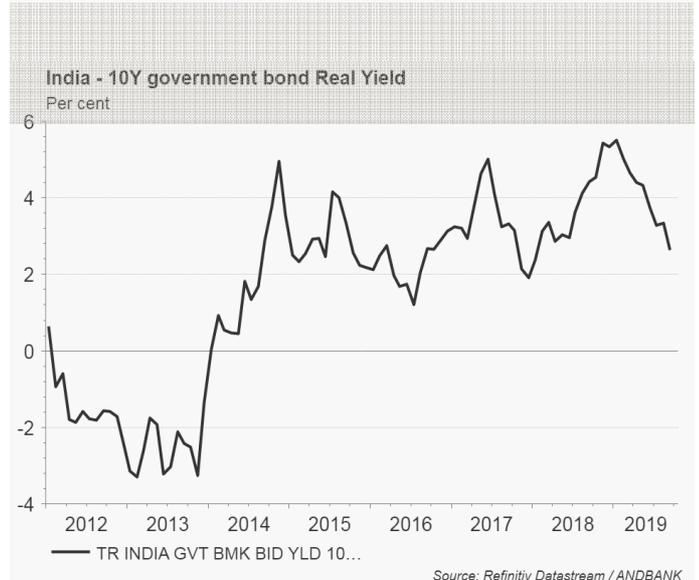
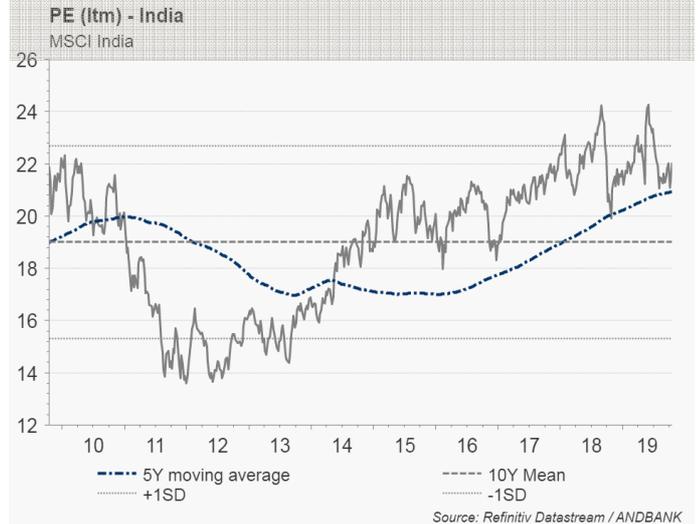
Perspectivas de los mercados financieros

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 equity cotiza a valor razonable. La renta fija está cara, pero no es mala alternativa.

Política y coyuntura macroeconómica

Formar gobierno en Israel aún parece ser un obstáculo difícil para los dos candidatos principales. Con todo, el déficit presupuestario sigue disminuyendo. A finales de septiembre se situó en el 3,8% del PIB (en media móvil de 12 meses), pero lleva desde principios de año en el 1,75% (lo que es compatible con el déficit presupuestario previsto para el presente ejercicio fiscal del 2,9%).

Condiciones monetarias y banco central

Los analistas piensan que, siempre y cuando la inflación se mantenga en niveles muy bajos, sigue siendo posible una reducción del tipo de interés oficial este año. Tras la inesperada alza del 0,1% en noviembre pasado, el comité de política monetaria del banco central dejó el tipo principal inalterado en sus seis reuniones siguientes; la última, la del pasado 28 de agosto. Una economía fuerte y un mercado de trabajo tensionado podrían mantener al banco central a la expectativa este mes, por mucho que la inflación continúe por debajo del rango objetivo oficial del 1%-3% anual al haberse situado en agosto en el 0,6%. La inflación había marcado un mínimo en julio del 0,5%, reduciéndose desde el 1,5% de mayo. A falta de una consolidación fiscal clara, es improbable que el banco central relaje la política monetaria.

El mercado bursátil comienza a parecer algo caro (mantenemos, con todo, un posicionamiento neutral)

Los índices bursátiles TLV mantuvieron su impulso positivo en octubre, marcando nuevos máximos y superando al S&P 500 y Eurostoxx 600. Esta satisfactoria tendencia se apoya en una excelente temporada de comunicación de resultados empresariales del segundo trimestre y en el anuncio del Banco de Israel, el 10 de octubre, de que no esperaba una subida de su tipo de interés principal (situado en 0,25%). El sector con mejor resultado es energías alternativas, con un alza del +6,8%, y, el peor, biomedicina, que retrocedió un 3,5%. El sector inmobiliario retuvo su fuerte impulso, reflejando unos mejores ratios de cotización sobre el valor contable (P/V) debido, sobre todo, al entorno de bajos tipos de interés. El índice TLV 125 se benefició sobremedida del alza del 19% en la acción de TEVA tras alcanzarse un acuerdo en relación con sus analgésicos. Mantenemos un posicionamiento neutral en los principales índices bursátiles israelíes y pensamos que el sólido sector inmobiliario, y el bancario, seguirán batiendo a los demás sectores del mercado.

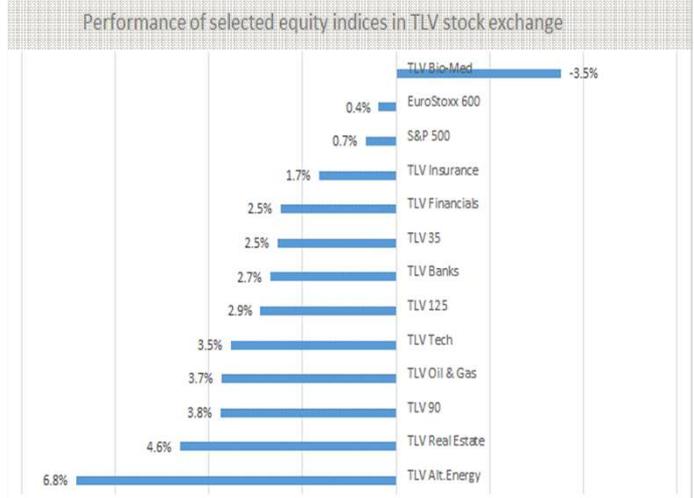
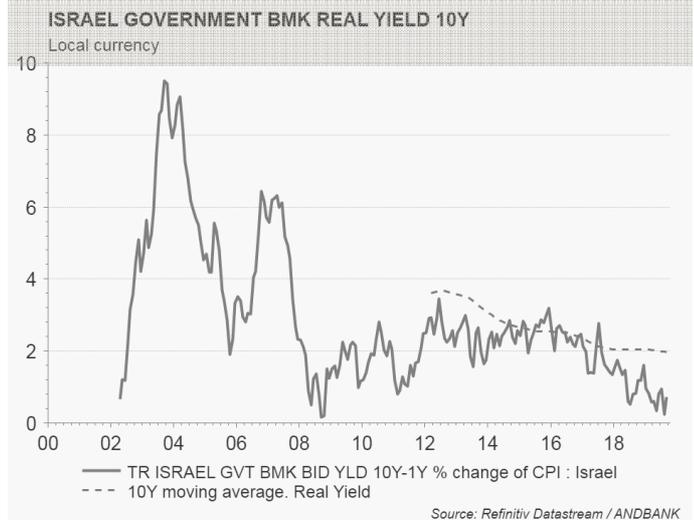
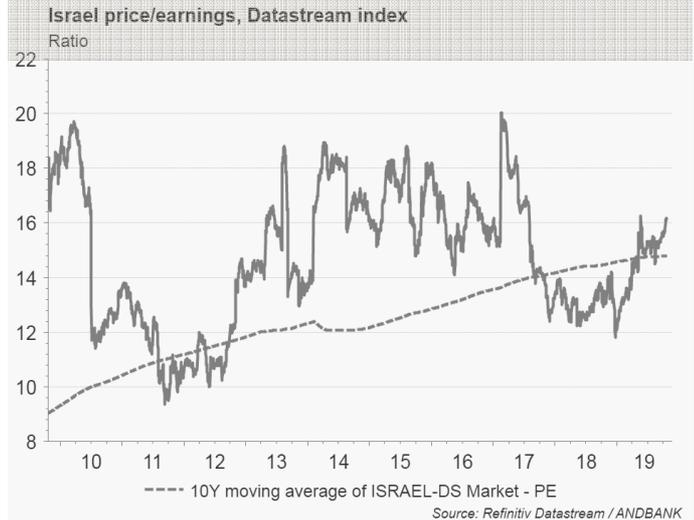
Mercado de deuda. El temor a una desaceleración mundial provocó una nueva caída en los rendimientos de la deuda pública en todo el mundo, de la que no se libraron los bonos israelíes. Esta caída en los rendimientos de los bonos del gobierno israelí también respondió al anuncio final de FTSE Russell de que a principios de marzo de 2020 incluirá el mercado de bonos israelíes en su popular índice de deuda pública WGBI. La curva de tipos-plazos de la deuda israelí se aplanó significativamente el último mes, pero sigue siendo una de las curvas de rendimientos más pronunciadas de todos los países desarrollados (superada únicamente por Italia). El bono con vencimiento más largo, a 28 años, paga alrededor del 2,04% (cuando el mes pasado rendía el 2,3%). En conjunción con la fortaleza del séquel este bono no deja de ser una alternativa aceptable, en particular comparado con la deuda soberana europea, cuyos tipos prácticamente están todos en negativo. El diferencial del índice israelí del segmento de deuda corporativa con categoría de inversión (Tel-Bond60) se amplió unos 10 pb, hasta 1,35%, mientras que el del índice de deuda de alto rendimiento (Tel-Bond-Tsuot) se mantuvo en torno a 2,97%. Nuestra perspectiva sobre el mercado de bonos israelíes aún es pesimista, por lo que la duración recomendada es de 3-3,5 años. Además, preferimos el segmento de categoría de inversión sobre el de alto rendimiento, dada la intensa contracción del diferencial crediticio en el segmento *high yield*.

Dólar. La moneda israelí sigue apreciándose frente al USD, si bien últimamente parece haberse estabilizado en niveles próximos a 3,50 unidades por dólar. En lo que va de año, el séquel acumula una revalorización del 5,50% frente al USD.

Perspectivas de los mercados financieros

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

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL-INFRA. (rendim. real: 0,72%)





MACROECONOMÍA

BRASIL

A pesar del ruido político, la agenda liberalizadora se mantiene

Política: Tras aprobarse la reforma de las pensiones, ahora toca el turno a la reforma de la Administración

Finalmente se aprobó la reforma de las pensiones, que generará unos ahorros equivalentes a casi el 10% del PIB en la próxima década. Una vez concluida esta reforma, y pese al ruido político entre el presidente Jair Bolsonaro y el presidente del PSL, una sucesión de medidas, como las subastas en el sector de la energía (yacimientos petrolíferos en estratos presalinos) y el inicio en 2020 del programa de privatización del secretario Salim Mattar, tendrán un importante impacto fiscal positivo, conduciendo al gobierno a lo que se presenta como un ciclo virtuoso que permitirá formular y negociar nuevas reformas, que se habrán de votar el próximo año. El clima político ha empeorado, pero la agenda económica continúa siendo una prioridad. Una posible causa de esta nueva crisis política radica en el fondo de financiación de la campaña, que garantiza la nominación de los candidatos de los partidos en las elecciones. Los Bolsonaro quieren quedarse y controlar el PSL a través de este flujo de recursos.

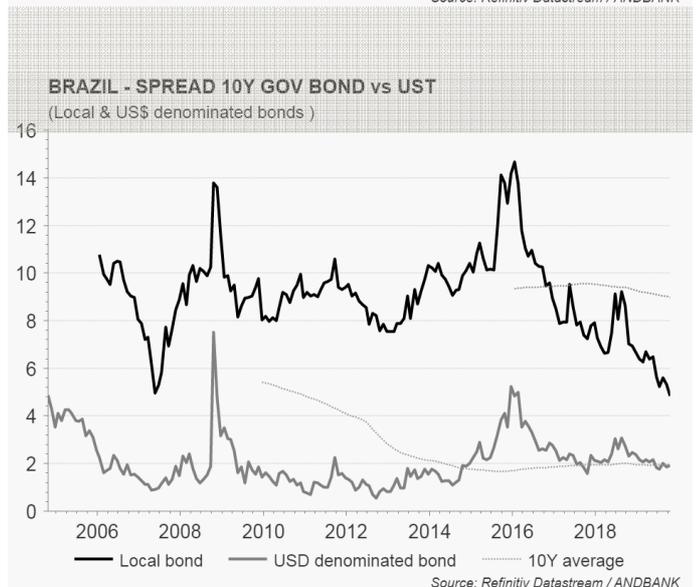
El gobierno previsiblemente remitirá al Congreso en los próximos días la Reforma de la Administración, pues al parecer la nueva prioridad de la agenda política (por delante de la reforma fiscal) es controlar el gasto público y señalar al mercado que el país está encaminándose hacia la sostenibilidad. Las principales medidas que presentará el gobierno son reducir el gasto en funcionarios, reducir el número de contrataciones, facilitar los despidos y reducir las carreras. Las nuevas reglas solo se aplicarán a quienes ingresen en la función pública después de que haya entrado en vigor la reforma.

Economía y banco central

Las previsiones económicas de *Focus Report* muestran estabilidad en el crecimiento esperado del PIB y una caída de la inflación. La cifra de crecimiento del PIB del consenso para el ejercicio fiscal 2019 se revisó al alza por la mínima del 0,87% al 0,88% interanual, a raíz de una leve mejoría en los datos de actividad económica. Las previsiones para el PIB de 2020 se mantienen en 2%. En cuanto a la política monetaria, el mercado sigue cotizando un recorte de 50 pb en la tasa Selic en la reunión de octubre del Copom, pero ahora también prevé un segundo recorte de 50 pb en diciembre (en lugar del recorte anterior de 25 pb), lo que hace que los tipos de interés vayan a comenzar 2020 en el 4,50%. Un mayor estímulo monetario en las economías desarrolladas, unido a una capacidad económica ociosa, deberían permitir al Banco Central reducir el tipo Selic. Por lo que respecta a los tipos de cambio, el real sigue experimentando presiones (cotiza por encima de 4,00 reales por dólar estadounidense), cuya otra cara es una demanda constante de dólares. En lo que va de año, el flujo de divisas tiene un saldo negativo para Brasil (19.800 millones de USD), ascendiendo ya las salidas en los últimos 12 meses a 40.000 millones de USD (con salidas de 60.600 millones en la balanza financiera y entradas de 21.500 millones de USD en la de comercio de bienes y servicios). Esta relativa debilidad del real brasileño se explica en el contexto de una recesión mundial, que afecta tradicionalmente a los flujos de capital hacia mercados emergentes, así como a las expectativas de una reducción significativa de la tasa Selic, que estrecha el diferencial de tipos de interés entre Brasil y otras contrapartes. En cierto modo es una buena noticia que la debilidad relativa del real brasileño no se deba a factores idiosincrásicos, como un deterioro fiscal interno, sino a factores externos (incertidumbre sobre la guerra comercial o la desaceleración mundial en curso) o a factores como como la caída de los tipos del Banco Central de Brasil, que es consecuencia, precisamente, de una situación de control absoluto de la inflación en el país, lo que suele traducirse en un fortalecimiento de la moneda. Aún nos sentimos muy cómodos con el BRL, para el que establecemos un nivel de 4,00 unidades por USD para final de año.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): NEUTRAL (objetivo: 103.000; salida: 103.300)
 Deuda soberana (10 años) en BRL: NEUTRAL (obj.: 7%; diferencial: 515)
 Deuda soberana (10 años) en USD: SOBREP.- NEUTRAL (obj.: 3,9%; diferencial: 200)
 Divisas (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 4,00) ha afectado





MÉXICO

El Banco Central facilita las condiciones monetarias. AMLO y Pemex siguen centrando la atención

El banco central y las condiciones monetarias son más favorables

El banco central ha comenzado a prestar apoyo a la economía y a los activos mexicanos con la decisión de reducir los tipos de interés 25 pb, medida controvertida por cuanto el Comité estaba muy dividido, con dos miembros incluso votando reducir el tipo de referencia en 50 pb. Al final el recorte fue de 25 pb, pero esta media marca el final de un período prolongado en el que el banco central mantuvo una postura muy restrictiva, en parte para defender la moneda contra posibles fugas alimentadas por la desconfianza del mercado hacia el nuevo gobierno de AMLO. El tipo se sitúa actualmente en el 7,75%, pero es prácticamente seguro un recorte adicional en la última parte del año, si bien la medida dependerá de las decisiones que tome la Fed.

El nivel de inflación apunta a que Banxico seguirá apoyando a los activos mexicanos

La cifra de inflación de septiembre hace pensar que el banco central seguirá apoyando a los activos mexicanos, ya que el índice general de precios cayó al 3% interanual, en línea con su objetivo de largo plazo. El grueso de la reducción en la inflación procedió de menores precios de los productos agrícolas y la gasolina. También los componentes del índice están respecto al pasado (en términos interanuales) en niveles bajos. Por lo que respecta a la actividad económica, organizaciones internacionales (FMI y OCDE) y encuestas nacionales han recortado el crecimiento previsto para 2019: el crecimiento medio se ha revisado al 0,4% para 2019 y al 1,4% para 2020.

Riesgo político y situación financiera del sector público

Los presupuestos aprobados en septiembre están debatiéndose en la actualidad en el Congreso. El presupuesto de ingresos ya lo aprobó la cámara baja, con pocos cambios respecto a la propuesta del ejecutivo. Se adoptó una resolución fiscal que incluía una miscelánea de ajustes, como una definición ampliada de bebidas con alto contenido en azúcar y no aplicar aún impuestos sobre aplicaciones como Airbnb. El saldo fiscal esperado para el conjunto de 2020 es de un superávit primario que se mantendría en el 0,7% del PIB. La fecha límite para aprobar las partidas de gasto es el 15 de noviembre.

La exitosa colocación de la emisión de deuda de Pemex para modificar su perfil de vencimientos mejoró sustancialmente la percepción del riesgo asociado a la empresa, si bien aún está pendiente la revisión de su rating por las agencias de calificación crediticia. Estas consideran que las recientes inyecciones de fondos y el favorable plan fiscal no bastarán para estabilizarla, habida cuenta de todas las inversiones que debe realizar para cumplir sus objetivos de producción.

Mercado de renta variable: índice bursátil mexicano IPC

La persistencia de ciertos riesgos internos y externos (en particular, la desaceleración económica del país) impone realizar una selección de valores defensivos. Otros riesgos latentes serían la implementación de la política económica del gobierno de AMLO y el resultado final de la reevaluación de la calificación crediticia, en especial tras las decisiones de gasto relacionadas con Pemex. En los próximos días el 85% de las empresas presentarán sus resultados del tercer trimestre de 2019, lo que podría servir de referencia para el mercado y definir el sentido de su evolución en el corto plazo. Cotización objetiva para el índice en nuestro escenario central: 44.000 puntos, con salida en los 46.500.

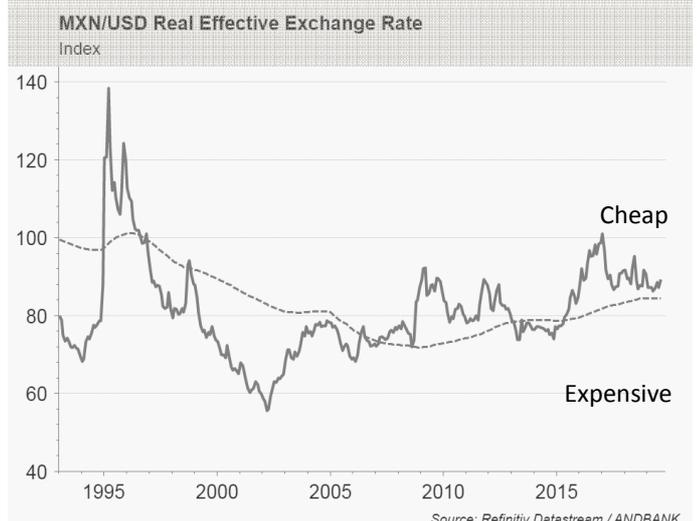
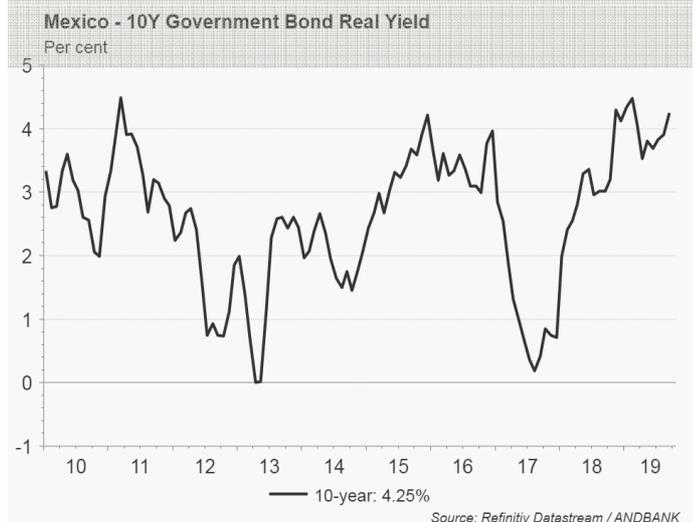
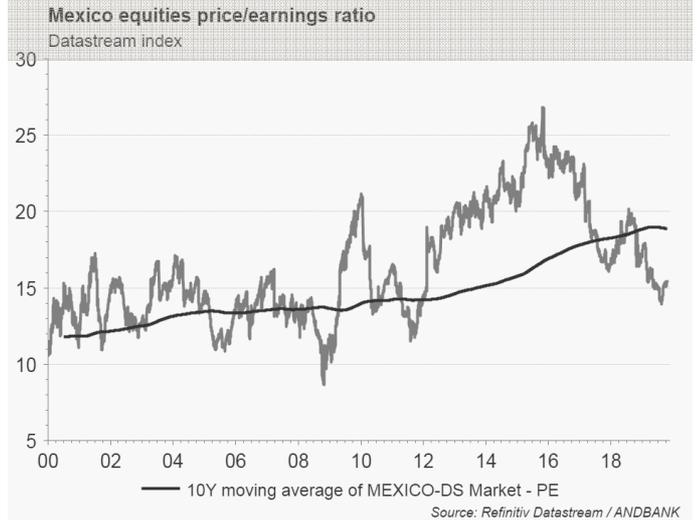
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR (obj.: 43.000; salida: 45.400)

Deuda soberana en MXN: SOBREPONDERAR (diferencial obj.: 500, o 6,85%)

Deuda soberana en USD: SOBREPONDERAR (diferencial obj.: 150, o 3,35%)

Divisas (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 20,00)





ARGENTINA

Tras las elecciones, la incertidumbre está en el plan económico de A. Fernández

Política

Finalizó la espera. Las elecciones han despejado las dudas y han resultado en una victoria para el candidato peronista del Frente de Todos (A. Fernández), quien apareció junto a Cristina Fernández de Kirchner como vicepresidenta. Quizás una nota importante es que Macri logró retener a la primera minoría en el Congreso, lo que sugiere una legislatura de negociaciones constantes entre las diferentes fuerzas políticas.

Incertidumbre sobre el plan económico de Fernández

Fernández ha sido muy opaco sobre las políticas económicas que en concreto aplicará y sobre quién presidirá el Tesoro y el Banco Central. Tenemos algunas pistas y preguntas. i) Fernández ha expresado en repetidas ocasiones su voluntad de promover una reestructuración de la deuda al «estilo uruguayo de 2003» (ampliar los vencimientos pero sin aplicar recortes de principal o cupones). Cabe preguntarse si eso sería suficiente y si la negociación con los acreedores será antes o después de renegociar con el FMI. Un aspecto importante es que esperamos un tratamiento diferencial para las emisiones con arreglo al Derecho argentino frente a las regidas por uno extranjero. ii) Ha anunciado mayores aranceles a la exportación y subidas de impuestos sobre los activos personales para cerrar la brecha fiscal, pero no ha dado orientación sobre el gasto público; la financiación monetaria podría ser una herramienta. iii) Pacto económico-social: congelar los precios de los servicios públicos, limitar los despidos en las empresas, impulsar los salarios y elevar las cotizaciones a la seguridad social. ¿Cómo controlará la inflación? ; iv) Tipo de cambio administrado. v) Los controles de capital se mantendrán y probablemente reforzarán, contribuyendo a forzar una demanda de ARS que permitirá que las tasas de interés se mantengan más bajas. vi) Las reformas laboral o de las pensiones serán limitadas o nulas. ¿Presionará el FMI para que se acometan? vii) Vaca Muerta está en el centro de las políticas de desarrollo económico de Fernández. Muchas dudas, demasiadas tal vez, aún por dilucidar. Sin embargo, Fernández ha sido bastante claro sobre un posible retorno al federalismo, promoviendo la idea (positiva en nuestra opinión) del desarrollo regional, a partir de clústeres como el energético de Vaca Muerta, que deberían impulsar otros centros industriales auxiliares cercanos como el del puerto de Bahía Blanca, en lugar de continuar permitiendo que la ciudad de Buenos Aires monopolice los grandes proyectos. Algunas ideas a las que habrá que estar atentos, para comprobar si se adopta una línea de acción más o menos intervencionista, sobre todo con respecto al riesgo que entraña desdolarizar ciertos sectores económicos que se orientan por precios internacionales.

La inflación no da respiro y se reacelera tras la depreciación del peso en agosto-septiembre

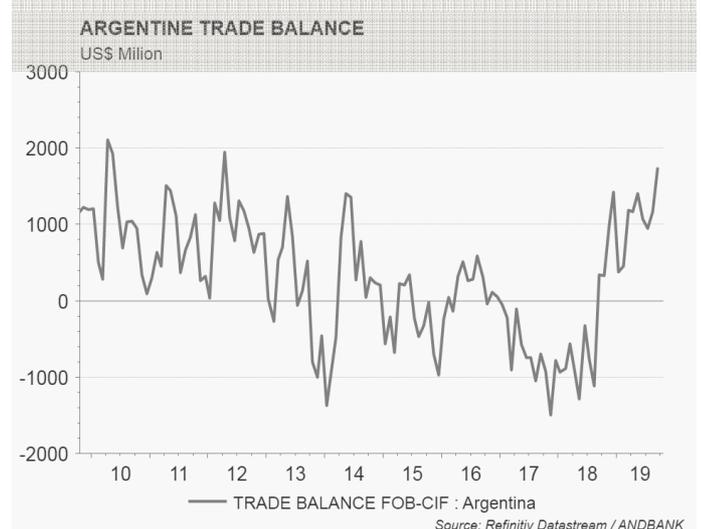
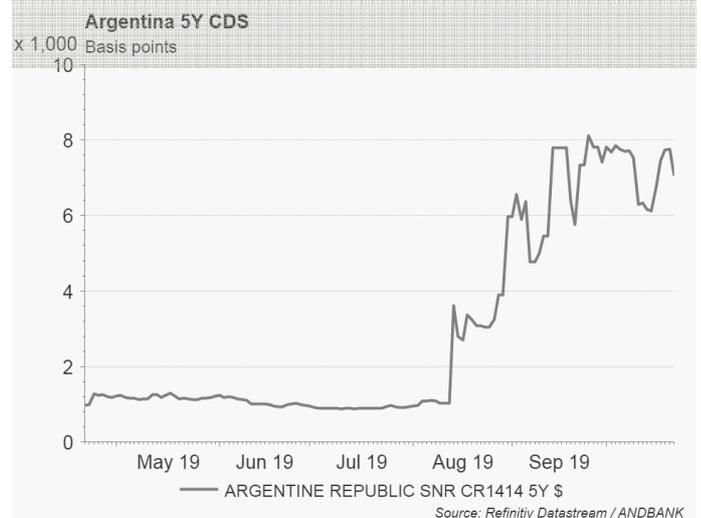
El dato de inflación intermensual de septiembre medido por el IPC fue del 5,9% (+4,0% intermensual en agosto y +37,7% en lo que llevamos de año). Parece que las medidas oficiales compensaron en parte los efectos de transmisión ligados al tipo de cambio (eliminación del IVA en una cesta de productos básicos o congelación oficial de tarifas de servicios públicos y gasolina), lo que condujo a un alza de la inflación general inferior (quizás) a lo anticipado; en concreto, los servicios tan sólo se encarecieron el +3,6% intermensual.

Estado de las finanzas públicas

El Tesoro presentó los datos fiscales de septiembre, que reflejan un superávit fiscal primario en el año hasta la fecha de 22.900 millones de ARS (o 0,1% del PIB), una cifra mucho mejor que el -1,0% del PIB de los nueve primeros meses de 2018, pero que se queda muy corta ante los 70.000 millones del objetivo de superávit primario acumulado para el tercer trimestre de este año del compromiso adquirido con el FMI. Para 2019 el objetivo fiscal del -0,5% (incluidos ajustes) parece difícil de alcanzar, dadas la carga del gasto y las medidas aplicadas por el gobierno de Macri tras las elecciones primarias.

Perspectivas de los mercados financieros

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): POND. NEUTRAL.
 Divisas (USD/ARS): INFRAPONDERAR (objetivo para final de 2019: 70)





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Andbank's	Sales	Projected	EPS		Current	Dec 2019	INDEX	2019	2019	2019
	Sales growth	per Share	Net Margin	EPS	Growth	PE fw	PE ltm		CURRENT	Central Point	E[Perf] to
	2019	2019	2019	2019	2019	EPS 2019	EPS 2019	PRICE	(Fundam range)	Centr. Point	Point
USA S&P 500	5,5%	1.419	12,3%	174	6,2%	17,63	16,67	3.067	2.900	-5,4%	3.100
Europe - Stoxx Europe 600	5,3%	322	8,2%	26	1,1%	15,25	14,70	402	387	-3,6%	406
Euro Zone - Euro Stoxx	3,4%	354	7,4%	26	1,0%	15,06	14,50	394	379	-3,7%	398
Spain IBEX 35	3,5%	8.075	9,3%	754	0,4%	12,44	12,50	9.379	9.423	0,5%	9.895
Mexico IPC GRAL	6,7%	37.453	7,8%	2.933	-0,4%	14,94	15,00	43.815	43.988	0,4%	46.188
Brazil BOVESPA	7,1%	66.644	10,6%	7.080	8,1%	15,28	14,55	108.196	103.017	-4,8%	113.319
Japan NIKKEI 225	5,6%	22.928	6,3%	1.445	3,1%	15,82	15,40	22.851	22.250	-2,6%	22.695
China SSE Comp.	7,7%	2.965	9,3%	276	11,9%	10,77	11,50	2.975	3.176	6,7%	3.240
China Shenzhen Comp	8,2%	1.603	6,3%	100	14,6%	16,40	17,50	1.647	1.757	6,7%	1.792
India SENSEX	9,4%	18.689	10,7%	2.001	14,2%	20,15	20,00	40.325	40.023	-0,7%	42.024
Vietnam VN Index	8,4%	690	9,0%	62	10,8%	16,41	16,50	1.022	1.028	0,5%	1.079
MSCI EM ASIA	7,3%	488	9,7%	47	12,6%	11,21	11,60	530	548	3,5%	576

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

FLUJOS INTERNACIONALES (mensuales)
Por Clase de activo y por Regiones

FLAWS BY ASSET TYPE - AS OF 09/30/2019

1D 1W 1M 1Y

NORTH AMERICA

Asset Type	Flow \$B
Money Market	70.52
Bond	41.73
Mixed Assets	2.29
Equity	1.21
Other	0.35

EUROPE

Asset Type	Flow \$B
Bond	13.43
Equity	8.23
Mixed Assets	4.66
Other	-1.71
Money Market	-15.41

ASIA

Asset Type	Flow \$B
Equity	2.89
Mixed Assets	2.25
Other	-0.32
Bond	-0.37
Money Market	-7.89

GLOBAL

Asset Type	Flow \$B
Bond	69.51
Mixed Assets	48.69
Money Market	47.15
Equity	11.03
Other	-1.68

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Perspectivas: sin tensiones en los mercados
Final: +1,5 (en un rango de ±7)

Agregado (neutral, con sesgo de sobreponderación): En conjunto, los inversores están posicionados a la defensiva, protegiendo las carteras también frente a posibles movimientos violentos (muy probablemente vinculados a factores de incertidumbre en el contexto político y a preocupaciones sobre el crecimiento económico). Dicho esto, nuestra estrategia «contraria al mercado» se traduce en una lectura positiva.

Posicionamiento de mercado (sesgo de ligera sobreponderación): La asignación de activos en renta variable se encuentra en zona neutral. La señal del ratio *put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica que los inversores están cubriendo sus carteras (lo que se interpreta como una señal positiva en una estrategia «contraria al mercado»). El índice Skew (una medida del riesgo de cola del S&P 500) indica temor a que se produzca una intensa corrección en las cotizaciones. Esta situación probablemente se explica por la incertidumbre política y las preocupaciones sobre el crecimiento económico.

Análisis de flujos de fondos (ponderación neutral): Los pequeños flujos positivos hacia la renta variable de EE.UU. indican impulso neutral en los mercados bursátiles. China sufrió salidas, mientras que otros países de mercados emergentes registraron entradas, lo que indicaría inquietud por una desaceleración de la economía china. También Alemania experimentó salidas al temerse por su crecimiento económico.

Encuestas y análisis de opinión (ponderación neutral): No se aprecia sesgo en las respuestas de las encuestas, lo que es indicativo de postura neutral en los inversores.

ANÁLISIS TÉCNICO

Escenario de tendencia.
Soportes y resistencias (1 mes)

S&P: LATERAL

Soporte: 2.822. Resistencia: 3.028

STOXX600: LATERAL-ALCISTA

Soporte: 367. Resistencia: 391

EUROSTOXX: LATERAL-ALCISTA

Soporte: 374. Resistencia: 398

IBEX: LATERAL-ALCISTA

Soporte: 8.850. Resistencia: 9.588

EUR-USD: LATERAL

Soporte: 1,087. Resistencia: 1,125

Oil (WTI): LATERAL-BAJISTA

Soporte: 50,6. Resistencia: 61

Bonos Tesoro EE.UU.: LATERAL-BAJISTA

Soporte: 1,5%. Resistencia: 1,9%
(desde la perspectiva del rendimiento).

FI

RENTA FIJA – BONOS DEL ESTADO

Página 14

MERCADOS DESARROLLADOS

Análisis fundamental

Treasury EE.UU.: suelo 1,97%; valor razonable 3,0%; techo 3,50%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se "redujo" a -6 pb (desde -10 pb el mes pasado). Para que el diferencial se normalizase en +3 pb, con un anclaje del tipo *swap* en torno al 2,0% (atendiendo al nivel de inflación que esperamos), el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería situarse en 1,97%.

Pendiente: La pendiente de la curva de rendimiento del bono estadounidense a 10 años se elevó a 18 pb (desde 4 pb el mes pasado), con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 2% (valor actual: 1,6%), para alcanzar la pendiente media a largo plazo (150 pb), el rendimiento del bono a 10 años debería situarse en 3,50%.

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 a medio plazo para el IPC de 2%, el rendimiento del UST tendría que alcanzar el 3% para situarnos en posición de «COMPRAR».

Bund alemán: suelo 0,63%; valor razonable 1,22%; techo 2,5%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se amplió a +37 pb (desde +33 pb el mes pasado). Para que se normalizase en +37 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 1,00% (actualmente en 0,03%), el rendimiento del *Bund* debería avanzar hacia 0,63% (punto de entrada).

Pendiente: La pendiente de la curva en EUR se elevó a 33 pb (desde 25 pb el mes pasado). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al 0% (en estos momentos está en -0,66%), para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (122 pb) el rendimiento del *Bund* debería situarse en 1,22%.

Rendimiento real: Un buen punto de entrada en el *Bund* podría ser cuando el rendimiento real estuviese en 1%. Dado que nuestras previsiones a medio plazo para el IPC están en 1,5%, el rendimiento del *Bund* debería alcanzar el 2,5% para posicionarnos en «COMPRAR».

Gilt británico: suelo 1,9%; valor razonable 2,5%; techo 2,75%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se elevó a +23 pb (desde +16 pb el mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en +10 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 2% (en la actualidad está en 0,92%), el rendimiento del bono británico a 10 años debería avanzar hacia el 1,9%.

Pendiente: Puesto que los valores británicos a 2 años están normalizados en el 1%, para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (1,48%) el rendimiento del *Gilt* con ese vencimiento debería situarse en 2,48%.

Rendimiento real: Al ser nuestra previsión a medio plazo para el IPC de 1,75%, el rendimiento del *Gilt* debería alcanzar el 2,75% para que nos posicionáramos en «COMPRAR»

SWAP SPREAD USD



Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

SWAP SPREAD EUR



Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

BONOS EUROPEOS PERIFÉRICOS

Objetivos fundamentales: rentabilidades a 10 años

Bono español. Rendimiento objetivo: 0,5%

Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 1,0%

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

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

Bono del Estado griego. Rendimiento objetivo: 1,7%

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	6,96%	3,39%	3,57%	-1,00%	5,96%
	India	6,46%	3,99%	2,47%	-0,75%	5,71%
	Philippines	4,51%	0,90%	3,61%	-1,00%	3,51%
	China	3,28%	3,00%	0,28%	0,00%	3,28%
	Malaysia	3,38%	1,54%	1,84%	-0,50%	2,88%
	Thailand	1,50%	0,34%	1,16%	-0,50%	1,00%
	Singapore	1,72%	0,48%	1,23%	-0,50%	1,22%
	South Korea	1,71%	-0,42%	2,13%	-0,75%	0,96%
	Taiwan	0,68%	0,44%	0,24%	0,00%	0,68%
EME	Turkey	12,20%	9,26%	2,94%	-0,75%	11,45%
	Russian Fed	6,39%	4,00%	2,39%	-0,75%	5,64%
LATAM	Brazil	6,40%	2,92%	3,48%	-1,00%	5,40%
	Mexico	6,77%	3,03%	3,74%	-1,00%	5,77%
	Colombia	5,83%	3,75%	2,08%	-0,75%	5,08%
	Peru	4,72%	1,85%	2,87%	-0,75%	3,97%



ENERGÍA – PETRÓLEO

Opinión fundamental (WTI): Banda objetivo: 45-65 USD/barril.

Comprar por debajo de 45 USD; vender por encima de 65 USD.

Factores a corto plazo

(Positivo para el precio) – El compromiso de Warren, aspirante a la presidencia, de prohibir el fracking suscita preocupación en los productores. Los analistas están ponderando los efectos que tendrían las políticas energéticas propuestas por Elizabeth Warren, aspirante a la presidencia de EE.UU., quien se ha comprometido a prohibir el fracking con carácter general y a detener la perforación en suelo federal. Tal prohibición tendría que legislarse y sin duda provocaría fuerte oposición por parte de empresas, inversores y gobiernos estatales. Los analistas han advertido que, de promulgarse dicha prohibición, la cotización del petróleo podría dispararse al rango de los 80-85 USD/barril y puntualmente llegar a los 150 USD/barril durante perturbaciones.

(Positivo para el precio) – Trudeau gana, pero pierde la mayoría. Las elecciones federales en Canadá acabaron en la apretada victoria del partido liberal del primer ministro Trudeau, el cual, con 156 escaños, superó por poco margen los 121 escaños con que se hicieron los conservadores. Trudeau mantiene el poder, pero pierde la mayoría parlamentaria, por lo que su posición, al quedar debilitada, podría forzar un giro hacia la izquierda en su agenda en caso de aliarse con el New Democratic Party o el Green Party. Esto podría asestar un golpe a la industria energética canadiense; de hecho, Platts considera que podría ponerse en riesgo el gasoducto Trans Mountain de 590.000 bpd, un proyecto al que se han opuesto los partidos con orientaciones izquierdistas.

(Positivo para el precio) – La OPEP y sus socios bien podrían reforzar el acuerdo de recortar la producción en su reunión de diciembre en Viena. La medida no se ajustaría a la tradición, ya que el cártel suele esperar a que surja un exceso de producción antes de responder. Según el artículo de referencia, la AIE espera un superávit de 1,2 millones de bpd para los primeros seis meses de 2020, mientras que las previsiones de demanda reflejan un menor crecimiento mundial.

(Negativo para el precio) – Rusia incumple el objetivo pactado para septiembre. La producción de petróleo ruso bajó de 11,29 Mbdp en agosto a 11,25 Mbdp en septiembre, pero el país no logró el objetivo de producción establecido en el acuerdo de la OPEP+. El ministro de Energía, Novak, declaró que el país seguía esforzándose por cumplir su compromiso de recortar en 200.000 bpd su cifra de octubre de 2018, fijada como referencia, pero los datos de septiembre reflejaron una mayor producción de condensado en previsión del invierno ruso.

(Negativo para el precio) – Japón se plantea enviar fuerzas navales a Oriente Medio. Japón está considerando el envío de buques de guerra a Oriente Medio para contribuir a la estabilidad de la región. Esta medida no se integraría en la iniciativa de seguridad del Estrecho de Ormuz propuesta por Estados Unidos. Téngase presente que el 80% de las importaciones japonesas de crudo proceden de esa región.

(Negativo para el precio) – EE.UU. y Arabia Saudita intensifican las medidas para proteger la producción petrolera del Reino. Ambos países están tomando medidas para conectar las defensas antimisiles sauditas con los sistemas estadounidenses e investigando tecnologías anti-drones. Además, el Departamento de Defensa de EE.UU. anunció el despliegue adicional en Arabia Saudita de otros 2.000 soldados, dos escuadrones de aviones de combate y tres nuevos sistemas antimisiles, así como de otros equipos, para que el Reino estuviese mejor preparado para contrarrestar a Irán. La medida sigue a meses de frustración por parte de funcionarios estadounidenses que se temen una gestión deficiente por Arabia Saudita de sus sistemas de defensa aérea *Patriot* de fabricación estadounidense, lo que habría dejado a sus instalaciones petroleras vulnerables a ataques.

(Negativo para el precio) – Pérdida de impulso al tocar las apuestas alcistas su mínimo de los últimos nueve meses. Las apuestas alcistas sobre el crudo están en su nivel más bajo desde el 8 de enero, una señal de que la disminución de la demanda mundial y la fuerte producción de EE.UU. están hundiendo las perspectivas de los inversores. Según Bloomberg, las apuestas a la baja sobre el WTI casi se han triplicado desde el 17 de septiembre, con una disminución de la posición neta larga del 8,8% al final de la primera quincena de octubre.

(Negativo para el precio) – Las sanciones a Venezuela han dado entrada a otros productores. En los seis meses transcurridos desde que se suspendieron las importaciones de crudo venezolano a EE.UU. han aumentado las importaciones de crudo procedentes de Brasil y Argentina. La competencia entre los vendedores de petróleo tiene visos de aumentar al estar elevando Canadá las tarifas de transporte de crudo. Estados Unidos importó en julio 4,13 Mbdp de crudo canadiense, el mayor volumen de su historia.

Factores a largo plazo

(Negativo para el precio) – Las energías alternativas toman el testigo. 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 tomen 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».

(Negativo para el precio) – 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 al medioambiente. Con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para 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.

(Negativo para el precio) – 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 (en teoría) por una rápida alza en la producción a partir de petróleo de esquisto.



METALES PRECIOSOS - ORO

Precio fundamental 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) descendió a 1.329 USD/oz (desde los 1.358 USD/oz del mes anterior). En términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 919 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,2307 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 1.032 USD/onza.

Ratio entre oro y plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Esta ratio se elevó a 84,93 (desde 82,2 el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 64,1 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 1.127 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio se elevó en el mes a 26,77 (desde 26,05 el mes pasado), pero supera aún con creces su promedio de los últimos 20 años de 15,3. Considerando nuestro objetivo fundamental a largo plazo para el petróleo de 50 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 765 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 cayeron a 319.000 contratos (desde 341.000 el mes pasado); las cortas se elevaron a 66.000 (desde 59.000 contratos). Por tanto, la posición neta cayó de 282.000 contratos el mes pasado a 253.000 en este, un máximo no visto desde septiembre de 2017.

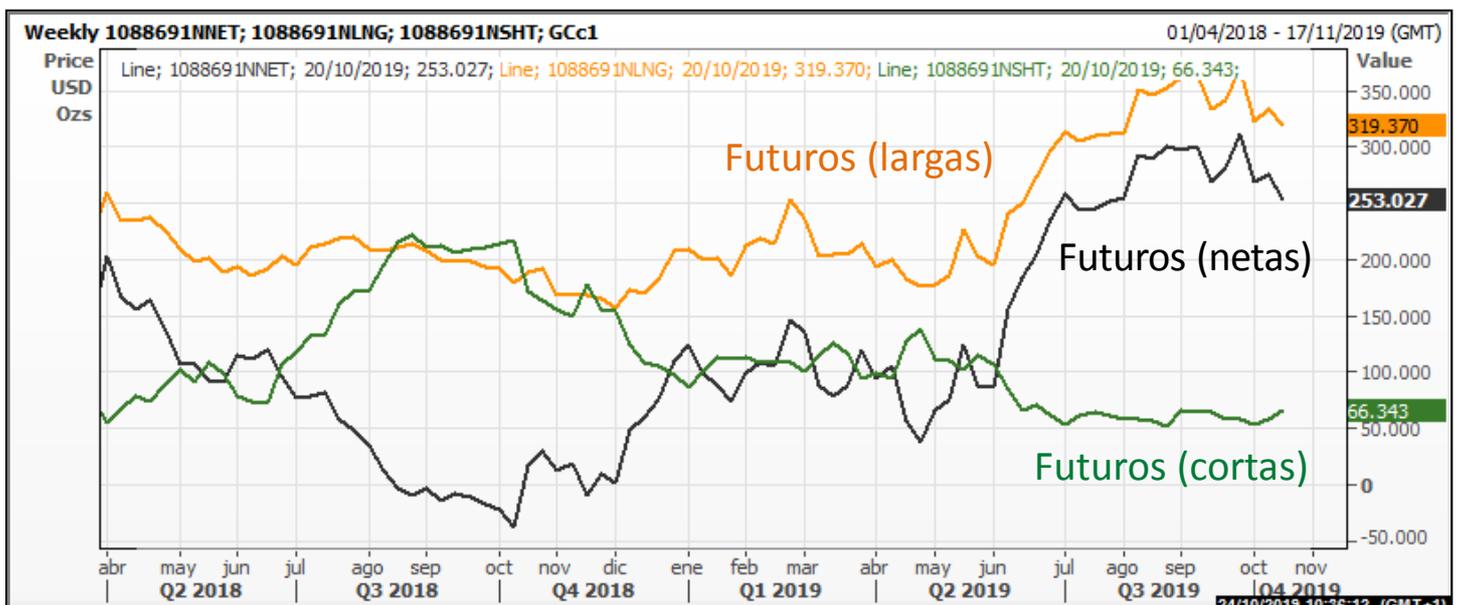
Desmonetización en India. La desmonetización obligó a millones de hogares indios a utilizar por primera vez servicios bancarios formales, contribuyendo a su integración en la economía formal. Esta medida ayudará a movilizar un ahorro de miles de millones de dólares que está incorporado en activos físicos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

Factores positivos

Ratio entre oro y S&P500. Esta ratio cayó por la mínima de 0,51 el mes pasado a 0,50 en este, pero todavía está muy por debajo de su promedio de largo plazo de 0,60. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 2.900 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 aún confieren atractivo al oro. La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija –que el oro no ofrezca cupón– está en estos momentos neutralizada, con tipos negativos en numerosos títulos de deuda global (el valor nominal de bonos con rendimientos negativos supera los 13 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).





DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

Los riesgos políticos latentes en todo el mundo han venido contribuyendo de manera importante a los descensos en el apetito por el riesgo y el sentimiento inversor a nivel mundial en 2019 y, por lo tanto, han impulsado las monedas consideradas “seguras” en los últimos seis meses, a expensas de las monedas de alta beta y, por supuesto, el GBP. Existe un margen considerable para el desarticulamiento de la gran cantidad de posiciones cortas si se logra un progreso suficiente como para reducir materialmente los riesgos del Brexit o de la guerra comercial. Los datos más recientes muestran que los cortos en GBP están muy cerca de los niveles máximos, lo que sugiere (en base al Z-score) un posible movimiento del ~6% al alza en el GBP si el posicionamiento se reduce a neutral, hasta alcanzar una revalorización de 1.34 contra el USD

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

El posicionamiento global en el dólar estadounidense subió el mes pasado (a US\$ 15.100 mil millones desde US\$ 11.5 mil millones), sin embargo, los largos netos en USD continúan siendo muy inferiores a los US\$ 35 mil millones vistos en el último año, y muestra un nivel en Z-score 3Y de solo 0.37, lo que significa que no hay estrés en el posicionamiento. Los damnificados de esta rotación hacia el USD fueron las monedas emergentes, que vieron una fuerte disminución su nivel de Z-score (a 0.64 vs 1.73 el mes pasado). Esto sugiere que estas monedas ya no están sobrecompradas, aunque indica temores sobre el riesgo de recesión global. Dicho todo esto, el posicionamiento global aún sugiere que los inversores piensan que la economía de Estados Unidos tendrá un buen desempeño, al igual que las economías de mercados emergentes en los próximos meses. Nuestro **análisis fundamental** se reafirma, desde consideraciones estructurales, en una opinión alcista del USD frente al EUR a largo plazo. El objetivo para final de año sigue en 1,10. El resultado de nuestro **análisis técnico** examinado en el Comité de Inversiones indica una visión lateral para el cruce EUR/USD a un mes, con un nivel de soporte clave en 1,087 y una resistencia de 1,125.

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

A nuestro juicio, son varios los aspectos que sugieren que el JPY no debería apreciarse frente al USD. Considerémoslos. (1) Restamos importancia a la posible opción de una reducción gradual de los estímulos del BoJ, al menos hasta que se alcance el objetivo de inflación del 2% (inalcanzable en el corto plazo). (2) El rendimiento real es menor en los bonos del Estado japonés (JGB) y, con el rendimiento del JGB a 10 años fijado por su autoridad monetaria en el 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: 4,00; EUR/BRL: Objetivo: 4,40

USD/ARS: Objetivo: 70

USD/INR: Objetivo: 72

CNY: Objetivo: 6,90

RUB: NEGATIVA

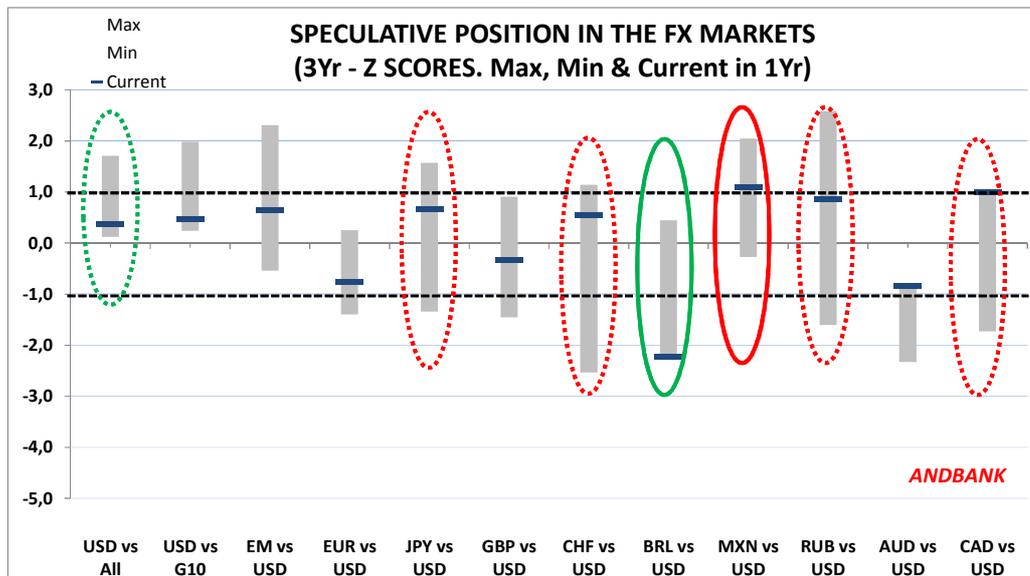
AUD: NEUTRAL

CAD: 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	15,10	-2,27	34,3	10,6	23,4	0,37
USD vs G10	17,88	-2,00	38,9	0,0	24,9	0,46
EM	2,78	0,27	4,7	-0,2	2,1	0,64
EUR	-7,10	1,26	1,6	-14,8	-6,2	-0,77
JPY	-2,09	-3,59	4,0	-12,8	-5,1	0,66
GBP	-4,22	2,09	-0,3	-7,8	-4,9	-0,34
CHF	-1,43	-0,09	-0,4	-6,0	-2,6	0,54
BRL	-1,15	-0,33	0,2	-1,2	-0,4	-2,23
MXN	2,95	0,57	3,9	0,0	1,9	1,08
RUB	0,98	0,02	1,4	-0,2	0,7	0,86
AUD	-3,02	0,19	-1,9	-5,2	-3,8	-0,84
CAD	2,55	2,20	2,6	-5,0	-1,0	1,00

ANDBANK



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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 18

Asset Class	Indices	Performance	Performance	Current	Fundamental	Expected
		Last month	YTD	Price	Central Point	Performance to central point
					2019	2019
Equity	USA - S&P 500	3,9%	22,3%	3.067	2.900	-5,4%
	Europe - Stoxx Europe 600	5,6%	18,3%	402	387	-3,6%
	Euro Zone - Euro Stoxx	5,8%	19,2%	394	379	-3,7%
	SPAIN - IBEX 35	4,7%	9,2%	9.379	9.423	0,5%
	MEXICO - MXSE IPC	0,9%	5,2%	43.815	43.988	0,4%
	BRAZIL - BOVESPA	5,5%	23,1%	108.196	103.017	-4,8%
	JAPAN - NIKKEI 225	4,9%	14,2%	22.851	22.250	-2,6%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	2,4%	19,3%	2.975	3.176	6,7%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	3,2%	29,9%	1.647	1.757	6,7%
	INDIA - SENSEX	7,0%	11,4%	40.325	40.023	-0,7%
	VIETNAM - VN Index	3,5%	13,8%	1.022	1.028	0,5%
	MSCI EM ASIA (in USD)	5,6%	9,2%	530	548	3,5%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,3%	10,0%	1,71	1,85
UK 10 year Gilt		-1,7%	5,9%	0,66	0,80	-1,0%
German 10 year BUND		-1,7%	5,2%	-0,39	-0,30	-0,8%
Japanese 10 year Govie		-0,3%	1,5%	-0,19	0,00	-1,5%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-1,1%	10,5%	0,25	0,50	-2,0%
	Italy - 10yr Gov bond	-1,9%	15,5%	1,07	1,00	0,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,6%	13,5%	0,19	0,60	-3,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,5%	7,7%	0,02	0,00	0,1%
	Greece - 10yr Gov bond	1,3%	28,8%	1,16	1,70	-4,2%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	1,7%	49,40	65	-0,8%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,8%	6,5%	229,61	270	-1,2%
	Credit USD IG - CDX IG	0,4%	1,5%	52,89	50	0,0%
	Credit USD HY - CDX HY	1,2%	7,2%	330,10	386	-1,3%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	9,0%	41,5%	12,33	14,00	-1,0%
	Russia - 10yr Gov bond	4,7%	25,6%	6,39	6,75	3,5%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	2,3%	13,9%	6,98	6,00	14,9%
	India - 10yr Gov bond	2,4%	13,6%	6,44	5,75	11,9%
	Philippines - 10yr Gov bond	1,3%	26,1%	4,51	3,60	11,8%
	China - 10yr Gov bond	-0,8%	1,8%	3,26	3,25	3,3%
	Malaysia - 10yr Gov bond	-0,7%	9,0%	3,38	2,75	8,5%
	Thailand - 10yr Gov bond	-0,2%	9,2%	1,47	1,00	5,2%
	Singapore - 10yr Gov bond	-0,7%	4,2%	1,71	1,20	5,8%
	South Korea - 10yr Gov bond	-2,7%	3,6%	1,65	1,50	2,8%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,3%	2,1%	0,68	0,70	0,5%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,3%	22,1%	6,77	6,85	6,1%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,5%	16,5%	3,36	3,35	3,4%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	5,0%	30,2%	6,40	7,00	1,6%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,8%	14,9%	4,17	3,85	6,8%
Commodities	Oil (WTI)	6,4%	23,8%	56,2	50,00	-11,0%
	GOLD	0,6%	18,0%	1.513,6	1.200	-20,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,7%	-2,7%	1,117	1,100	-1,5%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	4,9%	1,4%	1,29	1,32	2,1%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-3,1%	-3,9%	0,86	0,83	-3,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	-1,0%	0,4%	0,99	0,98	-0,9%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,7%	-2,2%	1,10	1,07	-2,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	1,2%	-1,3%	108,17	112,00	3,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	2,9%	-3,9%	120,80	123,20	2,0%
	USDMXN (price of 1 USD)	-2,1%	-2,7%	19,10	20,00	4,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-0,4%	-5,4%	21,31	22,00	3,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	-1,6%	2,8%	3,99	4,00	0,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,1%	0,1%	4,45	4,40	-1,2%
	USDARS (price of 1 USD)	3,4%	58,2%	59,52	70,00	17,6%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	1,7%	70,76	72,00	1,8%
	CNY (price of 1 USD)	-1,6%	2,3%	7,04	6,90	-1,9%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

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



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



Juan Manuel Lissignoli
Uruguay & Argentina: Bonds, FX, Macro
& Politics,
+598 2626 2333



Rodrigo Octavio Marques de Almeida
Brazil: Bonds, Equity & Fx
+55 11 3095-7045



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



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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

En cumplimiento de la Ley andorrana 17/2019, de 15 de febrero, por la que se modifica la Ley 8/2013, de 9 de mayo, sobre los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las entidades operativas del sistema financiero, la protección del inversor, el abuso de mercado y los acuerdos de garantía financiera, el presente documento no se considerará, en ningún caso, una oferta o propuesta de venta de productos o activos financieros mencionados en el mismo; toda la información aquí incluida tiene carácter indicativo y no podrá considerarse como único factor relevante en la decisión de realizar una inversión específica.

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.