

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank

Perspectiva estratégica mundial — Abril de 2020

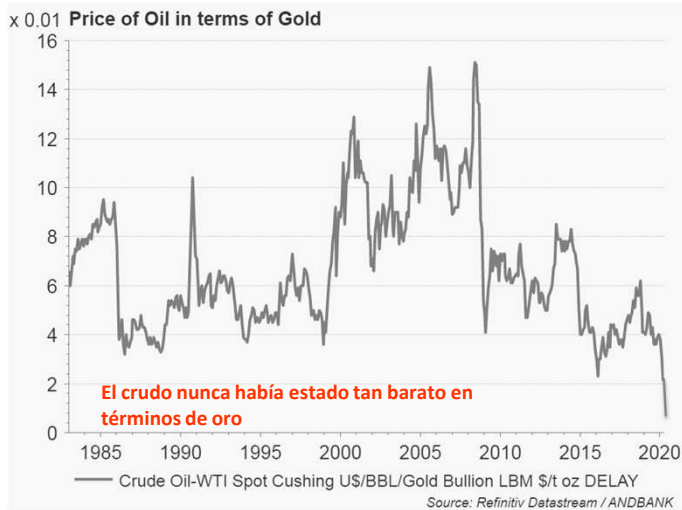
## — Análisis corporativo *Abril de 2020*



**Alex Fusté**  
Economista Jefe Global  
+34 673 041 058  
[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



### RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	2020 Central Point (Fundam range)	2020 E[Perf] to Centr. Point	Recomm
USA S&P 500	2.604	2.503	-3,9%	UW
Europe - Stoxx Europe 600	320	321	0,3%	MW
Euro Zone - Euro Stoxx	303	312	3,0%	OW
Spain IBEX 35	6.840	7.350	7,5%	OW
Mexico IPC GRAL	34.482	36.081	4,6%	UW
Brazil BOVESPA	74.808	83.739	11,9%	OW
Japan NIKKEI 225	18.576	18.071	-2,7%	UW
China SSE Comp.	2.764	2.827	2,3%	MW
China Shenzhen Comp	1.690	1.653	-2,2%	UW
India SENSEX	27.591	29.260	6,0%	OW
Vietnam VN Index	737	723	-1,8%	OW
MSCI EM ASIA	453	496	9,5%	OW

### RENTA FIJA: GOVIES CORE & CREDITO CORPORATIVO (DM)

Indices	Current Price	Fundamental Central Point 2020	Expected Performance to central point 2020
US Treasury 10 year Govie	0,60	2,00	-10,8%
UK 10 year Gilt	0,31	0,80	-3,7%
German 10 year BUND	-0,45	-0,20	-2,3%
Japanese 10 year Govie	-0,06	0,00	-0,5%
Spain - 10yr Gov bond	0,73	0,50	2,3%
Italy - 10yr Gov bond	1,51	1,00	5,2%
Portugal - 10yr Gov bond	0,82	0,50	3,1%
Ireland - 10yr Gov bond	0,15	0,20	-0,3%
Greece - 10yr Gov bond	1,86	1,50	4,2%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	110,56	80	0,5%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	620,38	450	8,5%
Credit USD IG - CDX IG	127,50	100	-2,2%
Credit USD HY - CDX HY	774,50	550	8,5%

### RENTA FIJA MERCADOS EMERGENTES

Indices	Current Price	Fundamental Central Point 2020	Expected Performance to central point 2020
Turkey - 10yr Gov bond (local)	13,77	13,00	16,3%
Russia - 10yr Gov bond (local)	6,75	6,00	11,0%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	7,99	6,80	15,4%
India - 10yr Gov bond (local)	6,30	7,00	-1,0%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	4,87	4,00	10,5%
China - 10yr Gov bond (local)	2,57	2,90	-0,7%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	3,32	2,40	9,8%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,35	1,00	3,8%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,02	1,60	-3,9%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,38	1,50	0,1%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,43	0,50	-0,3%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	7,24	7,00	7,3%
Mexico - 10yr Govie (USD)	4,30	3,50	9,6%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	8,17	7,00	15,4%
Brazil - 10yr Govie (USD)	5,50	4,00	16,0%

### MATERIAS PRIMAS

Indices	Current Price	Fundamental Central Point 2020	Expected Performance to central point 2020
Oil (WTI)	28,3	55,00	94,1%
GOLD	1.616,5	1.200	-25,8%



# EE.UU.

## “Whatever it takes”

### La Fed anuncia QE ilimitado y lanza varios programas de préstamo

La Reserva Federal anunció el lunes 23 que compraría una cantidad ilimitada de títulos del Tesoro y de valores de titulización hipotecaria (MBS) para sostener el mercado financiero. En concreto, la Fed afirmó que compraría activos «en las cantidades necesarias» para promover el buen funcionamiento del mercado y la transmisión eficaz de la política monetaria, cuando previamente se había fijado un límite de 700.000 millones de USD para dichas compras de activos. Además, anunció varios programas nuevos de préstamo por importe de 300.000 millones de USD dirigidos a ayudar a empresas afectadas por el cierre de la economía estadounidense. En un comunicado, la Fed afirmó que era imperativo adoptar medidas contundentes para mitigar las pérdidas de empleo y renta. La Fed también bajó de nuevo los tipos de interés (en 50 pb, hasta dejarlos en el 0%) y anunció la reanudación de los programas (AMLF y PDCF) mediante un programa de expansión de balance por importe de 700.000 millones de USD, con nuevas inyecciones de liquidez y compras de deuda de empresas a corto y medio plazo. También restableció la facilidad de liquidez para fondos de inversión colectiva en activos del mercado monetario (AMLF) y la de crédito para los intermediarios del mercado primario de deuda pública (PDCF), unas líneas que ya dotara en la crisis de 2008-2009. Otra medida que anunció para atajar el deterioro de la situación fue la apertura de nuevas líneas swap de dólares con otros bancos centrales: con los de Australia, Brasil, Corea del Sur, México, Singapur y Suecia por importe de hasta 60.000 millones de USD cada uno, y con los de Dinamarca, Noruega y Nueva Zelanda por hasta la mitad de dicho importe.

### El Senado trata bajo presión de acordar un paquete de ayudas

Finalmente hubo acuerdo para sacar el proyecto de ley que preveía estímulos económicos por importe de 2,2 billones de USD. El plan actual establece una desgravación fiscal de 1.200 USD para los contribuyentes individuales (de 2.400 USD para parejas casadas); 350.000 millones en créditos para pequeñas empresas; 250.000 millones para seguros de desempleo, y una partida genérica dotada con miles de millones de dólares para ayudar a sectores económicos en dificultades como las aerolíneas (58.000 millones), así como fondos para que los hospitales puedan hacer frente a la afluencia de pacientes. Los Demócratas quieren incluir la condonación de préstamos a quienes mantengan el 90% del empleo, incorporar restricciones relativas a la recompra de acciones propias y ampliar la moratoria de 2 años para aumentos de retribución a directivos. La Casa Blanca estaba considerando la posibilidad de emitir bonos a 25 años y a 50 años para financiar el paquete de estímulo económico.

### Goldman Sachs prevé una caída del PIB mundial del 1%

Goldman Sachs anunció que la reducción prevista del producto interior bruto mundial en términos reales rondaría el 1% en 2020, una contracción mayor que la registrada en los 12 meses siguientes a la gran crisis financiera de 2008. «La coronacrisis, o mejor dicho la respuesta a esa crisis, representa una limitación física (en lugar de financiera) de la actividad económica sin precedentes desde la II Guerra Mundial». El banco de inversión prevé una «intensa» contracción del PIB real de las economías avanzadas en el segundo trimestre, con una caída en el caso de Estados Unidos del 24% en tasa anual desestacionalizada.

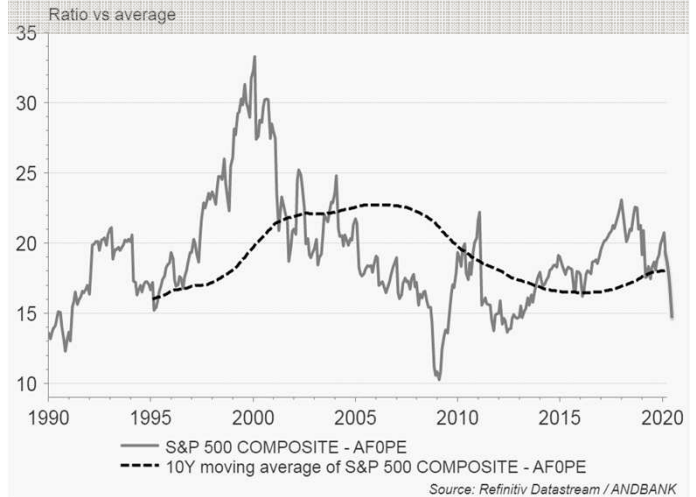
### Diferenciales de deuda empresarial estadounidense

Los diferenciales de crédito de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) de las emisiones de deuda de empresas con categoría de alto rendimiento (HY) y grado de inversión (IG) de los índices Markit, ampliamente utilizados como medida de confianza en ambos segmentos del mercado de bonos corporativos, aguantaron el tipo, ya que la Fed anunció su respaldo a una gama de valores de deuda empresarial sin precedentes. Los menores diferenciales de los índices de Markit indican la confianza de los inversores en esos mercados. En concreto, el diferencial en el índice Markit CDX Investment Grade se estrechó hasta situarse en 121 puntos básicos el lunes 23, su valor más bajo desde el 17 de marzo, al tiempo que el diferencial del índice de HY se redujo a 793 pb.

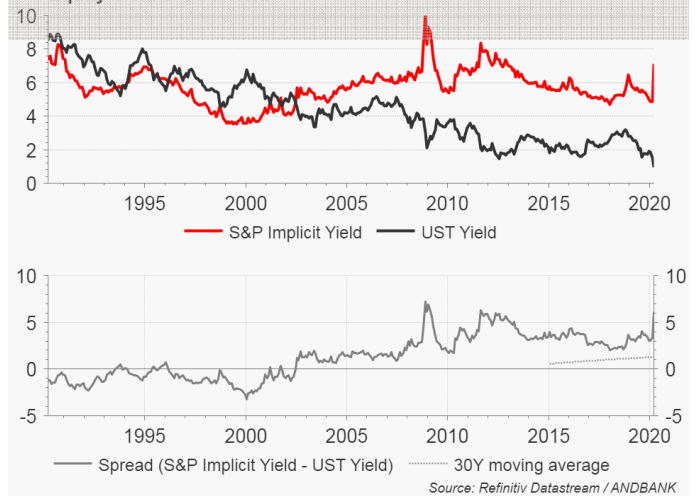
### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): INFRAPONDERAR. (objetivo: 2.500; salida: 2.750)  
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (punto entrada UST 10 años: 2%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 100)  
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 550)  
Divisas (Índice DXY): NEUTRAL

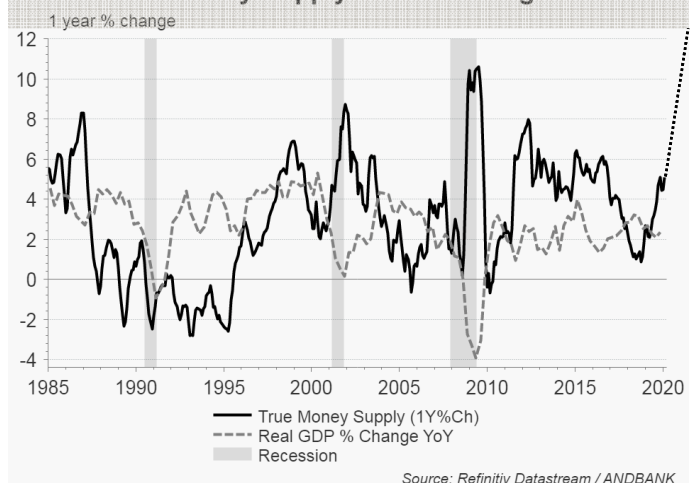
US price-to-earning ratio



Equity Yield & UST Yield



US - True Money Supply vs Real GDP growth





# EUROPA

## “Whatever is necessary”

### Coyuntura económica

Los modelos sugieren que el pico pandémico podría haberse alcanzado ya en el sur de Europa. Las estimaciones iniciales de PIB para la zona euro han comenzado a revisarse y se sitúan muy por debajo de las realizadas a principios de marzo.

### El «Lo que sea necesario» versión Lagarde

El apetito por el riesgo ha mejorado cuando el BCE anunció un programa temporal de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP) dotado con 750.000 millones de euros. Los diferenciales se desplomaron de forma generalizada en los valores EGB. Los GGB griegos encabezaron el recorrido alcista después de su inclusión entre aquellos susceptibles de compra en el marco del programa del BCE. Por su parte, el diferencial del BTP italiano a 10 años se hundió 73 pb, hasta los 193,4 pb; el PGBS portugués lo hizo 40,2 pb, hasta los 128 pb; los SPGB (Bonos y obligaciones del Estado español) cayeron 38,4 pb, hasta 107,2 pb; los OAT (Francia) perdieron 16 pb, hasta los 42,8 pb, y los DSL (Países Bajos) 7,3 pb, hasta los 25,9 pb. Esta reducción en los diferenciales no bastó para calmar a los mercados, ya que los *Bund* a 10 años cerraron la sesión con un insignificante aumento de 4 pb. La floja reacción del *Bund* al PEPP podría deberse a la afirmación contenida en su declaración adjunta en el sentido de que las compras seguirán realizándose en función del criterio del capital aportado al Eurosistema, destacando la resistencia de los miembros más exigentes del Consejo de Gobierno a cualquier sugerencia de mutualización fáctica de la deuda. Esta notable resistencia a mutualizar la deuda podría comprometer el acentuado repunte alcista en todo el espectro de EGB, y conducir a su reversión, ya que las respuestas fiscales más onerosas suscitan inevitablemente mayor inquietud en el mercado sobre la solvencia crediticia de las emisiones de bonos soberanos de mayor beta. No obstante esto, numerosos bancos aún ven margen para compartir la responsabilidad, ya sea abandonando el criterio de capital aportado o mediante la emisión conjunta. Aun así, en ambos casos será necesario elevar la presión para que políticos fuertes elegidos a nivel nacional actúen a nivel supranacional.

La presión del mercado probablemente irá a más en todas las jurisdicciones por el hecho de que los gobiernos están viéndose forzados a nacionalizar algunos de sus sectores corporativos. Esto responde a que ni siquiera un suministro de liquidez más agresivo funcionará en el corto y medio plazo si se confina por la fuerza en casa, con motivo del virus, a numerosos segmentos de población. La intervención directa del sector corporativo, por su parte, si bien contribuirá en alguna medida a mitigar el riesgo inminente de los impagos masivos, no tendrá efecto alguno sobre el fomento de la demanda.

### Bonos corporativos

Los diferenciales de la deuda de empresas se desplomaron en marzo, sobre todo en el segmento de alto rendimiento (HY), con niveles inéditos desde 2012, aunque no tan extremos como en 2008. Es crucial que esta clase de activo dé muestras de estabilización para tranquilizar al mercado financiero en general y al mercado bursátil en particular. Hemos asistido a intensas salidas en un entorno de contracción de la liquidez y sin que exista interés por los compradores. Uno de los problemas más temidos es que siga creciendo la deuda corporativa cuya calificación crediticia se ha deteriorado desde su emisión hasta caer por debajo de la categoría de inversión (IG) (*ángeles caídos*). En el escenario principal se estima que en 2020 ese deterioro afectaría a nivel mundial a valores por importe de 215.000 millones de USD. En lo que llevamos de año van 32.000 millones de USD. Los sectores más afectados serían el energético, el automovilístico y el de transportes. Si esta estimación resultase correcta, sería un año récord para los *ángeles caídos*, superando los 100.000 millones de USD en deuda corporativa que en 2005 pasaron de IG a HY. Ahora bien, al ser ahora el mercado de bonos con categoría de inversión unas 4,5 veces mayor que en 2005 (ha pasado de 1,3 billones a 5,7 billones de USD), en porcentaje tal caída sería ahora menor (3,7% en 2020 frente al 7,8% en 2005).

### Perspectivas de los mercados financieros

- Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL (objetivo: 321; salida: 353)
- Renta variable (Euro Stoxx): SOBREPONDERAR (objetivo: 312; salida: 344)
- 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: 80)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): MW-OW (diferenc. obj.: 450)

Euro area price-to-earnings ratio



Daily 3 Months



PERIPHERAL BONDS (10Y GOV YIELD)





# ESPAÑA

## El segundo país del mundo con más fallecimientos atribuidos al coronavirus

### Mercados

El principal índice bursátil español (IBEX) mantuvo un tono optimista en la última semana de marzo, continuando el repunte del 7% que se inició el martes 24, en línea con los principales mercados internacionales, y ayudado por el paquete de estímulos económicos por importe de 2 billones de USD aprobado en EE.UU. para amortiguar el perjuicio económico asociado a la pandemia por coronavirus. El esperado paquete consensuado por demócratas y republicanos busca mitigar la recesión que probablemente aguarda al país y contribuir a la recuperación posterior. La atención se centrará ahora en las medidas de apoyo fiscal que se arbitren en la zona euro, donde el Consejo Europeo debe alcanzar un acuerdo sobre qué instrumentos aplicará «con miras a activar el fondo de rescate de la Unión Europea (MEDE), dotado con 410.000 millones de EUR». En un contexto de volatilidad, que en lo que va de mes ha hecho que se esfume más del 20% de la capitalización bursátil del IBEX, el sector bancario salió bien parado en el último tramo del mes, destacando por su buen comportamiento Sabadell, BBVA y Bankia. Entre los grandes valores industriales, Inditex, Repsol, IAG y Arcelor Mittal se anotaron las mayores subidas en el recorrido alcista de finales de mes.

### Situación fiscal

El gobierno ha presentado una línea de avales con garantía pública dotada con hasta 100.000 millones de euros para respaldar a empresas y autónomos del país, garantizando con ello el acceso a la financiación necesaria para mantener la actividad y el empleo. El Consejo de Ministros ha aprobado los detalles del primer tramo de la facilidad, por importe de 20.000 millones de EUR, el 50% de los cuales se aplicarán a avalar préstamos a autónomos y pymes. La facilidad, disponible con efectos retroactivos a efectos de las medidas adoptadas desde el 18 de marzo, ofrece financiación para pagar salarios y facturas y cubrir otras necesidades de liquidez, incluyendo vencimientos de compromisos financieros u obligaciones fiscales. En el caso de los autónomos y pymes, la garantía cubre el 80% de los nuevos préstamos y la renovación de operaciones de financiación; en el de las demás empresas, el 70% de la nueva financiación y el 60% de las operaciones de recuperación.

### Breve evaluación de la situación creada por el brote de COVID-19

España superó el miércoles a China, convirtiéndose con ello en el segundo país del mundo con más muertes atribuidas al nuevo coronavirus. Los fallecimientos del miércoles 25 cuya causa se atribuye al COVID-19 (3.434) superaron en un 27% a los del martes, solo por detrás de Italia (6.280) y ligeramente por delante de China (3.281), donde a finales del año pasado se originó la enfermedad. Con un total de casos registrados próximo a 48.000, un 20% más que el día anterior, la crisis sanitaria ha superado en todo el país a los gestores de hogares de ancianos y hospitales. La vicepresidenta Carmen Calvo, ingresada esta semana en la Clínica Ruber de Madrid debido a una infección respiratoria, dio positivo por COVID-19. En la capital española las autoridades han comenzado a realizar pruebas de detección de forma generalizada. Algunas empresas españolas están transformando sus líneas de ensamblaje para fabricar productos médicos. El país lleva en cierre parcial desde el 14 de marzo; el miércoles 25 el Congreso de los Diputados previsiblemente prorrogará el estado de alarma otros 15 días, hasta el 11 de abril. Bares, restaurantes y centros educativos están cerrados y solo puede salirse a la calle para comprar comida o medicamentos y trabajar. Al margen de su impacto sobre la salud, el confinamiento forzoso de la población está perjudicando gravemente a la economía española, con miles de despidos temporales a raíz de la paralización del comercio, el turismo y la industria.

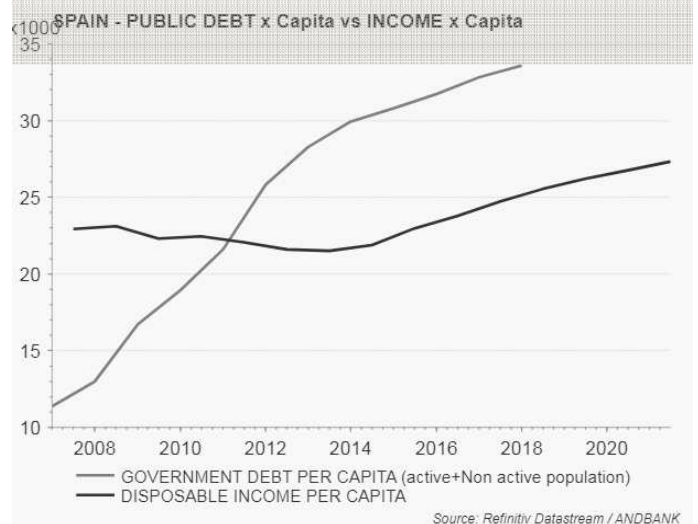
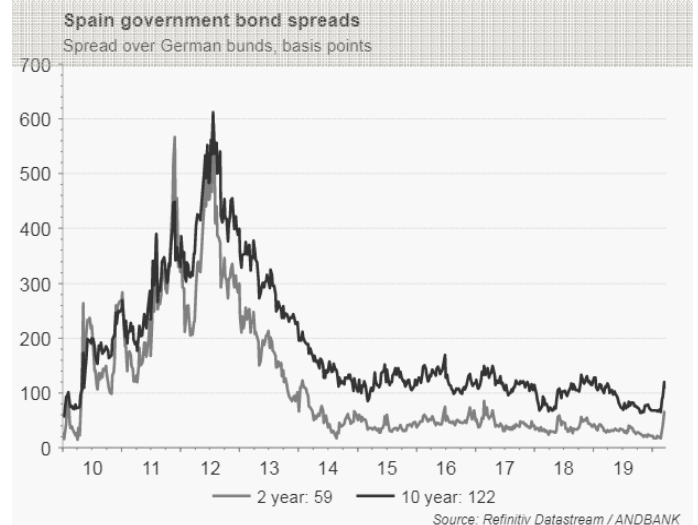
### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): NEUTRAL-SOBREP (obj.: 7.350; salida: 8.085)

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento del Bono: 0,50%)

Deuda corporativa (IG): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa (HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR





# CHINA

## Más del 95% de las grandes empresas chinas (excl. provincia de Hubei) reanudan la actividad

### Datos de alta frecuencia

Xin Guobin, viceministro de Industria chino, declaró a la prensa que la tasa de retorno al trabajo, excluyendo Hubei, ronda el 95% para las grandes empresas y el 60% para las pequeñas y medianas. En particular, los productores de automóviles chinos están operando por debajo del 40% de capacidad. Xin indicó que China se coordinará con otros países para impulsar la reanudación de la actividad, pese a que la pandemia genera incertidumbre sobre el retorno a la normalidad. Las ventas de automóviles se desplomaron a niveles mínimos récord en febrero y la industria automovilística china ha solicitado al gobierno ayudas para el sector tras la inusitada caída del 79% de sus ventas en el mes. Cabe reseñar que la venta de vehículos de energías alternativas se contrajo por octavo mes consecutivo, afectada además por la retirada de subvenciones públicas. La Asociación China de Fabricantes de Automóviles (CAAM) afirmó que las ventas de automóviles «sin duda alguna» repuntarán en marzo y que volverían a la normalidad en el tercer trimestre de este año. Alrededor del 90% de las fábricas pertenecientes a las 23 empresas que fabrican la mayoría de vehículos en el país habían reanudado la actividad el miércoles; en concreto, 18 productores de automóviles estaban totalmente operativos, pese a que la escasez de piezas impide a los fabricantes hacerlo a plena capacidad.

### Medidas de estímulo

Conforme a la petición del Gobierno, el sector bancario chino ha reforzado el apoyo financiero a las pequeñas empresas, ofreciendo los bancos comerciales y privados de China desde el martes al mediodía nuevo crédito por importe de 298.300 millones de CNY (42.800 millones de USD). Por su parte, la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma (CNDR) está intensificando las medidas para impulsar el consumo, habiendo anunciado pautas para mejorar la oferta del mercado a los consumidores. Se reducirán, en particular, los aranceles a la importación de bienes de consumo. La Administración Tributaria del Estado también presentó una nueva directriz que introduce desgravaciones fiscales adicionales, con un segundo lote de medidas de política para reducir los pagos a la seguridad social y el coste de las pólizas de seguros médicos, y un tercero para reducir de manera gradual los impuestos sobre el valor añadido.

### Los costes: las penalidades del sector inmobiliario chino

Más de 100 constructoras quiebran al intensificarse las tensiones provocadas por el virus, tras una conmoción en el sector inmobiliario que se ha acelerado con la epidemia del coronavirus. Al entrar en su tercer mes el confinamiento decretado, la contracción en la disponibilidad de liquidez está llevando al límite a pequeños constructores de viviendas, incapaces de obtener suficiente dinero en efectivo de la venta sobre plano de apartamentos para cubrir costes, lo que obliga a algunos promotores en dificultades a tirar la toalla. Después de que en 2019 quebraran casi 500 compañías inmobiliarias, otras 105 han incurrido en los dos primeros meses de este año en procedimiento concursal.

### EE.UU.-China

El gobierno de EE.UU. anunció el martes que prorrogaría una licencia por la que se permitía a empresas estadounidenses continuar relaciones comerciales con Huawei Technologies hasta el 15 de mayo, una licencia que el Ministerio de Comercio estadounidense ya había ampliado previamente al 1 de abril. Por su parte, este Ministerio recabó opiniones sobre la conveniencia de conceder futuras prórrogas y preguntó qué consecuencias cabría esperar de no hacerlo.

### Reforma de empresas públicas: hacia un régimen de propiedad mixta

China podría asimismo anunciar un plan trienal para reformar las empresas que cuentan con participación estatal, y que se presentaría pronto con miras a su modernización. Las reformas se acelerarían en el segundo trimestre del año para compensar el retraso en el primero debido al brote del coronavirus, y se centrarían en la cuestión de la propiedad mixta y en su reorganización.

### Sanidad: Xi visita Wuhan al caer los nuevos casos de coronavirus

El presidente chino Xi Jinping visitó Wuhan el martes, en su primera visita tras el brote epidémico a finales del año pasado. La visita se produce después de que la propagación del virus en China continental se desacelerase de manera brusca la semana pasada y de que la atención se haya centrado en prevenir las infecciones importadas del extranjero. China ha comunicado que no existen casos de transmisión local del coronavirus fuera de Hubei.

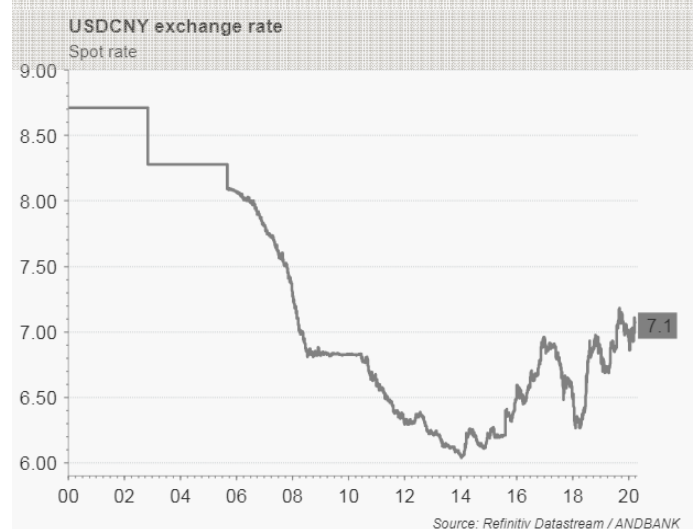
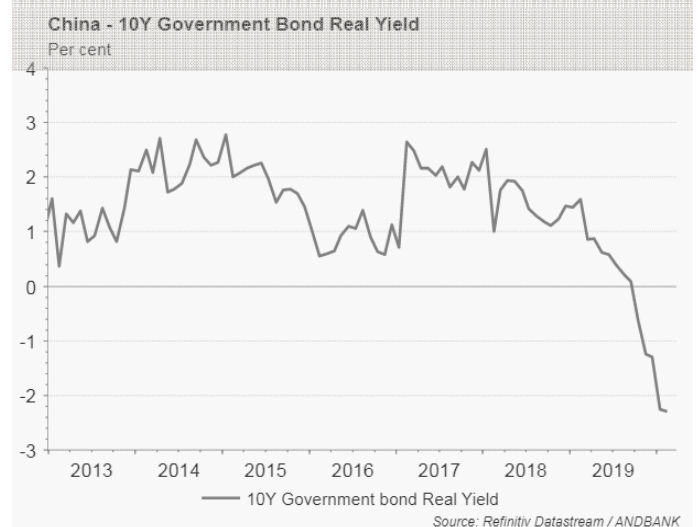
### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): – NEUTRAL (obj.: 2.827; salida: 3.110)

Renta variable (Shenzhén): – INFRAPONDERAR (obj.: 29.934; salida: 32.928)

Deuda soberana: – INFRAPONDERAR (obj.: 2,90%)

Divisas (CNY/USD) : – SOBREPONDERAR (OBJ 6,90)





# JAPÓN

## El Banco de Japón y el Gobierno colaboran estrechamente para estabilizar los mercados

Ante el episodio de ventas generalizadas registrado en el mercado de valores, el BoJ inyectó el viernes por la mañana liquidez por importe de medio billón de yenes. La inyección se implementó a través de operaciones de *repo* con valores de deuda pública japonesa (JGB) similares a las realizadas a principios de mes. El banco central también ha comprado activamente ETF desde el 2 de marzo por un importe total de 510.000 millones de yenes.

### Nuevas medidas en el futuro próximo

Según una encuesta de Bloomberg, el Banco de Japón probablemente ampliará sus medidas de estímulo en la reunión de la próxima semana para tranquilizar a unos mercados presa de la volatilidad. Aunque podría incrementar la compra de activos como participaciones en fondos cotizados en bolsa (ETF), no está claro que vaya a elevar su objetivo de compra de ETFs, situado ahora en 6 billones de yenes (58.000 millones de USD). El gobernador del BoJ, Haruhiko Kuroda, afirmó que el banco central estaba listo para instrumentar medidas adicionales para sostener la economía. Alrededor del 90% de los economistas esperan que el BoJ refuerce sus medidas de estímulo la próxima semana, previendo en su mayoría la intensificación de la compra de activos para estabilizar los mercados. *Revisión a la baja de previsiones económicas:* el BoJ está considerando revisar a la baja sus estimaciones en la reunión de la próxima semana; en concreto, su opinión de que la economía seguía una tendencia de expansión moderada (una expresión que lleva empleando desde marzo de 2017). ¿Qué podría sostener la estabilización? 1) La considerable especulación sobre estímulos fiscales y monetarios coordinados. 2) Algunos informes que apuntan a que EE.UU. estaría considerando conceder exenciones fiscales a las rentas del trabajo. El BoJ ha estado gestionando activamente la situación, como refleja el crecimiento de la oferta monetaria (agregado M2) en febrero al 3,0% interanual (frente al 2,8% del mes anterior).

*Japón presentará nuevas medidas.* El primer ministro Abe presiona al BoJ para que relaje su política antes de cada reunión del comité del banco central que revisa los tipos de interés. Esta vez declaró que el gobierno colaborará de cerca con el Banco de Japón para estabilizar los mercados, metiendo presión al banco central para reforzar los estímulos y prevenir con ello riesgos para la economía. Basándose en acuerdos celebrados entre los países miembros del G-7 y G-20, el gobierno colaborará con el BoJ y las autoridades de otros países para ofrecer una respuesta adecuada.

### Apoyo fiscal del gobierno japonés

Japón aprobó un rescate por importe de un billón de yenes (9.600 millones de USD) para las empresas afectadas por el brote del nuevo coronavirus, ya que la tesorería de la mayoría de pequeñas empresas apenas cubre un mes. La última medida de ayuda financiera concederá préstamos sin intereses o a bajo interés a las pymes cuyas ventas se contrajeran, así como a trabajadores autónomos en situación similar. Ahora bien, será Japan Finance Corp la encargada de desembolsar los préstamos no garantizados, una institución que tarda semanas en prestar financiación una vez presentada la solicitud. El ministro de Finanzas, Taro Aso, indicó que el gobierno presentaría un segundo paquete de medidas para mitigar las consecuencias del virus centrado en apoyar financieramente a las pequeñas empresas. Otras medidas incluidas en el paquete son subsidios a los padres que soliciten licencia laboral por el cierre de los colegios y ayudas para reforzar instalaciones médicas. Los fondos provendrán del remanente de la reserva presupuestaria de este ejercicio fiscal, unos 270.000 millones de yenes (2.620 millones de USD). Aso negó la necesidad de un presupuesto adicional mayor aduciendo que las consecuencias del brote mundial de coronavirus para Japón no serán comparables con las de una crisis como la de Lehman Brothers.

### Datos de alta frecuencia

El índice de confianza empresarial (BSI) de grandes empresas industriales que publica el Ministerio de Economía y Finanzas japonés se hundió en el primer trimestre hasta situarse en -17,2 (frente a -7,8 en el trimestre anterior). El índice no manufacturero cayó a -6,6 (-5,3 en el trimestre anterior) y, el del conjunto de la industria, a -10,2 (-6,2 en el trimestre anterior).

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): INFRAPONDERAR (objetivo: 18.071; salida: 19.878)  
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 0,00%)  
Divisas (USD/JPY): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 110)

Japan Nikkei 225 price / earnings



JPY-USD



Bank of Japan quantitative easing and USDJPY





# INDIA

## El gobierno previsiblemente aprobará un paquete de estímulo por importe superior a 1,5 billones de rupias

**La Bolsa india recupera un 14% a finales de marzo, pero aún acumula una caída del 28% en 2020: evaluación rápida de la situación**

Los activos indios se afianzaron en la última semana de marzo siguiendo la estela de la renta variable internacional, después de que el Senado de EE.UU. aprobase un paquete de ayuda por importe de 2 billones de USD con ocasión del coronavirus y de que un informe apuntase a que el gobierno indio haría lo propio con un paquete de estímulos que ascendería a más de 1,7 billones de rupias. Las ventas de acciones por los Inversores Institucionales Extranjeros rondaban últimamente los 1,9 billones de rupias, pero las compras retornaron con la noticia de que se avecinaban estímulos para la economía interna. Con esto y con todo, el paquete de ayuda oficial de 1,7 billones de rupias (22.580 millones de USD) para los pobres en pleno cierre de la economía nacional no impresionó a los inversores. Dos días después de que la India decretase un cierre nacional de 21 días, el ministro de Finanzas, Nirmala Sitharaman, anunció ayudas para los más vulnerables que incluían transferencias directas de efectivo y medidas de seguridad alimentaria. El NSEI y S&P BSE Sensex ganaron casi un 5% mientras Sitharaman se dirigía a los medios, para poco después retroceder, ya que los mercados esperaban también alguna ayuda para las empresas, pymes y microempresas, y para los mercados de valores. Si tal ayuda no llegase pronto, la decepción estaría servida. El Sensex ganó un 14% en las sesiones de los días 24 y 25 de mano de la mejoría de la confianza global. En Mumbai destacaron las acciones financieras, con alzas superiores al 30%. Pese a las recientes ganancias, el índice de las empresas con mejor implantación en el mercado sigue acumulando un retroceso del 30% desde que comenzara esta situación. Por ahora, el brote habría infectado a más de 600 ciudadanos indios, con una decena de fallecidos. El lunes 23 las acciones indias sufrieron el mayor descalabro de su historia en una sola sesión.

### Sectores preferidos y sectores que evitar

Los operadores del mercado se abalanzaron sobre los sectores bancario, de telecomunicaciones e inmobiliario mientras vendían acciones del energético y de metales. Los índices de pequeña y mediana capitalización bursátil también se sumaron a la recuperación, respaldados por un informe privado que sugería que el gobierno aprobaría un paquete de estímulo económico que ascendería a más de 1,7 billones de rupias. El gobierno también decidió aumentar en 2 kg la asignación mensual de granos alimentarios subsidiados a los beneficiarios, hasta los 7 kg, para garantizar el abastecimiento mientras dure el cierre.

### Coste económico de las medidas de confinamiento

Los operadores tomaron nota del informe de Care Ratings de que un cierre de 21 días que redujera la producción en un 80% infligiría a la economía pérdidas diarias de 350.000 a 400.000 millones de rupias, con un total acumulado de 6,3-7,2 billones de rupias. El crecimiento económico del cuarto trimestre quizás no fuera negativo, pero podría reducirse al 1,5%-2,5%, cuando el crecimiento anteriormente previsto para el cuarto trimestre era del 4,7%.

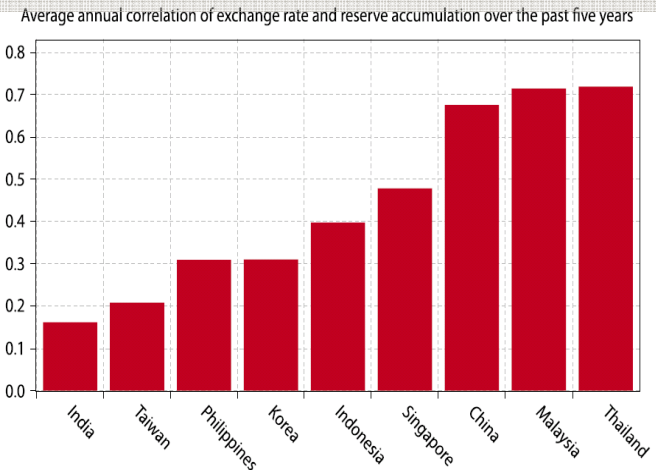
### Reformas bancarias

Con miras a facilitar la mejora de la base de recursos propios en el marco del proceso de recapitalización de los Bancos Rurales Regionales (RRB), el Comité del Gabinete de Asuntos Económicos (CCEA) ha concedido otro año, hasta 2020-21, para que los RRB alcancen el capital regulatorio mínimo en el caso de aquellos bancos incapaces de mantener un coeficiente de capital por activos ponderados por riesgo (CRAR) mínimo del 9%. El CCEA también aprobó una participación del gobierno central en el plan de recapitalización de RRB de 6.700 millones de rupias (equivalentes al 50% del esfuerzo total de recapitalización de 13.400 millones), a condición de que la liberación de la parte del gobierno central se supeditara a la de la parte proporcional de los bancos patrocinadores. Según las pautas del banco central de India (RBI), los RRB deberán conceder el 75% de su crédito total como préstamo a sectores prioritarios (PSL). Los RRB atienden principalmente a los requisitos bancarios y de crédito del sector agrícola y las zonas rurales, con especial atención a los agricultores pequeños y marginales, a empresas pequeñas y microempresas, y a pequeños empresarios de zonas rurales. Al elevar la recapitalización el CRAR, los RRB deberían poder continuar prestando a estas categorías de prestatarios dentro de su objetivo de PSL, manteniendo de este modo el apoyo a quienes se ganan la vida en el medio rural.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (objetivo: 30.000; salida: 33.000)  
 Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 7%)  
 Deuda corporativa: INFRAPONDERAR  
 Divisas (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 74)

**The correlation of FX reserves with currency moves signals intervention**



**PE (Itrn) - India**



**India benchmark government bonds**



Hay bonos de mercados emergentes que son activos «refugio», con rentabilidades del +3,6% en lo que va de año (+2% por efecto precio, que se suma a +1,6% por efecto carry o de arbitraje entre tipos de cambio y tipos de interés).





# ISRAEL

## El mercado israelí tampoco escapa al castigo

### Coyuntura económica y política

Israel celebró a principios de mes elecciones por tercera vez, inconcluyentes de nuevo para decidir quién será primer ministro. En estos momentos el país trata de contener la propagación del coronavirus limitando los movimientos de los ciudadanos y promoviendo el distanciamiento social. Las medidas de contención han llevado a fomentar el teletrabajo para adaptar la economía a la nueva situación. En el mercado laboral la oferta de empleo disminuyó un 2,6%. En el sector manufacturero la actividad se redujo en febrero un 0,2%. El saldo exterior se deterioró ligeramente en el mes, con exportaciones por valor de 15.100 millones de NIS y 19.600 millones de NIS de importaciones. El IPC había aumentado en Israel a 20 de febrero por la mínima, un 0,1% interanual; en la cifra mensual, los precios cayeron el 0,1%.

### Mercado de renta variable

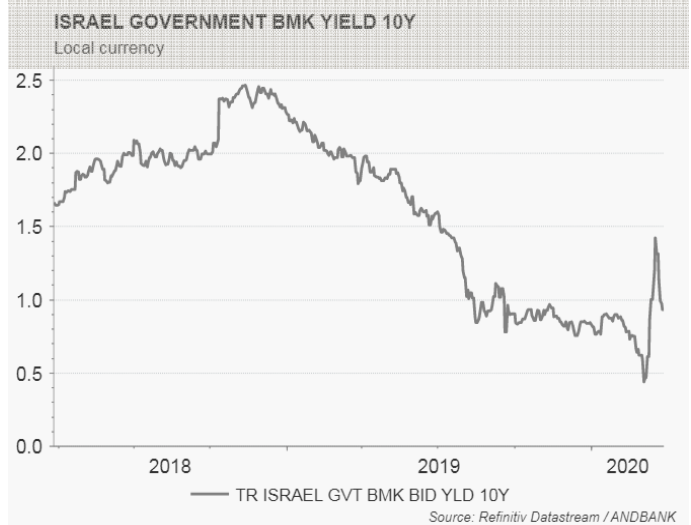
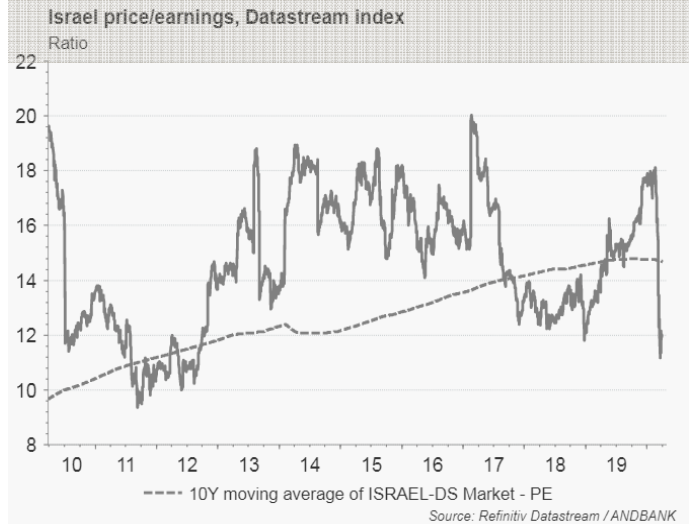
La propagación del coronavirus por todo el mundo acabó golpeando también a la economía y a los activos financieros israelíes. A 30 de marzo había 3.865 casos confirmados en Israel. Las restricciones a la movilidad han acabado por «congelar» o «parar» la economía y afectan directamente al mercado bursátil TLV. En el segmento inmobiliario residencial los inversores se enfrentan a la escasez de trabajadores de la construcción y a dificultades en el suministro de materias primas; en el segmento inmobiliario comercial destaca el hecho de que los centros comerciales están vacíos. Las sociedades inmobiliarias (de todo tipo), que hasta ahora habían sido la fuerza impulsora del mercado TLV, son las que desde nuestra última actualización (18 de febrero) están haciendo caer al mercado. Las compañías de petróleo y gas también se rezagaron respecto al índice de referencia TLV-125 debido al colapso del precio del petróleo hasta los 30 USD/barril. El Grupo Delek, matriz última de un holding de empresas propietarias de yacimientos y reservas de petróleo, ha caído un 80% y existen dudas sobre su capacidad para mantenerse como «empresa en funcionamiento». Por lo que respecta al sector financiero, tras un retroceso del 20%-30% los bancos israelíes están cotizando a una relación precio/valor contable de 0,7 (o menos). Dados los resultados empresariales previstos y el entorno de incertidumbre que dejará la pandemia, este nivel de cotización no parece excepcionalmente barato. La inminente temporada de vacaciones de Pascua, que tradicionalmente brinda una fuente importante de ingresos para las empresas relacionadas con el turismo, no existirá este año, por lo que los saldos de tesorería de hoteles y aerolíneas se mantendrán en niveles bajos. Ante tales perspectivas, las acciones de Fatal Hotels se han derrumbado un 82%, mientras las de las aerolíneas El-AL lo han hecho un 34%.

### Mercado de renta fija

Los diferenciales crediticios de los bonos corporativos se ampliaron hasta sus niveles más altos desde la gran crisis financiera de 2008. El aumento de los diferenciales afectó a todos los sectores, calificaciones y vencimientos del mercado de deuda de Israel. Las expectativas de inflación para los próximos 2,5 años cayeron a niveles negativos, siendo de 0,3%-0,4% para los próximos cuatro años. Las crisis de liquidez en el mercado de deuda elevaron también los rendimientos de la deuda pública, y sobre todo en el caso de los bonos con vencimientos a muy largo plazo. A estos niveles, los bonos corporativos con una calificación comprendida entre A y AAA ofrecen una oportunidad de inversión excelente, por lo que los recomendamos como «fuerte compra». A nuestro juicio, también la deuda pública ofrece una gran oportunidad a este nivel. Tanto los valores de deuda pública israelí vinculados al IPC, es decir, con rendimientos reales, como los bonos con rendimientos nominales son muy atractivos gracias a la distintiva ventaja frente a otros bonos asociada a la gran estabilidad financiera del gobierno israelí. Todos los bonos reflejan en su precio un aumento significativo de los tipos de interés, un escenario que no contemplamos por el momento.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL «cara»  
 Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL  
 Divisa (ILS/USD): NEUTRAL





# BRASIL

## El Banco Central se dota de un potente arsenal para estabilizar la caída del mercado financiero

### Banco Central de Brasil

El presidente del Banco Central de Brasil (BCB) anunció la aprobación de una propuesta de enmienda constitucional (PEC) el viernes 27. El texto de la PEC faculta al BCB para intervenir directamente en el mercado y comprar carteras de deuda de empresas y valores, cotizados o no, en el mercado nacional. El BCB también podrá comprar valores cotizados en mercados internacionales. El presidente está negociando la redacción con los líderes del Congreso para definir el alcance de la medida. Campos Neto sostuvo que la potencia de la iniciativa permite estabilizar mercados de deuda corporativa a los que no llegan las instituciones financieras. «Es una medida de muy amplio alcance. El balance del Banco Central es enorme, asciende a más de 1,5 billones (de reales). Es, pues, una medida muy importante para estabilizar el crédito». Y añadió: «Es una medida que solo se aplicaría en escenarios de crisis, como el que experimentamos en la actualidad. No se trata de que el Banco Central tenga siempre esta autonomía». Con una decisión que esta semana infundió aliento a los mercados internacionales, la Fed anunció medidas históricas a este respecto, como la compra de bonos corporativos y la financiación directa a empresas. Manoel Pires, economista de la Fundación Getúlio Vargas, opina que la medida es correcta por cuanto evitará que la caída de los mercados financieros dañe aún más la economía en este momento de crisis. El Comité de Política Monetaria (Copom) del BCB redujo la tasa Selic 50 pb, al 3,75%, un nuevo mínimo histórico, ya que las previsiones condicionales de inflación siguieron revelando un nivel muy inferior a las previsiones objetivo para 2020 y 2021. Los miembros del Copom expresaron inquietud «por la continuidad de la agenda de reformas». Los analistas piensan que las medidas de alivio económico tan solo causarán un deterioro temporal de las cuentas fiscales, y que el comité considerará la posibilidad de proseguir la relajación monetaria. Las medidas anunciadas hasta ahora para mitigar los efectos del coronavirus (anticipar el pago de obligaciones y aplazar ingresos) tendrán menos impacto en el ejercicio, y sus efectos serán transitorios y se acomodarán de diferentes maneras sin interferir con las reglas fiscales. El riesgo sería que las medidas implicaran nuevas partidas permanentes de gasto, ya que esto sí que tendría un impacto sustancial en la curva de tipos de interés.

### Política y situación fiscal

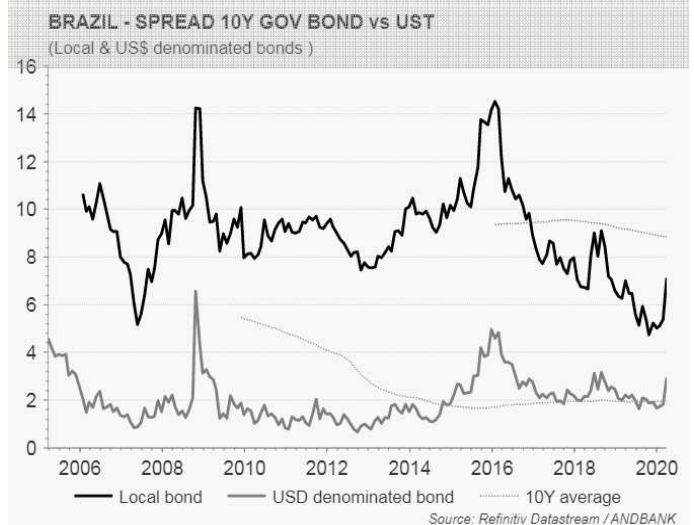
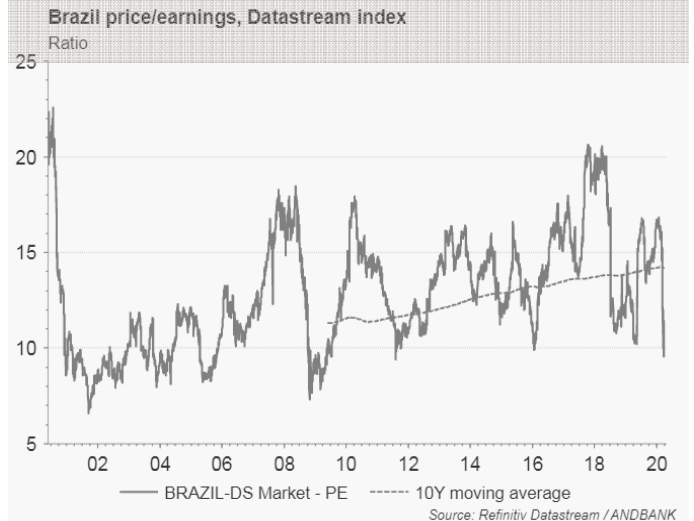
El presidente Jair Bolsonaro envió el 18 de marzo un mensaje presidencial al Congreso solicitando la declaración del estado de calamidad pública nacional. En la práctica, la medida exige al gobierno federal de cumplir el objetivo de déficit primario fijado en 124.100 millones de BRL y suspende la obligación de reducir gasto en personal. La condición, ajustada a la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF), alivia también el gasto en empleados públicos. La nueva ley entra en vigor de inmediato. El texto aprobado constituye una comisión mixta, compuesta por seis diputados y seis senadores, con el objetivo de controlar el gastos y las medidas adoptadas por el gobierno para combatir la propagación del coronavirus. La comisión celebrará reuniones mensuales con técnicos del Ministerio de Economía y audiencia bimestral con el ministro Paulo Guedes, al objeto de evaluar la situación fiscal, así como la ejecución presupuestaria y financiera de las medidas de emergencia relacionadas con el COVID-19.

### Coyuntura económica

En estas últimas semanas el número de casos de COVID-19 ha aumentado exponencialmente. Esto ha aumentado la presión sobre el gobierno federal, que ha adoptado medidas más decisivas contra la propagación del virus, pero también con el objetivo de minimizar su impacto económico. El gobierno ha anunciado una serie de medidas para hacer frente al coronavirus: un aumento del gasto, una reducción de impuestos, apelación a la calma de la población, etc. Las expectativas de crecimiento del PIB se han reducido drásticamente para 2020, de +2% a -2%.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): SOBREP. (obj.: 83.740; salida: 92.113)  
Deuda soberana (10 años) en BRL: SOBREPONDERAR (obj.: 7%; dif.: 500)  
Deuda soberana (10 años) en USD: SOBREPONERAR (obj.: 4%; dif.: 200)  
Divisas (BRL/USD): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 4,75)





# MÉXICO

## Es posible que Pemex no pueda evitar nuevas revisiones a la baja de su calificación crediticia

### Pemex

Pemex (la petrolera estatal mexicana) ha anunciado un plan integral para contener el *shock* financiero que conlleva el colapso del precio del petróleo, con un derrumbe del crudo mexicano a poco más de 15 USD/barril. El colapso de los precios mundiales del petróleo, causado por la ruptura de los acuerdos de cuotas de producción entre la OPEP y Rusia y por una inminente recesión mundial, ha suscitado serias preocupaciones sobre la ya delicada situación financiera de Pemex. Según el gobierno, la petrolera acometerá una serie de importantes ajustes presupuestarios en los próximos meses para evitar que se acentúe su deterioro financiero. Esto implicará una reducción estimada de 217 millones de USD en costes de contratación y de 27 millones en costes de administración. Ahora bien, muchas de las otras medidas a las que alude el presidente Andrés Manuel López Obrador parecen menos concretas. Una de sus afirmaciones es que Pemex logrará ahorros considerables como resultado de la «inexistencia de corrupción» en la empresa, lo que se considera como poco discutible. Además, se espera que los campos petroleros descubiertos en los últimos años entren en funcionamiento en el curso de 2020, añadiendo un impulso a la producción, aun cuando no sea en absoluto seguro que pueda compensar una caída de ésta en el caso de que la pandemia obligase a cerrar las instalaciones productivas. Un factor positivo es el programa del Ministerio de Hacienda de cobertura del precio del petróleo, el mayor del mundo de su clase, que para 2020 se aseguró un precio de 49 USD/barril, más de 2,5 veces el actual del mercado. Sin embargo, a diferencia de años anteriores, el Ministerio no reveló la cantidad de barriles objeto de cobertura ni, por tanto, el importe total del programa. Si los precios del petróleo no se recuperasen de una manera significativa en los próximos meses, la cobertura podría agotarse. Además, como el programa no cubre el presupuesto de Pemex directamente, cualquier superávit deberá proporcionarlo el Ministerio. La deuda de Pemex ha recibido la calificación de *bono basura* por Fitch, una de las tres principales agencias de calificación crediticia, aunque las tres la tienen en «observación negativa» o en «perspectiva de revisión a la baja». Tras los malos resultados reflejados en su informe anual de 2019 cuesta imaginar que Pemex pueda evitar nuevas revisiones a la baja en el *rating* de su deuda.

### Coyuntura económica

El crecimiento del PIB en el ejercicio fiscal 2019 quedó finalmente en el -0,1%. Para 2020, la mediana de las principales encuestas lo sitúa en +0,7%, tasa muy inferior a la estimación oficial incluida en los presupuestos de este año (2%). Las previsiones más pesimistas apuntan ya a valores negativos.

### Activos mexicanos

El diferencial de los bonos mexicanos denominados en moneda local y USD con el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años se amplió en 570 pb y 200 pb, respectivamente (nuestra previsión era que superase los 500 pb y 150 pb, respectivamente). La perspectiva para estos activos, dado el contexto económico y monetario, es de una normalización de los diferenciales (reducción), si bien llevará algún tiempo alcanzar los niveles previos al brote del coronavirus.

En cuanto al tipo de cambio, la depreciación del MXN frente al USD retornó a los niveles históricos que marcó en 2016 con la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EE.UU. En el corto plazo, dado el limitado efecto de las intervenciones cambiarias de las autoridades mexicanas, la volatilidad mundial continuará siendo el principal catalizador de fluctuaciones en la cotización de la moneda.

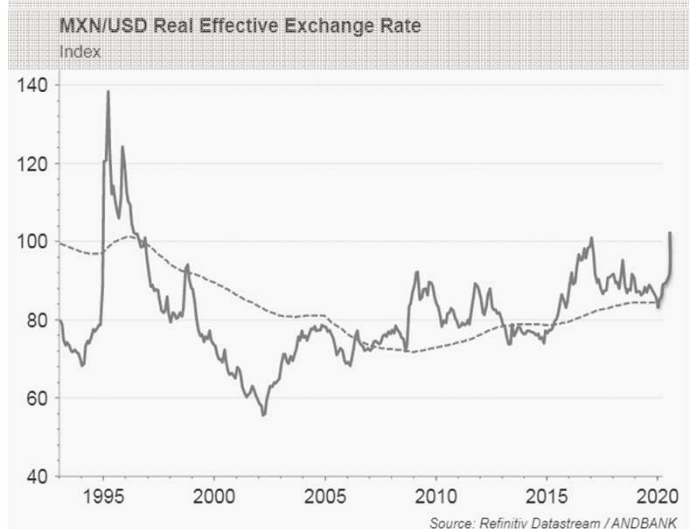
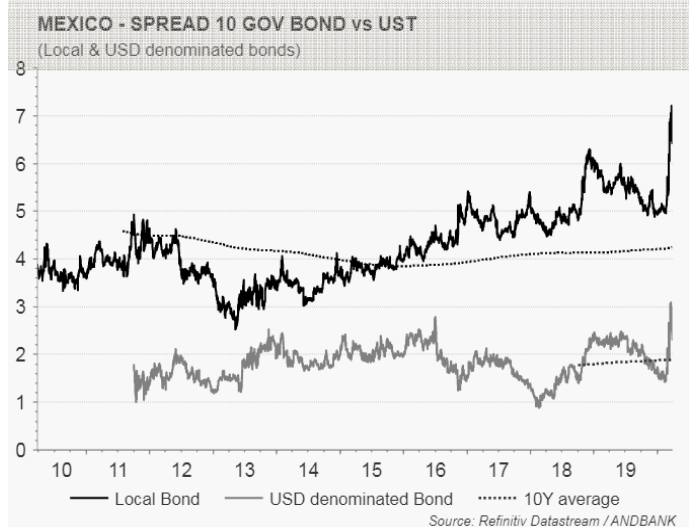
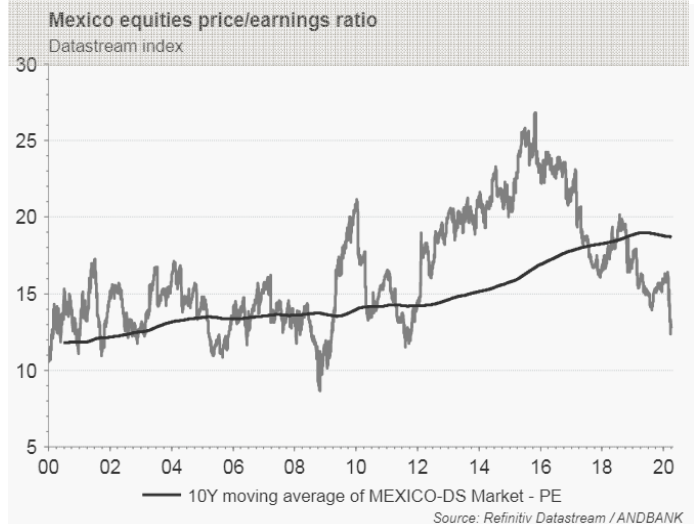
### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): INFRAPONDERAR (obj.: 36.081; salida: 39.700)

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

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

Divisas (MXN/USD): NEUTRAL-INFRAP. (objetivo a medio plazo: 23)





# ARGENTINA

## El gobierno vuelve a retrasar los detalles sobre la propuesta de canje de sus bonos

### Política y economía

Hubo algunos avances en el proceso de negociación de la deuda pero, como era de esperar, el proceso se está retrasando. Argentina nombró a Lazard como asesor financiero y a HSBC y BofA como agentes de colocación de la deuda. El gobierno definió los bonos incluidos en la operación (cuyo importe asciende a 68.800 millones de USD), pero dejó fuera aquellos denominados en moneda extranjera sujetos al Derecho argentino que se negociarían en una segunda fase (probablemente, caso por caso). Argentina y el FMI anunciaron el inicio de las consultas con arreglo al Artículo IV, permitiendo al FMI inspeccionar las cuentas de Argentina como punto de partida para un eventual nuevo programa. Una semana antes, el FMI había declarado: «La carga de la deuda de Argentina es insostenible y los acreedores privados tendrían que contribuir de una manera significativa». Con los mercados financieros en crisis, la curva de los bonos soberanos pasó de rondar los 40 a rondar los 20, aumentando la probabilidad con ello de que los *fondos buitres* tomen posiciones de bloqueo. Al aumentar la probabilidad de un incumplimiento efectivo, se presenta una oportunidad de que el gobierno argentino trate a los tenedores de bonos de la manera más justa posible. Pero las señales del gobierno no son alentadoras. Guzmán manifestó a Reuters que Argentina necesitará un «alivio sustancial» y que el país no tendrá capacidad para pagar la deuda durante «unos cuantos años», lo que sugiere una propuesta agresiva, en nuestra opinión, que iría después seguida de un debate prolongado. Se espera una oferta final para finales de marzo o primeros días de abril.

### ¿Qué sucederá con Vaca Muerta?

Con el precio de mercado del barril de petróleo muy por debajo de los 50 USD y el del gas natural por debajo de los 2 USD, no parece que Vaca Muerta pueda mantenerse como generador de riqueza. El gobernador de Neuquén, así como las compañías de hidrocarburos que operan este campo petrolífero, han pedido la reinstauración del «barril criollo» a un precio subsidiado de 50 USD/barril. El ministro Kulfas aceptó finalmente la posibilidad de acordar un precio de soporte para el petróleo argentino (aunque este estaría más cerca de los 40 USD/barril) con el objetivo de mantener la producción y el empleo.

El menor precio del petróleo ya está afectando al precio de bonos con regalías petroleras como garantía (Chubut 26 a 60 y Neuquén 28 a 80) y a los bonos de empresas productoras (especialmente, a YPF). En su comparecencia ante el Congreso, Fernández reiteró que el gobierno lanzaría un proyecto para alentar la inversión en actividades relacionadas con petróleo y gas, pero por ahora seguimos sin noticias. El gobierno ha elevado del 30% al 33% los aranceles de exportación de la soja y el petróleo a grandes productores, lo que perjudicará la rentabilidad de los agricultores y, en consecuencia, limitará las inversiones y ampliará el déficit por cuenta corriente en el futuro próximo.

### El IPC vuelve a bajar; el BCRA profundiza en tipos de interés reales negativos

Pese a la fuerte depreciación de monedas de países de mercados emergentes, el BCRA continuó con su política no oficial de paridad móvil (la menor volatilidad a corto plazo del ARS es una consecuencia del control de la divisa), habiendo sido la depreciación del ARS frente al USD de sólo el 2%. El diferencial entre el tipo de cambio oficial (62,89 ARS por dólar) y el tipo de cambio paralelo, el del Blue Chip Swap (BCS) (87,51 ARS por dólar), continúa ampliándose, habiendo llegado a ser del 40%.

La inflación del mes de febrero del +2% (del +2,3% a 20 de enero) fue inferior a la esperada y la menor de los últimos dos años. En términos anualizados se desaceleró al 50,3% (en comparación con el 52,9% a 20 de enero). Para 2020 las expectativas de inflación (medidas por la encuesta REM del BCRA) cayeron del 42,2% (19 de diciembre) al 40% (20 de febrero). El banco central continúa bajando los tipos de interés, habiéndolo hecho ya 600 pb desde mediados de febrero (del 44% al 38%). La economía sigue en recesión, sin dar muestras de tocar fondo, según ponen de manifiesto algunos datos: las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 28% interanual en los dos primeros meses del año; el uso de la capacidad industrial instalada cayó al 56,1%, un nivel similar a los de 2002; y la construcción registró en enero una caída del 13,5% interanual.

### 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	Projected	Projected	Projected PE Itm EPS 2020	INDEX CURRENT PRICE	2020 Central Point (Fundam range)	2020 E[Perf] to Centr. Point	Recomm	2020 Exit Point	E[Perf] to Exit point
	EPS Andbank 2020	EPS Growth Andbank 2020							
USA S&P 500	132	-20,0%	19,00	2.603	2.503	-3,8%	UW	2.753	5,8%
Europe - Stoxx Europe 600	21	-20,0%	15,50	320	321	0,3%	MW	353	10,4%
Euro Zone - Euro Stoxx	20	-20,0%	15,50	303	312	3,1%	OW	344	13,4%
Spain IBEX 35	544	-20,0%	13,50	6.848	7.350	7,3%	OW	8.085	18,1%
Mexico IPC GRAL	2.405	-15,0%	15,00	34.463	36.081	4,7%	UW	39.689	15,2%
Brazil BOVESPA	6.203	-15,0%	13,50	74.905	83.739	11,8%	OW	92.113	23,0%
Japan NIKKEI 225	1.063	-20,0%	17,00	18.576	18.071	-2,7%	UW	19.878	7,0%
China SSE Comp.	226	-10,0%	12,50	2.764	2.827	2,3%	MW	3.110	12,5%
China Shenzhen Comp	75	-10,0%	22,00	1.690	1.653	-2,2%	UW	1.818	7,6%
India SENSEX	1.669	-10,0%	17,53	27.591	29.260	6,0%	OW	32.186	16,7%
Vietnam VN Index	54	-10,0%	13,50	737	723	-1,8%	OW	795	8,0%
MSCI EM ASIA	35	-10,0%	14,00	453	496	9,5%	OW	546	20,4%

## ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

### Perspectivas: Fuertes tensiones en los mercados Valoración de Andbank: +4,5 (en un rango de ±7)

**Agregado (sobreponderación, con sesgo neutral):** Las tensiones en los mercados fueron extremas en el mes de marzo, circunstancia esta que podría brindar puntos de entrada si se restaurase la confianza. Tácticamente, esto implica apostar por la asunción de riesgo.

**Posicionamiento de mercado (sesgo de sobreponderación):** La asignación de activos a renta variable se ha reducido drásticamente; nuestra lectura actual es positiva, e incorpora ya la fase de fuertes ventas por la que atraviesa ahora mismo el mercado (positivo). Por su parte, la señal del ratio *put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica que los inversores cuentan con un nivel muy alto de cobertura (sesgo contrario positivo). Por último, el índice Skew (una medida del riesgo de cola del S&P 500) en territorio neutral indica que el temor a que prosiga la fuerte corrección a la baja de las cotizaciones se está normalizando (neutral).

**Análisis de flujo de fondos (sesgo de sobreponderación):** Los flujos positivos hacia la renta variable estadounidense indican que la dinámica es favorable a dicha clase de activo. Algo que no cabe afirmar de las acciones europeas, que reflejan atonía. Los mercados emergentes registraron salidas como consecuencia de la situación creada por el coronavirus.

**Encuestas y análisis de opinión (sesgo de sobreponderación):** Nuestra lectura es puramente táctica y, siendo así que la confianza inversora está prácticamente en niveles mínimos (algo que es indicativo de tensiones extremas), nuestra lectura contraria interpreta que se ha producido una reacción exagerada y, por lo tanto, que podríamos estar ante un punto de entrada.

## ANÁLISIS TÉCNICO

### Escenario de tendencias. Soportes y resistencias

	Name	Ticker Reuters	View 1 month	Principal Support	Principal Resistance	Support 1 month	Resistance 1 month	Target (TA) 2020	@	Return to Target (TA)
INDICES	Euro Stoxx Index	.STOXXE	Lateral bearish	194,63	443,29	240,00	320,00	330,00	297,02	11,10%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	Lateral bearish	209,00	415,18	237,56	350,00	330,00	310,90	6,14%
	Ibex	.IBEX	Lateral bearish	5.266,00	7.500,00	5.266,00	7.000,00	7.500,00	6.777,90	10,65%
	S&P	.SPX	Lateral bearish	2.346,00	3.393,52	2.346,00	2.940,00	3.000,00	2.541,47	18,04%
	Japón	.N225E	Lateral bearish	13.188,00	23.000,00	14.865,00	20.946,00	17.000,00	19.084,97	-10,92%
	China	.SZSC	Lateral	1.458,00	2.000,00	1.552,00	1.945,00	2.060,00	1.657,55	24,28%
	India	.BSESN	Lateral bearish	22.494,00	35.750,00	25.717,00	35.750,00	29.750,00	28.440,32	4,61%
OTROS	Brazil	.BVSP	Lateral bearish	47.800,00	119.593,00	60.543,00	90.000,00	90.000,00	73.428,78	22,57%
	México	.MXX	Lateral bearish	30.000,00	45.955,00	31.561,00	44.000,00	37.000,00	33.799,49	9,47%
	Oil West Texas	WTCLc1	Lateral bearish	10,37	51,00	10,37	35,50	35,50	21,71	63,52%
	Oro	XAU=	Lateral bearish	1.358,00	1.702,00	1.445,18	1.702,00	1.691,00	1.617,50	4,54%
	Treasury 10 años USA	US10YT=RR	Lateral bearish	0,1289%	1,3210%	0,3180%	1,3210%	0,8658%	0,6739%	28,49%

*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

RENTA FIJA – BONOS DEL ESTADO

Página 14

MERCADOS DESARROLLADOS

**Análisis fundamental**

**Treasury EE.UU.: suelo 1,97%; valor razonable 3,0%; techo 3,4%**

**Diferencial swap:** El diferencial swap se elevó a +47 pb (desde +4 pb el mes pasado). Para que el diferencial se normalizase en +3 pb, con un anclaje del tipo swap a 10 años 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 elevó a 48 pb (desde 16 pb el mes pasado). Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 2%, para alcanzar la pendiente media a largo plazo (140 pb), el rendimiento de este bono debería situarse en 3,40%.

**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 0,62%; valor razonable 1,18%; techo 2,5%**

**Diferencial swap:** El diferencial swap se elevó a +38 pb (desde +34 pb el mes pasado). Para que se normalizase en +38 pb, con un anclaje del tipo swap en torno al 1%, el rendimiento del Bund debería avanzar hacia el 0,62% (punto de entrada).

**Pendiente:** La pendiente de la curva en EUR se elevó a 35 pb (desde 30 pb el mes pasado). Para que el extremo corto de la curva de tipos se «normalizase» en el 0%, para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (118 pb) el rendimiento del Bund debería situarse en 1,18%.

**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».

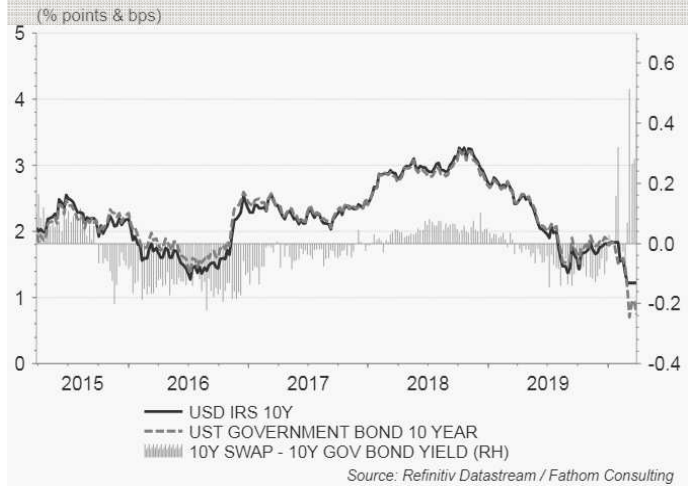
**Gilt británico: suelo 1,9%; valor razonable 2,4%; techo 2,75%**

**Diferencial swap:** El diferencial swap se elevó a +22 pb (desde +14 pb el mes pasado). Para que este diferencial se normalizase en +10 pb, con un anclaje del tipo swap alrededor del 2%, el rendimiento del bono británico a 10 años debería avanzar hacia el 1,9%.

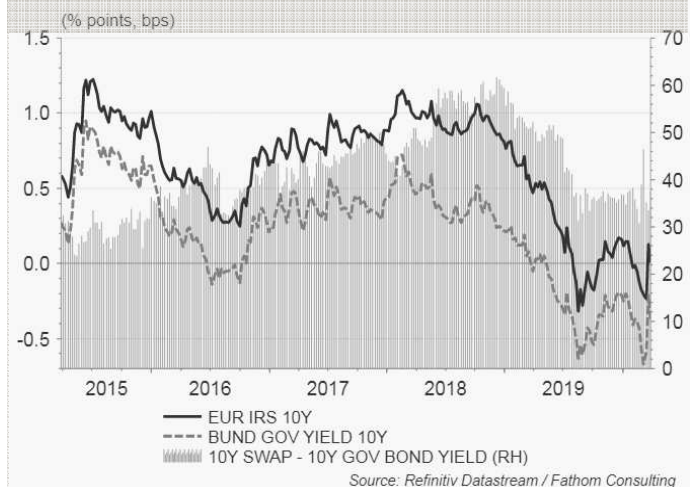
**Pendiente:** Con el bono británico a 2 años normalizado en el 1%, para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (1,40%) el rendimiento del Gilt con ese vencimiento debería situarse en 2,40%.

**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**



**SWAP SPREAD EUR**



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	8,05%	2,97%	5,08%	-1,00%	7,05%
	India	6,30%	6,68%	-0,38%	1,00%	7,30%
	Philippines	4,80%	2,60%	2,20%	-0,75%	4,05%
	China	2,59%	2,44%	0,15%	0,00%	2,59%
	Malaysia	3,33%	1,30%	2,03%	-0,75%	2,58%
	Thailand	1,35%	0,73%	0,63%	0,00%	1,35%
	Singapore	1,01%	0,32%	0,69%	0,00%	1,01%
	South Korea	1,38%	1,04%	0,33%	0,00%	1,38%
	Taiwan	0,45%	-0,26%	0,70%	0,00%	0,45%
EME	Turkey	13,93%	12,37%	1,56%	-0,50%	13,43%
	Russian Fed	6,70%	2,30%	4,40%	-1,00%	5,70%
LATAM	Brazil	8,17%	3,92%	4,25%	-1,00%	7,17%
	Mexico	7,34%	3,68%	3,66%	-1,00%	6,34%
	Colombia	7,60%	3,74%	3,86%	-1,00%	6,60%
	Peru	6,10%	1,87%	4,23%	-1,00%	5,10%



## 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

**(Negativo para el precio) – Rusia y Arabia Saudita siguen sin dar muestras de recular en su guerra de precios.** Los países de la OPEP tampoco avalan la petición del presidente del cártel de celebrar consultas de emergencia sobre el hundimiento de los precios, aduciendo que una sesión de ese tipo no tiene sentido hasta tanto no se resuelva la disputa entre Riad y Moscú.

**(Negativo para el precio) – El Kremlin podría ver la guerra de precios como una forma de paralizar la producción estadounidense a partir de esquistos bituminosos.** El presidente Putin preguntó a sus asesores si Rusia podría aguantar un período de precios bajos, argumentando Igor Sechin, de Rosneft, que precios más bajos efectivamente dañarían la producción estadounidense a partir de esquistos. No obstante, el viceministro de Relaciones Exteriores de Rusia afirmó que, si bien Estados Unidos y Rusia son rivales en el ámbito de la producción, no cabe vincular directamente la salida de Rusia del pacto de producción de la OPEP+ a una intención expresa de perjudicar dicha producción estadounidense.

**(Negativo para el precio) – El viceministro ruso para el petróleo sostiene que no tiene sentido recortar aún más la producción.** El viceministro de Energía de Rusia, Pavel Sorokin, afirmó en una entrevista que los países no deberían intentar controlar una situación de caída de la demanda mientras no estuviera claro cuándo tocaría ésta fondo. Sorokin señaló que es fácil quedar atrapado en un círculo de recortes a medida que la demanda sigue cayendo, y agregó que recortar la producción en 600.000 barriles diarios (bpd) habría supuesto un reto para Rusia.

**(Negativo para el precio) – Las compañías petroleras rusas cuentan con múltiples ventajas que les permitirían seguir bombeando** mientras el mercado lidia con la avalancha de crudo saudita barato, ventajas que remiten a menores costes de producción, un sistema fiscal flexible y el tipo de cambio flexible del rublo. Los bajos costes de producción son función de una infraestructura extractiva bien desarrollada, siendo así que para Rosneft y otros el coste de extraer un barril de petróleo el año pasado fue inferior a 4 USD/barril, quizás ascendiendo a 5 USD/barril el transporte y a 6-8 USD/barril la imputación de los costes de inversión en capital fijo.

**(Negativo para el precio) – La guerra de precios puede interpretarse como un intento de Mohammed Bin Salman por consolidar su poder.** Según el WSJ, en los últimos días el Príncipe Heredero de Arabia Saudita Mohammed Bin Salman (MBS) no solo ha inundado el mercado de crudo barato, sino que ha tomado medidas enérgicas contra sus rivales políticos. El artículo señala que MBS eligió un fin de semana en el que el mundo estaba preocupado por el coronavirus y por la caída de los mercados para afianzar su posición en el país y en el extranjero, exhibiendo el Reino un poder de mercado como no lo hacía desde el embargo de petróleo de 1973. Y añade que algunos inversores de Aramco ya expresaron su inquietud, antes de la salida a Bolsa, por la posibilidad de que la petrolera tomara decisiones comerciales basándose en motivos políticos, una preocupación a la que los eventos recientes conferirían cierta credibilidad.

**(Positivo para el precio) – Trump podría estar considerando la aplicación de aranceles al crudo saudita.** Según Bloomberg, algunos analistas sugieren que la Administración estadounidense podría tratar de proteger a los productores estadounidenses de petróleo a partir de esquistos bituminosos imponiendo aranceles al crudo saudita, señalando que Harold Hamm, peso pesado de la industria del petróleo de esquistos, y muy cercano a Trump, busca presentar una reclamación contra los saudíes por anegar el mercado con crudo barato. El artículo señala que el Departamento de Energía de Estados Unidos ya ha denunciado «los intentos de actores estatales de manipular y perturbar los mercados del petróleo», si bien añade que no todo el sector energético apoyaría una intervención del gobierno.

**(Positivo para el precio) – Los operadores de oleoductos estadounidenses han pedido a los productores que reduzcan voluntariamente la extracción, indicando que el creciente exceso de oferta de crudo está saturando la capacidad de almacenamiento.** El mercado del petróleo se acerca rápidamente al momento sobre el que han estado advirtiendo los operadores, aquel en el que el suministro desborda tanques de almacenamiento y oleoductos. El WTI de la cuenca del Pérmico cotizaba a 13,01 USD/barril el viernes, su nivel más bajo desde 1999, al tiempo que el Western Canada Select rondaba, en plena saturación, los 5 USD/barril. Ahora bien, podrían pasar semanas o meses antes de que una menor producción de esquisto estadounidense se tradujera en una disminución significativa de la oferta de petróleo.

### 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) cayó a 1.437 USD/oz (desde los 1.448 USD/oz del mes anterior). Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 943 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,1311 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 1.066 USD/onza.

**Ratio entre oro y plata** (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Esta ratio se elevó a 113,01 (desde 91,49 el mes pasado) y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 64,9 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 933 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio se elevó en el mes a 97,98 (desde 33,6 el mes pasado), pero supera aún con creces su promedio de los últimos 20 años de 15,76. 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 866 USD/oz para que esa relación continuara cerca del promedio de largo plazo.

**Ratio entre oro y S&P500.** Esta ratio se elevó de 0,469 el mes pasado a 0,52 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 500 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.

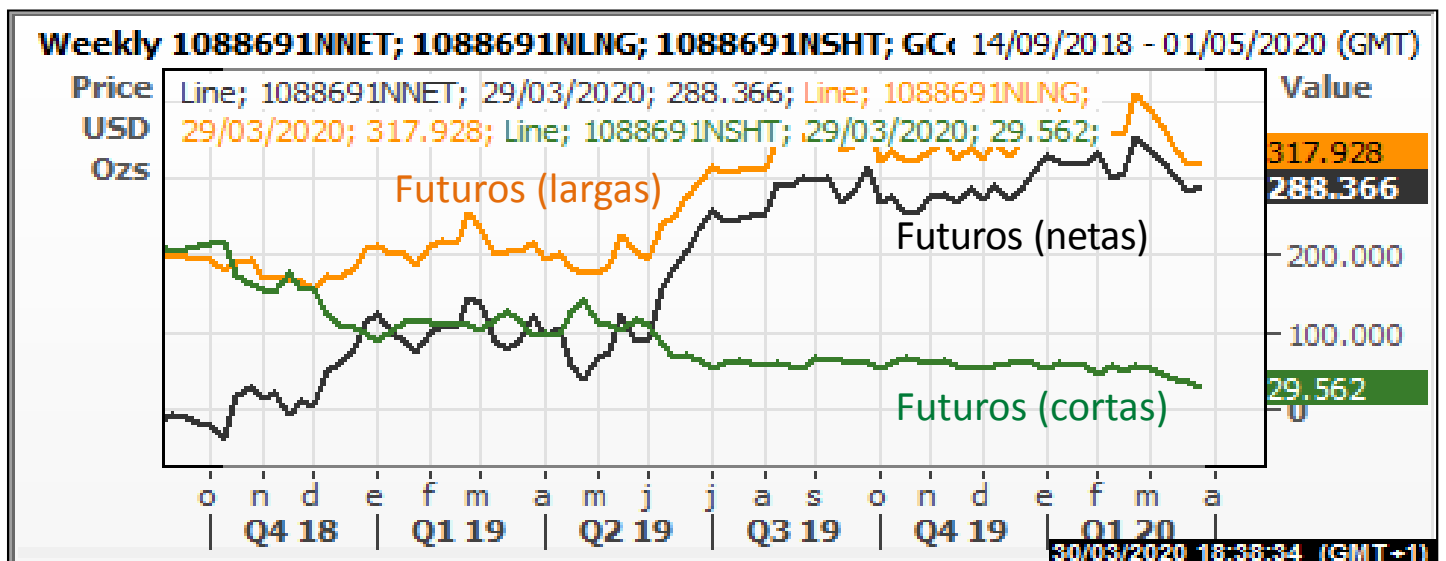
**Posicionamiento especulativo.** Evolución mensual de posiciones abiertas en contratos de futuros no comerciales (100 oz) en CFTC: los contratos con posiciones largas disminuyeron a 317.000 (desde 408.000 el mes pasado); aquellos con posiciones cortas cayeron a 24.000 (desde 54.000 contratos). Por tanto, la posición neta se redujo de 353.000 contratos el mes pasado a 288.000 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

**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**

EUR-USD: Objetivo 1,10

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

GBP/USD: Objetivo 1,32; EUR/GBP: Objetivo 0,83

USD/CHF: Objetivo 0,97; EUR/CHF: Objetivo 1,07

USD/MXN: Objetivo 23; EUR/MXN: Objetivo 25,3

USD/BRL: Objetivo 4,75; EUR/BRL: Objetivo 5,23

USD/ARS: Objetivo 80

USD/INR: Objetivo 74

CNY: Objetivo 6,90

RUB: NEGATIVA

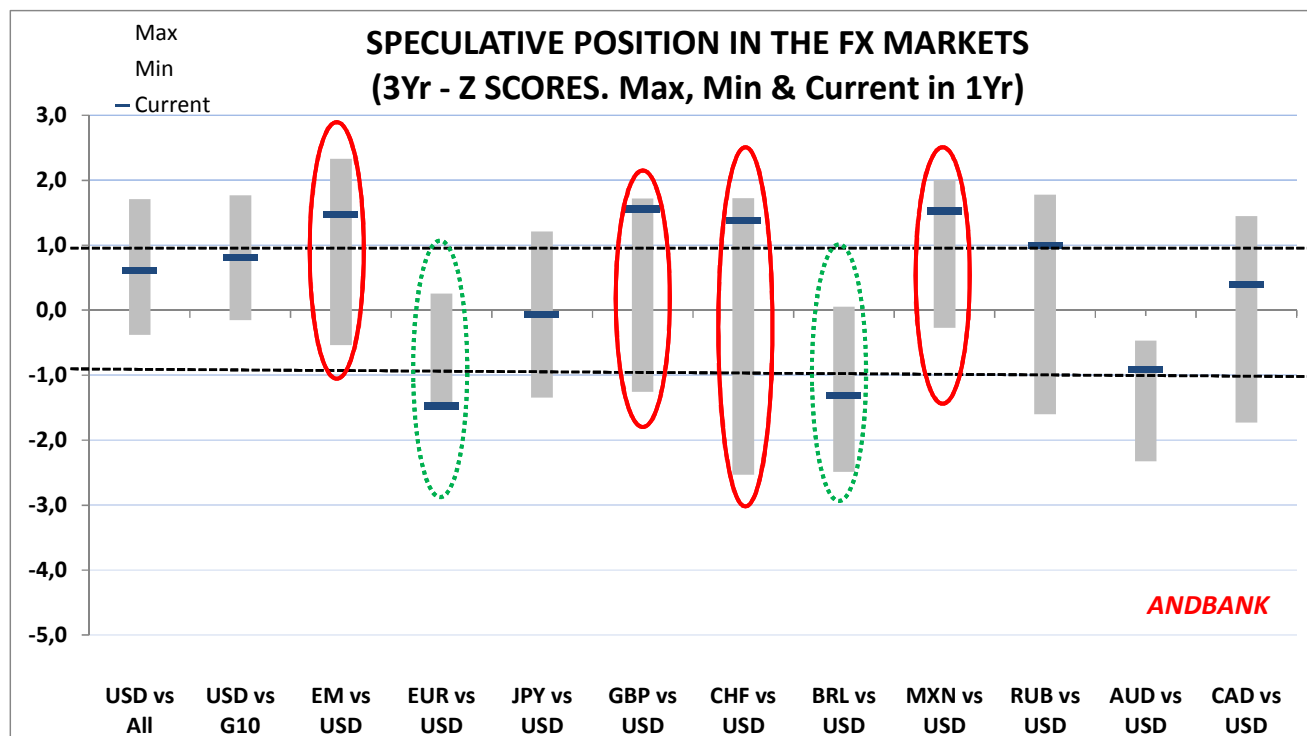
AUD: NEUTRAL-POSITIVA

CAD: NEGATIVA

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	18,08	13,80	32,1	1,5	20,7	0,61
USD vs G10	22,18	12,74	32,7	0,0	22,2	0,81
EM	4,10	-1,06	5,2	-0,2	2,2	1,46
EUR	-15,51	-7,40	1,6	-15,5	-6,6	-1,47
JPY	-6,40	-2,27	3,8	-12,8	-5,8	-0,07
GBP	2,41	0,97	2,6	-7,1	-3,2	1,56
CHF	0,08	-0,37	0,6	-6,0	-2,1	1,38
BRL	-0,84	-0,28	0,1	-1,2	-0,6	-1,31
MXN	3,95	-0,60	4,6	0,0	2,2	1,53
RUB	0,99	-0,18	1,2	-0,2	0,6	0,99
AUD	-2,90	-1,03	-1,3	-5,2	-3,2	-0,92
CAD	1,10	-1,53	4,1	-5,0	-0,1	0,40

- Positive
- - - Neutral-Positive
- - - Neutral-Negative
- Negative

ANDBANK



ANDBANK

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 18

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fundamental Central Point 2020	Expected Performance to central point 2020
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	-12,4%	-23,0%	2.603	2.503	-3,9%
	Europe - Stoxx Europe 600	-12,7%	-25,7%	320	321	0,4%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-14,4%	-28,1%	303	312	3,1%
	SPAIN - IBEX 35	-18,2%	-31,1%	6.848	7.350	7,3%
	MEXICO - MXSE IPC	-16,7%	-24,0%	34.471	36.081	4,7%
	BRAZIL - BOVESPA	-23,6%	-39,9%	74.841	83.739	11,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	3,6%	-24,7%	21.507	18.071	-16,0%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-8,9%	-9,4%	2.764	2.827	2,3%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-11,8%	-1,9%	1.690	1.653	-2,2%
	INDIA - SENSEX	-26,6%	-33,1%	27.591	29.260	6,0%
	VIETNAM - VN Index	-17,4%	-27,0%	737	723	-1,8%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-15,0%	-19,9%	453	496	9,5%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	1,5%	11,1%	0,60	2,00	-10,8%
	UK 10 year Gilt	-0,6%	4,3%	0,31	0,80	-3,7%
	German 10 year BUND	-2,2%	2,0%	-0,45	-0,20	-2,3%
	Japanese 10 year Govie	-0,7%	0,2%	-0,06	0,00	-0,5%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-4,2%	-2,1%	0,73	0,50	2,3%
	Italy - 10yr Gov bond	-3,5%	-0,8%	1,51	1,00	5,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	-4,7%	-3,1%	0,82	0,50	3,1%
	Ireland - 10yr Gov bond	-2,9%	-0,5%	0,15	0,20	-0,3%
	Greece - 10yr Gov bond	-3,8%	-3,2%	1,86	1,50	4,2%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG - Itraxx Europe	-1,2%	-2,0%	110,56	80	0,5%
	Credit EUR HY - Itraxx Xover	-7,0%	-12,2%	620,38	450	8,5%
	Credit USD IG - CDX IG	-1,2%	-1,9%	127,50	100	-2,2%
	Credit USD HY - CDX HY	-9,6%	-13,6%	774,50	550	8,5%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-19,3%	-11,7%	13,77	13,00	16,3%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-2,2%	-2,7%	6,75	6,00	11,0%
<b>Fixed Income Asia (Local currency)</b>	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-10,7%	-6,1%	7,99	6,80	15,4%
	India - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	3,7%	6,30	7,00	-1,0%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-4,8%	-2,3%	4,87	4,00	10,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	1,0%	5,3%	2,57	2,90	-0,7%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-4,2%	0,7%	3,32	2,40	9,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-3,7%	1,0%	1,35	1,00	3,8%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,5%	6,1%	1,02	1,60	-3,9%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-0,7%	1,9%	1,38	1,50	0,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,2%	1,7%	0,43	0,50	-0,3%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-6,6%	-1,4%	7,24	7,00	7,3%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-14,5%	-6,8%	4,30	3,50	9,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-10,9%	-9,2%	8,17	7,00	15,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-16,1%	-9,5%	5,50	4,00	16,0%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-31,3%	-53,6%	28,3	55,00	94,1%
	GOLD	-3,4%	6,6%	1.616,5	1.200	-25,8%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-4,2%	-3,6%	1,081	1,100	1,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-6,0%	-7,5%	1,23	1,32	7,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,7%	4,1%	0,88	0,83	-5,3%
	USDCHF (price of 1 USD)	4,3%	1,0%	0,98	0,97	-0,8%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,3%	-2,7%	1,06	1,07	1,1%
	USDJPY (price of 1 USD)	3,0%	-0,1%	108,45	110,00	1,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-1,4%	-3,8%	117,20	121,00	3,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	24,2%	31,9%	24,96	23,00	-7,9%
	EURMXN (price of 1 EUR)	19,0%	27,2%	26,96	25,30	-6,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	15,6%	33,1%	5,35	4,75	-11,2%
	EURBRL (price of 1 EUR)	10,8%	28,4%	5,78	5,23	-9,6%
	USDARS (price of 1 USD)	4,2%	8,4%	64,91	80,00	23,3%
	USDINR (price of 1 USD)	3,0%	6,8%	76,24	74,00	-2,9%
	CNY (price of 1 USD)	2,3%	1,9%	7,09	6,90	-2,7%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 19

Together  
Everyone  
Achieves  
More



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



**Yair Shani**  
Israel: Rates, Corporate bonds & Equities  
+972 3 6138218



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



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



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



**Carlos Hernández**  
Global Technical Analysis  
+376 873 381



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



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



**Juan Manuel Lissignoli**  
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



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

## 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.