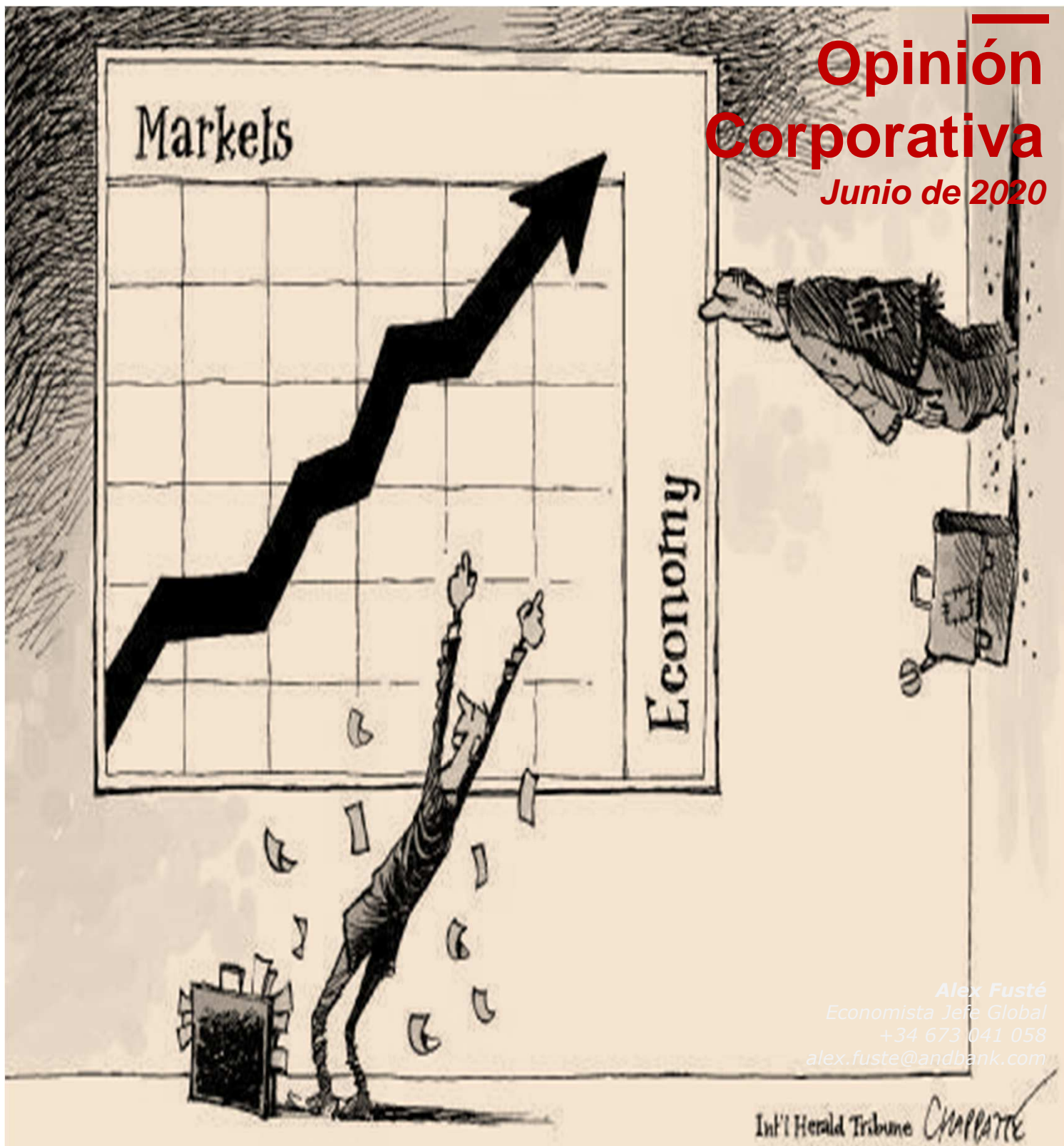


# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank

Perspectivas estratégicas mundiales — Junio de 2020



## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



### RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	2020 Floor Point (Fundam range)	2020 E[Perf] to Floor Point	Recomm	2020 Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	3.056	2.451	-19,8%	<b>UW</b>	2.942	-3,7%
Europe - Stoxx Europe 600	359	302	-15,8%	<b>OW</b>	363	1,0%
Euro Zone - Euro Stoxx	347	293	-15,6%	<b>OW</b>	352	1,2%
Spain IBEX 35	7.354	7.199	-2,1%	<b>OW</b>	7.919	7,7%
Mexico IPC GRAL	36.981	33.067	-10,6%	<b>UW</b>	36.374	-1,6%
Brazil BOVESPA	88.620	80.784	-8,8%	<b>OW</b>	90.478	2,1%
Japan NIKKEI 225	22.326	18.071	-19,1%	<b>UW/MW</b>	21.685	-2,9%
China SSE Comp.	2.921	2.827	-3,2%	<b>MW</b>	3.110	6,5%
China Shenzhen Comp	1.847	1.653	-10,5%	<b>UW</b>	1.818	-1,5%
India SENSEX	33.824	31.527	-6,8%	<b>MW/OW</b>	34.679	2,5%
Vietnam VN Index	875	804	-8,1%	<b>MW/OW</b>	924	5,6%
MSCI EM ASIA	513	496	-3,4%	<b>OW</b>	546	6,3%

### RENTA FIJA – MERCADOS DESARROLLADOS DEUDA SOBERANA PRINCIPAL, PERIFÉRICA Y CORPORATIVA

Asset Class	Indices	Current Price	Fundamental Floor Point 2020	Expected Performance to Floor point 2020
<b>Fixed Income</b>	US Treasury 10 year Govie	0,66	1,40	-5,5%
<b>Core countries</b>	UK 10 year Gilt	0,21	0,80	-4,6%
	German 10 year BUND	-0,42	-0,20	-2,0%
	Japanese 10 year Govie	0,00	0,00	0,0%
<b>Fixed Income</b>	Spain - 10yr Gov bond	0,54	1,00	-3,3%
<b>Peripheral</b>	Italy - 10yr Gov bond	1,44	2,00	-3,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,47	1,15	-5,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,09	0,30	-1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	1,46	2,30	-5,9%
<b>Fixed Income</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	70,19	80	-0,1%
<b>Credit</b>	Credit EUR HY-Itraxx Xover	409,50	450	1,0%
	Credit USD IG - CDX IG	78,85	75	0,8%
	Credit USD HY - CDX HY	540,44	663	-0,3%

### RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Current Price	Fundamental Floor Point 2020	Expected Performance to Floor point 2020
<b>Fixed Income</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	11,31	13,00	-7,0%
<b>EM Europe (Loc)</b>	Russia - 10yr Gov bond (local)	5,48	5,70	1,4%
<b>Fixed Income</b>	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	7,17	6,80	7,1%
<b>Asia</b>	India - 10yr Gov bond (local)	6,01	6,00	3,6%
(Local currcy)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,19	3,30	0,9%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,75	2,50	3,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,95	2,40	6,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,15	0,70	4,3%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,83	1,00	-0,9%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,21	1,30	0,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,45	0,50	-0,2%
<b>Fixed Income</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	6,11	6,90	-2,8%
<b>Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,67	4,15	-1,7%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	6,94	8,00	-4,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,13	5,00	4,0%

### MATERIAS PRIMAS & DIVISAS

Asset Class	Indices	Current Price	Fundamental Floor Point 2020	Expected Performance to Floor point 2020
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	36,1	40,00	10,9%
	GOLD	1.737,8	1.600	-7,9%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	1,116	1,100	-1,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,25	1,32	5,3%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,89	0,83	-6,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,96	0,97	1,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,07	1,07	-0,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	107,74	110,00	2,1%
	EURJPY (price of 1 EUR)	120,23	121,00	0,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	21,97	23,50	7,0%
	EURMXN (price of 1 EUR)	24,50	25,85	5,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,37	5,50	2,5%
	EURBRL (price of 1 EUR)	5,99	6,05	1,0%



## EE.UU.

### Una parte sustancial de la actividad se reanuda con bastante rapidez, según anticipa la cotización del S&P

#### Reapertura de la economía y seguimiento de datos de alta frecuencia

La economía de EE.UU. parece estar saliendo de lo peor del episodio depresivo a medida que algunos estados comienzan a relajar el cierre impuesto a la actividad, a juzgar por los datos observados antes de que la actividad económica empezara a recuperarse en las últimas semanas. Estamos razonablemente convencidos de que gran parte de las actividades se reanudarán con bastante rapidez, si bien algunas se mantendrán deprimidas algún tiempo (producción de automóviles, procedimientos médicos al margen de los relacionados con la pandemia, restaurantes y algunas compras minoristas, por ejemplo), otras probablemente se recuperarán con rapidez, bien que parcialmente. En consecuencia, han mejorado nuestras expectativas sobre el ritmo de normalización en junio. Treinta y nueve estados (que representan el 61% del PIB de EE.UU.) están suavizando en mayor o menor medida las órdenes de distanciamiento social establecidas, mientras 13 estados aún están en gran medida confinados y con los negocios no esenciales cerrados. No parece existir correlación significativa entre la propagación del virus y la decisión de reanudar la actividad. De hecho, en 10 de los 39 estados que comenzaron la reapertura las tasas de contagio están aumentando, lo que augura un posible resurgimiento de la enfermedad. Existe un interés compartido en reabrir la economía y facilitar el retorno al trabajo, pero la cuestión del comportamiento del consumidor sigue ahí, ya que el virus no deja de constituir una amenaza. A continuación se reflejan algunos datos de seguimiento alternativos. Smith Travel: la tasa de ocupación hotelera pasó del 26% al 28,6%, su tercera semana consecutiva al alza, si bien mínima. OpenTable: según su aplicación, se ha registrado un leve aumento de los comensales en restaurantes. Apple Maps y Google: los datos de movilidad de sus usuarios muestran un aumento algo mayor en unos estados (Texas y Georgia, por ejemplo) que en otros (California o Nueva York).

#### Reserva Federal estadounidense

Jay Powell, presidente de la Fed, ofreció esta semana una valoración algo pesimista de las perspectivas y dejó claro que el comité de operación en mercados abiertos (FOMC) de la institución que preside difícilmente abogará por una política de tipos de interés negativos (NIRP). Estamos bastante convencidos de que la Fed mantendrá los rendimientos en el extremo corto de la curva de tipos-plazos «más bajos durante más tiempo», dado su compromiso con apoyar la recuperación. Sin embargo, nos convence menos su capacidad para mantener deprimidos los tipos en el extremo largo de la curva en caso de que los datos de crecimiento o inflación sorprendiesen por superar los esperados.

#### Sector empresarial

En el segmento de deuda corporativa la tasa de defaults asciende en la actualidad al 4,76% en el caso de los emisores de deuda de alto rendimiento (HY), mientras que para los préstamos bancarios se sitúa en el 2,81%. Entre los incumplimientos recientes se cuentan los de J. Crew, Northwest Acquisitions y Neiman Marcus. Las agencias de rating no dejan de revisar a la baja las calificaciones crediticias. En lo que va de año se ha recortado el rating del 9% de la deuda de entidades no financieras con categoría de inversión (IG): de este porcentaje, 6 p.p. corresponden a rebajas de rating dentro del segmento IG y 3 p.p. representan un deterioro de solvencia de IG a HY. De la deuda restante con rating BBB-, el 32% tiene nota de perspectiva negativa, lo que indicaría revisiones a la baja pendientes. En Equity, La prima de valoración (medida ésta por el PER) implícita en la cotización mediana del Nasdaq100 es del 34% respecto a la mediana del S&P 500, la más alta en 15 años, mientras que el descuento de valoración del 40% implícito en la cotización del Russell2000 es el mayor jamás registrado. La dispersión en los niveles de valoración es extremadamente elevada en la actualidad, incluso dentro de los distintos sectores del S&P. En concreto, el PER medio del conjunto de las acciones que componen el quintil superior del S&P 500 es de 27x, mientras que el PER medio de aquellas que componen el quintil inferior con ese mismo criterio es de 9x. El nivel de valoración del sector de tecnologías de la información no parece particularmente exagerado: cotiza a un PER sobre FY2 de 24x, apenas un 13% por encima del PER agregado del S&P 500 de 17x. Las diferencias de rentabilidad entre las acciones estadounidenses (o, más exactamente, la diferencia actual del 10% en la ROE entre las acciones con PER más altos, cuya ROE media es del 23%, y aquellas con PER más bajo) parecen explicar el grado extremo de dispersión de las valoraciones.

#### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): INFRAPONDERAR . (objetivo: 2.451; salida: 2.942)  
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (punto entrada UST 10 años: 1,4%)  
Deuda corporativa (CDX IG): SOBREPONDERAR (diferencial objetivo: 75)  
Deuda corporativa (CDX HY): SOBREPONDERAR (diferencial objetivo: 660)  
Divisas (Índice DXY): NEUTRAL

US price-to-earning ratio



Equity Yield & UST Yield

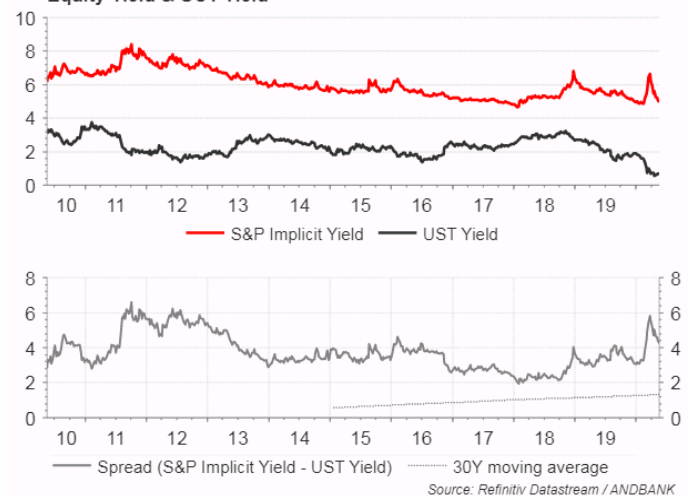
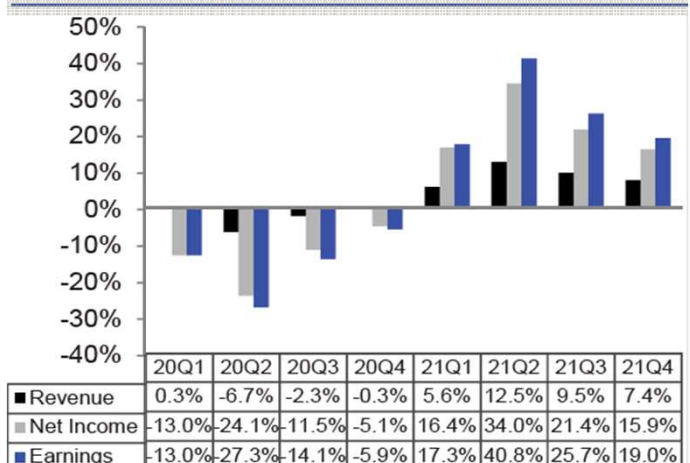


Exhibit 5. S&P 500 YdY Growth Rates





# EUROPA

## El Fondo Europeo de Recuperación podría convertirse en un catalizador decisivo

### Esperando al Fondo Europeo de Recuperación

La Unión Europea quiere aumentar su potencia de fuego financiera elevando los ingresos de la UE y apalancando su presupuesto mediante la toma en préstamo de fondos adicionales en los mercados financieros. Estamos a la espera de un fondo de recuperación «temporal, específico y acorde» con una dotación de 750.000 millones de euros. Algunos ya comparan la propuesta franco-alemana con la histórica firma de Thomas Jefferson y Alex Hamilton que selló una federación de estados. Esta comparación puede parecer hiperbólica en la actualidad, ya que aún son muchos los motivos que invitan al escepticismo. Persistirá la discrepancia entre los países del Club Med y los Cuatro Frugales, liderados por Países Bajos (que reclama un presupuesto responsable de la UE). No obstante, este acuerdo podría cambiar las reglas del juego en virtud de tres innovaciones que se incluyen en la propuesta. La primera es que el fondo de recuperación se financiaría con bonos emitidos directamente por la UE en su propio nombre y garantizados por los ingresos propios de la UE (en vez de por los de los estados nacionales). Esto es muy diferente al caso de unos eurobonos garantizados por los estados (que la opinión pública alemana considera políticamente «tóxicos»). La segunda innovación aborda la necesidad de canalizar más recursos hacia la UE para que ésta pueda afrontar una ambiciosa emisión de deuda tras reforzar su presupuesto. Tal vez se lleve a cabo mediante un nuevo impuesto sobre transacciones financieras o servicios digitales transfronterizos, o un futuro impuesto sobre las emisiones de CO<sub>2</sub> ajustado por fronteras. Un mayor presupuesto para la Comisión Europea aumentaría la capacidad de actuación de ésta y su influencia en los mercados nacionales. La tercera innovación es permitir que la UE financie sus actividades con recursos más allá de sus presupuestos, es decir, emitiendo deuda. Lo que se busca es una fuerte capacidad de apalancamiento; incluso llegó a sugerirse la idea de emitir deuda perpetua (amortizable tan solo a discreción del emisor) que implicaría el pago de anualidades. Su coste podría rondar el 1%.

Por otra parte, ningún país ha solicitado por el momento las líneas de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM/MEDE), pese a sus condiciones (tipos del 0,1%). Solicitar fondos del MEDE sigue estando mal visto en algunos países; además, abstenerse de disponer de ellos permite a los países meridionales de la UE presionar para que se avance en nuevas medidas que impliquen compartir riesgos encaminadas a completar la Unión Monetaria.

### Más compras del BCE en junio

En abril se anunciaron nuevas medidas de liquidez; en concreto, los PELTROs, un programa de siete operaciones de refinanciación a largo plazo de emergencia no orientadas (consistentes en subastas de liquidez con adjudicación plena a tipo fijo), además de mejores condiciones para el TLTRO a largo plazo que se lanzará en junio (podrían asignarse entre 600.000 y 750.000 millones de euros), todo ello dirigido a respaldar los mercados monetarios a medida que venzan las facilidades a largo plazo. En cuanto a la reunión del BCE de junio, ha aumentado la probabilidad de más anuncios debido a la velocidad a la que se materializan las compras del BCE. Si continúan a este ritmo, es probable que nos quedemos sin *munición* antes del otoño. Lane declaró que el BCE puede ajustar el tamaño o la duración de las compras si la presión de los mercados sobre algunos bonos individuales no reflejase sus fundamentos. Por lo tanto, cabe prever un aumento en el programa de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP). Dos terceras partes de los encuestados del consenso incluso prevén medidas más amplias, que alcanzasen al universo de la deuda de alto rendimiento (HY). Por lo que respecta a los efectos de la decisión del Tribunal Constitucional alemán, los mercados han adoptado un enfoque pragmático, aguardando una solución de compromiso. Aun cuando esta cuestión es una auténtica caja de Pandora para Europa, consideramos poco probable que el BCE no responda en los próximos dos meses y medio.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREPONDERAR (objetivo: 302; salida: 363)

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL (objetivo: 293; salida: 352)

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: -0,20%)

- P. periféricos: NEUTRAL (ES 1%; IT 2%; PT 1,15%; IR 0,3%; GR 2,5%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 80)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): SOBREPONDERAR (diferenc. obj.: 450)

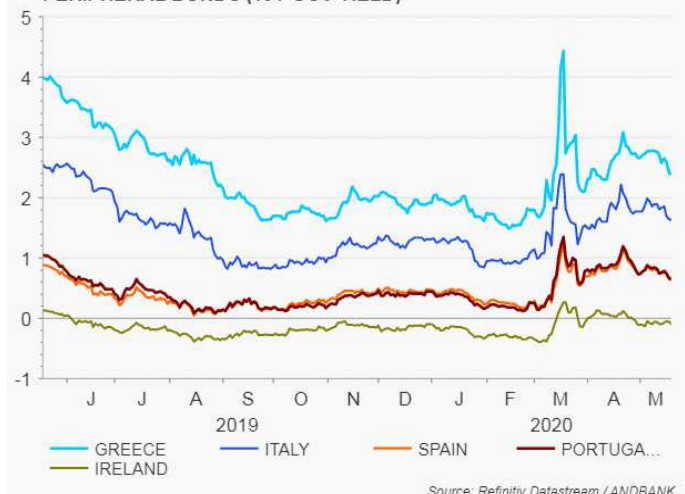
Euro area & EU price-to-earnings



EUR Corporate Bond Market



PERIPHERAL BONDS (10Y GOV YIELD)





# ESPAÑA

## Esperando recibir ayuda de Europa tras imponer uno de los confinamientos más severos del mundo

### Coyuntura económica

Con respecto al dato de abril, la destrucción de empleo se ralentizó gracias al mecanismo de expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Los demás datos de actividad reflejan el impacto de uno de los confinamientos más severos impuestos en todo el mundo. Los desplazamientos por carretera se han reducido un 55% respecto a los anteriores a la adopción de medidas para contener el contagio de la enfermedad. La movilidad en las grandes ciudades (recuérdese que Barcelona y Madrid aún continúan en la fase 0) es el 40% de la registrada en el mismo período del año anterior. Incluso la electricidad, cuyo consumo debería haberse mantenido más estable, ha rondado los 25.000 MW por día, es decir, 10.000 MW menos (-29%) que al comienzo del confinamiento (si bien ya están consumiéndose 5.000 MW/día más que hace un mes).

### Déficit y deuda: cómo prevé el gobierno abordar estos problemas

El gobierno aspira a resolver este problema vía ingresos, en un momento en el que la recaudación fiscal asciende en España al 40% del PIB, muy en línea con otras naciones europeas. El gobierno espera recaudar unos 6.000 millones de euros adicionales al año con los aumentos de impuestos que se contemplaban en el programa electoral: tasa Tobin, un tipo mínimo efectivo del impuesto de sociedades del 15% (del 18% para los bancos), tasa Google, aumento de el impuesto sobre la renta de las personas físicas, etc. Incluso se sugirió, en el marco de la comisión de reconstrucción (un debate previo a la negociación de los presupuestos), la posibilidad de recaudar otros 11.000 millones a través de una «tasa Covid». Parece evidente que el gobierno, al actuar exclusivamente sobre los ingresos, ni siquiera se plantea una reducción del déficit estructural, lo que hace imperativo abordar reformas estructurales del gasto corriente.

Según el consenso, España cerrará 2020 con un déficit fiscal superior al 10%. Las cifras oficiales apuntan a 115.000 millones de euros y una deuda cercana al 120% del PIB. El problema con el déficit español es que la parte estructural representa el 3,1% del PIB, unos 35.000 millones anuales, y el problema con la deuda es que más de 200.000 millones vencen en los próximos 16 meses.

Con estas cifras será difícil que España salga adelante sin el auxilio de la Unión Europea. Para la parte de refinanciación de la deuda se cuenta con el BCE y con el menor endeudamiento de hogares y empresas, que permitiría a la banca aumentar el volumen de deuda española en su cartera, siendo así que el sector bancario español está hoy mucho mejor capitalizado que en la crisis anterior.

### Revisamos a la baja el suelo y el techo por fundamentales para el IBEX, manteniendo la recomendación de «sobreponderar»

Hemos revisado a la baja el suelo para la cotización del IBEX, atendiendo a sus datos fundamentales, a 7.199 puntos (desde 7.448 puntos) para final del año, tras haber ajustado el crecimiento del BPA para el ejercicio económico 2020 (de -22% a -25%). Seguimos pensando que parte de la contracción del BPA se revertirá en el segundo semestre del año. Lo más preocupante es la falta de rentabilidad del capital (ROE) del índice, algo que se explica por la ponderación aún significativa del sector bancario en el mismo, que, si bien es menor cada mes, todavía es considerable. A favor de este índice está el cambio gradual en su composición y que va haciéndolo más flexible y mejor adaptado a los ciclos. Por ejemplo, el sector servicios, que tiene mayor peso en el índice, es mucho más flexible que el sector inmobiliario y de la construcción, y que tanto peso tuvo en su día. Además, los agentes económicos parten de una mejor situación de ingresos y deuda, y confiamos en que una recuperación rápida ayude a mantener el empleo mejor de lo que fue el caso en la crisis anterior. Esto último debería tener su reflejo en el consumo en la última parte del año, contribuyendo a impulsar las ventas.

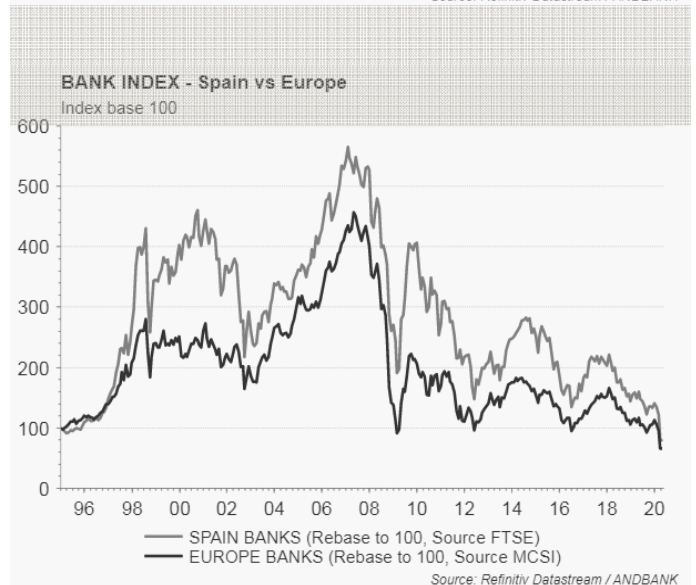
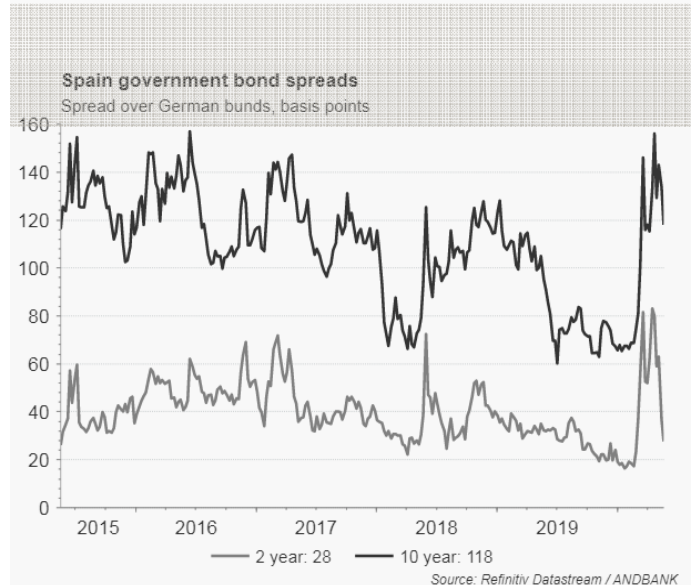
### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (obj.: 7.199; salida: 7.919)

Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo de rendimiento del Bono: 1,0%)

Deuda corporativa (IG): NEUTRAL

Deuda corporativa (HY): SOBREPONDERAR





# CHINA

## «China no necesita un gran estímulo económico, pero Beijing aumentará el gasto fiscal.»

**Medidas de política económica: China no necesita un gran estímulo económico, pero Beijing aumentará el gasto fiscal**

«China no necesita un gran estímulo económico». El *South China Morning Post* se hizo eco de comentarios oficiales que daban a entender que China no necesitaría un gran estímulo económico para abordar el daño causado por la pandemia de coronavirus. Los comentarios expresaron particular escepticismo sobre medidas no convencionales como la flexibilización cuantitativa (QE) y la monetización de deuda. Los responsables de formular las políticas están debatiendo el volumen del estímulo y la manera de implementarlo y, en particular, la conveniencia de mantener el control del gasto evitando un excesivo estímulo monetario. Con todo, el ministro de Finanzas de China, Liu Kun, afirmó que China aumentaría el gasto fiscal este año para alcanzar el objetivo de establecer una sociedad razonablemente acomodada para finales de 2020.

### Datos: la demanda de petróleo ronda los niveles pre-pandemia

La demanda china de petróleo se acerca a los 13 millones de bpd (Mbdp), un consumo apenas por debajo de los niveles del año pasado y de los 13,7 Mbdp de diciembre. La cifra sería mayor si no fuera por la debilidad sostenida en el consumo de queroseno de aviación. Sin embargo, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) sigue siendo pesimista sobre las perspectivas del consumo, indicando que las cifras mensuales interanuales de China en lo que resta de 2020 podrían ser todas ellas negativas.

[Datos correspondientes a abril.] Precios de vivienda nueva: +5,1% interanual y +0,5% mensual. Producción industrial: +3,9% (en marzo: -1,1%). IED: -8,4% interanual, expresada en USD, en lo que va de año, frente al -10,6% de marzo (es decir, +2,6% mensual). Ventas minoristas: -7,5% interanual vs -15,8% de marzo (+9% mensual). La tasa de desempleo se mantiene en torno al 6,0% (5,9% en marzo). Concesión de préstamo nuevo: 1,70 billones de CNY vs 2,85 billones de CNY en marzo. Saldo vivo de préstamos: +13,1% interanual vs +12,9% (dato del consenso) y +12,7% en marzo. Oferta monetaria M2: +11,1% interanual vs +10,3% (dato del consenso) y +10,1% en marzo.

### La disputa comercial entre Estados Unidos y China se intensifica

El Departamento de Comercio de EE.UU. anunció su propósito de modificar un reglamento de exportación para prevenir estratégicamente la adquisición por Huawei de semiconductores que incorporen directamente cierto *software* y tecnología estadounidenses, anticipándose a los intentos de Huawei por evadir los controles de EE.UU. a la exportación. Con arreglo a la norma modificada, las empresas extranjeras que utilicen equipos estadounidenses de fabricación de semiconductores deberán obtener una licencia del gobierno de EE.UU. para poder suministrar ciertos *chips* a Huawei o a sus empresas asociadas.

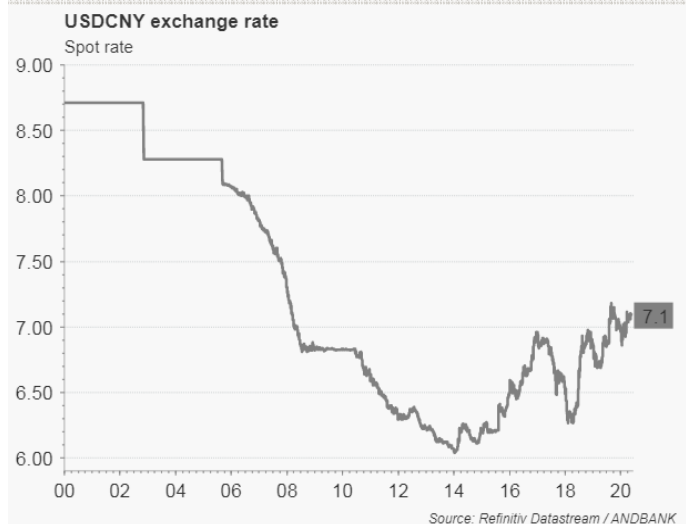
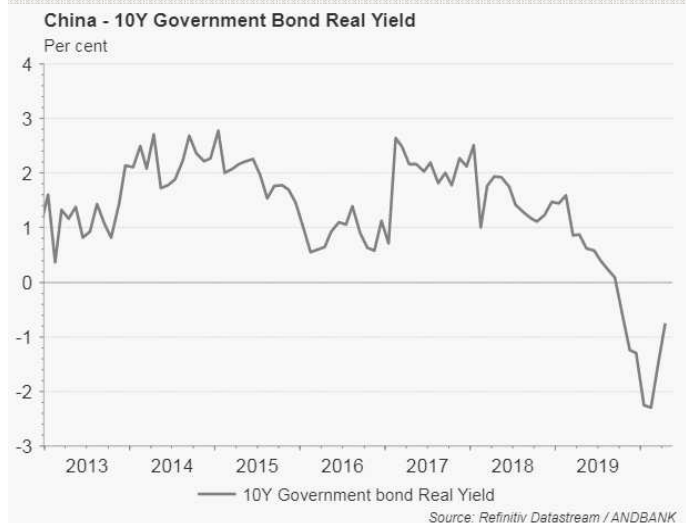
Nasdaq Inc (NDAQ) se propone introducir nuevas limitaciones a OPV de salida a bolsa, en una medida que complicará la admisión a cotización en dicha bolsa de valores a algunas empresas chinas. Según las fuentes, si bien Nasdaq no citará expresamente a empresas chinas como motivo del cambio, la medida responde en gran medida a la preocupación que suscita la opacidad contable de algunos de los aspirantes chinos a cotizar en dicha bolsa, así como a sus estrechos lazos con algunos poderosos *insiders*.

En una última escalada de tensiones entre Washington y Beijing en relación con la pandemia, algunas agencias estadounidenses advirtieron del intento de robo por parte de China, *hackeando* grupos estadounidenses que estudian la enfermedad, de investigaciones cruciales sobre el coronavirus. El miércoles, el FBI y la Agencia de Ciberseguridad y Seguridad de Infraestructuras (CISA) anunciaron que indagaban el que grupos de investigación estadounidenses se hubieran convertido en objetivo del gobierno chino y sus asociadas, buscando comprometer sus resultados, y advirtieron que la ilícita campaña podría poner en riesgo la obtención y provisión de tratamientos.

Por su parte, el *Global Times* informó de la disposición de China a adoptar una serie de contramedidas contra el plan estadounidense de bloquear remesas de semiconductores a la empresa de telecomunicaciones Huawei, incluida la inclusión de empresas estadounidenses en una «lista de entidades poco fiable», lanzando pesquisas e imponiendo restricciones a algunas de ellas, como Apple, y suspendiendo la compra de aeronaves de Boeing.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): NEUTRAL (objetivo: 2.827; salida: 3.110)  
 Renta variable (Shenzhén): INFRAPONDERAR (objetivo: 1.653; salida: 1.818)  
 Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo de rendimiento a 10 años: 2,5%)  
 Divisas (CNY/USD) : SOBREPONDERAR (objetivo: 6,90)





# JAPÓN

## Al alcanzarse el punto de salida en este mercado, las acciones japonesas pasan a «Infraponderar»

### Los inversores mantienen un tono optimista

La mayoría de sectores se anotaron avances en las últimas semanas, liderados por el minero, el inmobiliario y el de información y comunicaciones. Los mayores descensos los registraron, en cambio, los sectores siderúrgico y del transporte aéreo. El optimismo insuflado por las recientes bajas tasas de nuevos contagios por coronavirus imprimieron un importante impulso al mercado, reforzando aún más la percepción de normalización post-pandemia, en un contexto, además, en el que los efectos de la contracción del PIB del primer trimestre fueron limitados. El ligero debilitamiento del yen también fue un factor favorable. El rendimiento del bono japonés a 10 años (JGB) se mantuvo muy bajo, beneficiándose de una sólida demanda las obligaciones a 5 años. Por contraste, las tensiones de fondo entre Estados Unidos y China siguieron perjudicando los resultados. Durante la semana que terminó el 9 de mayo los inversores japoneses fueron compradores netos de renta variable extranjera por importe de 66.100 millones de yenes (la semana anterior, las compras netas ascendieron a 5.500 millones de yenes), y también fueron compradores netos de deuda extranjera a largo plazo por importe de 239.100 millones de yenes (frente a los casi 1,11 bn yenes de ventas netas en la semana anterior).

### Situación económica

El PIB japonés se contrajo un 0,9% en el primer trimestre (-3,4% en tasa anual desestacionalizada, TAD). La cifra fue mejor que el -1,2% trimestral esperado (-4,6% TAD). La encuesta del consenso revela que para el segundo trimestre se espera una intensa contracción del PIB del -21,5% TAD. Consciente de que la economía aún requiere medidas de soporte vital, el primer ministro Abe solicitó el jueves un segundo presupuesto adicional, apenas dos semanas después de que el Parlamento aprobase un primer presupuesto complementario reforzado. Las medidas de estímulo desplegadas ascienden ya a más del 20% del PIB.

En cuanto a los riesgos de inflación derivados de la expansión sin precedentes de la base monetaria, la respuesta es clara. El IPC japonés, excluida alimentación, fue del -0,2% interanual en abril. El índice de precios industriales o coste de los factores (CGPI) fue del -2,3% interanual en abril (vs -0,4% el mes anterior, un dato muy inferior al esperado por el consenso, de -1,4%). Por supuesto, el gobernador del Banco de Japón, Kuroda, repitió la cantinela de que «probablemente llevará un período prolongado de tiempo alcanzar el objetivo de inflación del +2%».

### Covid-19: Japón levanta la declaración de emergencia en la mayoría de las prefecturas y Tokio parece lista para suavizar las restricciones

El gobierno japonés ha decidido levantar el estado de emergencia en 39 de las 47 prefecturas que apenas registran contagios por coronavirus, adelantándose a su expiración prevista a finales de mes. Nishimura, ministro de Revitalización económica, afirmó que el número total de casos confirmados ha disminuido en estas regiones y que ya están capacitadas para proporcionar atención médica. Regiones urbanas como Tokio y Osaka probablemente seguirán en estado de emergencia, pero el gobernador de Tokio, Yuriko Koike, comunicó el viernes un cronograma para suavizar las restricciones impuestas. El plan implica superar tres metas numéricas: el número de nuevos contagios debe ser inferior a 20 por día, el porcentaje de vías de contagio desconocidas debe ser inferior al 50% y la tasa de aumento semanal de casos positivos debe ser inferior a la de la semana anterior. En este contexto, Nikkei informó de que Takara Bio lanzará en Japón a principios de mes un test de coronavirus a partir de muestras de saliva tomadas en el hogar que podría representar todo un avance para generalizar los test y mejorar la seguridad de los trabajadores sanitarios.

### Sector empresarial: Nissan recortará un 20% de capacidad

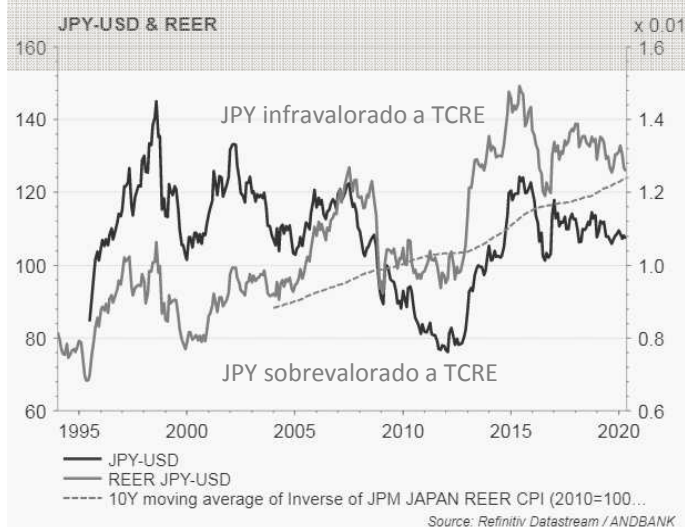
La alianza automovilística entre Nissan Motor, Renault y Mitsubishi Motors se ha visto forzada a una importante reorganización por efecto de la pandemia de coronavirus que podría implicar una reducción de capacidad de producción de Nissan del 20% entre el ejercicio actual y marzo de 2023. Estas empresas acordarán a finales de mes un plan de negocio conjunto a medio plazo. En particular, Nissan cerrará una planta de ensamblaje de automóviles en Barcelona que fabrica vehículos comerciales para la exportación y que ha estado operando en torno al 30% de capacidad.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): NEUTRAL-INFRA. (objetivo: 18.071; salida: 21.685)

Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo de rendimiento: 0,0%)

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





# INDIA

## Hasta de lo malo podría sacarse algo bueno...

### Antes de nada hay que evaluar la magnitud del daño

La tasa de desempleo no oficial ha saltado al 24%, con hasta 175 millones de personas sin trabajo o que han dejado de buscarlo. El PMI industrial cayó a 27 puntos en abril, en comparación con 52 puntos en marzo, mientras que el PMI del sector servicios se hundió a tan solo 5 puntos. Las fábricas y negocios, aun cuando reabran, operarán muy por debajo de su capacidad. Establecimos un crecimiento de los beneficios para el mercado indio del -15% para este ejercicio fiscal. Seguimos pensando que se trata de una estimación realista, sobre todo a la vista de las estimaciones de los analistas (véase el cuadro adjunto de estimaciones de resultados a 12 meses). Esto nos dejaría con un BPA en FY2020 de 1.576 rupias, que, aplicando un PER de largo plazo de 20x a diciembre de 2020, se traduce en un nivel mínimo de cotización para el índice de 31.527 puntos y en un punto de salida razonable en 34.626 puntos (que implica un potencial alcista del 12% sobre su cotización actual).

### El panorama, siendo desfavorable, entrañaría un aspecto positivo

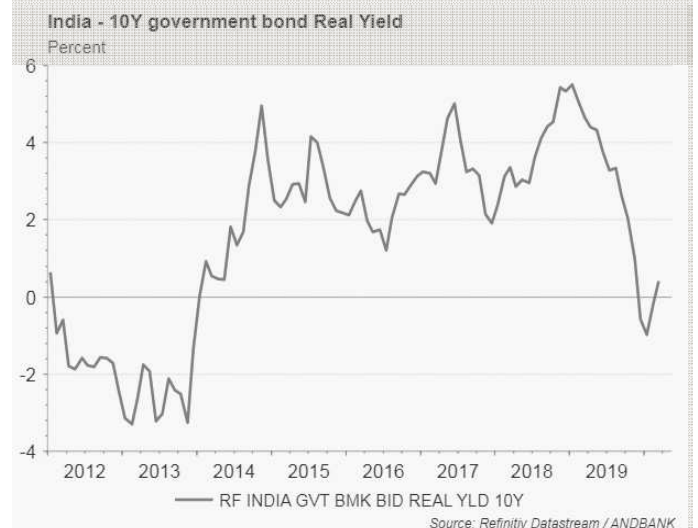
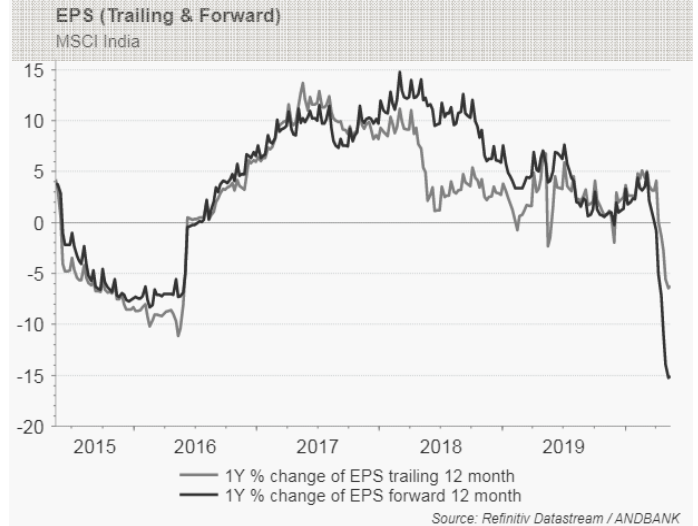
Parece evidente que, siendo la participación del sector manufacturero en el PIB de un escaso 15%, cualquier intento de revitalizar la campaña *Make in India* es más que bienvenido, y más aun si logra de hecho alentar la inversión extranjera. Nitin Gadkari, el combativo ministro para las pequeñas y medianas empresas, ve en el «rechazo a China tras la pandemia una oportunidad para la India», buscando tanto atraer a fabricantes extranjeros como reducir la dependencia de la India de importaciones de China. Recuérdese por ejemplo que India es el mayor productor mundial de medicamentos genéricos, pero que depende de China para el 70% de sus principios farmacéuticos activos. Apple está mostrando el camino, con un plan para trasladar una quinta parte de su capacidad de producción de China a la India en el plazo de cinco años. Esto lo convertiría en el principal exportador de la India, que incrementaría sus exportaciones anuales en hasta 40.000 millones de USD. Paralelamente, la crisis empuja a los gobiernos estatales a la acción, habiendo comenzado ya varios a eliminar obstáculos a la inversión, relajando las estrictas leyes sobre el despido de trabajadores y eliminando burocracia inútil. Con tantas personas desempleadas y las arcas locales vacías, están desesperados por inspirar en las empresas que atraviesan dificultades la confianza de que podrán contratar trabajadores. El gobierno central también ha prometido nuevas políticas sobre «tierra, trabajo, liquidez y leyes». Según los informes, habría asignado 462.000 hectáreas de suelo para uso industrial, específicamente para atraer empresas extranjeras que se trasladen de China. Si avanzase con reformas para iniciar una nueva ola de inversiones muy necesarias, la economía de la India podría revivir. Nuestra inquietud es si la atención prestada a la «autosuficiencia» no presagiaría nuevos brotes de proteccionismo. A pesar de su garantía de que la autosuficiencia no tiene por qué ser «excluyente o aislacionista», los aumentos de los aranceles de importación en los últimos años muestran que Modi no es partidario del libre comercio. Las señales iniciales no son buenas: aun antes de que el Ministro de Finanzas anunciara que ningún nuevo contrato oficial por importe inferior a 25 millones de USD se ofrecería a licitación extranjera, el Ministerio del Interior declaró que prohibiría la venta de productos extranjeros en tiendas que abastecen a los 5 millones de familiares de las fuerzas de seguridad de la India.

### El ministro de Finanzas presentó un paquete fiscal de 265.000 mill, USD

La cifra adelantada representa el 10% del PIB; sin embargo, al examinarla más de cerca, ya se han asignado 170.000 millones de USD, lo que solo dejaría 85.000 millones de USD para inyectar liquidez y aliviar la pobreza. Pese al tamaño del paquete fiscal a primera vista, lo anunciado hasta ahora solo brinda un modesto apoyo, ya que gran parte consistiría en ayudas fuera de balance a través de avales de crédito y aplazamientos de impuestos. Parece tratarse del estricto mínimo para impedir caer en la depresión. El gobierno, de hecho, continúa revelándose bastante tacaño, limitándose a avalar préstamos a empresas. Un factor preocupante en esta respuesta es el aparente ramalazo proteccionista que esconde, y que socavaría cualquier ganancia resultante de las tan necesarias reformas de los mercados laboral y del suelo. El elemento central del paquete, el «Instrumento de la India autosuficiente», busca salvar pequeñas empresas y salvaguardar el empleo, pero estas medidas simplemente están ofreciendo a la economía india una posibilidad de sobrevivir.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (SENSEX): NEUTRAL-SOBREP. (objetivo: 31.527 ; salida: 34.679)  
 Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo de rendimiento: 6%)  
 Deuda corporativa: SOBREPONDERAR  
 Divisas (INR/USD): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (objetivo: 74)







# ISRAEL

## Sobrepoderar el índice TLV35 («barato»); Neutral en deuda soberana (aún «cara» en moneda local).

### Coyuntura económica

El dato de PIB del primer trimestre de 2020 reveló una contracción del 7,1% respecto al trimestre anterior; el resultado de la encuesta de confianza de los consumidores se hundió hasta -31%, marcando un mínimo histórico; el IPC registró en abril una caída del 0,6% interanual... Estas cifras representan un cambio brusco respecto al PIB del cuarto trimestre de 2019, que en su caso se tradujo en un aumento del 4,6% interanual, con el grueso del incremento ligado al consumo personal (+10,4% interanual) y a la inversión en activo fijo, principalmente importaciones de vehículos (+7,3%). En cuanto a la balanza comercial, el último trimestre de 2019 también fue satisfactorio, registrándose un crecimiento en las exportaciones de bienes y servicios (excluidos alta tecnología y diamantes) del 9,8% interanual, al igual que en las importaciones (+11,3%). En conjunto, el PIB de Israel creció un 3,5% en el ejercicio fiscal de 2019. El dato de actividad más actualizado disponible es el de la producción industrial de febrero, que refleja un crecimiento del 1,7% respecto al de enero (que, siendo una buena cifra, representaba ya una desaceleración respecto al +3,7% registrado el mes anterior).

Conviene mencionar, asimismo, que la fortaleza del shekel está beneficiando en particular a los inversores extranjeros en la moneda israelí.

### Política

El gobierno de Israel finalmente se constituyó después de más de un año de gabinete interino. Esto probablemente ayudará al nuevo gobierno de coalición (cuyas partes coinciden en bien pocos asuntos) a concentrarse en reactivar la economía tras la crisis asociada a la pandemia. La economía israelí está en una posición relativamente sólida para enfrentarse con éxito a la crisis.

El primer ministro israelí, Benjamín Netanyahu, y su rival en las encuestas, Benny Gantz, anunciaron el mes pasado un acuerdo para formar un gobierno de unidad, poniendo fin a la crisis política más larga en la historia de Israel y centrándose en combatir la pandemia del coronavirus. El acuerdo evita la cuarta tanda de elecciones en un año.

### Mercado de renta variable

Desde nuestra última actualización (18 de abril), los índices de renta variable TLV prosiguieron su gradual recuperación tras la pandemia por coronavirus. Esto fue acompañado de una reapertura gradual de la economía y la salida del confinamiento. A partir de mayo las empresas públicas israelíes han ido publicando los resultados correspondientes al primer trimestre de 2020, en los que las consecuencias de la crisis sanitaria son bien evidentes. Las empresas más castigadas fueron sobre todo aquellas centradas en el mercado nacional, como bancos, aseguradoras, centros comerciales, estaciones de servicio y gasolineras, construcción, inmobiliarias, gimnasios, etc. El sector tecnológico fue el que salió mejor librado, prácticamente incólume de hecho, al igual que las cadenas de alimentación, cuyas ventas de hecho aumentaron.

### Mercado de renta fija

Los diferenciales de crédito continuaron su tendencia a reducirse hacia unos niveles más normales en mayo, tras haberse ampliado en marzo hasta sus niveles máximos desde la gran crisis financiera. El diferencial crediticio en el índice TelBond60 vinculado al IPC cayó a 182 pb, frente a los 210 pb de abril, y un nivel anterior a la crisis de 120-125 pb. En el caso del TelBond Shikli50 no vinculado al IPC el diferencial crediticio cayó a 166 pb, frente a los 310 pb de abril y un nivel anterior a la crisis de 130-150 pb.

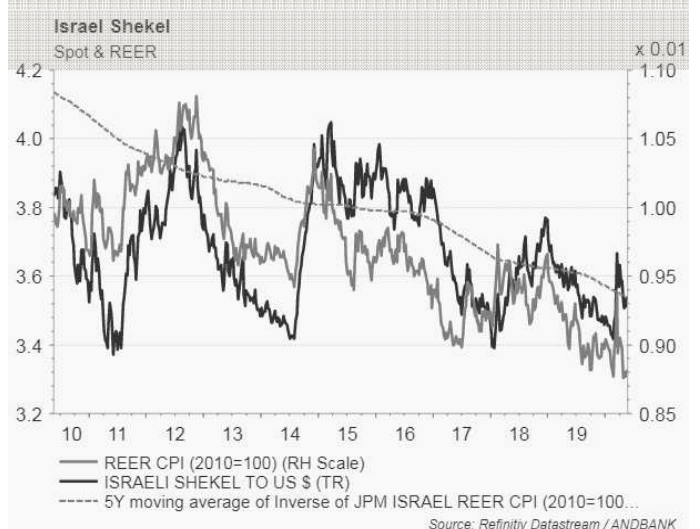
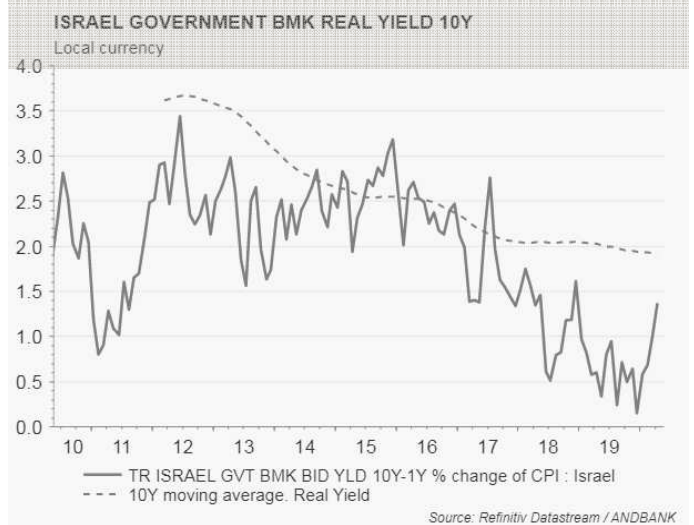
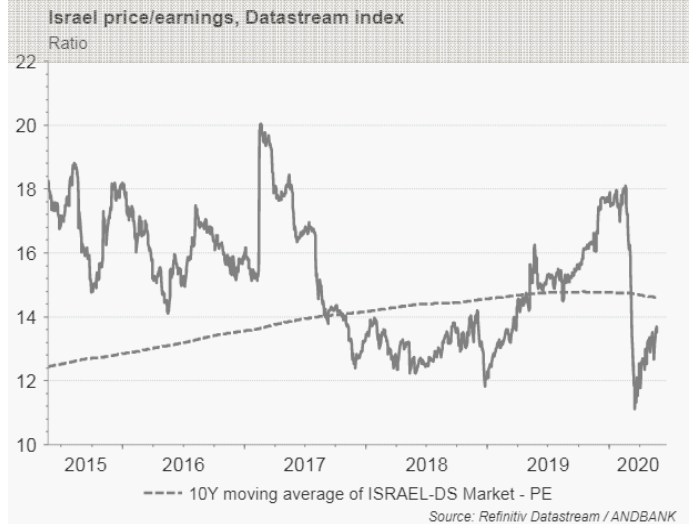
La economía israelí se reabrió mucho más rápido y con menos fallecidos por coronavirus que la mayoría de los países de Europa occidental gracias a un eficaz aislamiento y al tratamiento de los casos positivos.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice TLV35): SOBREPONDERAR («barata»)

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL (aún «cara» en ILS)

Divisa (ILS/USD): INFRAPONDERAR-NEUTRAL (ILS «caro» en TCER)





## BRASIL

### El Banco Central señala finalmente la capacidad de sus reservas y el BRL se aprecia en consecuencia

#### Los activos brasileños se recuperaron en la segunda quincena

Los activos brasileños respondieron a noticias mucho mejores en el tramo final del mes. En el ámbito interno, un acuerdo entre el Gobierno federal y los gobiernos estatales y locales sobre la congelación de los aumentos salariales en la Administración Pública en 2021 disipa ciertas incertidumbres en materia fiscal para cuando se haya superado la crisis pandémica. El gobernador del BCB, Campos Neto, declaró por fin que «el BCB aún cuenta con un amplio margen para vender reservas». Como resultado de ello, el cruce BRL/USD cerró el viernes 22 de mayo en 5,5321 reales por dólar, una apreciación del 5,5% en el período, y el diferencial de los CDS a 5 años se redujo 41 pb, hasta 307 pb. Podríamos asistir a una apreciación adicional del BRL hacia la cota de las 5,00 unidades por dólar, pero un período de volatilidad sostenida en las próximas semanas debido al ruido político y a la decisión del Copom de reducir los tipos de interés suponen riesgos para la moneda en el corto plazo.

#### La depreciación del BRL generó 600.000 mill. de BRL en ganancias de valoración para el gobierno

El Secretario del Tesoro Nacional, Mansueto Almeida, manifestó el viernes 22 que parte de las ganancias de valoración experimentadas por las reservas del Banco Central se transferirán a la cuenta de tesorería del Tesoro. «Estamos hablando de alrededor de medio billón», puntualizó. Valor PRO mostró que la reserva resultante atribuida al banco central por efecto de la depreciación del real frente al dólar este año rondaba los 600.000 millones de reales.

#### Política: los ministros Moro y Teich hablan tras su dimisión

El ex ministro de Justicia y Seguridad Pública, Sergio Moro, manifestó que no encontró apoyo del presidente Jair Bolsonaro al combatir la corrupción. «Los partidarios del presidente me perdonarán si expreso una verdad incómoda, pero es un hecho que esta agenda anticorrupción no contó con el respaldo imprescindible del presidente de la República para que pudiéramos aplicarla».

El ex ministro de Salud, Nelson Teich, declaró el domingo que renunció a su cargo en el gobierno por desacuerdos con el presidente Bolsonaro, aclarando que el presidente no le presionó para que se posicionara en contra de las medidas de aislamiento social ni para que aprobase el uso de la cloroquina como tratamiento para la covid-19.

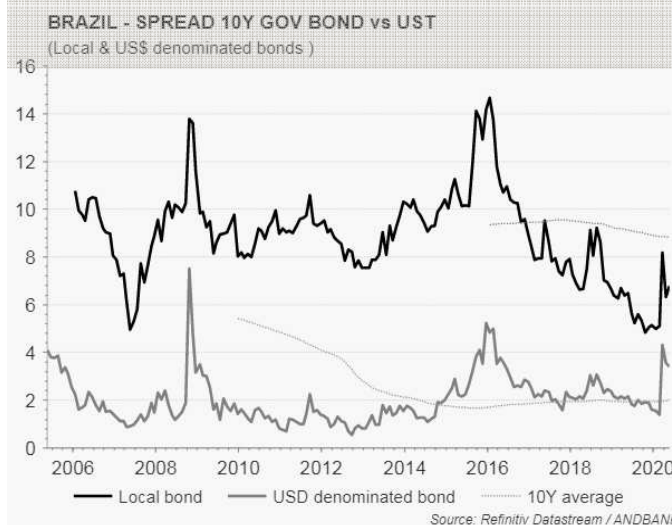
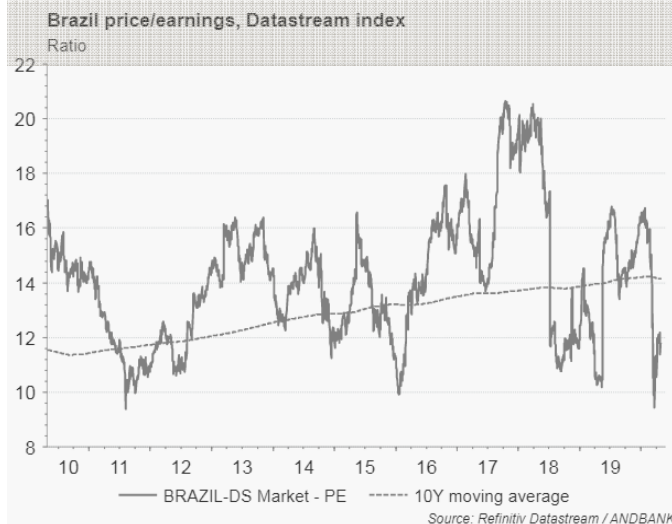
#### Un elevado déficit presupuestario, pero también las primeras señales de recuperación económica

Los ingresos tributarios totales en abril fueron de 101.200 millones de BRL, lo que representa una caída del 28,9% interanual en términos reales (marzo de 2020: -3,3% interanual). Sobre la base de estos datos, las cifras de abril (que se publicarán el 28 de mayo) mostrarán un déficit fiscal primario del Gobierno Central récord de 116.300 millones de BRL. Sin embargo, el dato preliminar del índice de confianza de la industria del grupo de expertos FGV muestra una ligera mejoría en mayo impulsada por las expectativas. En conjunto, las cifras de confianza de la industria de mayo apuntarían a que la producción manufacturera pudo haber tocado fondo en abril, aunque una recuperación rápida en forma de V parece menos probable. El Copom volverá a recortar los tipos de interés en junio para fomentar la actividad económica. El 20 de mayo de 2020, el gobernador del BCB repitió el mensaje ya transmitido tanto en la declaración como en las actas de la reunión de que en junio se promoverá un último recorte del Selic. Además, el 22 de mayo de 2020 el vicegobernador del BCB Kanczuk manifestó: «Hemos de actuar con prudencia», refiriéndose a que la tasa Selic está a punto de cruzar el límite inferior efectivo que supone la prima de riesgo. Nos hacemos eco de ambas declaraciones, que refuerzan nuestra opinión de que la próxima medida del Copom en junio será el último recorte en este ciclo de relajación y que lo más probable es que sea de 75 pb.

Por lo que respecta a datos macroeconómicos, aguardamos la publicación de datos importantes en casi todos los ámbitos. El principal será el del PIB del primer trimestre de 2020 (datos previstos: -0,1% interanual, -2,2% trimestral).

#### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): SOBREPONDERAR (obj.: 80.000; salida: 90.000)  
Deuda soberana (10 años) en BRL: NEUTRAL (objetivo: 8%; diferencial: 660)  
Deuda soberana (10 años) en USD: SOBREP. (objetivo: 5%; diferencial: 360)  
Divisas (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,5)





# MÉXICO

## Posicionamiento infraponderado en renta variable y neutral en bonos mexicanos denominados en USD

### Entorno de política monetaria

Banxico redujo los tipos de interés oficiales en otros 50 pb en la última reunión de política monetaria, dejando su tipo de referencia en 5,50% y acumulando con ello 175 pb en recortes en 2020. La decisión se adoptó por unanimidad y no se descartó instrumentar bajadas adicionales de tipos para apuntalar la economía ante la pandemia. La mediana de las encuestas locales apunta a un rango del 4,25%-4,75% para finales de 2020.

### Coyuntura económica y empresarial

El PIB del primer trimestre de 2020 disminuyó un 2,4% en términos anuales; las medidas de distanciamiento social se impusieron en los últimos 10 días del mes de marzo; las remesas crecieron un 40% en ese mes... Los principales factores tras estos datos fueron el nivel del tipo de cambio y las decisiones de adelantar los envíos al país antes del cierre total de las actividades en abril. La inflación mostró en marzo tendencia a la baja en reflejo de la menor demanda agregada, aunque el componente subyacente exhibe una cierta persistencia al resistir por encima de 3,50%. El índice general de precios tocó, en 2,15%, su nivel más bajo desde 2015, lo que está facilitando que Banxico continúe aplicando medidas de relajación monetaria.

Las nuevas regulaciones del sector eléctrico, encaminadas a reemplazar la generación de fuentes limpias so pretexto de requerirse mayor velocidad de generación debido a la pandemia por coronavirus, han llevado a cuestionar la viabilidad de proyectos actuales sostenidos con inversión privada, mexicana y extranjera. Las empresas y los países afectados podrían ser indemnizados con más de 6.000 millones de pesos. Sin embargo, este giro en los criterios oficiales ha complicado aún más las relaciones entre inversores privados y el gobierno, lo que podría frenar la actividad inversora y, con ello, el crecimiento del PIB.

El Gobierno anunció un plan de reapertura gradual de la economía en función del número de casos de covid-19 registrados por municipio y la importancia de la actividad. Aquellas actividades clasificadas como esenciales se retomarán a partir del 18 de mayo, siendo las educativas las últimas en reanudarse. Se estima que el pico en el número de contagios y fallecimientos en el país pudo haberse alcanzado entre el 11 y el 15 de mayo.

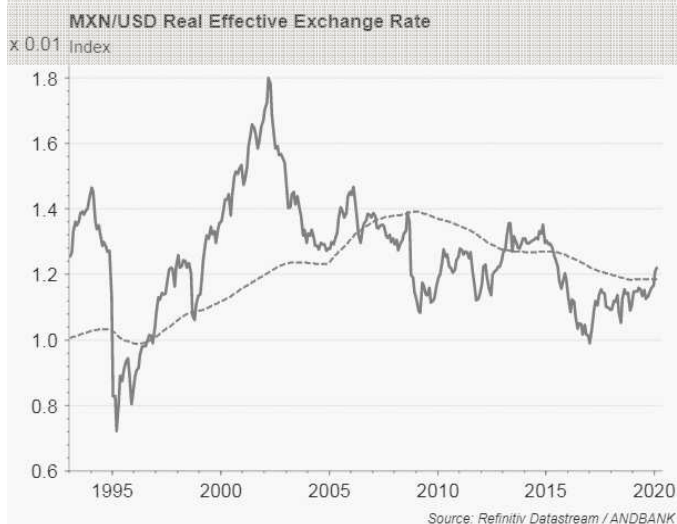
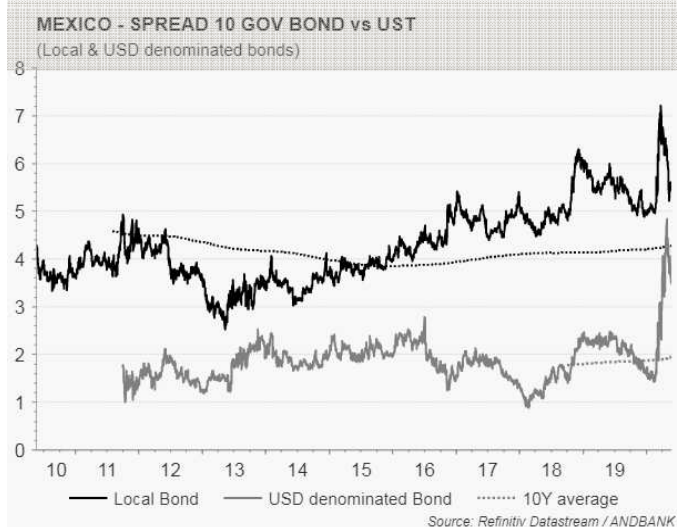
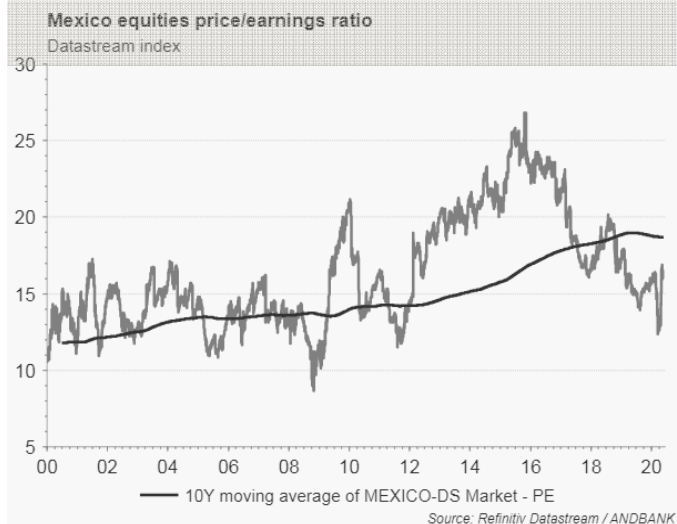
### Activos mexicanos

**Renta variable (índice IPC).** Persisten incertidumbre en el sector empresarial y pesimismo entre los inversores privados en el área de energías renovables y electricidad. México no está bien posicionado para una recuperación rápida. Mantenemos sin cambios nuestro objetivo por fundamentales en el rango de los 30.000-38.000 puntos.

**Renta fija.** Los diferenciales de rendimiento entre los bonos mexicanos en MXN y USD se recuperaron considerablemente desde marzo. El diferencial se sitúa actualmente en 543 pb como resultado de los recortes del tipo de interés aplicados por Banxico. En el caso de los bonos en dólares, los bajos niveles de rendimiento del bono del Tesoro estadounidense (UST) a 10 años hicieron que el diferencial de este con el bono mexicano denominado en USD llegase a rondar los 330 pb. La perspectiva para estos activos es que los diferenciales de los bonos denominados en pesos podrían ampliarse algo más al existir la percepción generalizada de un mayor riesgo-país, y más tras las recientes revisiones a la baja de las calificaciones de solvencia y los problemas internos de política económica. Establecemos el diferencial objetivo, para bonos a 10 años, entre el bono soberano en MXN y el UST, en el rango de 550-575 pb. Para el bono soberano mexicano denominado en USD, el nivel objetivo del diferencial sería de 275 pb.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): INFRAP. (obj.: 33.067 ; salida: 36.374)  
Deuda soberana en MXN: INFRAP. (rendimiento: 6,9%; diferencial: 550)  
Deuda soberana en USD: NEUTRAL (rendimiento: 4,5%; diferencial: 275)  
Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 23.50)





# ARGENTINA

## La deuda, cuestión de querer

### Deuda argentina

Pese a contar con el apoyo del FMI y de más de un centenar de reputados economistas internacionales, la oferta de canje de deuda de Argentina fue un fracaso total (según los medios, el apoyo habría rondado el 15%), resultado este imputable a un VPN medio de 40 centavos (con rendimiento de salida del 10%) y una postura cerrada a negociar del Ministro de Economía.

El gobierno decidió ampliar la oferta hasta el 22 de mayo (el último día del período de gracia de 30 días para el pago de cupones) y pasó de una actitud de «tómalo o déjalo» a manifestarse abierto a considerar contraofertas de los acreedores, haciendo cada uno de los tres comités una oferta cuyos VPN estuvieron comprendidos entre 58 y 60 centavos. Los acreedores solicitan una reducción del período de gracia de tres años a solo uno, mayores pagos por cupón (casi el doble del propuesto por el gobierno), desembolso en efectivo de los intereses devengados y reducción en la quita de capital aplicada. Dado el corto período de tiempo hasta el 22 de mayo, existe una alta probabilidad de que se declare un evento de incumplimiento crediticio.

### Provincias aguardan a la reestructuración de los bonos soberanos.

La provincia de Buenos Aires (PBA), la principal provincia argentina, incurrió en un evento de incumplimiento al omitir un pago en concepto de devolución del capital por importe de 115 millones de USD. PBA también amplió la fecha de vencimiento de su oferta de canje hasta el 26 de mayo, después de que únicamente el 24% de tenedores de bonos se acogieran al canje de bonos. No solo PBA está tratando de reestructurar su deuda; algunas provincias con emisiones antes tenidas por seguras, por sus mejores perfiles fiscales, como Córdoba y Mendoza, nombraron asesores financieros para reestructurar sus obligaciones externas. Argentina logró canjear más de 2.000 millones de USD en Letras del Tesoro (LETES sujetas al Derecho argentino) por una cesta de otros instrumentos en pesos con un coeficiente ligado a la inflación. La oferta se valoró en 40 centavos por dólar.

### Las cifras de abril reflejan la severidad de la crisis

El gobierno amplió el confinamiento obligatorio hasta el día 24 de mayo. Los datos de abril (primer mes con cese total de la actividad económica) reflejan la intensidad de la corrección: a) las ventas de vehículos cayeron un 73,6% interanual, a solo 7.512 unidades (el peor mes desde 2003); b) la recaudación fiscal aumentó un 11,6% interanual, muy por debajo de la inflación prevista del 48% (vs +35,3% interanual en marzo); c) las ventas minoristas reales cayeron un 57,6% interanual en abril (en 7 de los 12 sectores cayeron más del 75%).

### La inflación se desacelera por efecto de los controles de precios y la contracción económica

El IPC de abril cerró en el 1,5% mensual (marzo: 3,3%), registrando el dato interanual una desaceleración más intensa, del 45,6% (marzo: 48,4%). Por componentes, los precios del sector de alimentación y bebidas fueron los que más subieron (+3,2%), en contraste con comunicaciones (-4,1%) y educación (-1,5%) (ambas con ofertas). Se prevé un alza de la inflación en los próximos meses, a medida que la economía se reactive, por efecto de la monetización del déficit fiscal (el déficit fiscal primario se situará previsiblemente por debajo del 5% del PIB).

A pesar de haber emitido varias regulaciones para desalentar las operaciones de canje de moneda al tipo paralelo del Blue Chip Swap (BCS) (por ejemplo, restringiendo el acceso al mercado oficial a particulares y empresas que hubieran utilizado el BCS en los últimos 30 días), el diferencial del tipo de cambio oficial (67,7 ARS por dólar) con el del BCS (122,5 ARS por dólar) y el del mercado negro (133 ARS por dólar) es del 81% y 96%, respectivamente.

El Banco Central argentino redujo la tasa nominal anual mínima de remuneración de todos los depósitos a plazo al 26,6% (-13% en términos reales). El gobierno está presionando a la banca para que conceda crédito a las PYME a tipo subsidiado, pero los bancos prefieren proteger sus balances elevando su posición de tesorería (remunerada a un tipo menor hoy, al haber limitado el BCRA las posiciones en LELIQ). Los márgenes bancarios bien podrían sufrir una compresión adicional a medida que el gobierno amplíe el alcance de su intervención (por ejemplo, cambiando LELIQ por pagarés del Tesoro con vencimientos a más largo plazo).

### Perspectivas de los mercados financieros

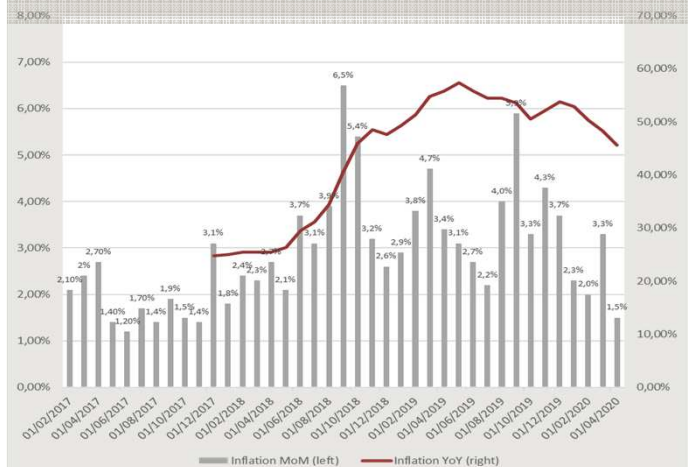
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): POND. NEUTRAL.

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

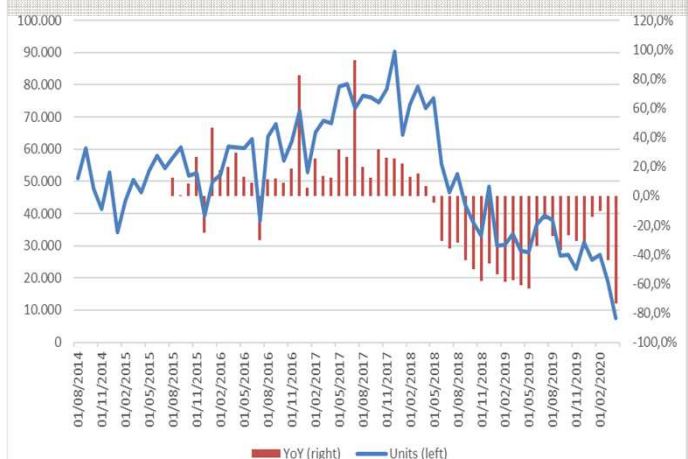
USDARS Official and BCS



Inflation



Argentina Monthly Vehicle Sales





## ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	EPS 2019	Projected	Projected	Projected PE Itm EPS 2020	INDEX CURRENT PRICE	2020	2020	Recomm	2020	E[Perf] to Exit point
		EPS Andbank 2020	EPS Growth Andbank 2020			Floor Point (Fundam range)	E[Perf] to Floor Point		Exit Point	
USA S&P 500	165	129	-21,6%	19,00	3.056	2.451	-19,8%	UW	2.942	-3,7%
Europe - Stoxx Europe 600	26	19,50	-25,0%	15,50	359	302	-15,8%	OW	363	1,0%
Euro Zone - Euro Stoxx	25	18,9	-25,0%	15,50	347	293	-15,6%	OW	352	1,3%
Spain IBEX 35	711	533,3	-25,0%	13,50	7.349	7.199	-2,0%	OW	7.919	7,8%
Mexico IPC GRAL	2.830	2.320	-18,0%	14,25	36.981	33.067	-10,6%	UW	36.374	-1,6%
Brazil BOVESPA	7.298	5.984	-18,0%	13,50	88.620	80.784	-8,8%	OW	90.478	2,1%
Japan NIKKEI 225	1.329	1.063	-20,0%	17,00	22.326	18.071	-19,1%	UW/MW	21.685	-2,9%
China SSE Comp.	251	226	-10,0%	12,50	2.921	2.827	-3,2%	MW	3.110	6,5%
China Shenzhen Comp	83	75	-10,0%	22,00	1.847	1.653	-10,5%	UW	1.818	-1,5%
India SENSEX	1.855	1.576	-15,0%	20,00	33.849	31.527	-6,9%	MW/OW	34.679	2,5%
Vietnam VN Index	60	54	-10,0%	15,00	875	804	-8,1%	MW/OW	924	5,6%
MSCI EM ASIA	39	35	-10,0%	14,00	513	496	-3,4%	OW	546	6,3%

### ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

## Perspectivas: Fuertes tensiones en los mercados Valoración de Andbank: +3,0 (en un rango de ±7)

**Agregado (sobreponderación, con sesgo neutral):** Los mercados continúan registrando tensiones; desde consideraciones tácticas, el dato agregado invita al optimismo, si bien en menor medida que el mes pasado.

**Posicionamiento de mercado (neutral, con sesgo de sobreponderación):** La asignación de activos a renta variable se sitúa en territorio neutral. La señal del ratio *put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica también que los inversores han adoptado un posicionamiento neutral. Por su parte, el índice Skew (una medida del riesgo de cola del S&P 500) en territorio positivo refleja que persiste el temor a una fuerte corrección bajista en las cotizaciones.

**Análisis de flujo de fondos (sesgo neutral):** Los pequeños flujos negativos en relación con la renta variable estadounidense indican una dinámica neutral para dicha clase de activo; la renta variable europea, por su parte, siguió reflejando atonía, lo que indica un posicionamiento global neutral hacia la clase de activo.

**Encuestas y análisis de opinión (sesgo de fuerte sobreponderación):** La confianza de los inversores está en niveles muy bajos (lo que sería indicativo de tensiones). Nuestra lectura contraria continúa siendo positiva.

### 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	234,00	443,29	253,00	350,00	330,00	308,49	6,97%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	lateral	237,00	433,90	268,00	360,00	360,00	328,24	9,68%
	Ibex	.IBEX	lateral	5.266,00	8.286,00	5.905,00	7.500,00	7.500,00	6.474,90	15,83%
	S&P	.SPX	lateral	2.346,00	3.393,52	2.346,00	3.028,00	3.000,00	2.863,70	4,76%
	Japón	.N225E	lateral bullish	14.865,00	24.448,00	17.600,00	22.362,00	22.362,00	20.133,73	11,07%
	China	.SZSC	lateral bullish	1.458,00	2.000,00	1.552,00	1.945,00	2.060,00	1.800,84	14,39%
	India	.BSESN	Lateral bearish	24.833,00	42.273,00	25.638,00	33.291,00	35.750,00	31.097,73	14,96%
	Brasil	.BVSP	lateral	57.600,00	119.593,00	61.690,00	90.000,00	90.000,00	77.556,62	16,04%
México	.MXX	Lateral bearish	30.000,00	45.955,00	31.561,00	38.265,00	36.900,00	35.691,39	3,39%	
OTROS	Oil West Texas	WTCLc1	lateral bullish	10,37\$	51,00\$	18,00\$	35,50\$	35,00\$	29,50\$	18,64%
	Oro	XAU=	bullish	1.358,00\$	1.920,00\$	1.557,00\$	1.802,00\$	1.920,00\$	1.741,00\$	10,28%
	Treasury 10 años USA	US10YT=RR	lateral	0,1289%	1,3210%	0,3180%	0,8658%	0,8658%	0,6436%	34,52%

*Bullish:* potencial alcista superior al 3,5%; *Lateral bullish:* potencial alcista +1,5%/+3,5%; *Lateral:* -1,5%/+1,5%; *Lateral bearish:* potencial bajista -3,5%/-1,5%; *Bearish:* potencial bajista superior al 3,5%.

MERCADOS DESARROLLADOS

**Análisis fundamental**

**Treasury EE.UU.: suelo 1,47%; valor razonable 2,35%; techo 2,5%**

**Diferencial swap:** El diferencial *swap* se mantuvo en 0 puntos básicos. Para que se normalizase en +3 pb, con un anclaje del tipo *swap* a 10 años en torno al 1,5% (el nivel de inflación que esperamos a largo plazo), el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años debería situarse en 1,47%.

**Pendiente:** La pendiente de la curva de rendimiento del bono estadounidense (el diferencial entre los bonos con vencimiento a 10 y a 2 años) se mantuvo en 49 pb. Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 1%, para alcanzar la pendiente media a largo plazo (135 pb), el rendimiento de este bono debería situarse en 2,35%.

**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 1,5%, el rendimiento del UST tendría que alcanzar el 2,5% para situarnos en posición de «COMPRAR».

**Bund alemán: suelo 0,10%; valor razonable 1,11%; techo 1,5%**

**Diferencial swap:** El diferencial *swap* se mantuvo en +36 pb. Para que se normalizase en +38 pb, con un anclaje del tipo *swap* en torno al 0,5%, el rendimiento del *Bund* debería tender a 0,10% (punto de entrada).

**Pendiente:** La pendiente de la curva de rendimiento del bono de referencia en EUR (diferencial entre los bonos con vencimiento a 10 y a 2 años) se mantuvo en 16 pb. Si 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 (111 pb) el rendimiento del *Bund* debería situarse en 1,11%.

**Rendimiento real:** Un buen punto de entrada en el *Bund* podría ser cuando el rendimiento real estuviese en 0,5%. Dado que nuestras previsiones a medio plazo para el IPC están en 1%, el rendimiento del *Bund* debería alcanzar el 1,5% para posicionarnos en «COMPRAR».

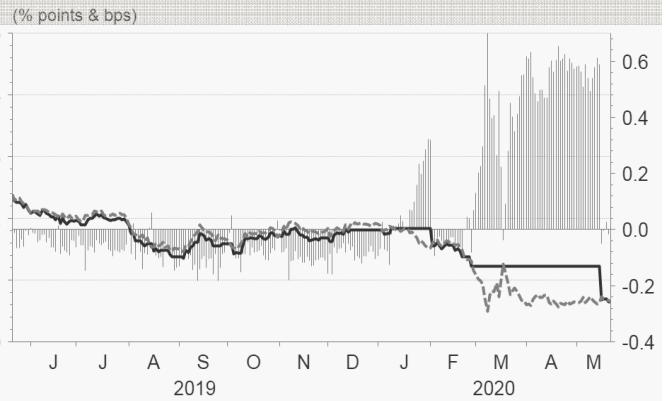
**Gilt británico: suelo 1,4%; valor razonable 2,3%; techo 2,5%**

**Diferencial swap:** El diferencial *swap* se mantuvo estable en +20 pb. Para que el diferencial se normalizase en +11 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 1,5%, el rendimiento del bono británico a 10 años debería rondar el 1,4%.

**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 (1,3%) el rendimiento del *Gilt* con ese vencimiento debería situarse en 2,30%.

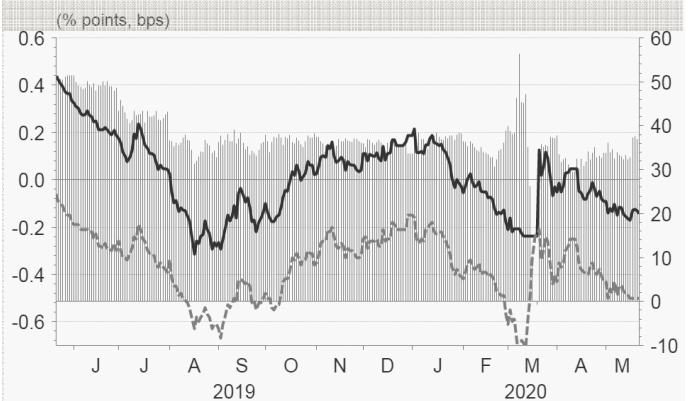
**Rendimiento real:** Al ser nuestra previsión a medio plazo para el IPC de 1,5%, el rendimiento del *Gilt* debería alcanzar el 2% para que nos posicionáramos en «COMPRAR»

**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: 1%
- Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 2,0%
- Bono del Estado portugués. Rendimiento objetivo: 1,15%
- Bono del Estado irlandés. Rendimiento objetivo: 0,3%
- Bono del Estado griego. Rendimiento objetivo: 2,3%

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	7,17%	2,82%	4,36%	-1,00%	6,17%
	India	6,01%	6,03%	-0,02%	1,00%	7,01%
	Philippines	3,19%	2,35%	0,84%	0,00%	3,19%
	China	2,75%	2,44%	0,31%	0,00%	2,75%
	Malaysia	2,95%	-1,60%	4,55%	-1,00%	1,95%
	Thailand	1,15%	-1,78%	2,93%	-0,75%	0,40%
	Singapore	0,83%	-0,04%	0,87%	0,00%	0,83%
	South Korea	1,21%	0,51%	0,70%	0,00%	1,21%
	Taiwan	0,45%	-0,51%	0,96%	0,00%	0,45%
EME	Turkey	11,31%	11,40%	-0,09%	1,00%	12,31%
	Russian Fed	5,48%	2,80%	2,68%	-0,75%	4,73%
LATAM	Brazil	6,94%	2,89%	4,06%	-1,00%	5,94%
	Mexico	6,11%	2,67%	3,44%	-1,00%	5,11%
	Colombia	5,53%	3,68%	1,85%	-0,50%	5,03%
	Peru	4,68%	1,69%	2,99%	-0,75%	3,93%



## ENERGÍA – PETRÓLEO

### Opinión fundamental (WTI): Banda objetivo: 30-40 USD/barril.

Comprar por debajo de 30 USD; vender por encima de 40 USD.

#### Factores a corto plazo

**(Positivo para el precio) – Los congresistas demócratas están presionando a la Reserva Federal para que excluya a las empresas petroleras del programa de préstamos** y, de resultados de esta presión, la Casa Blanca descarta medidas de alivio adicionales para esta industria. Esto podría dejar al sector y sus empresas muy expuestos ante vulnerabilidades en el futuro inmediato. Un grupo de legisladores demócratas ha pedido al presidente de la Fed, Jay Powell, que excluya a las compañías de hidrocarburos del programa de préstamos del banco central al sector económico productivo. El argumento aducido por estos legisladores es que fueron esas mismas compañías las que crearon riesgos sistémicos para el sistema financiero estadounidense. La petición siguió a las declaraciones esta semana del Ministro de Energía, Dan Brouillette, en el sentido de haber pedido la Casa Blanca a la Fed que garantizase el acceso de esas compañías energéticas. El Ministro de Energía afirmó que no prevé ir más allá de lo ya hecho por la industria petrolera y que no se planean medidas adicionales. Sin embargo, Brouillette dejó clara la idea de que el gobierno comprará más petróleo para colmar su Reserva Estratégica de Petróleo (SPR), y afirmó que percibe un creciente apoyo en el Congreso a financiar compras para incrementar las reservas de emergencia.

**(Positivo para el precio) – Ceden las tensiones relacionadas con el almacenamiento.** Según datos publicados por el Ministerio de Energía de EE.UU., en la semana que terminó el 8 de mayo se extrajeron, en términos brutos, 750.000 barriles de petróleo diarios (bpd) del petróleo almacenado, quebrándose con ello una racha de 15 semanas consecutivas de aumento de las reservas. Los datos incluyeron el recuento de torres petrolíferas: fueron 29 menos la semana pasada, lo que deja el total de las operativas en 285. Los datos del Ministerio mostraron una reducción en la producción de crudo estadounidense de 1,6 Mbpd desde el 13 de marzo. Por lo que respecta a la SPR del gobierno estadounidense, el Ministro de Energía de EE.UU. confirmó la disposición a negociar contratos de arrendamiento adicionales con los productores para depositar crudo procedente de suministro privado en las cavernas del gobierno.

**(Positivo para el precio) – Las perspectivas serían menos severas de lo anticipado.** El informe mensual de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) indicó, según destacó Platts, los datos mundiales de producción y de consumo sugerían que el reequilibrio del mercado sería más rápido de lo esperado. La caída estimada en la demanda de petróleo para este año se revisó a la baja respecto a la estimación del mes anterior; en concreto, de 9,3 Mbpd a 8,6 Mbpd. En el caso de la producción ajena a la OPEP, desde comienzos de año ya se habría reducido en más de 3 Mbpd, pudiendo llegar a 4 Mbpd los recortes en junio. La producción de EE.UU. llegó a caer 630.000 bpd en abril, previéndose una disminución de 1,2 Mbpd adicionales en mayo, lo que llevaría el recorte total de la oferta estadounidense a finales de año a 2,8 Mbpd. El recorte de la OPEP+, efectivo desde el 1 de mayo, previsiblemente reducirá el suministro mundial en 12 Mbpd.

**(Positivo para el precio) – Mayor demanda de petróleo en los países que reanudan la actividad tras la pandemia por coronavirus.** Según el WSJ, el consumo de petróleo está aumentando en aquellos países que van saliendo del cese de la actividad impuesto con ocasión del coronavirus, lo que ha aliviado algo el problema mundial de la falta de espacio de almacenamiento y está contribuyendo a reequilibrar el mercado. El artículo menciona que Fatih Birol, director ejecutivo de la AIE, manifestó esta semana que está produciéndose un reequilibrio global gradual si bien aún frágil, mientras que los ministros de Energía de Arabia Saudita, el príncipe Abdulaziz, y de Rusia, Alexander Novak declararon su satisfacción con recientes muestras de mejoría de la situación, en especial el crecimiento de la demanda y la menor preocupación por los límites a la capacidad de almacenamiento. La mejoría de las perspectivas ha respaldado los precios, con alzas del Brent del 23% y del WTI del 46% en lo que va de mes.

**(Positivo para el precio) – La OPEP prevé una recuperación de la demanda global en el segundo semestre.** Según el informe de Platts, la demanda global de crudo suministrado por la OPEP alcanzaría este segundo trimestre los 16,77 Mbpd. Y preveía un repunte de la demanda en la segunda mitad del año, a 27,89 Mbpd en el tercer trimestre y a 31,18 Mbpd en el cuarto. Para poner esto en perspectiva, recuérdese que la OPEP produjo 30,41 Mbpd en abril; Arabia Saudita, en particular, produjo 12,01 Mbpd ese mes, lo que representa un incremento de 2,27 Mbpd respecto al mes anterior. Según el informe, las existencias comerciales en los países de la OCDE superaron en marzo la media de los últimos cinco años en 88,6 Mbpd, frente a la cifra de 57,7 Mbpd del mes anterior. El artículo señaló que, incluso con las mejores expectativas para la demanda, podría llevar meses si no años reducir la capacidad excedentaria acumulada.

**(Positivo para el precio) – Arabia Saudita recortará aún más las exportaciones.** Arabia Saudita reducirá en junio los fletes de petróleo dirigidos a Asia e intensificará los recortes a Europa y a Estados Unidos. El Reino busca apuntalar la reciente recuperación de la cotización en los mercados, que se produce después de que voluntariamente redujera la oferta de crudo más de lo estipulado en función de su cuota en la OPEP+; de hecho, hasta su nivel más bajo en 18 años. Ocho de las 12 refinerías en Asia con recortes en el suministro registraron reducciones del 20-30%. Los envíos a compradores en EE.UU. y Europa se reducirán a la mitad, y en algunos casos hasta en un 70%. La medida también responde a la amenaza del presidente Trump de imponer aranceles a las importaciones de crudo saudita. Trump mantuvo conversaciones la semana pasada con el rey saudí Salman antes de que este anunciase que recortaría voluntariamente el suministro en un millón de barriles de petróleo adicionales.

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



**MATERIAS PRIMAS**

**METALES PRECIOSOS - ORO**

**Precio fundamental del oro a 1.600 USD/onza. Comprar a 1.400 USD/onza.**

**Factores positivos para el oro**

**Cualidad relativa del oro como activo antifrágil.** El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro estadounidense (UST). Siendo así, los inversores deben siempre realizar el ejercicio de decidir qué activo antifrágil mantendrán en la cartera para protegerse de crisis económicas provocadas por perturbaciones de la demanda, la oferta o la inflación. La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en el futuro. A su vez, esto dependerá de la oferta relativa de ambos activos antifrágiles. Aquel con menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. Al respecto, tenemos muy claro que la oferta relativa de bonos del Tesoro de EE.UU. será prácticamente ilimitada, mientras que la de oro seguirá siendo muy limitada en la próxima década. Los reducidos márgenes de las compañías mineras y las fusiones (necesarias para sobrevivir) hacen pensar que la probabilidad de poder invertir en nuevos mínimos es realmente muy baja. Esta menor oferta relativa de oro debería traducirse en un mejor comportamiento frente al UST.

**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).

**Ratio entre oro y S&P500.** Esta ratio está en 0,59, justo por debajo de su promedio de largo plazo de 0,61. Dada nuestra cotización objetivo para el S&P 500 de 2.900 USD, el precio del oro debería aproximarse a 1.769 USD/oz para que esta relación permaneciese cerca de su promedio de largo plazo.

**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%) 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).

**Factores negativos para el oro**

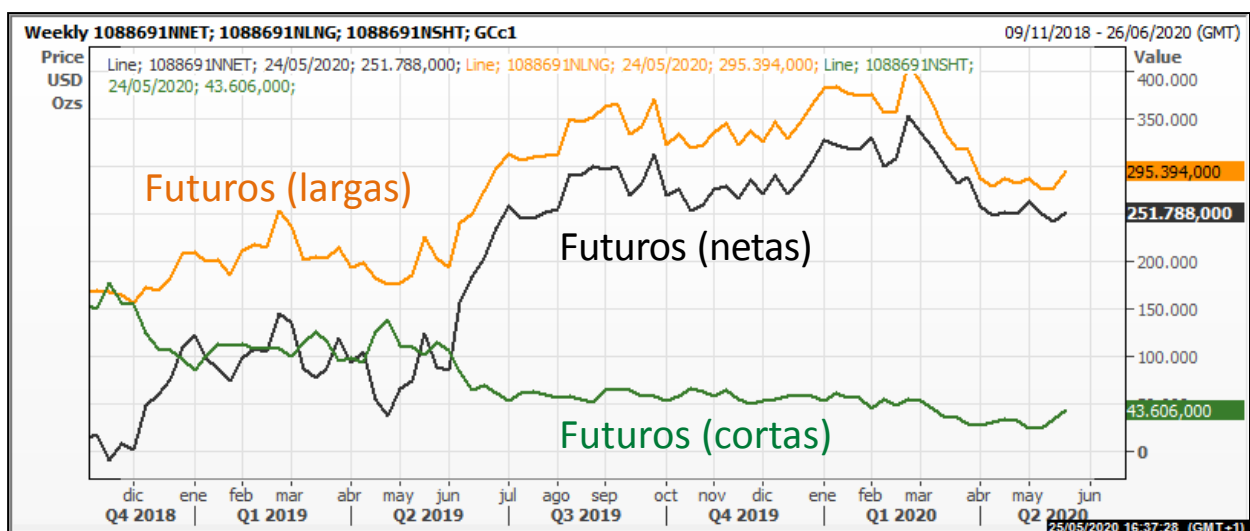
**Oro en términos reales.** El precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, que se utiliza como aproximación para el deflactor mundial) está a 1.528 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 956 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,13553 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 1.085 USD/onza.

**Ratio entre oro y plata** (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). Esta ratio se encuentra en 101,57 y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 65,32 veces, lo que indicaría que el oro está caro (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 1.116 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio se sitúa en 5047 y supera con creces su promedio de los últimos 20 años de 16 veces. Considerando nuestro objetivo fundamental a largo plazo para el petróleo de 40 USD/barril (objetivo central a largo plazo) y que la utilidad del petróleo frente al oro se mantendrá inalterada, el oro debería acercarse al nivel de 640 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: los contratos con posiciones largas se redujeron a 295.000 (desde 282.000 el mes pasado) y aquellos con posiciones cortas pasaron a 43.600 (desde 32.600 el mes pasado). Por tanto, la posición neta actual en futuros sobre el oro se mantiene en 251.000 contratos en el mes.

**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.







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: 23,5; EUR/MXN: Objetivo: 25,85

USD/BRL: Objetivo: 5,50; EUR/BRL: Objetivo: 6,05

USD/ARS: Objetivo: 80

USD/INR: Objetivo: 74

CNY: Objetivo: 6,90

RUB: NEUTRAL-POSITIVA

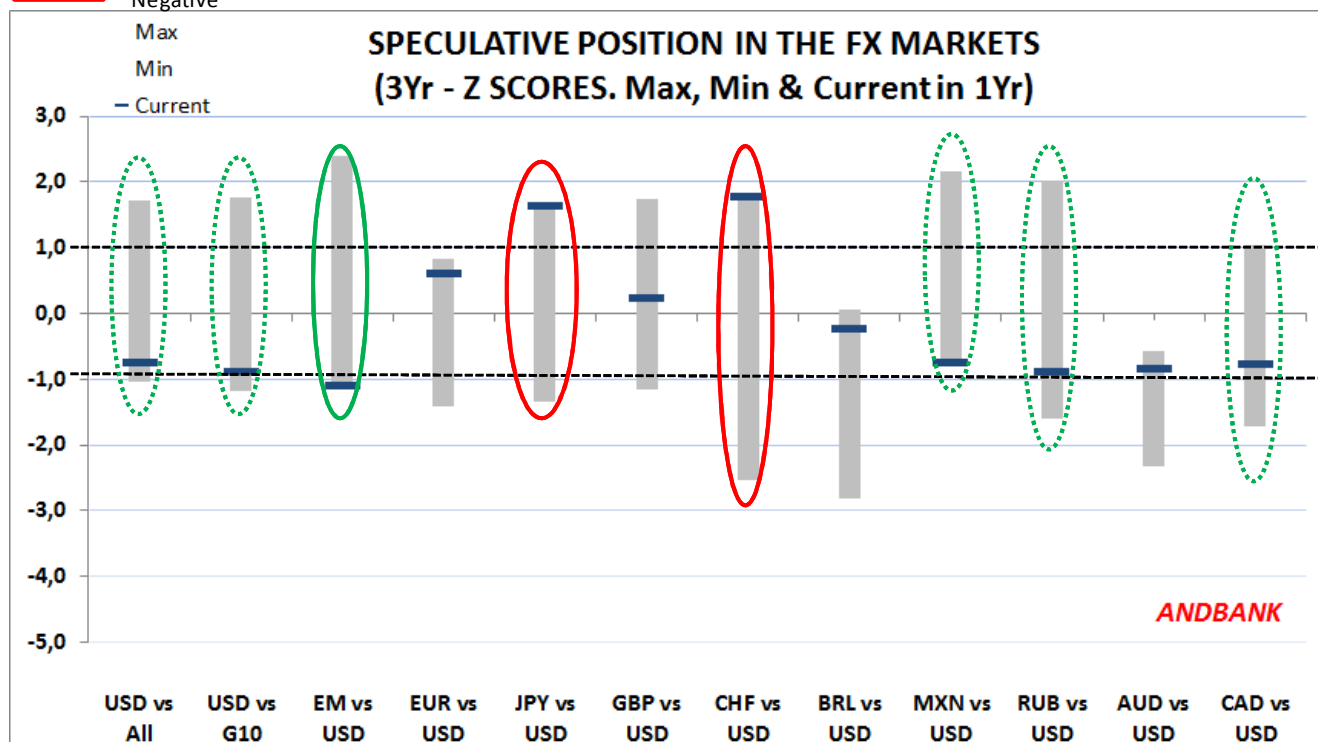
AUD: NEUTRAL

CAD: NEUTRAL-POSITIVA

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	-6,58	4,07	32,1	-10,7	16,1	-0,76
USD vs G10	-6,70	3,97	32,7	-10,7	17,1	-0,88
EM	-0,12	-0,10	5,2	-0,2	1,6	-1,09
EUR	9,91	-1,93	11,9	-15,5	-3,3	0,60
JPY	3,19	0,17	3,8	-12,8	-5,3	1,63
GBP	-1,45	-1,35	2,8	-6,5	-2,1	0,24
CHF	1,12	0,49	1,1	-6,0	-1,6	1,79
BRL	-0,18	0,00	0,1	-1,2	-0,4	-0,23
MXN	-0,13	-0,15	4,6	-0,1	1,7	-0,75
RUB	0,19	0,05	1,2	-0,2	0,5	-0,90
AUD	-2,59	-0,40	-1,3	-5,2	-3,1	-0,84
CAD	-2,52	-0,83	2,9	-5,0	-0,9	-0,76

- 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 Floor Point 2020	Expected Performance to Floor point 2020
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	7,5%	-5,8%	3.056	2.451	-19,8%
	Europe - Stoxx Europe 600	9,4%	-14,8%	359	302	-15,8%
	Euro Zone - Euro Stoxx	11,9%	-15,7%	347	293	-15,6%
	SPAIN - IBEX 35	10,2%	-24,4%	7.354	7.199	-2,1%
	MEXICO - MXSE IPC	1,7%	-15,1%	36.981	33.067	-10,6%
	BRAZIL - BOVESPA	12,4%	-23,4%	88.620	80.784	-8,8%
	JAPAN - NIKKEI 225	#N/A	-6,7%	21.507	18.071	-16,0%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	2,1%	-4,4%	2.921	2.827	-3,2%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	4,7%	7,0%	1.847	1.653	-10,5%
	INDIA - SENSEX	6,7%	-19,3%	33.847	31.527	-6,9%
	VIETNAM - VN Index	14,7%	-8,6%	875	804	-8,1%
	MSCI EM ASIA (in USD)	5,9%	-11,3%	513	496	-3,4%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	-0,2%	10,8%	0,66	1,40	-5,5%
	UK 10 year Gilt	0,2%	5,2%	0,21	0,80	-4,6%
	German 10 year BUND	-1,2%	1,8%	-0,42	-0,20	-2,0%
	Japanese 10 year Govie	-0,3%	-0,2%	0,00	0,00	0,0%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	2,2%	-0,5%	0,54	1,00	-3,3%
	Italy - 10yr Gov bond	2,5%	0,0%	1,44	2,00	-3,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	3,0%	-0,2%	0,47	1,15	-5,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,2%	0,0%	0,09	0,30	-1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	5,5%	0,2%	1,46	2,30	-5,9%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,5%	-0,8%	70,19	80	-0,1%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	3,9%	-5,6%	409,50	450	1,0%
	Credit USD IG - CDX IG	0,5%	0,0%	78,85	75	0,8%
	Credit USD HY - CDX HY	4,1%	-5,8%	540,44	663	-0,3%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	2,5%	9,8%	11,31	13,00	-7,0%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	5,4%	8,5%	5,48	5,70	1,4%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,5%	1,6%	7,17	6,80	7,1%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,0%	7,1%	6,01	6,00	3,6%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	1,8%	11,8%	3,19	3,30	0,9%
	China - 10yr Gov bond (local)	-1,9%	4,3%	2,75	2,50	3,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	4,2%	2,95	2,40	6,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	2,8%	1,15	0,70	4,3%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,2%	7,8%	0,83	1,00	-0,9%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,0%	3,5%	1,21	1,30	0,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,0%	1,6%	0,45	0,50	-0,2%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,7%	8,7%	6,11	6,90	-2,8%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	8,1%	-1,2%	3,67	4,15	-1,7%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	6,3%	1,7%	6,94	8,00	-4,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	2,8%	-5,9%	5,13	5,00	4,0%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	76,9%	-40,9%	36,1	40,00	10,9%
	GOLD	2,1%	14,6%	1.737,8	1.600	-7,9%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	2,3%	-0,5%	1,116	1,100	-1,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,7%	-5,5%	1,25	1,32	5,3%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,6%	5,3%	0,89	0,83	-6,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	-0,7%	-1,0%	0,96	0,97	1,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,5%	-1,5%	1,07	1,07	-0,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,9%	-0,8%	107,74	110,00	2,1%
	EURJPY (price of 1 EUR)	3,3%	-1,3%	120,23	121,00	0,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	-8,7%	16,1%	21,97	23,50	7,0%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-6,6%	15,6%	24,50	25,85	5,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	-3,2%	33,5%	5,37	5,50	2,5%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,0%	32,9%	5,99	6,05	1,0%
	USDARS (price of 1 USD)	2,7%	14,5%	68,56	80,00	16,7%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,4%	5,6%	75,34	74,00	-1,8%
	CNY (price of 1 USD)	0,7%	2,1%	7,11	6,90	-2,9%

\* 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.