

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank

Visión Estratégica 2020

Análisis Corporativo

*Visión
Estratégica
2020*

*CONECTADO
CON LAS
MEJORES
IDEAS DE
INVERSIÓN*

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

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES

China, EE.UU.: saldo presupuestario del gobierno general

En porcentaje del PIB



Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting



EQUITIES

RENTA VARIABLE

Página 2

Síntesis de perspectivas para la renta variable:
EE.UU. (S&P): PONDERACIÓN NEUTRAL-SOBREP.; objetivo: 3.240; salida: 3.402. **Europa (Stoxx 600):** NEUTRAL; objetivo: 418; salida: 438. **Euro Stoxx:** SOBREP.; objetivo: 427; salida: 448. **España (IBEX):** NEUTRAL-SOBREP.; objetivo: 9.882; salida: 10.376. **Japón (N225):** INFRAP.; objetivo: 23.732; salida: 24.919. **China (Shanghai):** NEUTRAL-SOBREP.; objetivo: 3.207; salida: 3.367. **China (Shenzhen):** SOBREP.; objetivo: 1.808; salida: 1.900. **India (Sensex):** NEUTRAL-SOBREP.; objetivo: 45.477; salida: 47.750. **Israel (TLV35):** NEUTRAL-INFRAP.; ligeramente caro. **Brasil (Ibovespa):** SOBREP.; objetivo: 116.437; salida: 122.260. **México (IPC):** NEUTRAL-SOBREP.; objetivo: 44.866; salida: 47.110.

FI

RENTA FIJA

Los mercados de renta fija internacionales 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.- NEUTRAL; entrada: 2,0%. **Bono alemán (Bund):** INFRAP.; objetivo: -0,2%. **Bono español:** INFRAP.; objetivo: 0,50%. **Bono italiano:** SOBREPOND.; objetivo: 1,0%. **Bono portugués:** INFRAP.; objetivo: 0,50%. **Bono irlandés:** INFRAP.; objetivo: 0,20%. **Bono israelí:** NEUTRAL-INFRAP. **Bonos de ME (Asia):** SOBREP. (preferencia por Indonesia, India, Filipinas, Malasia, Tailandia, Singapur y Corea del Sur. Neutral en China. Evitar Taiwán). **Bonos de ME (Latinoamérica):** SOBREP. (preferencia por México en MXN y Brasil en USD y BRL).

DEUDA CORPORATIVA

DEUDA CORPORATIVA

Deuda corporativa en EUR. El espectacular comportamiento observado en 2019 no será fácil de replicar en 2020. El principal factor de incertidumbre es la amenaza de imposición de aranceles al sector del automóvil. Un factor que jugará a favor de este mercado será la continuidad del programa de compra de deuda empresarial por parte del BCE a razón de 4.000 millones de EUR/mes, ya que el universo de inversiones admisibles para el BCE ha aumentado considerablemente. Los emisores más interesados en buscar financiación seguirán siendo los "Reverser Yankees" (emisores estadounidenses en euros), los que emitan a largo plazo (aprovechando el apetito inversor) y con instrumentos híbridos (dada la presión de las agencias de rating). En cuanto a los flujos, en 2019 no hemos asistido a un solo mes negativo en el universo de categoría de inversión (un récord de 10 meses consecutivos). **Deuda corporativa en EUR (IG) (iTraxx):** INFRAP.; diferencial objetivo: 70 pb. **Deuda corporativa en EUR (HY) (Xover):** NEUTRAL-INFRAP.; diferencial objetivo: 275 pb. **Deuda corporativa en USD (CDX IG):** NEUTRAL; diferencial objetivo: 48 pb. **Deuda corporativa en USD (CDX HY):** NEUTRAL-SOBREP.; diferencial objetivo: 382 pb.

DIVISAS

DIVISAS

Expresamos preferencia por BRL, AUD, CHF y GBP; temporalmente, por EUR y USD; evitar: MXN y RUB.

MATERIAS PRIMAS

MATERIAS PRIMAS

Precio objetivo fundamental para el WTI: 55 USD/barril; vender por encima de 65 USD/barril. El oro sigue caro (expresado en USD). Precio fundamental para el oro: 1.200 USD/oz; vender por encima de 1.300 USD/oz.



EE.UU.

Crecimiento del PIB en 2020 del 1,7%. TIRs ligeramente al alza. El equity mantiene el potencial alcista.

Mercados bursátiles, de deuda pública y de deuda corporativa

Renta variable. Para las empresas del índice S&P preveemos un crecimiento de las ventas del 4,7% (para crecimientos de los PIB nacional y mundial del 3,7% y 6,25%, respectivamente). Anticipamos un deterioro de los márgenes (del 11,4% en 2019 al 10,3% en 2020), sobre todo al ser el aumento de la productividad (+1,6%) inferior al incremento de los costes laborales (+2,7%), de forma que para el S&P preveemos un BPA para 2020 de 166 USD (muy por debajo de la previsión del consenso de 182 USD). Por otro lado, nos sentimos cómodos ampliando el PER de largo plazo a 19,5 veces para diciembre de 2020, lo que nos da lo que consideramos una cotización por fundamentales razonable de 3.240 puntos para el S&P en 2020, con un nivel de salida recomendado en 3.420 puntos. **Bonos.** La dinámica sobre el conflicto comercial y una eventual reversión de tarifas pueden situar temporalmente los rendimientos del UST a 10 años por encima del nivel del 2%; ahora bien, si el acuerdo comercial no lograse enmendarse dos años de daños a la economía mundial, y los datos mundiales siguieran deteriorándose, el rendimiento del UST a 10 años bien podría volver a caer por debajo de 1,65%. **Deuda corporativa.** Por lo que respecta a esta, los diferenciales de los valores con grado de inversión (IG) deberían rondar niveles cercanos a 45 pb y, en el caso de los de alto rendimiento (HY), a 325 pb.

La Fed mantendrá los tipos de interés reales en el 0%

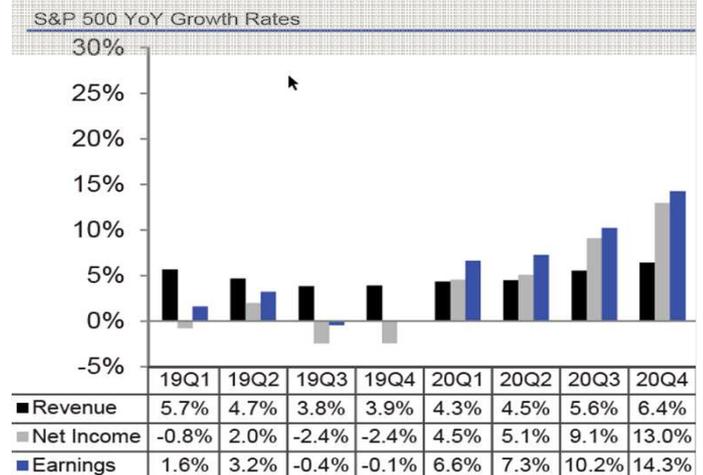
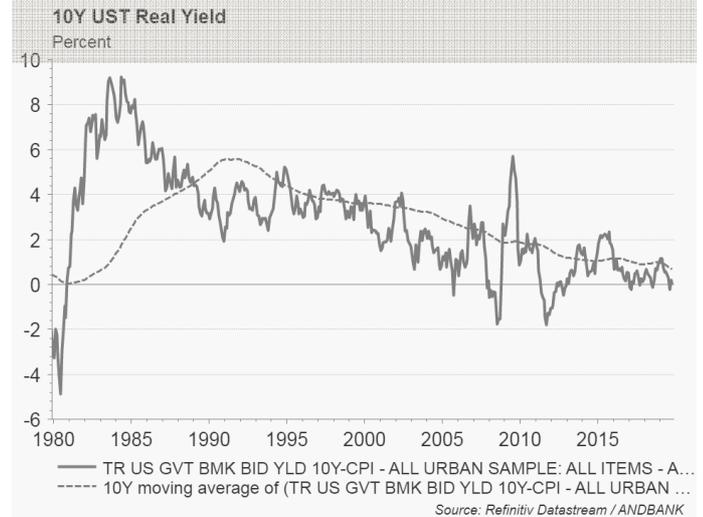
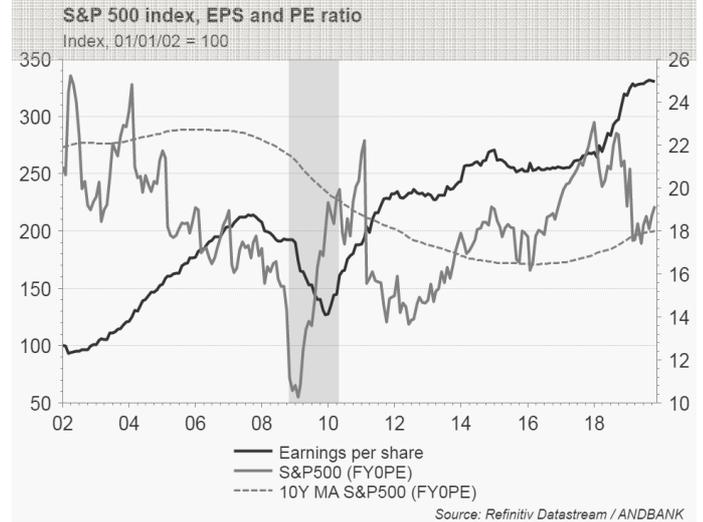
Los índices de inflación de precios al consumo (IPC) y a la producción (PPI) de octubre mostraron que la inflación subyacente, medida por el gasto de consumo personal (PCE), es del 1,65%, o 0,35 p.p. inferior al objetivo, y cerca de la tasa media del 1,72% de los tres últimos años. El potencial de reflación económica tiene visos de ser limitado. Esperamos que el impacto de los aranceles sobre la inflación interanual se deje sentir algo más en los próximos trimestres, para a continuación disminuir conforme avance 2020. Esto es lo que nos hace pensar que la Fed mantendrá los tipos de interés reales en niveles cercanos a cero y un sesgo expansivo en las condiciones monetarias, imprimiendo de este modo un impulso adicional a los activos financieros en un entorno en el que cabe esperar una desaceleración, pero sin que anticipemos una recesión.

Perspectivas económicas

El gasto de consumo, que representa dos terceras partes largas de la economía estadounidense, ha sido el motor de crecimiento clave en 2019. No obstante la desaceleración del crecimiento global, el consumo creció en EE.UU. en el tercer trimestre a un ritmo próximo al 3% (en tasa anual desestacionalizada). Dada la debilidad del gasto de inversión en capital fijo y el significativo deterioro en las encuestas de confianza empresarial, existe la preocupación de que el consumo no alcance a sostenerse por sí solo. En el período comprendido entre agosto y octubre, los datos del grupo de control de ventas (que excluye combustibles, automóviles, servicios de alimentación y materiales de construcción) flaquearon, deteriorando el sólido avance del gasto de consumo que se registró en el primer semestre del año. Aunque los datos fundamentales del gasto de consumo aún parecen gozar por lo general de razonable salud, algunos de los últimos datos disponibles apuntan a que la confianza del consumidor se ha resentido y a un reciente aumento de los despidos. Si esto persistiese podría lastrar el gasto de consumo. La intensa retracción de la confianza empresarial, que comenzó en 2018 y que parece responder a las inquietudes que suscita la política comercial, ha afectado negativamente al gasto de inversión en capital, que lleva cayendo desde principios de año. La desaceleración fue generalizada entre las distintas formas de gasto empresarial, ya que 10 de sus 12 categorías dieron muestras de desaceleración. La explicación más obvia para todo esto es la incertidumbre que provoca la guerra comercial y sus efectos sobre la confianza, pero no es de esperar que una distensión de las tensiones comerciales asociada a un eventual «primer acuerdo» aliente una mejora en la confianza y el gasto empresarial, ya que la incertidumbre se ha tornado política con el proceso de juicio político y con las recientes elecciones locales, que perjudican la probabilidad de reelección del presidente Trump.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL-SOBREP. (objetivo: 3.240; salida: 3.402)
Deuda soberana: INFRAP.-NEUTRAL (punto entrada UST 10 años: 2%)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 48)
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREP. (diferencial objetivo: 382)
Divisas (Índice DXY): INFRAPONDERAR-NEUTRAL



Source: I/B/E



EUROPA

Leve repunte del crecimiento. BCE a la expectativa. Menos riesgo político. Acciones con potencial alcista.

Coyuntura económica

Cabría esperar que Europa creciera más en 2020 (previsión del 1,4% interanual para la UE y del 1,2% para la zona euro), confiando en un mayor apoyo fiscal y menores tensiones comerciales que en 2019. El principal interrogante es cómo se comportará el consumo tras un año en el que han aumentado las tasas de ahorro (a pesar de los tipos de interés negativos) mientras sigue ralentizándose la creación de empleo. La política fiscal continúa siendo clave y, aunque quizás no sea el revulsivo que algunos esperan, estimamos un impulso fiscal del orden del 0,3% del PIB, que añadiría 0,2 p.p. de crecimiento al PIB de la zona euro. Los principales riesgos para estas previsiones de crecimiento podrían provenir de un *Brexit* sin acuerdo, de una intensificación del conflicto comercial o de un contagio al sector servicios de la economía. Ninguno de estos forma parte de nuestro escenario principal.

Lagarde, del BCE: «A la expectativa» en 2020

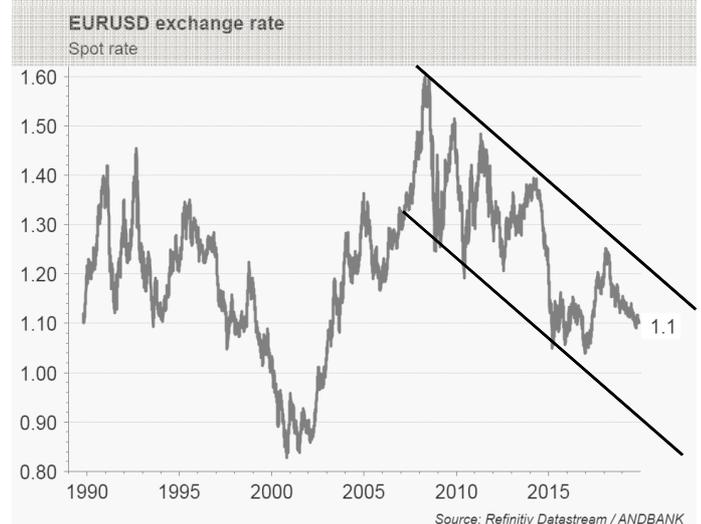
No deberían esperarse más medidas de política monetaria durante el año. El BCE seguirá previsiblemente aplicando un mini-QE (de 20.000 millones de EUR al mes), sin necesidad de modificar los límites de valores admisibles (ISIN) hasta finales de 2020. Es improbable que el BCE intervenga, salvo que se produzca una perturbación. Nuestra baja previsión para el IPC de 2020 (1,2% interanual), unida a las declaraciones del BCE de que operará sobre medias anuales de precios (lo que significa que un repunte en los precios no exigirá una reacción del BCE), nos hace pensar que la Sra. Lagarde mantendrá los tipos inalterados en 2020.

Mercados bursátiles, de deuda pública y de deuda corporativa

Renta variable. Preveemos un crecimiento de las ventas del 4% para el índice Euro Stoxx (para crecimientos nominales del PIB regional y mundial del 1,2% y 6,25%, respectivamente, y considerando el hecho de que el 60% de las ventas son exportaciones fuera de la Eurozona). Los márgenes se mantendrán en torno al 7,3% (quizás algo menores, ya que el crecimiento de la productividad no compensará el crecimiento esperado de los salarios del +1,5%). Como resultado, preveemos un BPA para 2020 de 26,4 EUR para el Euro Stoxx (por debajo del consenso, que es de 28 EUR). Revisamos al alza el PER para final de año a 16,2 veces, lo que da como resultado una cotización por fundamentales que consideramos razonable de 427 puntos para este índice en 2020, con salida recomendada en los 448 puntos. **Bonos.** Esperamos que el rendimiento del Bund permanezca en territorio negativo, ya que no se anticipan alzas de tipos. Es poco probable que regresemos a los niveles mínimos (-0,7%) vistos el año pasado. Ajustamos ligeramente nuestro objetivo de rendimiento para el Bund de -0,3% a -0,2%. En cuanto a los diferenciales de la deuda de países periféricos, nuestros objetivos para 2020 son: 120 pb para el bono italiano a 10 años, 70 pb para los bonos español y portugués a 10 años, 40 pb para el irlandés a 10 años y 170 pb para el bono griego. El proyecto de presupuestos del Estado italiano (a falta de cerrar algunas cuestiones aún pendientes) apunta a un déficit público del 2,3% para 2020, lo que confirma un escenario sin enfrentamiento con la UE y deja la puerta abierta a una mayor convergencia. **Deuda corporativa.** El espectacular comportamiento observado en 2019 en los mercados de deuda empresarial no será fácil de replicar en 2020. El principal factor de incertidumbre es la amenaza del Gobierno estadounidense de imponer aranceles al sector del automóvil. Un factor que jugará a favor de este mercado será la continuidad del programa de recompra de deuda empresarial por el BCE a razón de 3.500-4.000 millones de EUR/mes, y el hecho de que el universo de inversiones admisibles para el BCE se haya incrementado considerablemente. Los emisores más interesados en buscar financiación seguirán siendo "Reverser Yankees" (emisores estadounidenses en euros), aquellos que emitan a largo plazo (aprovechando el apetito inversor) y quienes utilicen instrumentos híbridos (dada la presión de los ratings crediticios). En cuanto a los flujos, en 2019 no hemos asistido a un solo mes negativo en el universo de categoría de inversión (un récord de 10 meses consecutivos).

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL (objetivo: 418; salida: 438)
 Renta variable (Euro Stoxx): SOBREPONDERAR (objetivo: 427; salida: 448)
 Deuda soberana (países centrales y periféricos):
 - Países centrales: INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: -0,20%)
 - P. periféricos: INFRAP. (ES 0,5%; PT 0,5%; IR 0,2%; GR 1,5%; IT SOBREP.)
 Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): INFRAP. (diferencial objetivo: 70)
 Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL-INFRAP. (diferenc. obj.: 275)





ESPAÑA

Crecimiento moderándose en 2020 al 1,8%. Ibox debería testear niveles entre 9.800-10.300

Coyuntura económica

Para 2020 esperamos un crecimiento del PIB español del 1,8% (similar al dato registrado en 2019), con una inflación del 1,3% y una tasa de desempleo algo inferior, del 13,7%. En el ámbito fiscal esperamos un déficit en torno al 2,2% (menor que el 2,5% de 2019, pero peor que el de la estimación del consenso del 2%). Los datos de actividad en España tendieron con claridad a la baja en la última parte de 2019 (a diferencia de la mejoría observada en países vecinos de la zona euro). Los índices PMI se debilitaron, las matriculaciones de camiones tocaron mínimos no vistos desde 2017 y la previsión del índice de producción industrial cayó a niveles inéditos en años. Por lo que respecta a la confianza de los hogares, también los indicadores cayeron a niveles de 2016 como resultado de un mercado laboral que ya no exhibe (con la tasa de desempleo en el 14%) el vigor de meses anteriores. Aun así, hay algunos motivos para el optimismo, que minoran el riesgo de una brusca parálisis económica: primero, el consumo de cemento y las licencias de construcción se han recuperado y, segundo, el ahorro de los hogares representa un notable 8,7% de la renta disponible, lo que aporta una significativa mayor capacidad de financiación neta de los hogares e instituciones a su servicio (ISFLSH).

Renta variable española

Preveamos un crecimiento de las ventas del 3% para las empresas del índice IBEX (para sendos crecimientos nominales del PIB nacional y mundial del 3% y 6,25% y considerando que el 50% de las ventas corresponden a exportaciones). Los márgenes se mantendrán en torno al 9,1% (quizás algo menores, ya que el crecimiento de la productividad no compensará el incremento esperado de los salarios debido al posible aumento legal del salario mínimo). Sin embargo, es probable que el BCE acabe elevando el límite de su estructuración en tramos de los tipos de interés de depósito (*depo tiering*), algo que podría aliviar la carga de intereses que soportan los bancos sobre sus depósitos en el BCE, mejorando quizás con ello los márgenes a nivel agregado. Como resultado, preveamos un BPA para 2020 de 732 EUR (por debajo del consenso de 781 EUR), equivalente a un crecimiento interanual del BPA del 3%. Aplicando un PER de largo plazo conservador para final de año de 13,5 veces, esto nos da una cotización objetivo por fundamentales para el IBEX de 9.882 puntos en 2020, con punto de salida recomendado en 10.376 puntos.

Política: PSOE y UP probablemente lograrán formar gobierno

Estas dos fuerzas políticas (PSOE y Unidas Podemos) suman 155 de los 350 escaños del Parlamento español. En primera votación, el candidato a investidura necesita la mayoría absoluta (176 votos); en segunda, bastaría mayoría simple. Teniendo en cuenta que los partidos conservadores (PP, C y VOX) no reúnen una minoría de bloqueo (solo suman 152 escaños), PSOE y UP buscarán lograr apoyos o abstenciones suficientes entre las otras fuerzas nacionalistas, regionalistas y secesionistas como para formar gobierno. Dicho esto, el nuevo gobierno sería débil, similar a los liderados por el PP entre 2016 y 2018 y por los socialistas entre 2018 y abril de 2019. Por lo tanto, cada acto legislativo habrá de afrontar un complicado proceso de negociación entre muchas y muy diversas fuerzas políticas. La primera prueba llegará con los presupuestos generales del Estado, ya que el gobierno actual en funciones sigue aplicando los presupuestos de 2018 que aprobó el gobierno del PP. Desde la perspectiva del mercado, tener a la extrema izquierda (UP) de socio en la coalición de gobierno no augura precisamente un flujo de noticias favorables para los inversores; sin embargo, tampoco debe olvidarse que la posición de UP en la coalición es relativamente débil, aportando tan solo 35 escaños frente a los 120 escaños socialistas, y que la capacidad legislativa del nuevo gobierno será limitada.

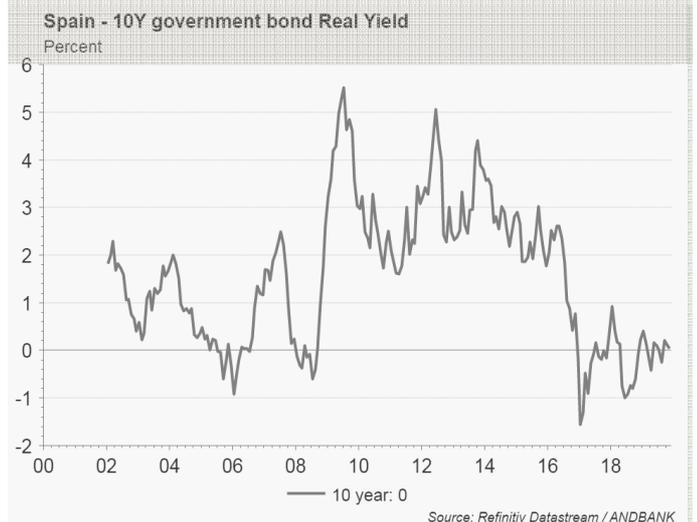
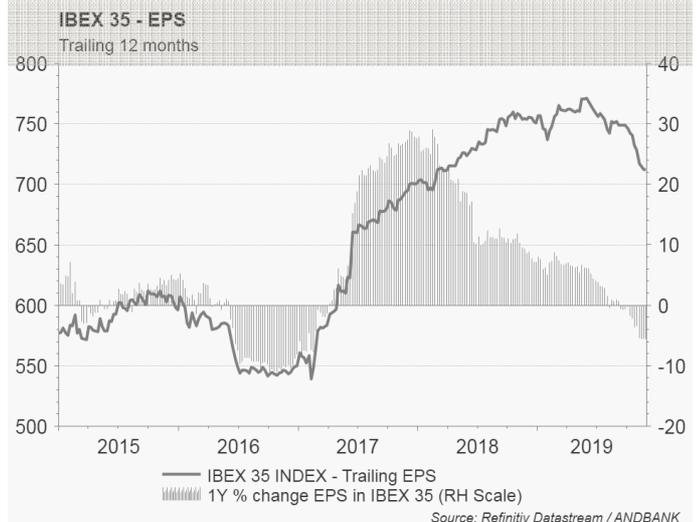
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (obj.: 9.882; salida: 10.376)

Deuda soberana: INFRAPOND. (objetivo de rendimiento del bono: 0,50%)

Deuda corporativa (IG): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa (HY): INFRAPONDERAR





JAPÓN

El crecimiento del PIB será del 0,5% en 2020, pero es improbable que el BoJ siga relajando su política

Razones que avalan medidas de estímulo adicionales por el BoJ

En los últimos dos años el gobernador del BoJ, Haruhiko Kuroda, convenció con habilidad a los inversores de disponer de abundantes instrumentos de política a su alcance, sin necesidad de recurrir a ellos. No fue tarea sencilla, ya que Japón parece haber llegado al límite efectivo de la política monetaria no convencional. Cada vez que el yen japonés tendía a apreciarse, amenazando con perjudicar la competitividad de las exportaciones, Kuroda lograba contener su cotización. Las medidas de estímulo se justificarían por la caída del componente de pedidos de maquinaria (-14,5% interanual en agosto), el deslizamiento en septiembre del IPC general hacia el 0,2% (el dato más bajo en dos años) y la caída en meses recientes de los salarios tanto en términos nominales como reales. Además, la última encuesta Tankan pone de manifiesto una debilidad generalizada en la confianza empresarial. Pero, ¿qué puede hacer Kuroda para mantener débil el yen y evitar que se deprima la confianza? Su problema es que tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo han vuelto a ampliar sus balances, mientras que el Banco de Japón ha comprado activos por importe de 20 billones de yenes en el último año, muy por debajo de los 80 billones previstos. El propio Kuroda insiste en que el Banco de Japón mantiene la flexibilidad y que puede responder de cuatro formas: (i) realizar más compras de activos, (ii) ampliar su alcance, (iii) reducir el objetivo de rendimiento de los valores de deuda pública a 10 años y (iv) ahondar la caída en territorio negativo de los tipos a corto plazo. Comprar más bonos tan solo empeoraría la situación (inversión de la curva de tipos-plazos). Idéntica lógica se aplicaría a comprar otros activos de renta fija. La opción de llevar el objetivo del BoJ para los rendimientos a largo plazo (en cero ahora) a territorio negativo está ahí, pero se toparía con la oposición de los bancos regionales, que ya están sufriendo la contracción de los márgenes de préstamo. Esto deja la opción de adentrar en territorio negativo el tipo de política a corto plazo, llevándolo más allá del actual -0,1%.

Razones para pensar que el BoJ mantendrá su política actual y no seguirá relajándola

1) El Fondo de Inversión de las Pensiones del Gobierno (GPIF) de Japón, cuyos activos totales rondan los 160 billones de yenes, fue autorizado a comprar más deuda extranjera sin cobertura tras una modificación de la normativa por la que se reclasificaban como «domésticas» las tenencias de deuda extranjera con cobertura. Esto generará aún más presión vendedora sobre el yen, haciendo innecesaria una relajación de la política para compensar los eventuales efectos que tenderían a la apreciación de la divisa. 2) El entorno general favorable a la asunción de riesgo apunta a continuidad en las salidas de capitales de Japón. En conjunto, el yen podría permanecer en el rango de las 105-115 unidades por dólar. 3) Si bien los datos recientes han decepcionado las expectativas, era algo que cabía esperar dada la subida este mes del impuesto al consumo en 2 p.p. El gasto de inversión que conllevan los Juegos Olímpicos de verano del próximo año, unido a las ayudas fiscales compensatorias, hace pensar que Japón podría experimentar un bache temporal sin enfilar una recesión en toda regla.

Decepcionante PIB del tercer trimestre. Recorte de las previsiones de beneficios empresariales para 2019 en 18.000 millones de USD, la revisión a la baja más drástica de los últimos 7 años

El crecimiento anualizado del PIB del tercer trimestre (+0,2%) fue inferior al dato del consenso (+0,8%), así como al dato revisado del trimestre anterior (+1,8%). El componente principal de pedidos de maquinaria cayó en septiembre (-2,9%), frente al dato esperado por el consenso (+0,9%) y a la caída del mes anterior (-2,4%). Por su parte, el análisis de Nikkei muestra que las empresas japonesas cotizadas en bolsa han reducido sus previsiones de resultados para el ejercicio económico de 2019 en más de 2 billones de yenes (18.300 millones de USD), la mayor rebaja en siete años, por el lastre que representa para sus exportaciones la desaceleración de la economía mundial. A 13 de noviembre, un 70% de 574 empresas importantes habían revisado a la baja su orientación para el ejercicio. Las previsiones agregadas para el segundo semestre apuntan a un crecimiento del 2%, tras unas ganancias próximas al 20% vistas a 1 de octubre.

Perspectivas de los mercados financieros

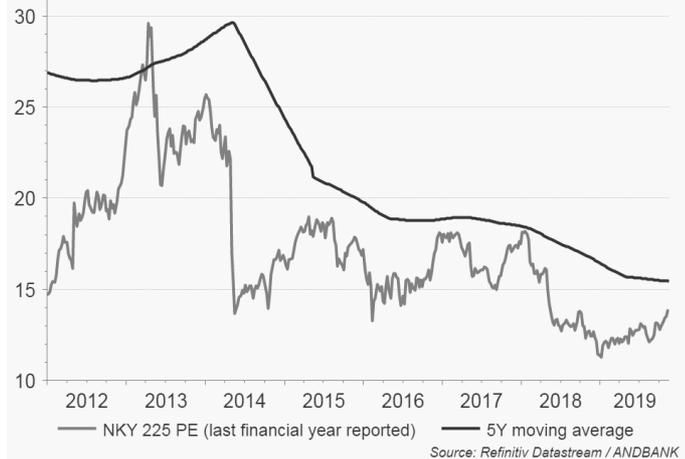
Renta variable (N225): INFRAPONDERAR (objetivo: 23.732; salida: 24.919)

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

Divisas (USD/JPY): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 110)

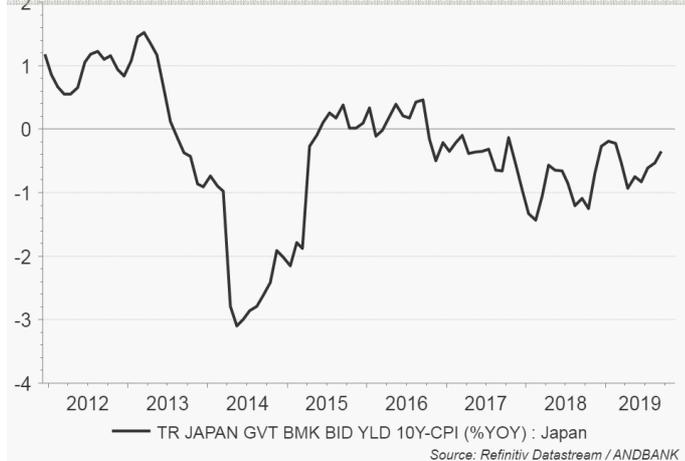
Japan Nikkei 225 price / earnings

Ratio

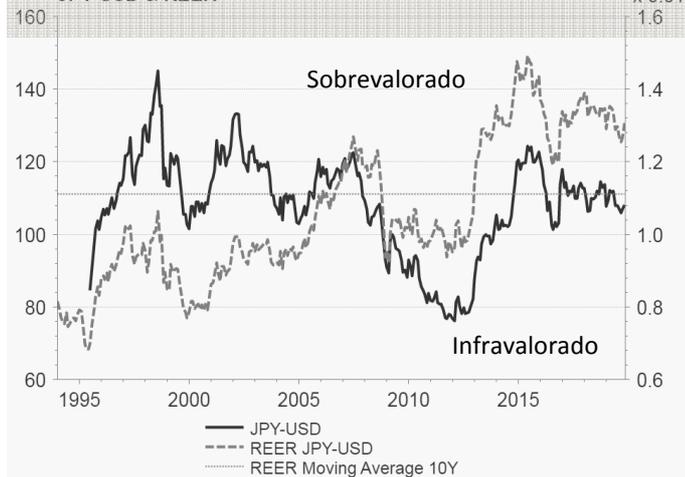


10Y JGB - Real Yield

Yield, per cent



JPY-USD & REER



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



CHINA

El crecimiento del PIB será del 5,9% en 2020. El PBoC se aprestaría a aplicar múltiples recortes de tipos.

Banco central de la República Popular China (PBoC)

Los mercados han estado aguardando a que el PBoC recortase el tipo de interés oficial desde que este prometió abaratar los costes de financiación. El banco central chino cumplió por fin el martes al reducir el tipo de su línea de crédito a medio plazo (MLF) a un año al 3,25%, 5 pb por debajo del tipo anterior (3,3%). La medida confirma que las autoridades chinas estaban de hecho decididas a flexibilizar la política, algo que los mercados ya empezaban a dudar dada la demora del PBoC en tocar los tipos. De hecho, es difícil entusiasmarse por una bajada de 5 pb, pero el PBoC está aplicando medidas acumulativas que brindan apoyo específico a distintas partes de la economía. El recorte del tipo MLF previsiblemente será el primero de muchos otros de escasa cuantía, que irían reduciendo gradualmente el coste de endeudarse ya que, con el nuevo sistema del PBoC, el recorte de 5 pb del tipo MLF debería reducir automáticamente en 5 pb el tipo preferencial de préstamo a un año (LPR). En principio, el LPR, el tipo que la banca aplica a sus mejores clientes, debería convertirse en el nuevo tipo de referencia para préstamos a empresas, lo que contribuiría a mejorar las condiciones crediticias.

Comercio: Kudlow augura un pronto acuerdo entre EE.UU. y China

Según Reuters, Larry Kudlow, asesor económico de la Casa Blanca, mencionó el 14 de noviembre en Washington, en el Consejo de Relaciones Exteriores (CFR), que EE.UU. y China estaban avanzando hacia un acuerdo comercial. Kudlow refirió conversaciones muy alentadoras con Beijing, afirmando que «el tono es bastante optimista». El *Financial Times* también informó de que ambos países se esfuerzan por alcanzar un primer acuerdo que detenga la guerra comercial, con sus funcionarios inmersos en pleno debate sobre cuestiones de propiedad intelectual, compras agrícolas y barreras arancelarias. Sin embargo, el artículo también indicó que los funcionarios del gobierno de Trump «están frustrados de que China no ofrezca concesiones suficientes que justifiquen reducir los aranceles estadounidenses sobre los productos chinos». Por su parte, la CNBC citó al portavoz del Ministerio de Comercio chino, Gao Feng, quien en una conferencia de prensa afirmó que «la guerra comercial comenzó con la imposición de aranceles y debería terminar con su levantamiento». De hecho, China levantó en noviembre su prohibición de hace cuatro años a la importación de aves de corral desde EE.UU., una pequeña señal de progreso en un momento en que la cuestión de las compras agrícolas ha hecho encallar las negociaciones.

Panorama de los mercados financieros chinos

Ciclos previos de bajadas de tipos de interés en China estimularon con fuerza el crecimiento del crédito y del PIB nominal. Sin embargo, algunos analistas piensan que este ciclo de relajación monetaria afectará en menor medida a la economía real. En parte, porque un menor LPR a un año no afecta a los tipos de préstamo hipotecario (que se referencian a LPR a cinco años, por lo que el sector de la vivienda saldría mucho menos beneficiado), pero también porque la regulación financiera se ha vuelto bastante conservadora, considerándose los préstamos inmobiliarios cada vez más arriesgados, y las autoridades han procurado ampliar el crédito otorgando préstamos solo a pequeñas empresas y a empresas privadas. Creemos que un LPR más bajo (préstamos a grandes clientes) incentivaría a los bancos a prestar más a prestatarios que entrañen más riesgo, con la idea de mantener sus márgenes. Sin embargo, para que así sucediera, los reguladores tendrían que garantizar a los bancos que no se les castigaría por cualquier aumento posterior en la morosidad. Por ahora no hay señales de que los reguladores se hayan relajado tanto. En resumen, la postura de política económica de China sigue siendo en líneas generales de prudencia, aunque con un claro sesgo hacia una mayor relajación. Aunque es difícil apostar por un fuerte repunte cíclico en la actividad (la construcción de viviendas previsiblemente se reducirá en 2020), algunos de los obstáculos al crecimiento en 2019 podrían disiparse conforme transcurriese el año. **Bonos.** Combinense esos aspectos fundamentales con la previsión de que los tipos de interés oficiales seguirán bajando, y lo más probable sería que tendieran a disminuir los rendimientos de los valores de deuda pública chinos. **Acciones.** Las expectativas de medidas de relajación adicionales, sumadas al optimismo creciente sobre la posible firma por EE.UU. y China de un acuerdo comercial inicial en algún momento de noviembre, deberían ayudar a que los mercados de renta variable chinos siguieran anotándose avances.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): POND. NEUTRAL-SOBREP. (obj.: 3.207; salida: 3.367)
 Renta variable (Shenzhén): SOBREPONDERAR (obj.: 1.808; salida: 1.898)
 Deuda soberana: POND. NEUTRAL (objetivo de rendimiento: 3,18%)
 Divisas (CNY/USD): POND. NEUTRAL (objetivo: 6,75)

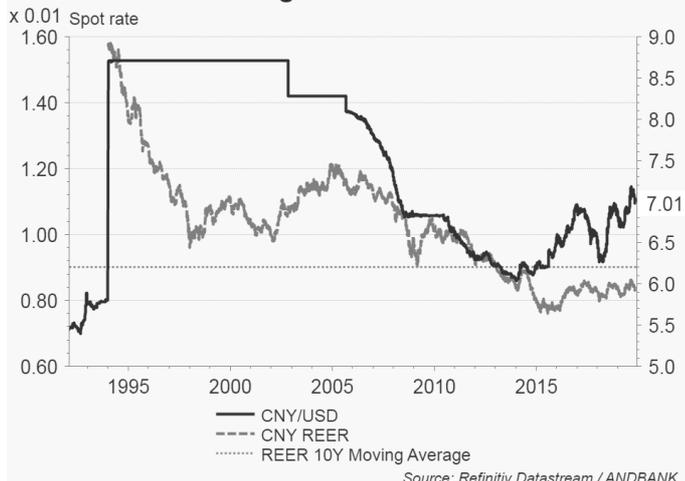
China price/earnings, Datastream index



China benchmark government bonds



USDCNY exchange rate





INDIA

El crecimiento del PIB será del 6,1% en 2020. El mercado bursátil aún tiene recorrido a largo plazo.

Comprender el plan de modernización de Modi

Al asumir el cargo en 2014, una de las primeras medidas que adoptó Modi fue sustituir la Comisión de Planificación, una reliquia institucional de los días en que India experimentó con estructuras de dirigismo económico al estilo soviético, por un grupo de expertos en políticas, el Instituto Nacional para la Transformación de India (NITI Aayog). Entre las tareas encomendadas al mismo estaba proponer una política energética coherente. Entender los planes energéticos de este país, es una muy buena manera de entender mejor los objetivos económicos de largo plazo. En 2017, el Instituto publicó un borrador de Política Nacional de Energía con ambiciosos objetivos para proporcionar energía asequible, impulsar el crecimiento económico, reforzar la seguridad energética y garantizar la sostenibilidad medioambiental. Brindar tanto a las poblaciones rurales como a las urbanas pobres fuentes de energía fiables y baratas es clave para impulsar el crecimiento económico futuro. El plan de NITI Aayog preveía duplicar el consumo de energía per cápita de la India entre 2014 y 2040; pero el Ministerio de Finanzas va más allá, aspirando a triplicar la cifra (de los 0,6 MTEP actuales a 1,8 MTEP, en línea con la media mundial): una muestra clara de las ambiciosas aspiraciones, en términos de crecimiento, que el gobierno tiene para esta economía.

Partiendo de que India no debería seguir un desarrollo energético similar al de China, ¿qué alternativas existen?

1) Después de que la India haya más que duplicado su capacidad de generación de electricidad renovable en los últimos cinco años, hasta 82GW, el gobierno de Modi busca ahora doblar con creces la generación de energía renovable para 2022 alcanzando los 175GW (con un objetivo de 100GW solo de energía solar). Después, se propondrá un aumento adicional del 150% en energías renovables, para llegar a 450GW en 2030. ¿Estamos ante algo imposible o prohibitivamente caro? El coste unitario de generar energía solar en India ha caído recientemente por debajo del coste unitario de la energía obtenida de carbón térmico. 2) Al mismo tiempo, el gobierno está presionando para elevar la eficiencia energética, habiendo atribuido a sus medidas para fomentar la eficiencia la reciente caída en la intensidad energética del país (la energía consumida por unidad de PIB ha caído, de 0,12 MTEP por mil dólares de PIB en 2008 a 0,09 MTEP este año).

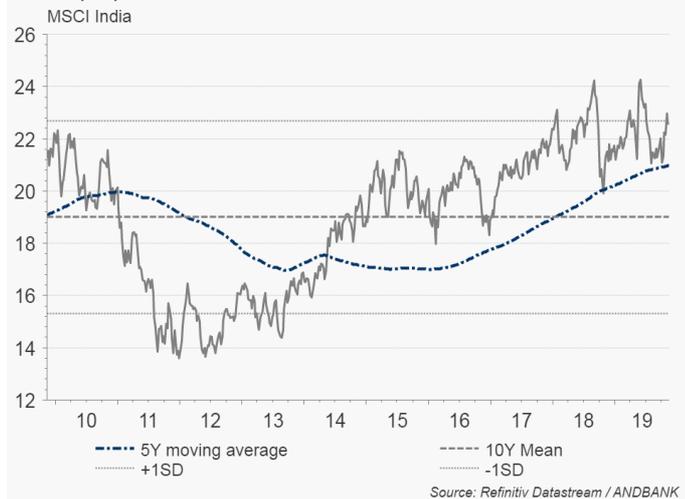
Nuevas reformas para liberalizar la economía

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). Existen 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 inicialmente a los compradores). El gobierno se apresta también a someter a aprobación parlamentaria la enajenación íntegra de su participación patrimonial en cuatro grandes empresas públicas (entre ellas la sexta en ventas, Bharat Petroleum). 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. Los recortes de impuestos y la simplificación tributaria siempre mejoran la rentabilidad de las empresas, 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. Como nota negativa, la contracción del crédito en el sector bancario no regulado (fuente esencial de pequeños préstamos) sigue pesando mucho. Las compañías financieras no bancarias aún no pueden obtener dinero de la banca. El gobierno 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 presionar al alza los tipos de interés. Si los inversores en bonos se retrajesen, también la rupia podría sufrir presiones.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (SENSEX): NEUTRAL-SOBREP. (obj: 45.477; salida: 47.750)
 Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo de rendimiento: 5,75%)
 Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
 Divisas (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 73,1)

PE (Itm) - India



India - 10Y government bond Real Yield



India real credit





ISRAEL

La renta variable está cara. Elevar la duración en deuda pública. Neutral en deuda corporativa.

Coyuntura económica

El crecimiento de la producción industrial se desaceleró en los últimos tres meses, lo que se explica por un efecto de base adverso, ya que la economía no se benefició del aumento temporal en las exportaciones de medicamentos observado en meses anteriores. El resto de los datos continuó mostrando una economía en bastante buena forma. Los datos positivos provinieron de las inversiones en el sector de capital riesgo y en empresas locales de nueva creación, que ascendieron en el tercer trimestre a un total de 2.240 millones de USD, y con muestras de que podría ir a más. La encuesta de población activa reflejó una disminución en la oferta de empleo. La inflación aumentó en octubre un 0,4%, en línea con lo esperado por el mercado, y las previsiones de los analistas para el IPC del próximo mes se movieron entre el 0,8% y 1%. Este escenario de baja inflación está impulsado, en parte, por la fortaleza del shekel, que continúa fortaleciéndose frente a las principales monedas (7,76% en lo que va de año frente al USD y 10,77% frente al EUR).

Análisis de fortalezas y debilidades del mercado bursátil israelí para comprender mejor qué puede ofrecernos en 2020

En el tramo final del año los índices bursátiles TLV cotizan a niveles récord, en un momento en el que algunas de las empresas del mercado de valores israelí comienzan a publicar sus informes financieros del tercer trimestre de 2019, que parecen confirmar que este año concluirá con buenas ganancias en la Bolsa. El índice TLV 90 (representativo de empresas de mediana capitalización bursátil) se ha revalorizado un 35% desde principios de año, gracias principalmente a sendas alzas del 61% y el 52% de los subíndices inmobiliario y tecnológico. La mayoría de empresas de mediana capitalización publicaron resultados sólidos en la primera mitad de 2019 y cabe confiar en que los repetirán en la segunda. Hasta la fecha, 135 empresas han publicado sus resultados del tercer trimestre, siendo muy satisfactorios en los sectores de servicios de *software* (Malam-Tim, Sapiens, One, etc.) e inmobiliario (Amot, Sela, ADO, etc.) También esperamos buenas cifras en los sectores de energías alternativas (Enlight, Energics, OPC) y se préstamo privado (Nawi, Opal Balance, Peninsula, Soham, etc.). Estos resultados favorables descansan sobre un reciente dato de PIB, a saber, una tasa anualizada de crecimiento trimestral del 4,1%. Por otro lado, el TLV 35 (representativo de empresas de gran capitalización) tan solo ha ganado un 13,8%, debido sobre todo al efecto de la decepcionante evolución de la potente farmacéutica TEVA (-38,7%) y de OPKO (-53%). No obstante, las acciones de TEVA empezaron a recuperarse tras publicar en noviembre sus resultados del tercer trimestre, que dan motivo al optimismo. Israel Chemicals y su matriz, Israel Corp., también se han rezagado, debido sobre todo a los menores precios del potasio. El mercado bursátil parece sobrevalorado a los niveles actuales, con un PER bien por encima de la media móvil de los últimos 10 años.

Mercados de deuda pública y de deuda corporativa

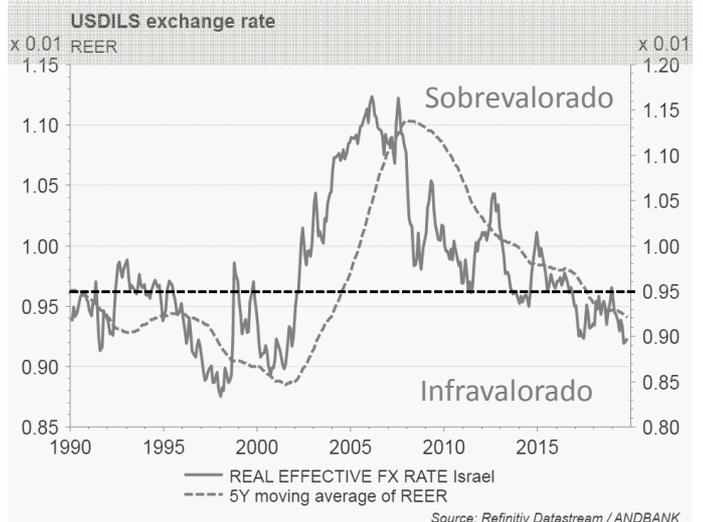
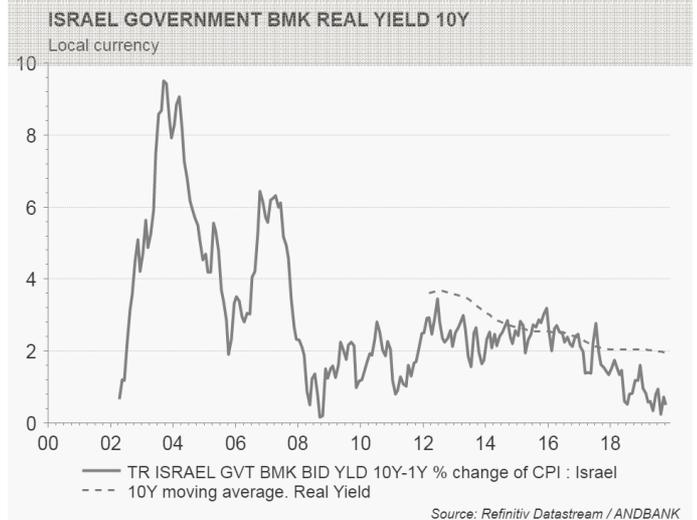
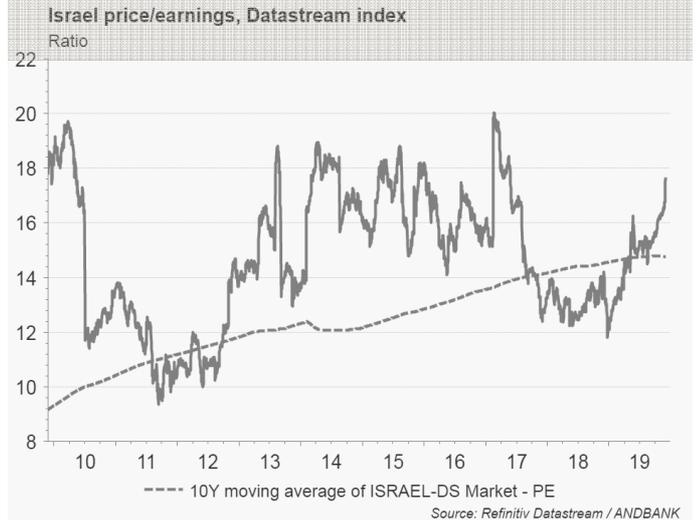
Los diferenciales en el mercado de deuda corporativa se han estrechado de forma considerable el último año, llevando los rendimientos absolutos a niveles mínimos históricos. El índice israelí de bonos corporativos de categoría más alta (Tel-Bond20) ofrece un diferencial de 1,35 p.p. sobre la curva de tipos de los bonos soberanos vinculados al IPC y creemos que TelBond20 sigue siendo una inversión atractiva en esta fase tardía del ciclo económico, con niveles bajos de crecimiento y de tipos de interés. En nuestra opinión, un índice de categoría de inversión alta que proporciona la inflación +0,5% en términos absolutos es un rendimiento atractivo para el riesgo asumido. Por lo que respecta a los bonos del gobierno, Israel se incluirá a partir de marzo de 2020 en el índice de deuda pública FTSE-RUSSELL WGBI, y eso también sostendrá el ILS y los precios de los bonos. Pensamos que la curva de tipos-plazos seguirá aplanándose, por lo que se recomienda muy mucho una posición de 5-6 años larga en duración.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice TLV35): INFRAP.-NEUTRAL («ligeramente cara»)

Deuda soberana (bono 10 años USD): NEUTRAL-INFRAP. (duración: 5-6 años)

Divisa (ILS/USD): NEUTRAL-INFRAP. (ILS «ligeramente caro»)





BRASIL

**El crecimiento del PIB se acelerará al 2,1% en 2020.
 El mercado bursátil aún brinda cierto potencial alcista.**

Turbulencias cambiarias, que esperamos que sean temporales

En el transcurso de estas últimas semanas, la inestabilidad política en algunos países latinoamericanos, la ausencia de noticias positivas sobre reformas y un deterioro de la posición exterior más intenso de lo esperado ejercieron presión bajista sobre el real brasileño, que permanece muy por encima de la cota de las 4 unidades por dólar. No deja de ser preocupante que el déficit por cuenta corriente de octubre fuese el segundo peor dato registrado para ese mes desde 1995 (aprox. 7.900 millones USD), habiéndose ampliado el déficit acumulado en los últimos 12 meses al 3% del PIB (cuando en septiembre era del 2,3%), al tiempo que la IED quedó por debajo del mínimo del rango de expectativas del mercado, sin alcanzar a cubrir la brecha en el mes. Con esto y con todo, el panorama general externo no es malo, ya que la cifra final de IED de los últimos 12 meses del 4,4% del PIB todavía cubre cómodamente el déficit externo de la cuenta corriente. Los bajos niveles históricos de los tipos de interés nacionales están favoreciendo salidas de flujos de inversión de cartera (sobre todo en renta fija) e impulsando a las empresas a adelantar el pago de su deuda en moneda extranjera. Estos hechos, unidos a un superávit comercial que disminuye con rapidez, tienden a depreciar la moneda. La demanda de dólares por residentes locales se explica en parte por la inquietud política tras la liberación de Lula, pero también por recientes declaraciones del Ministro Guedes sugiriendo que convendría acostumbrarse a un real débil, lo que suscitó especulaciones sobre eventuales medidas de devaluación voluntaria. Otro factor negativo fue la decepcionante subasta de concesiones petrolíferas, debido al desinterés de las principales compañías petroleras de EE.UU. y Europa por pujar por los campos del país. En este contexto, el BCB anunció una serie de subastas en el mercado de contado para proporcionar la liquidez necesaria al mercado *spot*, pero reiteró su intención de intervenir sólo en caso de anomalías en el funcionamiento del mercado o alta volatilidad. Conviene mencionar que los precios de otros activos utilizados para definir un valor razonable para la moneda apenas han cambiado desde el máximo marcado por el BRL en 3,72 unidades por USD a mediados de julio. En este tiempo, la moneda brasileña se ha depreciado casi un 13%, mientras que el índice del dólar DXY se ha apreciado menos del 2% y el CDS a 5 años se ha estrechado casi 5 pb, lo que sugiere que el mercado podría haber reaccionado de forma exagerada frente al BRL.

Política: polarización y nueva oposición

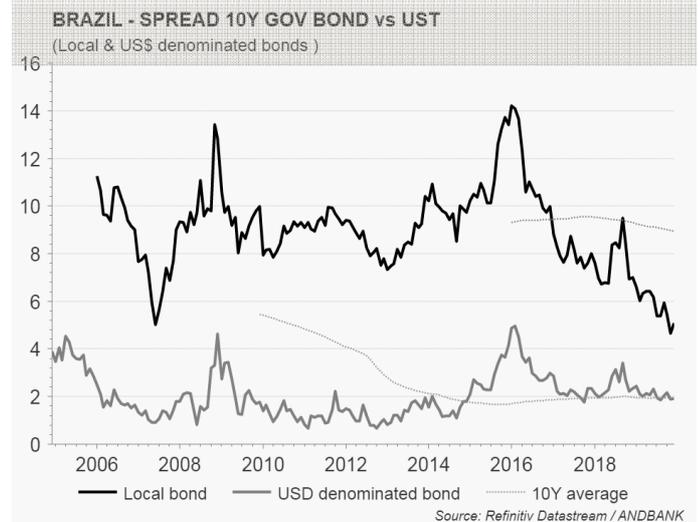
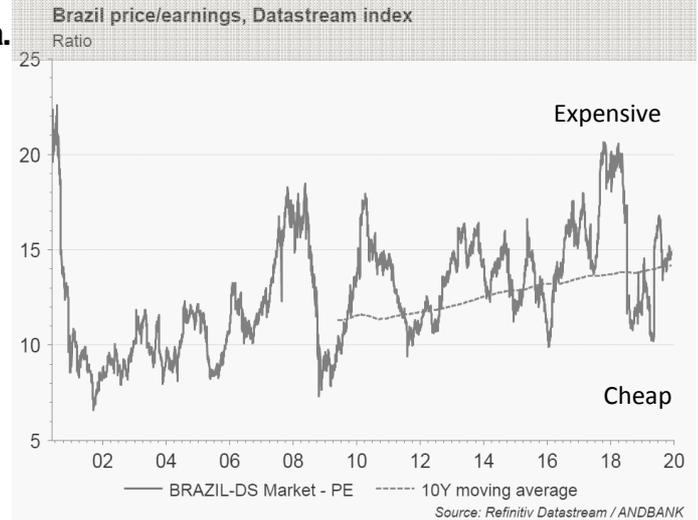
El ex presidente de Brasil, Lula da Silva, fue liberado el 8 de noviembre tras pasar 580 días en prisión, después de que la Corte Suprema dictaminara que los acusados tan sólo podrían ser encarcelados una vez se hubiesen agotado todas las apelaciones a tribunales superiores. La liberación de Lula exacerbará aún más la polarización en las elecciones municipales de 2020. Las principales críticas sociales están relacionadas con la política económica y la elevada tasa de desempleo. Ahora bien, no creemos en la viabilidad de Lula como candidato para las elecciones presidenciales de 2022. El 12 de noviembre, el presidente Jair Bolsonaro decidió dejar el Partido Social Liberal (PSL) con la intención de fundar otro partido, la Alianza para Brasil. Bolsonaro ya ha puesto en marcha la estrategia para su reelección en 2022. Las reformas fiscales y administrativas programadas se han pospuesto a 2020.

Economía y banco central

Las estimaciones económicas del informe *Focus Report* reflejan mejoras en las previsiones de crecimiento y caídas en la inflación. El PIB del consenso para 2019 se revisó al alza del 0,88% al 0,92% interanual ante una leve mejoría de los datos de actividad. Las previsiones para el PIB de 2020 se elevaron al 2,08%. Sin embargo, los indicadores de confianza del sector industrial no logran cobrar impulso, al persistir la percepción de que es posible una desaceleración mundial, impidiéndose con ello el resurgimiento de la confianza en la economía. En cuanto a las previsiones sobre los tipos de interés a largo plazo, el consenso refleja estabilidad para 2020, ligada al anclaje de las expectativas de inflación.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): SOBREP. (objetivo: 116.437; salida: 122.259)
 Deuda soberana (10 años) en BRL: SOBREP. (obj.: 7%; diferencial: 500)
 Deuda soberana (10 años) en USD: SOBREP. (obj.: 4%; diferencial: 200)
 Divisas (BRL/USD): SOBREP. (objetivo a medio plazo: 4,00)





MÉXICO

El crecimiento del PIB será del 1,3% en 2020. Vemos potencial en los bonos a largo plazo y las acciones.

El Banco Central continuará prestando soporte al mercado

Banxico decidió recortar el tipo de interés de referencia 25 pb, al 7,50%, en línea con las expectativas del mercado, si bien la decisión no fue unánime, al haber votado dos miembros a favor de reducir los tipos 50 pb, al 7,25%. En conjunto, el comunicado de las autoridades monetarias fue moderado, distanciándose de la Reserva Federal estadounidense y dejando abierta la puerta a un recorte final de tipos de interés de idéntica cuantía en la reunión del 19 de diciembre. Esta circunstancia favorece al mercado de deuda. La inflación en México en el mes de octubre avala nuestra tesis de un banco central moderado, ya que el índice general de precios se mantuvo en el 3% anual, su objetivo de largo plazo. El anclaje de los precios es el resultado de controles sobre los productos agrícolas y la gasolina, habiendo alcanzado algunos de estos subíndices niveles bajos (en términos interanuales) respecto al pasado. Cabría un repunte de los precios en los 2 últimos meses del año, pero esto no comprometería nuestra opinión de que la política monetaria hará tender los tipos de interés a la baja, ya que el repunte de precios será resultado de eliminar un subsidio a la electricidad en el norte del país.

Finanzas públicas y política no parecen un riesgo para 2020

Por fin se aprobaron los presupuestos para 2020. Por el lado de los ingresos, pocos cambios con respecto a la propuesta del ejecutivo. El superávit primario aprobado se mantuvo en 0,7%. Datos recientes de las finanzas públicas continuaron mostrando una disminución en los ingresos, en parte compensada por una menor ejecución del gasto presupuestado. El gobierno usará la mitad de un Fondo de Estabilización (unos 150.000 millones de MXN) para equilibrar el presupuesto en lo que queda del año y en 2020.

Pemex parece haber dejado de ser un riesgo

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. Un ciberataque reciente a Pemex suscitó cuestiones sobre las medidas de austeridad, planteándose la cuestión de si lo que la compañía recibe del gobierno federal se gasta adecuadamente.

Mercado de renta variable: índice bursátil mexicano IPC

Preveamos un crecimiento de las ventas para el índice bursátil mexicano IPC del 5,7% (para un crecimiento nominal interno y mundial del PIB del 4,75% y 6,25%, respectivamente, y considerando que el 60% de las ventas son exportaciones). Los márgenes de beneficios se mantendrán alrededor del 7,8% (por debajo del 8% de 2019). El recorte en los márgenes es resultado de un aumento del 3% en los salarios que no se compensará por la mayor productividad (cuyo crecimiento se estima en el 1,2%) ni por unos menores costes de financiación (unos 100 pb en 2020). Como resultado, el BPA estimado para 2020 es de 2.926 MXN para las empresas del índice IPC (por debajo del consenso, que es de 3.175 MXN), lo que representa un tibio crecimiento del BPA del 3,4%. Mantenemos estable el PER previsto para el conjunto de 2020 en 15,3x, lo que da como resultado una cotización razonable por fundamentales de 44.900 puntos para el IPC en 2020, con punto de salida recomendado en 47.110. Persisten ciertos riesgos internos y externos, como la implementación de la política económica del gobierno de AMLO y el resultado de la reevaluación de la calificación crediticia, en especial tras las decisiones de gasto relacionadas con Pemex.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): NEUTRAL-SOBREP. (obj.: 44.866; salida: 47.110)

Deuda soberana en MXN: SOBREP. (rendimiento: 7%; diferencial: 500)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL (TIR: 3,5%; diferencial: 150)

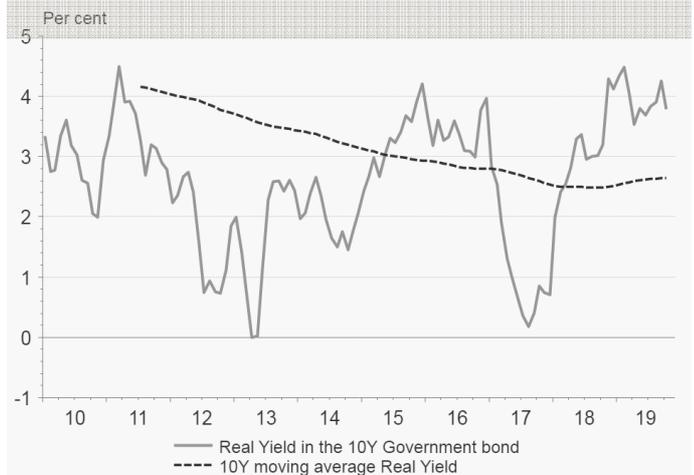
Divisas (MXN/USD): NEUTRAL-INFRA. (obj. a medio plazo: 20,00)

Mexico equities price/earnings ratio



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico - 10Y Government Bond Real Yield



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



ARGENTINA

Esperamos una quita del 20%, con ampliación del vencimiento en 5-10 años y la reducción del cupón

Política y economía

El nuevo presidente electo comienza su mandato y persisten incertidumbres sobre las medidas económicas que se adoptarán. El gobierno entrante deberá demostrar que cuenta con un plan económico desde el primer día. De momento, todo parece pasar por aumentos de impuestos (de patrimonio, de derecho a la exportación, impuestos por importación, etc.), afectando a sectores productivos que generan dólares genuinos, y protegiendo a industrias locales que, a día de hoy, siguen sin mostrar mejoras de productividad. No hay ningún anuncio sobre reducción del gasto público. Sin duda, esta mayor presión fiscal puede fortalecer la senda de las finanzas públicas a corto plazo, pero actuar solo sobre la parte de los ingresos puede resultar inconsistente. La inconsistencia está en las declaraciones del propio Fernández: «Pagaremos el día que hayamos crecido y exportado más para obtener los dólares con los que pagar esta deuda». Esto parece no estar alineado con el aumento de impuestos por derechos de exportación. Las propuestas de Guzmán, se apoyan en tres pilares: i) la imposibilidad de que Argentina mantenga el ajuste fiscal; ii) dejar de pagar la deuda durante dos años, ampliando vencimientos y reorganizando los intereses; y iii) no solicitar más fondos al FMI.

Resolviendo el rompecabezas de la deuda: cómo y cuándo

La deuda neta expresada en porcentaje del PIB (con compensación por saldos netos de la deuda intragubernamental) ronda el 60%, pareciendo manejable a primera vista. El primer reto que abordar es la deuda en ARS (15.000 millones de USD hasta mayo de 2020); luego, la deuda emitida en USD con arreglo al Derecho argentino (alrededor del 90% de las obligaciones de pago para 2020, y algo más sencillo desde el punto de vista legal) y, por último, pero no menos importante, la deuda con el FMI y la emitida con arreglo a Derecho extranjero. Pese a la postura inicial de Fernández de tratar de resolver el problema tan solo con una ampliación del vencimiento de la deuda a corto plazo (la vía seguida por Uruguay en 2003), los políticos argentinos no parecen tener ni el incentivo económico (la necesidad de reducir el pago de intereses, que hoy representan el 3% del PIB) ni la voluntad política para seguir la vía uruguayaya. En nuestra opinión, cabe esperar: i) una ampliación del pago del principal (5 a 10 años); ii) una pequeña quita del principal (del 20% probablemente), y iii) una reducción del cupón. Al respecto, pensamos que la reducción nominal será limitada, ya que Argentina necesita regresar cuanto antes a los mercados de capitales para captar inversión extranjera tras años de escasa formación de capital. Dicho esto, no debemos esperar una solución para los bonos de derecho internacional y extranjero en el primer semestre de 2020, ya que la deuda emitida conforme a la ley argentina y el FMI tendrán prioridad.

Una valoración del mercado de deuda

La deuda argentina cotiza en la actualidad por debajo de 40 centavos por dólar, un precio que anticipa un resultado muy negativo. La actual indefinición sobre la renegociación de la deuda y la formación del gabinete económico continúa provocando una caída en los bonos soberanos argentinos, mientras que los bonos provinciales y corporativos siguen mostrando, de media, una tendencia a la recuperación. Dicho esto, esperamos valores de recuperación superiores, con un potencial alcista considerable desde los niveles actuales, impulsados por una quita más baja que la implícita en los precios actuales y la viabilidad de que la deuda entre en una senda sostenible. La decisión del BCRA de flexibilizar el nuevo régimen cambiario puede facilitararlo. El comunicado establece que si una empresa argentina realiza una nueva colocación de deuda en dólares y vende los dólares estadounidenses que recibe en el mercado local para operar a nivel nacional, el BCRA garantizará el acceso al mercado de divisas en el momento de generarse los pagos de intereses y de capital de la nueva deuda emitida. La medida facilitará emitir deuda denominada en dólares a las empresas, de modo que los dólares que abandonaron el sistema financiero nacional nuevamente se transformarán en una fuente de financiación.

Expectativas para 2020

Principales conclusiones: i) revisión al alza de la inflación esperada para 2020 a 42,9%; ii) cotización de consenso para el tipo de cambio a final de año de 87,4 ARS por USD; iii) revisión a la baja del crecimiento del PIB estimado para 2019 a -3,0%, con una disminución esperada a -1,7% para 2020.

Perspectivas de los mercados financieros

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): POND. NEUTRAL.

Divisas (USD/ARS): INFRAPONDERAR (objetivo para final de 2020: 80)





ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Sales growth	Sales	Projected	Projected	Projected	Current	Current	Projected	INDEX	2020	2020	Recomm	2020
	Andbank Estimate	per Share Andbank	Net Margin Andbank	EPS Andbank	EPS Growth Andbank	PE fw	PE (EPS 2019)	PE Itm	CURRENT PRICE	Central Point (Fundam range)	E[Perf] to Centr. Point		Exit Point
USA S&P 500	4,7%	1.460	11,4%	166	0,9%	19,22	19,39	19,50	3.193	3.240	1,5%	MW/OW	3.402
Europe - Stoxx Europe 600	3,5%	322	8,0%	25,8	-0,5%	16,09	16,01	16,20	415	418	0,7%	MW	438
Euro Zone - Euro Stoxx	4,0%	361	7,3%	26,4	4,6%	15,34	16,04	16,20	404	427	5,6%	OW	448
Spain IBEX 35	3,0%	8.044	9,1%	732	3,0%	13,15	13,54	13,50	9.625	9.882	2,7%	MW/OW	10.376
México IPC GRAL	5,7%	37.369	7,8%	2.926	3,4%	15,11	15,62	15,33	44.205	44.866	1,5%	MW/OW	47.110
Brazil BOVESPA	6,0%	73.964	10,2%	7.512	2,9%	14,93	15,37	15,50	112.155	116.437	3,8%	OW	122.259
Japan NIKKEI 225	4,9%	22.310	6,1%	1.360	2,4%	17,61	18,03	17,45	23.952	23.732	-0,9%	UW	24.919
China SSE Comp.	7,2%	3.032	9,1%	277	10,2%	10,91	12,03	11,58	3.022	3.207	6,1%	MW/OW	3.367
China Shenzhen Comp	7,4%	1.043	9,0%	93	11,8%	18,31	20,47	19,37	1.709	1.808	5,8%	OW	1.898
India SENSEX	8,6%	17.928	11,7%	2.095	12,9%	19,74	22,30	21,71	41.352	45.477	10,0%	MW/OW	47.750
Vietnam VN Index	7,8%	861	7,6%	65	9,2%	14,67	16,03	16,85	954	1.096	14,8%	OW	1.150
MSCI EM ASIA	7,4%	502	8,8%	44	12,5%	12,50	14,05	13,52	553	599	8,2%	MW/OW	629

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Perspectivas: Sin estrés en los mercados Valoración de Andbank: -1,5 (en un rango de ±7)

Valoración agregada (Neutralidad con sesgo a ligera infraponderación): Los inversores han modificado en conjunto su posicionamiento, elevando el riesgo asumido en renta variable y reduciendo el nivel de cobertura, salvo contra fuertes correcciones (muy probablemente vinculadas a factores de incertidumbre sobre el tensionamiento en el mercado de dinero en USD). Nuestra interpretación es que existe cierto grado de complacencia. La aplicación de nuestra estrategia «contraria al mercado», sin embargo, se traduce en una lectura negativa.

Posicionamiento de mercado (sesgo de ligera infraponderación): La asignación a activos de renta variable se mantiene relativamente alta. Del mismo modo, la señal del ratio *put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica que los inversores han cancelado sus coberturas. Nuestra interpretación (con una estrategia «contraria al mercado») es que las implicaciones siguen siendo negativas, ya que el mercado aún parece pecar de complaciente. Dicho esto, el índice Skew (una medida del riesgo de cola del S&P 500) se fue hasta 130 (máximo de 8 meses), lo que indica que los temores a una fuerte corrección a la baja de las cotizaciones han crecido (aunque sin alcanzar niveles extremos).

Análisis de flujo de fondos (sesgo de sobreponderación): Los flujos positivos hacia la renta variable estadounidense indican un impulso alcista en los mercados bursátiles. También China recibió flujos de entrada en noviembre al mejorar las noticias sobre las negociaciones comerciales. Por el otro lado, las salidas afectaron a Alemania, al temerse por su crecimiento económico, y también a Hong Kong y Taiwán en un contexto de continuas protestas.

Encuestas y análisis de opinión (sesgo de infraponderación): La confianza positiva que reflejan las encuestas a inversores en un contexto de buenos resultados también refleja un cierto grado de complacencia en el mercado. Nuestra lectura (en clave «contraria al mercado») es negativa.

ANÁLISIS TÉCNICO

Escenario de tendencias. Soportes y resistencias

	Name	Ticker Reuters	Annual View	Principal Support	Principal Resistance	Target 2020	@	Return to Target (TA)
INDEXES	Euro Stoxx Index	.STOXXE	Bullish	367,29	406,57	443,00	399,57	10,87%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	Lateral Bullish	361,00	415,18	441,75	405,99	8,81%
	Ibex	.IBEX	Lateral	8.229,00	9.665,00	9.665,00	9258,00	4,40%
	S&P	.SPX	Lateral Bullish	2.728,00	Free rise	3.281,00	3122,03	5,09%
	Japón	.N225E	Lateral	20.110,00	24.448,00	22.362,00	23292,65	-4,00%
	China	.SZSC	Bearish	1.458,00	1.799,00	1.458,00	1646,80	-11,46%
	India	.BSESN	Lateral Bearish	36.100,00	Free rise	37.700,00	40284,19	-6,41%
	Brasil	.BVSP	Lateral Bearish	95.855,30	Free rise	99.800,00	106269,25	-6,09%
	México	.MXX	Lateral Bullish	36.898,00	46.554,00	46.554,00	43392,36	7,29%
OTHERS	Oil West Texas	WTCLc1	Bullish	50,52	66,60	66,60	56,89	17,07%
	Oro	XAU=	Lateral Bullish	1.358,00	1.557,00	1.564,00	1470,75	6,34%
	Treasury 10 años USA	US10YT=RR	Bullish	1,3210%	2,3500%	2,3500%	1,8144%	29,52%

Bullish: potencial alcista superior al 10%; *Sideways Bullish:* potencial alcista +5%/+10%; *Lateral:* tendencia no definida: -5%/+5%; *Sideways Bearish:* potencial bajista -10%/-5%; *Bearish:* potencial bajista superior al 10%.

FI

RENDA 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 -3 pb (desde -6 pb el mes pasado). Para que el diferencial se normalizase en +3 pb, con un anclaje del tipo *swap* en torno al 2,0% (el nivel de inflación que esperamos a largo plazo), 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 redujo a 17 pb (desde 18 pb el mes pasado), con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 2% (valor actual: 1,5%), 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 largo 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 redujo a +36 pb (desde +37 pb el mes pasado). Para que se normalizase en +37 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 1,00% (actualmente en 0,11%), el rendimiento del *Bund* debería avanzar hacia 0,63% (punto de entrada).

Pendiente: La pendiente de la curva en EUR se elevó a 40 pb (desde 33 pb el mes pasado). Cuando el extremo corto de la curva de tipos se «normalice» en torno al 0% (en estos momentos está en -0,65%), 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 2,4%; techo 2,75%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se elevó a +27 pb (desde +23 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 0,94%), 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 1,43%, el rendimiento del *Gilt* debería alcanzar el 2,43% 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 tácticos: rentabilidades a 10 años

Bono español. Rendimiento objetivo: 0,5%

Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 1,0%

Bono del Estado portugués. Rendimiento objetivo: 0,5%

Bono del Estado irlandés. Rendimiento objetivo: 0,2%

Bono del Estado griego. Rendimiento objetivo: 1,5%

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) 3 month Mov Avg	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	7,13%	3,34%	3,79%	-1,00%	6,13%
	India	6,45%	3,95%	2,50%	-0,75%	5,70%
	Philippines	4,67%	1,13%	3,53%	-1,00%	3,67%
	China	3,18%	2,44%	0,74%	0,00%	3,18%
	Malaysia	3,42%	1,27%	2,16%	-0,75%	2,67%
	Thailand	1,50%	0,33%	1,17%	-0,50%	1,00%
	Singapore	1,72%	0,48%	1,24%	-0,50%	1,22%
	South Korea	1,57%	-0,15%	1,72%	-0,50%	1,07%
	Taiwan	0,63%	0,42%	0,20%	0,00%	0,63%
EME	Turkey	11,91%	10,94%	0,97%	0,00%	11,91%
	Russian Fed	6,43%	4,03%	2,40%	-0,75%	5,68%
LATAM	Brazil	6,85%	2,92%	3,93%	-1,00%	5,85%
	Mexico	7,13%	3,09%	4,04%	-1,00%	6,13%
	Colombia	6,20%	3,76%	2,44%	-0,75%	5,45%
	Peru	5,07%	1,92%	3,14%	-1,00%	4,07%



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) – La industria comienza a preocuparse por la pretensión de los Demócratas de reducir la producción de petróleo en EE.UU. Los productores de petróleo siguen con atención las declaraciones de los candidatos demócratas a la presidencia que proponen prohibir la perforación en suelo del Gobierno federal. El eventual cambio de política afectaría a una cuarta parte de la producción diaria de crudo en EE.UU. y dejaría en el aire miles de contratos de arrendamiento en suelo federal. Algunas estimaciones señalan que las nuevas prohibiciones reducirían en unos 2,9 millones de barriles de petróleo diarios (Mbd) la producción efectiva de crudo, al tiempo que la prohibición de explotación en suelo federal arrendado podría reducir la producción en 650.000 bpd adicionales.

(Positivo para el precio) – Las apuestas bajistas caen bruscamente en noviembre. Las posiciones netas largas aumentaron. Según Bloomberg, la posición neta larga en WTI aumentó un 32% en la semana hasta el 12 de noviembre, debido enteramente a la cancelación de posiciones cortas por los operadores (las apuestas cortas cayeron un 41%, mientras que las largas tan solo lo hicieron un 3,3%). El optimismo reciente puede responder al tono más halagüeño de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, aunque a muchos inversores les resulta difícil ser optimistas a largo plazo debido a las preocupaciones que suscitan el crecimiento mundial y la inminente afluencia de suministro procedente de Brasil.

(Negativo para el precio) – La AIE eleva sustancialmente las estimaciones de oferta ajenas a la OPEP para 2020. El último informe mensual de la AIE sobre el mercado del petróleo reflejó expectativas de calma en los mercados mundiales para el próximo año, ya que la elevada producción de fuera de la OPEP y los abundantes niveles de inventario mantendrán cómodamente abastecida a la demanda. La agencia estima que los suministros ajenos a la OPEP aumentarán en 2,3 Mbd el próximo año, a una tasa que doblaría la del crecimiento de la demanda global, y 100.000 bpd más de lo estimado el mes pasado. La agencia espera un incremento interanual de la demanda global de 1,9 Mbd en el cuarto trimestre de 2019, impulsada por un fuerte aumento de la demanda procedente de China.

(Negativo para el precio) – Los analistas prevén que, en ausencia de recortes de producción adicionales, los precios caerán por debajo de los 50 USD/barril. Según Bloomberg, la OPEP y sus aliados han señalado que no recortarán más, pero el previsible excedente podría deprimir el mercado el próximo año. Según el artículo, los analistas esperan que los precios caigan alrededor de un 30%, a 45 USD/barril, si la OPEP descartase aplicar nuevos recortes. Tal medida intensificaría también la presión sobre Venezuela, Irán e Irak, países que han afrontado retos económicos y políticos. Sin embargo, los analistas señalan igualmente que la decisión tendría repercusiones para el petróleo de esquisto estadounidense, que equilibra el mercado, apuntando algunas estimaciones a que la perforación estadounidense se contraería un 20% si la OPEP+ descartase recortes adicionales, siendo así que la producción de esquisto estadounidense ya se ha desaceelerado considerablemente ante la caída de los precios.

(Negativo para el precio) – Aramco apunta a una valoración de 1,65 billones de USD: la historia toca a su fin. Según el WSJ, Saudi Aramco está apuntando a una valoración de 1,65 billones de USD en su inminente oferta pública de salida a bolsa, bastante por debajo de expectativas iniciales en torno a los 2 billones, lo que sugiere que esta historia puede estar tocando a su fin. A pesar del precio, aún podría ser la mayor OPV de la historia, ofreciendo Aramco una participación del 1,5% cuya valoración rondaría los 25.000 millones de USD (cerca de la OPV inicial de Alibaba en 2014). Las autoridades sauditas están promoviendo intensamente la operación de salida a bolsa entre los inversores minoristas locales (quienes tendrán acceso a unos 8.500 millones de la oferta inicial) y el banco central saudí ha relajado los límites de préstamo para estimular la demanda de los inversores locales después de que la banca fuera incapaz de convencer a muchas gestoras de fondos internacionales de las bondades de la operación. La compañía ha cancelado la presentación comercial en Londres y también ha decidido no comercializar la venta en EE.UU., Canadá y Japón.

(Negativo para el precio) – Los tanques petroleros evitan el seguimiento y exportan en secreto millones de barriles de petróleo venezolano. Los datos muestran un número cada vez mayor de petroleros que desconectan el transpondedor antes de entrar en aguas venezolanas. Un artículo en Bloomberg afirma que Venezuela cargó 10,86 Mbd en los primeros 11 días de noviembre, más del doble del volumen exportado en el mismo período del mes anterior. Alrededor de la mitad de esos barriles se cargaron en barcos que tenían el transpondedor apagado, y que luego entregaron la carga a China e India. La producción venezolana se desplomó tras las sanciones estadounidenses de este año, cayendo en septiembre a 644.000 bpd, un nivel mínimo inédito en 16 años.

(Negativo para el precio) – Un descubrimiento reciente podría aumentar el potencial productor de Ghana. Una compañía ghanesa independiente prevé anunciar que ha realizado dos descubrimientos en aguas profundas por un total de 1.200 millones de barriles. Ghana aspira a extraer alrededor de 250.000 bpd el próximo año, lo que elevará significativamente la producción del país. La compañía admitió que cabría albergar cierto escepticismo sobre el hallazgo, en particular por hallarse en un bloque abandonado por Kosmos en 2016.

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 para el oro

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 1.316 USD/oz (desde los 1.329 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 88,15 (desde 84,93 el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 64,3 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 1.103 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio se redujo en el mes a 26,36 (desde 26,77 el mes pasado), pero supera aún con creces su promedio de los últimos 20 años de 15,4. 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 847 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 aumentaron a 325.000 contratos (desde 319.000 el mes pasado); las cortas cayeron a 53.000 (desde 66.000 contratos). Por tanto, la posición neta se elevó de 253.000 contratos el mes pasado a 271.000 en este.

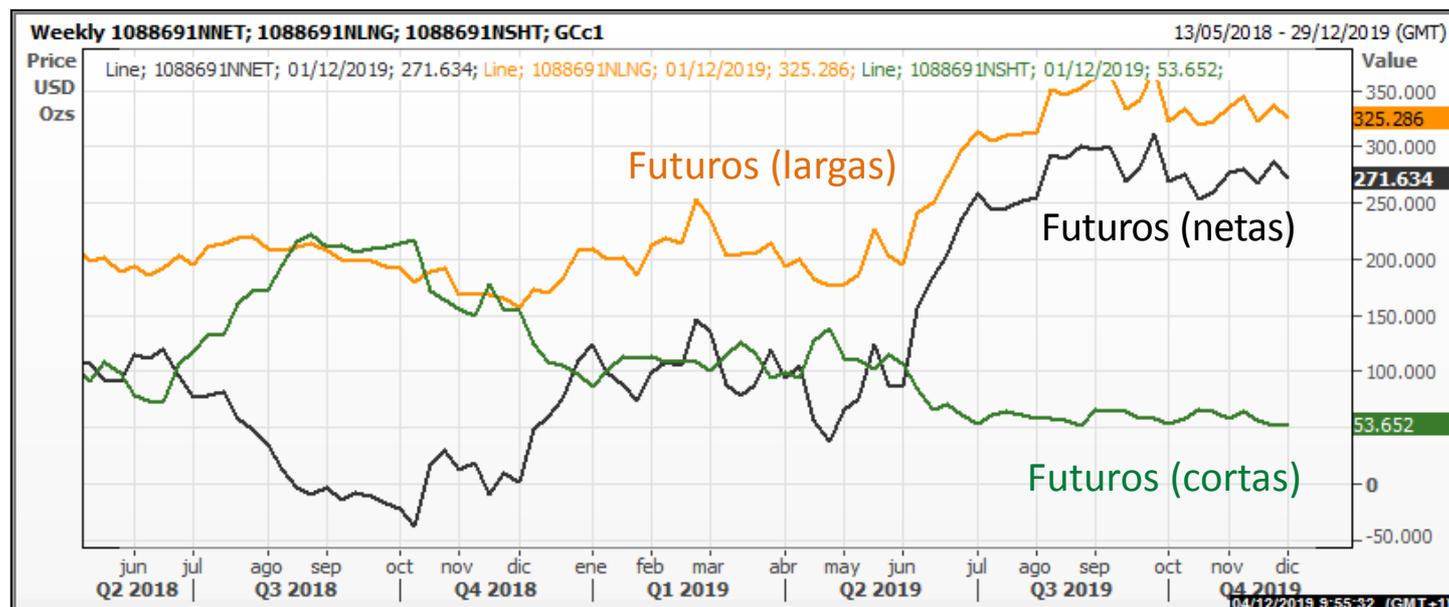
Desmonetización en India. La desmonetización obligó a millones de hogares indios a utilizar por primera vez servicios bancarios formales, contribuyendo a su integración en la economía formal. Esta medida ayudará a movilizar un ahorro de miles de millones de dólares que está incorporado en activos físicos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

Factores positivos para el oro

Ratio entre oro y S&P500. Esta ratio cayó de 0,50 el mes pasado a casi 0,48 en este, pero todavía está muy por debajo de su promedio de largo plazo de 0,61. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P de 3.240 USD, el precio del oro debería aproximarse a 1.976 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

En noviembre aumentó gradualmente el posicionamiento largo en el USD a nivel mundial, si bien permanece en el rango de variación de +/-10.000 millones de USD que mantiene desde junio (frente a un rango de variación en el posicionamiento de 63.000 millones, entre máximo y mínimo, entre mediados de 2018 y mediados de 2019). No sorprende ver cierta volatilidad en el posicionamiento en USD ahora que está cerca de sus mínimos de un año. La política no ha sido el principal factor determinante del posicionamiento en USD en los últimos 18 meses. Antes bien, lo que ha producido los cambios más significativos en su posicionamiento en los últimos dos años han sido el cambio en la dinámica de crecimiento en 2018 y el giro que dio la Fed en junio de 2019. Puesto que las expectativas son de que EE.UU. se desacelere aún más, mientras que el resto del mundo podría coger cierto impulso al ir entrando en 2020, el posicionamiento largo en el USD podría tomarse neutral en los próximos meses.

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

El posicionamiento global en el dólar estadounidense se elevó el mes pasado de 15.100 millones a 18.930 millones de USD, aumentando la desviación respecto al nivel promedio de los últimos 3 años a 0,63 sigmas (desde 0,37 sigmas en el mes anterior). Las monedas que se beneficiaron de esta rotación hacia el USD fueron CHF, CAD, EUR y JPY. Las posiciones netas largas en el dólar siguen por ahora muy por debajo de los 32.100 millones de USD de los últimos 12 meses; esto, unido a la desviación típica del posicionamiento de 0,63 sigmas, es indicativo de que aún no existen tensiones en el posicionamiento en el billete verde. El brusco aumento de la desviación típica en el posicionamiento en monedas de mercados emergentes (de 0,64 el mes pasado a 1,15 en este) indica que estas monedas están ahora levemente sobrevaloradas, pero también que no se prevé una recesión mundial. Dicho esto, el posicionamiento global aún sugiere que los inversores opinan 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 (de largo plazo)** se reafirma, desde consideraciones estructurales, en una opinión alcista del USD frente al EUR: el objetivo para final de año sigue en 1,10 dólares por euro. El **análisis técnico** examinado en el Comité de Inversiones se concreta en la opinión de que el cambio de este par de monedas se mantendrá en una banda de cotización limitada («lateral») o con tendencia bajista para el EUR, con un objetivo para el cambio EUR/USD de 1,07 dólares por euro.

USD/JPY: Objetivo: 110; EUR/JPY: Objetivo: 121

Varios aspectos sugieren que el JPY no debería apreciarse frente al USD. El BoJ probablemente seguirá ampliando su balance y, con ello, la oferta monetaria, lo que realza el atractivo del USD (o se lo resta al JPY). Restamos importancia a la opción de una reducción gradual de los estímulos después de que el BoJ reiterase su intención de atenerse a su política de ultra relajación monetaria, al menos hasta que alcance el objetivo de inflación del 2% (inalcanzable en el corto plazo). Por último, 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 que aumenten los rendimientos reales del JGB.

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: 80

USD/INR: Objetivo: 73,12

CNY: Objetivo: 6,75

RUB: NEGATIVA

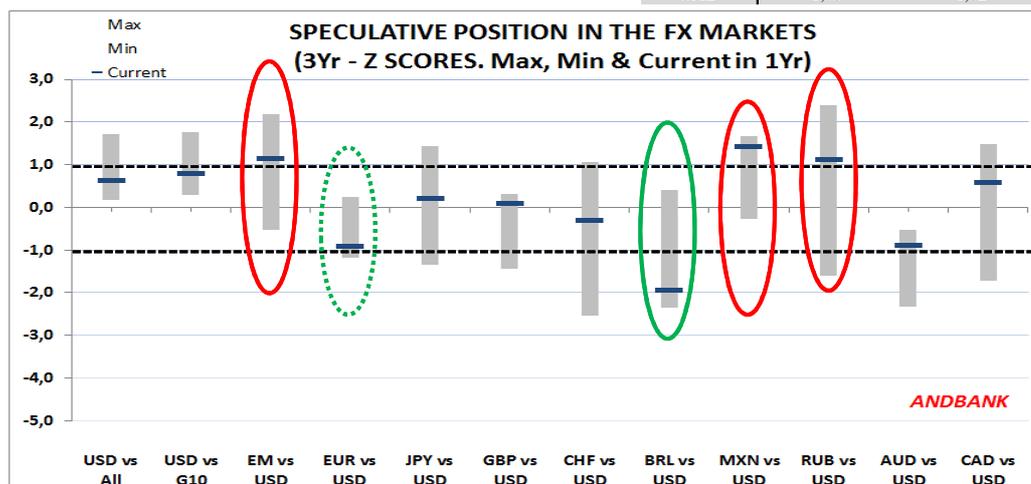
AUD: NEUTRAL

CAD: NEUTRAL

- 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	18,93	3,83	32,1	10,6	22,1	0,63
USD vs G10	22,42	4,54	34,7	0,0	23,5	0,78
EM	3,49	0,71	4,7	-0,2	2,1	1,15
EUR	-8,46	-1,36	1,6	-12,3	-5,8	-0,91
JPY	-4,54	-2,45	4,0	-12,8	-4,8	0,20
GBP	-2,94	1,28	-2,3	-7,8	-5,0	0,08
CHF	-2,63	-1,20	-0,4	-6,0	-2,4	-0,30
BRL	-1,05	0,10	0,2	-1,2	-0,4	-1,94
MXN	3,48	0,53	3,7	0,0	1,9	1,43
RUB	1,07	0,09	1,3	-0,2	0,7	1,13
AUD	-3,08	-0,06	-1,8	-5,2	-3,7	-0,88
CAD	1,53	-1,02	4,1	-5,0	-0,5	0,59

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 2020	Performance to central point 2020
Equity	USA - S&P 500	2,3%	27,3%	3.193	3.240	1,5%
	Europe - Stoxx Europe 600	2,1%	23,7%	415	418	0,7%
	Euro Zone - Euro Stoxx	1,2%	23,6%	404	427	5,6%
	SPAIN - IBEX 35	3,9%	13,4%	9.622	9.882	2,7%
	MEXICO - MXSE IPC	1,9%	6,5%	44.223	44.866	1,5%
	BRAZIL - BOVESPA	5,5%	27,3%	112.120	116.437	3,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	2,8%	20,2%	23.952	23.732	-0,9%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	3,9%	21,2%	3.022	3.207	6,1%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	5,7%	34,8%	1.709	1.808	5,8%
	INDIA - SENSEX	2,7%	14,6%	41.352	45.477	10,0%
	VIETNAM - VN Index	-4,9%	6,9%	954	1.096	14,8%
	MSCI EM ASIA (in USD)	3,4%	14,0%	553	599	8,2%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-0,4%	9,0%	1,88	2,00
UK 10 year Gilt		-0,1%	5,2%	0,76	0,80	0,5%
German 10 year BUND		-0,4%	4,5%	-0,29	-0,20	-1,1%
Japanese 10 year Govie		-0,6%	0,1%	-0,02	0,00	-0,2%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,1%	9,6%	0,39	0,50	-0,5%
	Italy - 10yr Gov bond	0,2%	14,2%	1,26	1,00	3,4%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,0%	12,5%	0,34	0,50	-0,9%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,3%	7,9%	0,01	0,20	-1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	0,7%	28,0%	1,31	1,50	-0,2%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,0%	1,8%	45,46	70	-1,1%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,6%	7,5%	210,85	275	-0,6%
	Credit USD IG - CDX IG	0,3%	1,8%	46,15	42	2,0%
	Credit USD HY - CDX HY	1,7%	8,9%	289,59	334	3,1%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	1,0%	46,0%	12,00	11,00	20,5%
	Russia - 10yr Gov bond	1,6%	27,5%	6,29	6,75	2,9%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	-1,7%	12,7%	7,25	6,00	17,5%
	India - 10yr Gov bond	-1,6%	12,1%	6,74	5,75	14,9%
	Philippines - 10yr Gov bond	2,5%	27,7%	4,41	3,60	11,1%
	China - 10yr Gov bond	0,1%	2,6%	3,20	3,25	2,9%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,3%	9,2%	3,42	2,75	8,9%
	Thailand - 10yr Gov bond	1,4%	9,1%	1,52	1,00	5,7%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,4%	4,3%	1,72	1,20	6,0%
	South Korea - 10yr Gov bond	1,7%	4,9%	1,50	1,10	4,8%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,3%	2,7%	0,62	0,70	0,0%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,6%	23,2%	6,76	7,00	5,1%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,0%	17,7%	3,28	3,50	1,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-1,1%	27,4%	6,88	7,00	6,2%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,5%	15,8%	4,14	4,00	5,4%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	39,2%	-95,7%	24,84	20,00	64,6%
Commodities	Oil (WTI)	6,7%	34,0%	60,9	55,00	-9,6%
	GOLD	0,4%	15,1%	1.476,4	1.200	-18,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,8%	-2,7%	1,116	1,100	-1,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,4%	3,0%	1,31	1,32	0,5%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,6%	-5,5%	0,85	0,83	-1,9%
	USDCHF (price of 1 USD)	-1,0%	-0,2%	0,98	0,97	-1,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,2%	-2,9%	1,09	1,07	-2,4%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,7%	-0,1%	109,47	110,00	0,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,5%	-2,8%	122,15	121,00	-0,9%
	USDMXN (price of 1 USD)	-2,1%	-3,7%	18,91	20,00	5,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,2%	-6,3%	21,09	22,00	4,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-3,6%	4,8%	4,07	4,00	-1,6%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-2,8%	1,9%	4,54	4,40	-3,0%
	USDARS (price of 1 USD)	0,6%	58,5%	59,64	80,00	34,1%
	USDINR (price of 1 USD)	-1,3%	2,1%	71,04	73,10	2,9%
	CNY (price of 1 USD)	-0,4%	1,8%	7,00	6,75	-3,5%

* 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.