

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

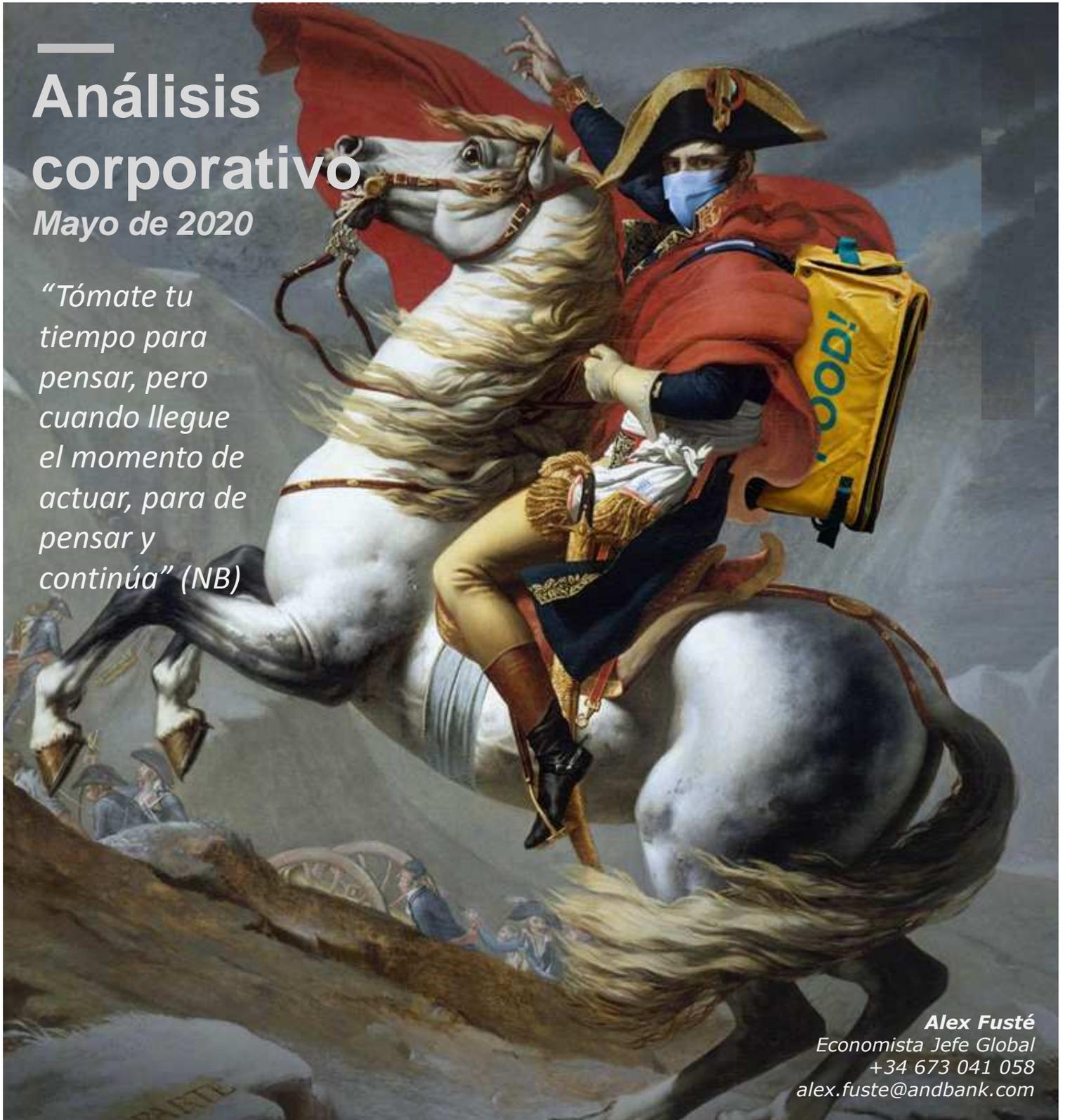
Opinión corporativa mensual de Andbank

Perspectivas estratégicas mundiales — Mayo de 2020

## Análisis corporativo

Mayo de 2020

*“Tómate tu tiempo para pensar, pero cuando llegue el momento de actuar, para de pensar y continúa” (NB)*



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

## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



### EQUITIES

Index	INDEX CURRENT PRICE	2020 Floor Point (Fundam range)	2020 E[Perf] to Floor Point	Recomm	2020 Exit Point
USA S&P 500	2.868	2.451	-14,5%	UW	2.942
Europe - Stoxx Europe 600	336	313	-7,0%	UW/MW	344
Euro Zone - Euro Stoxx	317	303	-4,4%	MW	333
Spain IBEX 35	6.736	7.448	10,6%	OW	8.193
Mexico IPC GRAL	36.616	33.067	-9,7%	UW/MW	36.374
Brazil BOVESPA	79.471	80.784	1,7%	MW/OW	88.862
Japan NIKKEI 225	19.619	18.071	-7,9%	UW	19.878
China SSE Comp.	2.878	2.827	-1,8%	MW	3.110
China Shenzhen Comp	1.790	1.653	-7,7%	UW	1.818
India SENSEX	31.686	31.527	-0,5%	MW	34.679
Vietnam VN Index	783	804	2,7%	MW/OW	884
MSCI EM ASIA	488	496	1,7%	MW	546

### FIXED INCOME GOVIES CORE & CORPORATE CREDIT (DM)

Asset Class	Indices	Current Price	Fundamental Floor Point 2020	Expected Performance to Floor point 2020
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,68	1,40	-5,3%
Core countries	UK 10 year Gilt	0,22	0,80	-4,5%
	German 10 year BUND	-0,55	-0,20	-3,2%
	Japanese 10 year Govie	-0,04	0,00	-0,3%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,85	1,00	-0,6%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	1,87	2,00	0,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,90	1,15	-1,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,10	0,30	-1,5%
	Greece - 10yr Gov bond	2,15	2,30	0,2%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	84,09	80	0,5%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	506,25	450	4,8%
	Credit USD IG - CDX IG	90,00	75	1,3%
	Credit USD HY - CDX HY	655,73	768	1,2%

### FIXED INCOME EMERGING MARKETS

Asset Class	Indices	Current Price	Fundamental Floor Point 2020	Expected Performance to Floor point 2020
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	11,91	13,00	-0,9%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	6,09	5,70	7,1%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	7,99	6,80	14,8%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	6,03	7,00	-3,8%
(Local curncy)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,35	3,30	2,6%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,52	2,50	1,8%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,77	2,40	4,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,06	0,70	3,6%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,90	1,00	-0,2%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,33	1,30	1,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,45	0,50	-0,1%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	6,30	6,90	-0,7%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,50	3,40	11,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	7,63	7,40	6,8%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,40	4,90	7,5%

### COMMODITIES

Asset Class	Indices	Current Price	Fundamental Floor Point 2020	Expected Performance to Floor point 2020
Commodities	Oil (WTI)	25,3	40,00	58,0%
	GOLD	1.700,1	1.600	-5,9%



# EE.UU.

## Únicamente la presión política podría adelantar el levantamiento de la orden de cierre de la economía

### Impacto económico

Las estimaciones del mercado apuntan a que se perderán unos 25 millones de empleos durante el cierre de la economía estadounidense (en las últimas cuatro semanas se han presentado 22 millones de solicitudes iniciales de desempleo, que llevarán temporalmente la tasa de empleo al 20%). Aunque algunos de los empleos perdidos se recuperarán pronto, las estimaciones apuntan a que el desempleo podría superar el 10% hasta que se disponga de una vacuna. Si así fuera, el gasto de los hogares se reducirá; a fecha de hoy, las ventas minoristas y servicios de alimentación habían caído un 8,7% en marzo; huelga decir que la caída marcó un récord para la serie, que se remonta a 1967. Pero no se limitó al gasto de consumo: la producción industrial total (incluidos minería y suministros colectivos) se contrajo un 5,4%. Las licencias de construcción de vivienda y las obras iniciadas, por su parte, disminuyeron notablemente entre febrero y marzo, aunque los niveles de actividad en el mes no fueron tan flojos comparados con los de los últimos años. Las cifras de abril probablemente serán peores, antes de que en mayo arranque una tímida recuperación. Los planes del Gobierno para la vuelta a la actividad proponen pautas a los estados de cara a la reapertura económica. El plan, en múltiples fases con hitos relativamente fáciles de lograr, deja con todo a cada estado la decisión última de cuándo y cómo retornar a la normalidad. En algunos de ellos (California) la actividad podría repuntar a finales de abril, pero en otras áreas (Nueva York) las restricciones se han ampliado, y podrían volverse a ampliar más adelante. Sin embargo, la presión política en un año electoral es un factor que considerar, y las protestas van a más en algunos estados, clamándose por que se permita la vuelta al trabajo. La población está comenzando a pasar de protegerse frente al virus a inquietarse por su empleo y situación financiera. Esto puede llevar a acelerar la reapertura y a una recuperación de la actividad en junio-julio.

### Respuesta monetaria y fiscal

La Reserva Federal mantiene los tipos técnicamente en cero (0%-0,25%), y ha orientado las expectativas hacia niveles bajos de tipos de interés y anunció que compraría títulos del Tesoro y valores de titulización hipotecaria (MBS) «en las cantidades necesarias para promover el buen funcionamiento del mercado y la transmisión eficaz de la política monetaria al conjunto de condiciones financieras y a la economía». También lleva desplegada una batería de programas, que enunciamos. 1) *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) financia una entidad instrumental (SPV) que comprará pagarés de empresas sin garantía y obligaciones de empresas respaldadas por activos (ABCP). 2) *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF) brinda a empresas cuya deuda tiene categoría de inversión (IG) acceso a nuevas emisiones de bonos y a préstamos. 3) *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF) compra deuda emitida por ETFs y empresas estadounidenses que tenga categoría IG. 4) *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) refuerza emisiones de títulos respaldados por activos (ABS); en concreto, por préstamos a estudiantes, para compra de automóviles o con tarjeta de crédito. 5) *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). 6) *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (MMLF) concede préstamo a instituciones financieras elegibles garantizados por activos de alta calidad comprados a fondos de inversión colectiva del mercado monetario. 7) *Main Street Lending Program* facilitará crédito vía bancos comerciales a empresas con hasta 10.000 empleados o cuya facturación no hubiese superado 2.500 millones de USD en 2019. 8) El paquete de la Fase 2 (por importe aproximadamente equivalente al 0,75% del PIB) aumenta la ayuda fiscal a los estados; financia a pequeñas empresas y amplía la cobertura por desempleo y los cupones de alimentos. 9) El Tesoro retrasará por hasta 90 días hasta 300.000 millones de USD (1,4% del PIB) en los pagos de impuestos que vencen el 15 de abril. También sopesa relajar ampliamente las condiciones de devolución de préstamos a estudiantes e hipotecarios respaldados por el Gobierno federal. 10) El paquete de la Fase 3, cuyo importe total ronda los 2 billones de USD (9,5% del PIB), se aprobó el 27 de marzo, e incluye préstamos condonables a pequeñas empresas para abono de nóminas y garantías de préstamo; pagos directos a personas; un subsidio ampliado de desempleo; ayuda fiscal a estados y gastos del Gobierno federal. 11) El Congreso pasó el estímulo fiscal adicional valorado en \$484 mil millones, incluidos \$310 mil millones para el programa de financiación a pequeñas empresas. 12) El paquete de la Fase 4 se encuentra en etapas preliminares, previéndose que ascenderá a varios cientos de miles de millones de dólares y que se centrará en proporcionar ayuda para sostener los presupuestos de los estados.

### 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): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75)  
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 768)  
Divisas (Índice DXY): NEUTRAL

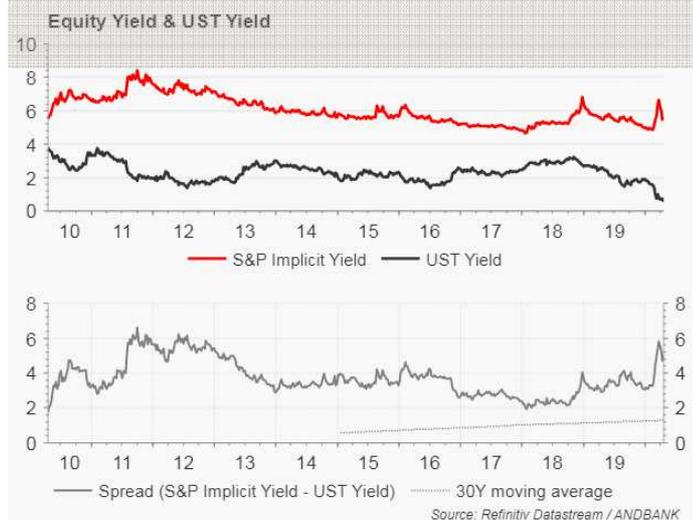
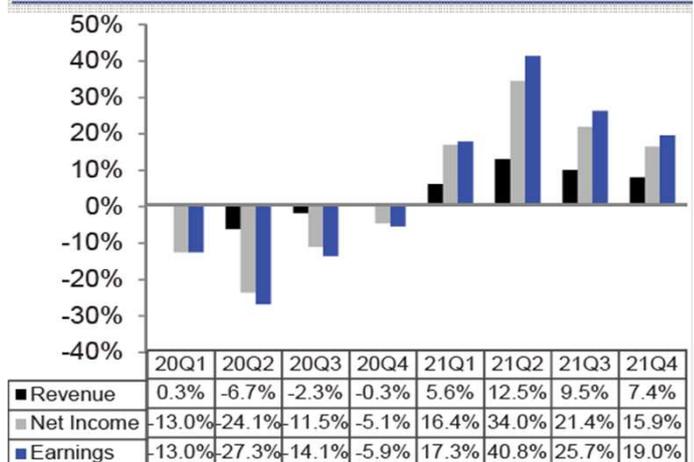


Exhibit 5. S&P 500 YdY Growth Rates





# EUROPA

## Estrategias de salida graduales y dispares

### Mercado de renta variable europea

Pensamos que el grueso del impacto en beneficios se dejará sentir en el segundo trimestre, para el que fijamos un *worst case scenario* con una caída en los resultados de alrededor del 57% interanual (respecto al mismo trimestre del año anterior). Las pérdidas se concentrarían en abril y mayo, meses para los que las caídas máximas interanuales del BPA podrían ser de hasta el 70%. La economía retomará sus niveles a partir de junio, pero sin recuperar su potencial previo en este año. Por lo tanto, esperamos datos interanuales de BPA del -16,7% para 3T20 y del -10% para 4T20. El BPA del conjunto del ejercicio 2020 se contraerá un 22,4%, quedando en 20,17 EUR por acción. El PER previsto para diciembre de 2020 es de 15,5, lo que proporciona un suelo a este índice en el nivel de los 313 puntos.

### Coyuntura económica

Se verán estrategias de salida graduales y dispares a partir de mayo (Alemania desde el día 3, Francia desde el 11...) debido a la mejoría de las estadísticas de pandemia y a la creciente ansiedad entre la población. Nuestro escenario base hasta ahora, la hipótesis de una recuperación en «forma de V», podría perder vigencia si las medidas de confinamiento se mantuviesen hasta junio o algunos países reculasen en sus estrategias de salida. La intensidad de la recuperación será directamente proporcional al tiempo que tarden los gobiernos en levantar las restricciones. Cuanto más tarden en hacerlo, mayores serán las pérdidas de empleo (podría estar en riesgo el 25% de todo el empleo) y mayores los efectos colaterales sobre la confianza, tanto del consumidor como de las empresas. Las crisis suelen ir seguidas de mayores tasas de ahorro y de desapalancamiento privado, algo que también cabría esperar ahora. Por lo tanto, las restricciones sobre distanciamiento social tendrán la clave, y comportarán una recuperación más lenta y menos uniforme. Podría haber «pérdidas permanentes» difíciles de estimar a fecha de hoy.

### Política monetaria expansiva y apelaciones a una mayor integración fiscal

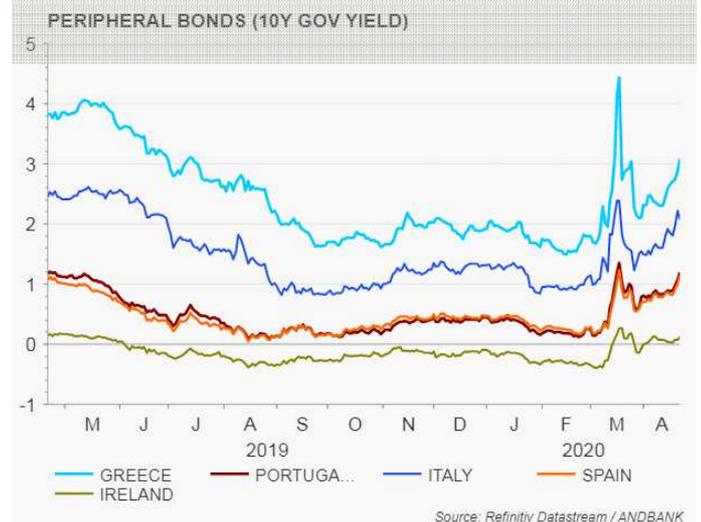
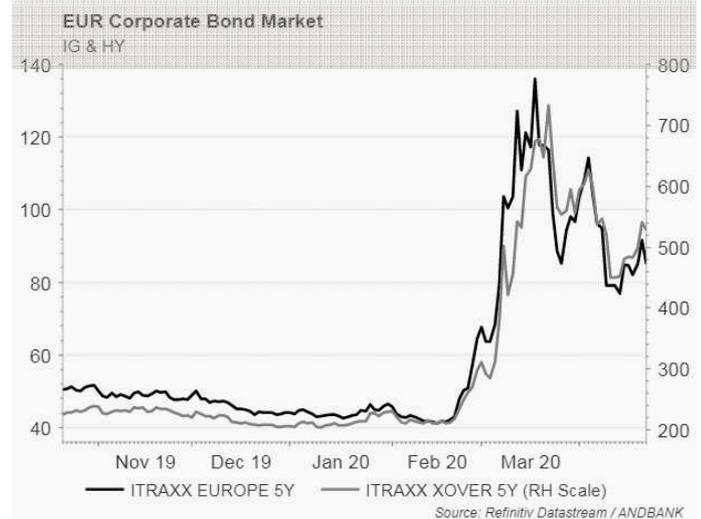
Las compras a gran escala ya han comenzado, claramente sesgadas hacia Italia, y siguen siendo necesarias debido a las crecientes necesidades de financiación. No esperaríamos más medidas a corto plazo del BCE. En el ámbito de la política fiscal algo se ha logrado, con un impulso fiscal nacional medio del 2-3% del PIB (principalmente a través de mecanismos de protección del empleo). También ha habido un apoyo adicional en términos agregados, incluyendo líneas de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM/MEDE) para gasto sanitario (hasta 240.000 millones de €), un fondo de garantía paneuropeo que permite al BEI aumentar sus préstamos a empresas con un enfoque en las PYME (200.000 millones de €) y un programa para enfrentarse al desempleo (100.000 millones de €). Mientras aguardamos detalles, las cifras impresionan, si bien son con todo inferiores a las de EE.UU. El último Eurogrupo acordó la idea de un Fondo Europeo de Recuperación, pero no se dieron más detalles (importe, financiación, ...). La Comisión Europea tiene la tarea de explorar alternativas que se presentarán el 6 de mayo. Solicitar fondos del MEDE está mal visto en algunos países y estos debates permiten a los países meridionales abogar por nuevas medidas que impliquen compartir riesgos.

### Bonos corporativos

Estabilización del mercado de deuda de empresas. Consideramos difícil retornar a los diferenciales mínimos vistos no hace mucho. Las agencias de calificación crediticia han realizado la mayor revisión de ratings en 20 años, siendo los sectores más afectados energía (petróleo), viajes y ocio, bienes duraderos, automoción... y, los menos afectados, energía (eléctricas), telecomunicaciones, tecnología y salud, entre otros. Se temen tasas de incumplimiento extremas y se requiere especial tacto. Recomendaríamos los bonos de alto rendimiento (HY) más próximos a la categoría de inversión (IG) y el sector financiero. También incorporaríamos deuda subordinada e incluso sopesaríamos bonos convertibles (los bancos están bien capitalizados y con activos de calidad).

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): INFRAP.–NEUTRAL (objetivo: 313; salida: 344)  
 Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL (objetivo: 303; salida: 333)  
 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 2,3%)  
 Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 80)  
 Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL (diferenc. obj.: 450)





# ESPAÑA

## La caída del PIB español se situaría en la banda de previsiones más benigna (-7% en el ejercicio 2020)

### Economía

Partiendo de una elevada indeterminación en prácticamente todos los factores incorporados en los modelos a partir de los que inferimos nuestras previsiones, lo que implica enorme incertidumbre sobre la evolución de los acontecimientos, analizamos detenidamente todas las medidas adoptadas en los ámbitos fiscal, de liquidez y sanitario. Por lo que respecta a política fiscal, el gobierno español ha lanzado su propia batería de políticas de gasto (ingreso vital mínimo, planes de despido temporal) y renta (moratoria tributaria), estabilizadores automáticos (subsidios de desempleo) y medidas de liquidez (garantías, préstamos ICO) dirigidas a mitigar la difícil situación económica provocada por el confinamiento masivo, pese a que a su vez introducen otras incertidumbres sobre el deterioro de la posición fiscal del país a largo plazo. Seguimos sin conocer ni el tipo ni la cuantía de las ayudas procedentes de instituciones europeas. Sobre esta base, consideramos dos escenarios principales.

**Escenario favorable (60% de probabilidad).** En este escenario las autoridades españolas comienzan a controlar la crisis sanitaria en algún momento de mayo. La reanudación de la actividad económica a partir de junio proporcionaría cierto apoyo interno al turismo que, si bien caerá un 60% interanual en la temporada de verano, no perdería todo el año. En este escenario las políticas fiscales y los estabilizadores automáticos funcionan y la confianza empresarial y contratación no se deterioran irreversiblemente, ya que las restricciones se levantan a inicios de junio. La demanda reacciona favorablemente y hace posible que se recupere buena parte del consumo reprimido. Este escenario podría implicar una caída del PIB de 2020 con una contracción de hasta el -7%, incluso suponiendo una caída anual del 45% en comercio y turismo, o del 50% en el sector inmobiliario.

**Escenario negativo (40% de probabilidad).** El confinamiento dura hasta junio o julio y no se recuperaría una tasa de actividad cercana al 60% hasta agosto, perdiendo el turismo la mayor parte de los ingresos del año (60% o más), lo que hundiría la demanda interna (hasta el -13% interanual) y la formación bruta de capital fijo (hasta el -17%). En este escenario, ni las políticas fiscales ni los estabilizadores automáticos lograrían mantener los niveles de confianza de los consumidores, ya que los indicadores empresariales quedarían severamente dañados y la impresión sería de que es casi imposible recuperar rápidamente la contratación. Este escenario apunta a una caída del PIB del 12,5%.

### Mercado bursátil

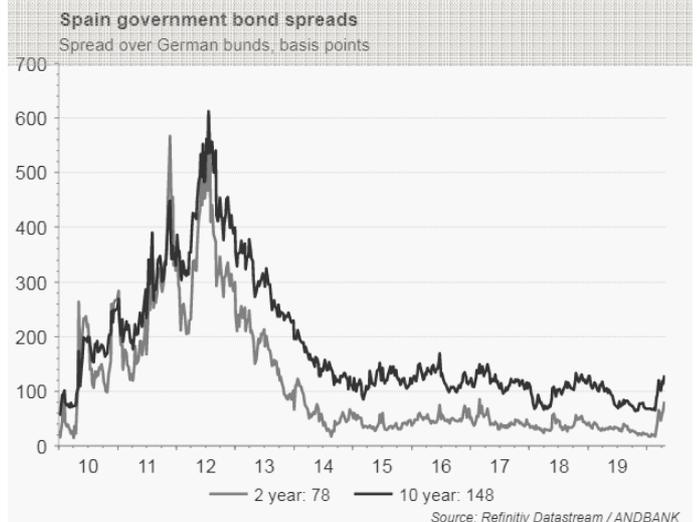
Nuestro informe anterior buscó establecer un suelo para el IBEX con un enfoque de inferencia a partir de datos microeconómicos («ascendente»), fijándose ese suelo entre los 5.500 y 6.000 puntos. Esta vez lo hemos intentado adoptando un enfoque macroeconómico («descendente»). Suponiendo que los márgenes de beneficio caen 300 puntos respecto a 2019, el BPA del ejercicio 2020 se situaría en 434,7 EUR. Con un PER de 13,8x el valor mínimo para el IBEX estaría en la cota de los 6.000 puntos. Sin embargo, en un escenario más equilibrado, en el que supondríamos una caída de los resultados del ejercicio 2020 del -22%, que es nuestra previsión para toda Europa (factible, ya que consideramos el primero de los dos escenarios antes propuestos como más probable), el BPA rondaría entonces los 551 EUR. Utilizar un PER para fin de año de 13,5 permite justificar un nivel de 7.500 puntos para el IBEX. Nuestro posicionamiento recomendado (sobreponderación-neutral) se fundamenta en lo expuesto.

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

La evolución del coronavirus sigue una dinámica lenta pero positiva en muchos países europeos, viéndose la primera quincena de mayo como la fecha en la que algunos países grandes relajarán sus medidas de contención. El problema sanitario tiene prevalencia y determinará en gran medida el ritmo de retorno a la normalidad. De este modo, veremos aproximaciones dispares entre los distintos países dependiendo de sus cifras epidémicas y de los medios de que dispongan para controlar el virus. A día de hoy, atendiendo a esas cifras, que en el caso de España son indicativas de que no está fuera de peligro, este país no parece que vaya a contarse entre el grupo de aquellos que se adelantarán en la reapertura de sus economías.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (obj.: 7.500; salida: 8.153)  
Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo de rendimiento del Bono: 1,0%)  
Deuda corporativa (IG): NEUTRAL  
Deuda corporativa (HY): NEUTRAL





# JAPÓN

## Decepción en el sector empresarial japonés por el plan de estímulo de un billón de dólares

### Crisis del coronavirus

Japón comunicó el martes 21 otras 25 muertes causadas por el coronavirus, su cifra diaria más alta, que eleva los fallecidos a 276. La cifra de infectados sigue aumentando casi dos semanas después de declararse el estado de emergencia en Tokio, Osaka y otras grandes conurbaciones, con al menos 11.137 casos de contagio confirmados. Una cifra similar a la de Corea y muy por debajo de los 200.000 confirmados en España. El confinamiento se ampliará al 6 de mayo. El Consejero delegado de Takara Bio, Koichi Nakao, manifestó a Nikkei que la empresa prevé producir en masa vacunas contra el coronavirus este mismo año. En colaboración con la biofarmacéutica AnGes y la Universidad de Osaka, Takara Bio desarrollará una vacuna de ácidos nucleicos cuyos ensayos clínicos comenzará este verano. Mientras tanto, el intento de Japón de triplicar sus existencias del medicamento contra la gripe Avigan para tratar el coronavirus se ha demostrado un reto, ya que la falta de un ingrediente procedente de China obliga a Fujifilm Holdings a recurrir a un proveedor nacional. Tras expirar las patentes de Avigan en el extranjero, China comenzó a producir genéricos pero únicamente para el mercado nacional. El volumen de tráfico en Japón aún no llega a la reducción del 70% a la que aspira el gobierno. En Nagoya y Fukuoka disminuyó un 40% el lunes 20, a pesar de la declaración oficial del estado de emergencia a nivel nacional la semana pasada. El gobierno japonés había pedido a las empresas que tomaran medidas, como alentar el trabajo desde casa, para reducir el tránsito en un 70%. Los datos revelan que el objetivo está lejos de alcanzarse, mientras las empresas procuran implementar modalidades de trabajo a distancia.

### Datos y flujos

Caída de las exportaciones del 11,7% interanual en marzo, frente a la previsión del consenso (-9,4%) y el dato de febrero (-1%). Caída de las importaciones del 5% interanual, frente al consenso (-8,7%) y febrero (-13,9%). La afluencia de turistas extranjeros cayó un 93% interanual en marzo. Para el conjunto del año, los economistas encuestados esperan que la caída de visitantes extranjeros esté entre el 30% y 80%. Por segundo mes consecutivo, el gobierno revisará a la baja sus perspectivas económicas en el informe de abril, añadiendo la expresión «en deterioro», lo que no hacía desde la crisis de Lehman. El índice de la encuesta Economy Watchers marcó un mínimo histórico en marzo. Según el sondeo de Reuters del informe Tankan, la confianza empresarial se desplomó a mínimos de la década en abril. El índice de confianza de los fabricantes pasó de -20 en marzo a -30 en abril, un nivel que no marcaba desde octubre de 2009. La mayoría de las empresas japonesas expresaron su decepción ante el plan oficial de estímulos por importe de un billón de dólares. Durante la semana que terminó el 11 de abril los inversores nacionales fueron compradores netos de renta variable extranjera por importe de 450.100 millones de yenes (la semana anterior, las compras netas ascendieron a 568.800 millones de yenes), pero vendedores netos de deuda extranjera a largo plazo por importe de 201.300 millones de yenes (que se suman a los 1,05 billones de yenes de ventas netas en la semana anterior).

### El gobierno japonés elevará el presupuesto. Kuroda señala disposición a profundizar en la relajación de la política monetaria

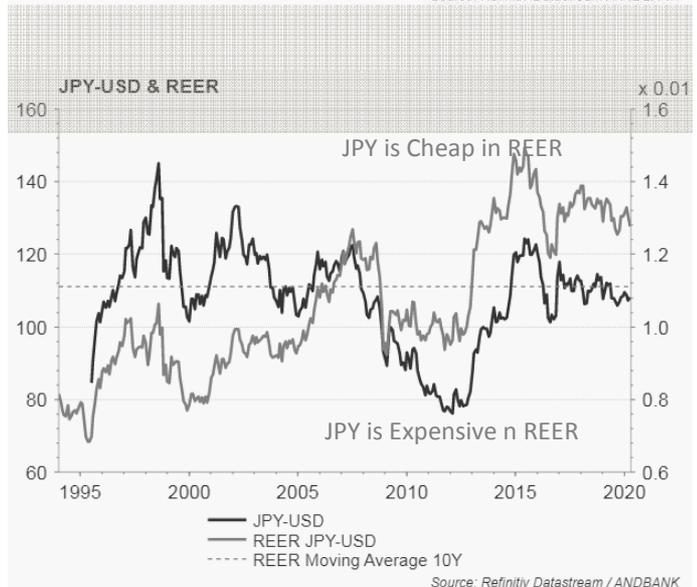
Japón aumentará el presupuesto complementario del ejercicio fiscal 2020 en 8,88 billones de yenes (82.400 millones de USD) tras su nuevo plan de entregar 100.000 yenes (930 USD) a cada particular, que rectifica su idea previa de transferir 300.000 yenes a aquellos hogares que registrasen una merma en sus ingresos. Esto lleva el presupuesto adicional a un total de 25,7 billones de yenes (240.000 millones de USD) y eleva la cuantía del principal estímulo fiscal a 117,1 billones de yenes (1,09 billones de USD, o 22% del PIB japonés). Abe insiste en que los particulares soliciten en línea dichos pagos universales de 930 USD para garantizar que la asistencia llegue pronto, a ser posible en mayo. Mientras tanto, Kuroda ha señalado a sus colegas del G-7 su disposición a continuar relajando la política monetaria. Citando una conferencia de prensa, Bloomberg informó de que el gobernador del Banco de Japón, Haruhiko Kuroda, enfatizó el martes su intención de relajar aún más la política, aduciendo que la respuesta al coronavirus provocará una contracción de la economía mundial. La semana pasada, el gobernador insinuó que era probable una revisión a la baja importante en las previsiones del Banco, alegando que el impacto del virus en la economía estaba siendo grave.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): INFRAPONDERAR (objetivo: 18.071; salida: 19.878)

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

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





# CHINA

## El PIB del primer trimestre se contrae (-6,8% inter.), pero la producción industrial se normaliza (-1,1%)

### Datos de alta frecuencia

El PIB del primer trimestre registró una contracción interanual (-6,8%), frente a la previsión del consenso (-6,5%) y el dato del trimestre anterior (+6%). La producción industrial cayó en marzo (-1,1% interanual), frente a la previsión del consenso (-7,3%) y el dato de febrero (-13,5%). Componentes destacados: minería (+4,2%), alimentación (+5,7%), farmacia (+10,4%) y robótica (+12,9%). Inversión en activos fijos (en lo que va de año): -16,1% frente a -24,5% el mes anterior. Ventas minoristas: -15,8% interanual vs -20,5% el mes anterior. La tasa de desempleo se redujo al 5,9% desde el 6,2% anterior. El South China Morning Post (SCMP) mencionó algunos estudios que muestran que el brote de coronavirus está debilitando severamente el mercado laboral chino, y que el número de nuevas ofertas de empleo se redujo un 27% en el primer trimestre. El sitio de reclutamiento chino Zhaopin suprimió 23 millones de puestos de trabajo. Los anuncios de ofertas de empleo en el sector de ocio y servicios cayeron más del 40% respecto al año anterior, registrándose menores caídas en educación, deportes, tecnologías de la información y finanzas. El PIB de la provincia de Hubei se contrajo un 39,2% interanual en el primer trimestre, según SCMP, con mucho la mayor contracción económica de cualquiera de las 31 jurisdicciones de nivel provincial de China. El daño económico en la provincia, clave en la producción de automóviles y recambios, fue profundo y amplio, cayendo la producción en todos los sectores industriales. La mayor la registró producción de automóviles (-60%). En servicios, las ventas minoristas de la provincia cayeron un 44,9%.

### El PBOC impulsará la actividad económica real mediante recortes del coeficiente de reservas mínimas obligatorias y refinanciación

El Banco central de China (PBOC) anunció el jueves que seguirá canalizando crédito a la economía real, en especial a las pequeñas empresas, a través de medidas tales como recortes del coeficiente de reservas mínimas obligatorias (RRR) y del tipo de refinanciación. El PBOC señaló que los nuevos préstamos denominados en yuanes alcanzaron un récord de 7,1 billones de CNY (1 billón de USD), mientras que el saldo vivo de los préstamos a empresas pequeñas y microempresas ascendió a 12,4 billones de CNY al final de marzo, un aumento del 23,6% interanual. La proporción de préstamos a pequeñas empresas sobre el crédito total aumentó 0,6 p.p. en el año, al 7,7%. Se están tomando medidas más sólidas para apoyar a las empresas, incluidos recortes de impuestos que aliviarían la carga para las empresas en 1,6 billones de CNY (227.250 millones de USD). China ya ha ofrecido 3,55 billones de CNY de crédito a bajo coste a las instituciones financieras vía recortes del coeficiente de reservas mínimas obligatorias, y de los tipos de refinanciación y redescuento. El PBOC recortó en 20 pb, hasta el 2,95%, el tipo del crédito a medio plazo (MLF) de un año al ofrecer 100.000 millones de CNY en nuevos préstamos. El miércoles 15 surtió efectos también un recorte de 50 pb en el RRR bancario, permitiendo liberar alrededor de 200.000 millones de yuanes de financiación.

### Coronavirus

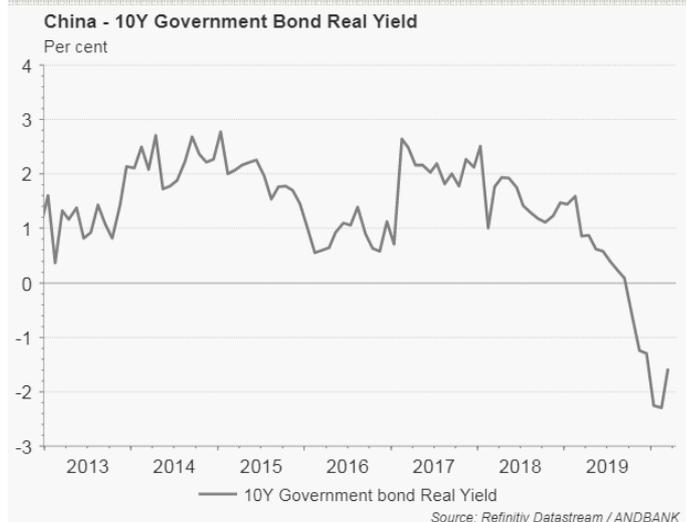
Xinhua, la agencia oficial de noticias del gobierno chino, destacó el desarrollo de los tratamientos contra el coronavirus en China, como el basado en células madre y la terapia pasiva de anticuerpos o plasma de convalecientes, ambos en fase de ensayos clínicos. El tratamiento con células madre puede mejorar la tasa de curación en pacientes graves al inhibir la inflamación pulmonar y mejorar la función respiratoria. La terapia pasiva de anticuerpos ha acordado significativamente la duración media de las estancias en UCI en los receptores en comparación con el grupo de control. Se están realizando ensayos clínicos con cuatro medicamentos. En medio del escepticismo que suscitan sus datos epidémicos, China revisó el recuento oficial de fallecidos por el coronavirus y añadió 1.290 muertes en Wuhan.

### PBOC eleva la participación en el mayor prestamista hipotecario indio

El PBOC aumentó su participación en Housing Development Finance Corp., la principal compañía hipotecaria de la India, desde 0,8% al umbral regulatorio del 1,01%. Es muy raro que se vea al banco central comprando acciones de una importante empresa privada extranjera. El presidente de HDFC, Deepak Parekh, manifestó a medios de información indios que es habitual que los bancos centrales compren acciones en nombre de fondos de inversión soberanos, señalando que también la Autoridad Monetaria de Arabia Saudita es titular de acciones de HDFC.

### 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)





# INDIA

## Los efectos de la pandemia en la economía india

### La falta de capacidad médica exige prolongar el cierre de actividad

Si bien la juventud demográfica india implica un menor porcentaje de población en riesgo, India, al ser una nación con nivel de renta bajo, carece de capacidad médica para protegerse de los estragos de la covid-19 (India gasta el 3,7% del PIB en atención médica, frente a una media del 12,6% en países de renta alta; fuente: Banco Mundial). Un modelo epidemiológico muy citado publicado por el Center for Disease Dynamics, Economics & Policy (CDDEP), establecido en Washington DC, estimó que el confinamiento ayudará a limitar la población infectada este verano a 200 millones, con 1-2 millones de pacientes que requerirán cuidados intensivos, y alrededor de medio millón de fallecidos para verano (muy por debajo de las estimaciones previas a la cuarentena de 500 millones de infectados, 4 millones de pacientes en estado crítico y 1-2 millones de fallecidos en verano). Dicho todo esto, estamos convencidos de que serán decenas de miles los indios que morirán en casa, sin aparecer en ninguna estadística, lo que lamentablemente contribuirá a «suavizar» la magnitud de la tragedia. Siendo realistas, el número de casos y de muertes que deberíamos esperar es muy alto. Por varias razones. 1) Si bien es cierto que el 25 de marzo sus 1.370 millones de ciudadanos entraron en cuarentena durante tres semanas, tales restricciones sociales resultan difíciles (si no imposibles) de aplicar en gran parte del país. 2) India es una nación que destaca por ser poco saludable, albergando casi un tercio de la población mundial aquejada de enfermedades respiratorias crónicas, con casi 250.000 muertes tan solo por tuberculosis cada año, y más de uno de cada diez adultos también afectado de enfermedades cardiovasculares. 3) Las malas condiciones de vida no ayudan: los hogares a menudo están superpoblados y la alta densidad de población en algunas áreas favorece el ambiente ideal para la propagación de virus. 4) Es común la convivencia intergeneracional, lo que dificulta el aislamiento de las personas mayores. Un rayo de esperanza es que solo el 8% de los indios tienen más de 60 años. Este porcentaje es muy inferior al de China y menos de la mitad de la cifra en la mayoría de naciones desarrolladas. Aun así, en términos absolutos, todavía quedarían 110 millones de personas mayores vulnerables. India, al igual que gran parte del mundo en desarrollo, experimentará lo peor de la pandemia justo cuando Europa y Estados Unidos estén saliendo de ella.

### La baja eficacia y la falta de competencia podrían pasar factura

El cierre de la actividad en India es uno de los más duros. Tras la llamada de Modi a «quedarse en casa», equipos de policías golpearon a ciudadanos que se aventuraban a comprar comestibles. Se requirió a los estados que sellasen sus fronteras y se suspendieron los servicios regulares de trenes y autobuses. Pero la misma incompetencia del gobierno podría socavar el bloqueo, ya que, al implementarse este sin un paquete integral de ayudas a los pobres urbanos, se ha provocado caos y causado ansiedad entre muchos de los 150 millones de trabajadores migrantes del país que, con fábricas y sitios de construcción cerrados, no pueden permitirse el lujo de permanecer en las ciudades. Los gobiernos estatales no han fletado autobuses, por lo que hordas de personas se han visto obligadas a caminar cientos de kilómetros hasta su casa. Las autoridades locales supuestamente deberían proporcionarles instalaciones de cuarentena a su llegada, pero se sabe que no son pocos los migrantes que optan por aislarse voluntariamente a las afueras de su aldea. El éxodo podría haberse evitado anunciando tempranamente transferencias de efectivo, así como proporcionando refugios y comida. En cambio, ahora, los migrantes que regresan llevarán casi con certeza el virus a las áreas rurales.

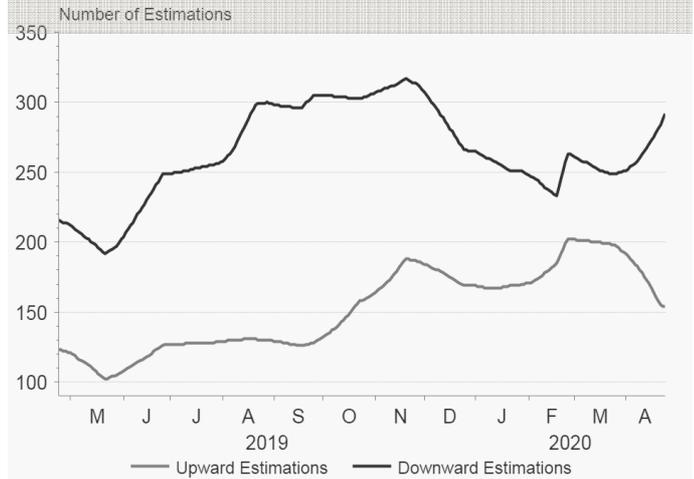
### Escaso recurso a políticas fiscales

El paquete de ayuda de 23.000 millones de USD anunciado la semana pasada no llega al 1% del PIB. Son muy limitadas las medidas para mantener a flote las empresas que se hunden. Nueva Delhi se centró en medidas paliativas, prometiendo gas para cocinar, granos y lentejas gratis, y realizando pequeños pagos directos en efectivo. El gobierno está limitado por una posición fiscal que ya era débil, tras haber incumplido reiteradamente sus objetivos de déficit (véase gráfico). Depende, pues, del banco central para hacer el trabajo duro. El RBI redujo los tipos de interés a mínimos históricos, realizó inyecciones masivas de liquidez y otorgó a los deudores un período de carencia de tres meses en el reembolso de todos los préstamos a plazo. Dicho esto, el estado es claramente incapaz de mitigar los perjuicios económicos. Todo esto presagia malas noticias para la economía.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (SENSEX): NEUTRAL (objetivo: 31.527 ; salida: 34.679)  
 Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 7%)  
 Deuda corporativa: INFRAPONDERAR  
 Divisas (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 74)

**ANALYSTS - ESTIMATIONS (UPWARD VS DOWNWARD)**



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

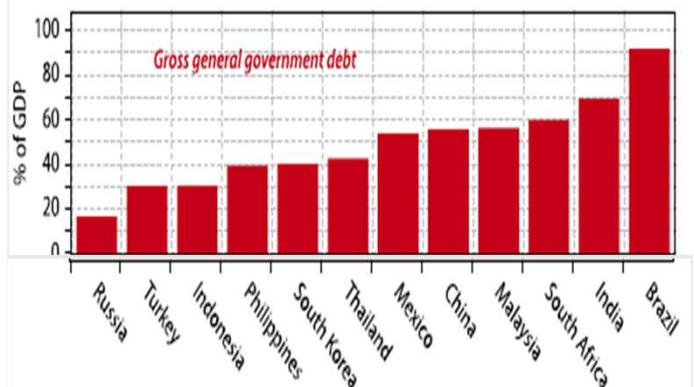
**PE (Itr) - India**  
 MSCI India



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### Among EMs, India's fiscal position is quite stretched

IMF estimates for 2019





# ISRAEL

## Acuerdo para formar un gobierno de unidad

### Coyuntura económica

Israel, como otros países, permanece en cuarentena, con tan solo el 15% de la fuerza laboral yendo a la oficina, y el resto (salvo quienes hayan obtenido permiso no remunerado) trabajando desde su casa. Debido al coronavirus, la tasa de desempleo ronda el 24%, pero la mayoría previsiblemente volverán a trabajar tan pronto se levante la cuarentena. Para aliviar los efectos del coronavirus sobre la economía, el Banco de Israel redujo el tipo de interés al 0,1% y mantiene activamente la liquidez tanto en los mercados financieros (a través de operaciones de *repos*) como en la actividad económica (a través de préstamos a pequeñas empresas). Israel está recibiendo elogios en todo el mundo por su gestión de la crisis, y se espera que retorne a la normalidad relativamente pronto. El IPC israelí registró en febrero un alza del 0,1% interanual; en la cifra mensual, los precios cayeron el 0,1%.

### Política

El primer ministro israelí, Benjamín Netanyahu, y su rival en las encuestas, Benny Gantz, anunciaron el lunes un acuerdo para formar un gobierno de unidad y poner fin a la crisis política más larga en la historia de Israel, y poder concentrarse en combatir la pandemia del coronavirus. Este acuerdo evitará la cuarta tanda de elecciones en un año y se firmará formalmente después del Día de la Independencia. El acuerdo contempla que Netanyahu mantendrá el cargo 18 meses y Gantz asumirá la cartera de Defensa durante ese tiempo; transcurridos 18 meses, Gantz reemplazará a Netanyahu como presidente del ejecutivo israelí.

### Mercado de renta variable

Los índices de renta variable TLV se han recuperado de buena parte de las pérdidas sufridas en febrero-marzo. El TLV-125 tocó mínimos el 23 de marzo y desde entonces ha recuperado un 24%. Los sectores que habían batido al índice general del mercado fueron aquellos que encajaron el mayor retroceso en febrero-marzo; fue el caso de compañías de petróleo y gas, aseguradoras y constructoras. El optimismo de los inversores se apoyó en el control de la pandemia que estaba haciendo el Estado (con un relativo éxito en contener la propagación) y en las medidas adoptadas en materia fiscal (políticas de gasto dirigidas a sostener a empresas en dificultades). En la actualidad que haya o no una corrección adicional parece depender en gran medida del éxito en detener la propagación del virus.

### Mercado de renta fija

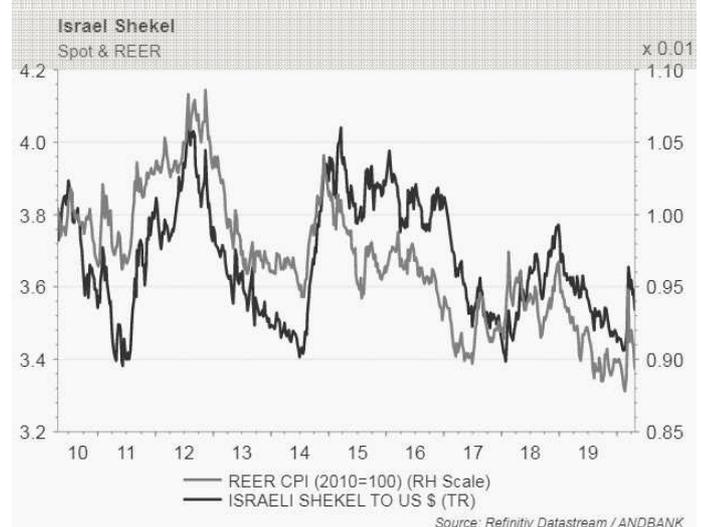
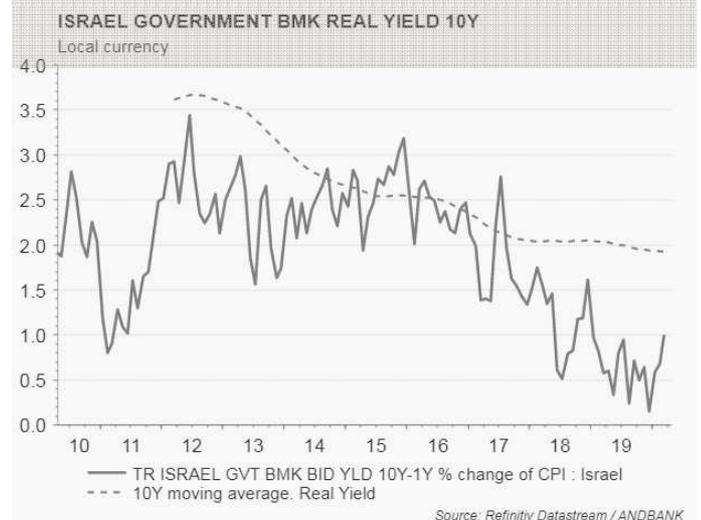
Los diferenciales de los bonos corporativos comenzaron a recuperar niveles más normales tras haberse ampliado en marzo hasta niveles no vistos desde la gran crisis financiera de 2008. El estrechamiento de los diferenciales de crédito de las empresas israelíes afectó a todos los sectores, calificaciones y vencimientos. El diferencial crediticio en el índice TelBond60 vinculado al IPC cayó al 2,1% (desde su máximo del 3,5%), pero aún continúa muy por encima de los niveles de diferenciales anteriores a la crisis del 1,2%-1,25%. En el TelBond Shikl50 no vinculado al IPC el diferencial crediticio cayó al 3,1% (desde su máximo del 6,1%), y también se mantiene muy por encima de los niveles de diferenciales anteriores a la crisis del 1,3%-1,5%. El gobierno de Israel autorizó un importante programa de estímulo (equivalente al 6,5% del PIB) para ayudar a pequeñas empresas y particulares a superar los efectos del cierre de la actividad económica. El banco central israelí hizo su parte y bajó el tipo de interés al 0,1% (desde el 0,25%) y comenzó a comprar deuda pública de todos los vencimientos. El banco central también tomó medidas para evitar un debilitamiento del shekel. Los particulares y las empresas israelíes están relativamente menos apalancados que sus homólogos de EE.UU. y de la UE. Cuanto se ha expuesto, unido al bajo nivel de contagios y muertes por el virus, nos hace pensar que la economía israelí está en una posición relativamente sólida para afrontar la vuelta a la normalidad.

### Perspectivas de los mercados financieros

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

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

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





# BRASIL

## El gran desafío está en retomar la senda de la consolidación fiscal

### Política

El ruido político alcanzó nuevas cotas en abril cuando anunció su dimisión el ministro de Justicia, Sergio Moro, quien fuera juez en las investigaciones del escándalo de corrupción del caso Lava Jato, y uno de los miembros más populares del gabinete. La razón principal fue el despido del jefe de la Policía Federal, que, según manifestaciones del ministro Moro, no estaba justificado y respondía a motivos políticos. Otros dos eventos precedieron a su decisión: el despido del Ministro de Salud y las críticas públicas por parte del equipo económico del gobierno a un nuevo plan económico basado en proyectos de infraestructuras. El aumento en el riesgo político podría acabar socavando la capacidad de Brasil de responder debidamente a perturbaciones simultáneas de oferta y demanda. Esta capacidad para abordar la recesión económica aplicando políticas no convencionales dependerá de la estabilidad política, la credibilidad de las políticas y de que el gobierno retome la disciplina fiscal y monetaria a largo plazo una vez haya finalizado la crisis.

### Coyuntura económica

El gran desafío está en retomar la senda de la consolidación fiscal, ya que combatir la covid-19 podría generar un déficit fiscal récord del 12% del PIB y llevar la deuda bruta a finales de año al 84% del PIB. Con todo, algo está ayudando una tasa Selic más baja, que podría minorar en parte el pago de intereses. Se espera que el Comité de Política Monetaria (Copom) del BCB bajará el tipo de interés al 3% hasta final de año. Las previsiones de inflación siguen por debajo del objetivo para 2020 y 2021. Por lo que respecta al sector exterior, la balanza por cuenta corriente sorprendió al registrar un superávit de 868 millones de USD en marzo, por encima del consenso del mercado (200 millones de USD); actualmente se sitúa en 49.700 millones de USD a 12 meses (2,8% del PIB), por debajo de los 53.200 millones de USD de febrero. La balanza comercial sigue aguantando relativamente bien, con un superávit a 12 meses de 36.900 millones de USD pese a la fuerte caída de los precios de las materias primas. La debilidad del real brasileño contribuirá a proteger la economía de algunas de las perturbaciones que afronta.

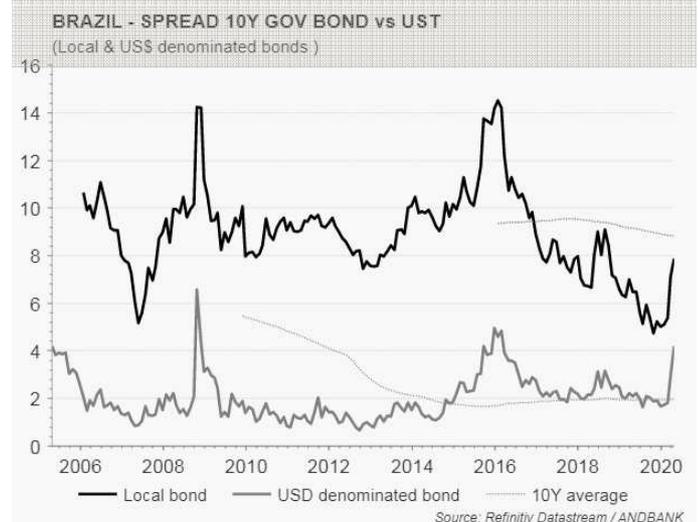
### Los activos brasileños atraviesan por dificultades

La dimisión de Moro (que también podría estar relacionada con su objetivo de postularse para presidente en las próximas elecciones) y los rumores de renuncia de Guedes han lastrado la cotización de los activos brasileños. Por el momento los rumores sobre una renuncia de Guedes no nos parece que vayan a materializarse. El Ministro de Finanzas habla constantemente en la televisión y enfatiza la importancia de mantener las reformas embridadas durante dos años, diciendo que este no es el momento para debilitar al país. Con respecto a la actual incertidumbre política, parece claro que el factor de inestabilidad es el presidente Bolsonaro y que el problema podría tener raíces económicas. Está en su segundo año de mandato y las reformas de Guedes aún no han dado sus frutos en forma de crecimiento (el presidente no parece entender que las reformas fiscales tardan unos años en hacerlo). Bolsonaro, impaciente por ver resultados, aboga por un aumento del gasto. Pero esto iría en contra de las políticas de Guedes de contención del gasto, lo que genera tensión en el seno del equipo económico del gobierno y está permitiendo criticar abiertamente las afirmaciones del presidente.

A nuestro juicio lo que está sucediendo con el BRL es que su cambio ha ido más allá de lo razonable. El BRL está barato en términos de tipo de cambio efectivo real, si bien entendemos que el ruido político podría dañar la moneda, ya que las tensiones políticas están lejos de haberse resuelto. Establecemos un rango objetivo para el cambio entre BRL y USD de 5,30-6,00 reales por dólar. Cuando termine la covid-19 y la economía se normalice, la recuperación será un factor que prevalecerá sobre la inestabilidad política.

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): NEUTRAL-SOBREP. (obj.: 80.000; salida: 88.862)  
 Deuda soberana (10 años) en BRL: SOBREPONDERAR (obj.: 7,4%; dif.: 600)  
 Deuda soberana (10 años) en USD: SOBREP. (obj.: 4,9%; diferencial: 350)  
 Divisas (BRL/USD): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: rango 5,30-6)





# MÉXICO

## Persisten obstáculos a la recuperación económica. Indefinición política ante la actividad de inversión.

### Economía y Banco central

Los indicadores correspondientes a marzo ya mostraron la destrucción de más empleos formales que los creados en todo 2019. También destacaríamos el hecho de que algunos indicadores principales, basados en encuestas como la confianza del consumidor dejarán de publicarse hasta que se restablezcan las actividades normales. En cuanto a la inflación, el IPC de marzo mostró el efecto desinflacionista de la menor demanda agregada, si bien el componente subyacente sigue manteniéndose por encima del 3,60%. Banxico redujo en 100 pb los tipos de interés oficiales en una reunión fuera de calendario, dejando su tipo de referencia en el 6,00%. La próxima reunión es en mayo y se anticipa otra bajada de entre 50 y 100 pb. La mediana de las encuestas locales apuntan a un rango del 5,00%-5,50% para finales de 2020.

### Política

Finalmente hubo recortes de rating tanto en la calificación de los bonos soberanos como en los bonos de Pemex, que perdieron el grado de inversión tras las rebajas de Fitch y Moody's. La calificación de México para Fitch fue de BBB-, a solo un paso de perder el grado de inversión. La agencia calificadora enfatizó los siguientes puntos: persistencia de obstáculos a la recuperación económica basados en el deterioro del clima empresarial y a la erosión de la fortaleza institucional, y debilidad en las finanzas públicas, en parte debido a Pemex. Las razones para Moody's fueron unas menores perspectivas de crecimiento a medio plazo, reconocimiento del deterioro financiero de Pemex y el riesgo derivado del compromiso explícito del gobierno con la compañía petrolera, el posible impacto derivado de las finanzas públicas y la debilidad en política interna, y una baja capacidad institucional.

México acordó con la OPEP+ reducir su producción sólo en 100.000 barriles de petróleo diarios (bpd). Inicialmente se solicitaron 400.000 y Estados Unidos habría absorbido la diferencia.

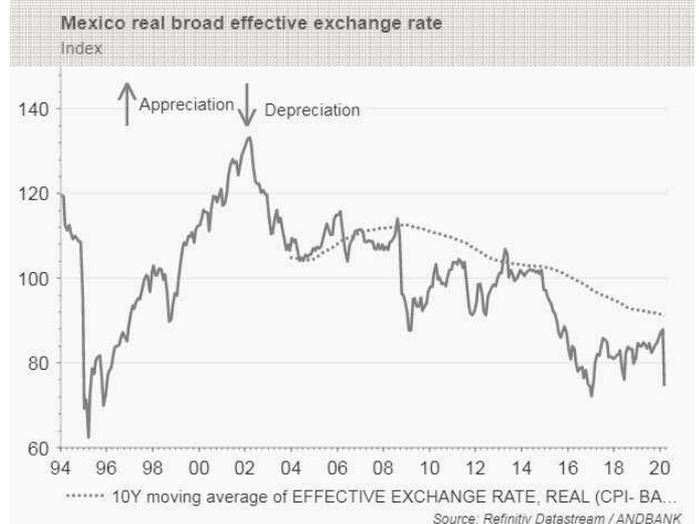
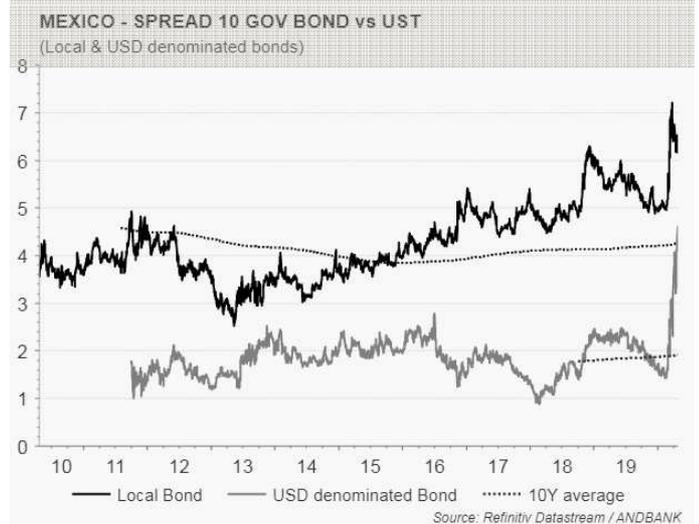
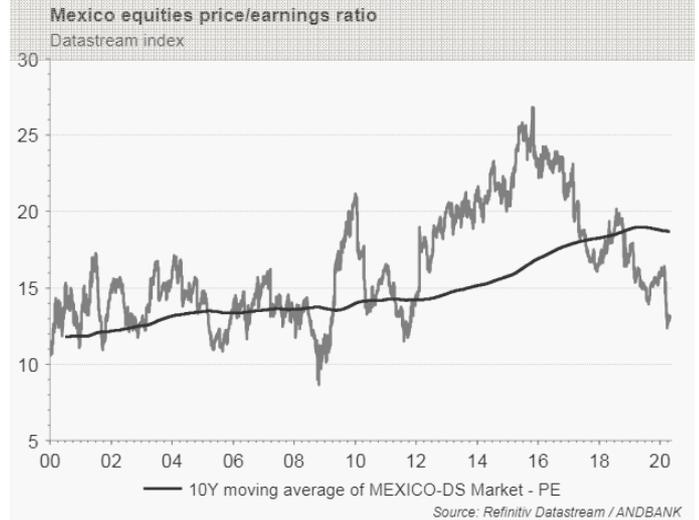
### Activos mexicanos

**Renta variable (índice IPC).** El riesgo que entraña la frágil posición financiera de Pemex para las finanzas públicas comienza a contagiarse a otros activos mexicanos, agravado por el efecto global del coronavirus, que expulsa capital de mercados emergentes, y también por la rápida reacción de las agencias de calificación crediticia ante esto (con la consiguiente pérdida de la categoría de inversión). La incertidumbre empresarial, unida a la indefinición del gobierno de AMLO en materia de políticas que fomenten la inversión, llevarían el rango estimado para el índice en 2020 a los 30.000-40.000 puntos, siendo probable que la cotización del índice acabe rondando el límite inferior de este rango.

**Renta fija.** El diferencial de los bonos mexicanos denominados en MXN y USD con el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense (UST) a 10 años llegó a ampliarse hasta los 620 pb y 250 pb, respectivamente. La perspectiva para estos activos, en el actual entorno económico y monetario, es de una normalización (reducción) de los diferenciales habida cuenta de la evolución relativa de su política monetaria, con bancos centrales externos que coordinan estímulos y Banxico que relajaría su política a un ritmo mucho menor. En el caso de Banxico la continuidad de esta tendencia dependerá de su flexibilidad para mantener o reducir el tipo de interés. Dicho esto, parece claro que el alcance de los eventuales recortes futuros de tipos de interés será menor que el observado hasta ahora y que los tipos podrían seguir contenidos en el caso de que fuera a más la prima por riesgo-país exigida por los mercados, con el consiguiente deterioro adicional de los bonos mexicanos. Establecemos el diferencial objetivo para el bono soberano en MXN frente al UST en 550 pb (rendimiento objetivo: 6,90%). Para el bono soberano mexicano denominado en USD, el nivel objetivo sería de 200 pb (rendimiento objetivo: 3,4%).

### Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): INFRAP.-NEUTRAL (obj.: 33.067; salida: 36.374)  
 Deuda soberana en MXN: INFRAP. (rendimiento: 6,9%; diferencial: 550)  
 Deuda soberana en USD: SOBREP. (rendimiento: 3,4%; diferencial: 200)  
 Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 23)





# ARGENTINA

## Tenemos oferta de reestructuración de deuda

### Política y economía

La espera ha terminado: Argentina ha presentado por fin su oferta de canje de deuda, en los siguientes términos: i) Emisión de diez bonos nuevos (la mitad de ellos denominados en USD y la otra mitad en EUR) que incrementan el pago de cupón a intervalos regulares (*stop-up*) respaldados por un fondo de tesorería dotado por el emisor (*sinking fund*); ii) Bonos separados en cuatro tramos de vencimiento: a plazos cortos (vencimientos en 2021, 2022 o 2023), medios (en 2026 a 2036) y largos (en 2048 y hasta final de siglo), y canjes de bonos (con descuentos sobre el nominal y a la par), con cada tramo ofreciendo la opción de dos o tres bonos nuevos; iii) Un período de gracia de 3 años; iv) Vencimientos en 2030, 2036, 2039, 2043 y 2047; v) Quitas al capital comprendidas entre 0% y 12%; vi) Los bonos que vencen en 2030 y 2036 tendrán un importe máximo (de 11.400 millones de USD y 20.700 millones de USD), con prioridad para los bonos de corta duración. Los tenedores de bonos tendrán unos 20 días desde la fecha de la propuesta formal para aceptar antes de que se cierre la oferta.

La respuesta de los bonistas fue negativa, habiendo expresado su descontento tres grupos distintos de acreedores, incluido uno formado por grandes gestoras de activos (Blackrock, Fidelity, Amundi) que comunicaron tener el 25% de los bonos con vencimientos posteriores a 2016 y el 15% de aquellos que son objeto de reestructuración 2005/2010, y otro grupo con el ex abogado Paul Singer como asesor que dice tener una posición de bloqueo en los bonos 2005/2010. Guzmán ya declaró previamente que el gobierno aún no había alcanzado un «entendimiento» con los tenedores de bonos sobre qué constituiría un acuerdo sostenible.

Para el canje de bonos se requiere el consentimiento de los tenedores del 85% del nominal de todas las series afectadas y del 66,6% de cada serie. Para los bonos internacionales se requiere (a) más del 75% del nominal de todas las series, siempre que se cumplan ciertos requisitos «uniformemente aplicables», o (b) más del 66,6% del nominal de todas las series, y más del 50% del nominal de cada serie por separado.

Maneras de mejorar la oferta: i) reconocer intereses devengados; ii) aumentar los cupones; iii) capitalizar los intereses; iv) incluir algún tipo de instrumento que permita la recuperación de valor, como *warrants* sobre PIB. No está claro si los bonos emitidos en USD con arreglo a la ley argentina (con pagos suspendidos por decreto) recibirán una oferta similar. El gobierno también propuso posponer un año el pago de 2.100 millones de USD al Club de París que vence en mayo y planteó además la posibilidad de renegociar el acuerdo.

### La respuesta de Argentina a la pandemia: monetización a tope

El FMI prevé (por tercer año consecutivo) que se producirá una caída del PIB, del 5,7% en el caso de 2020. El gobierno está trabajando en un paquete de ayuda económica (para contrarrestar el impacto del coronavirus) por importe de unos 12.900 millones de USD (2,9% del PIB) y, vista la caída en términos reales (-10% en marzo) de la recaudación tributaria, el deterioro fiscal será desastroso, estimándose equivalente a un déficit primario del 4%-5% del PIB. Dada la falta de financiación para la deuda, el grueso del déficit primario se monetizaría, lo que apuntaría a una aceleración de la inflación.

### La inflación repunta pese a los controles de precios

El IPC de marzo creció un 3,3% mensual (frente al alza del 2% en febrero), con la cifra interanual desacelerándose al 48,4% (desde el 50,3% en febrero). Los precios de bienes y productos estacionales, sobre todo frutas y verduras, fueron los que más subieron, con un alza de la inflación residual del 4,9% mensual, seguida de alzas en el componente de precios regulados (+3,3%) y subyacente (+3,1%). En un desglose por componentes sectoriales, la educación fue la que más aumentó (+17,5%) debido al inicio del curso académico. Ante el aumento de la demanda por motivo precaución, la banca ha dejado de conceder crédito por temor a la posible expansión de la morosidad. El Banco central ha reducido el requisito de reservas mínimas obligatorias y los límites a Leliqs y Repos, liberando liquidez y presionando a la banca para que conceda crédito a las PYME (líneas al tipo subsidiado del 24%), pero sin dejar de acumular tesorería.

La expansión monetaria pasa factura en el mercado de divisas, alcanzando casi el 60% el diferencial entre los tipos de cambio oficial (65,95 ARS por dólar) y paralelo, el del Blue Chip Swap (BCS) (103,17 ARS por dólar).

### 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	Current PE fw EPS 2020	Projected PE ltm EPS 2020	INDEX CURRENT PRICE	2020 Floor Point (Fundam range)	2020 E[Perf] to Floor Point	Recomm	2020 Exit Point
	EPS Andbank 2020	EPS Growth Andbank 2020							
USA S&P 500	129	-21,6%	22,23	19,00	2.868	2.451	-14,5%	UW	2.942
Europe - Stoxx Europe 600	20,17	-22,4%	16,67	15,50	336	313	-7,0%	UW/MW	344
Euro Zone - Euro Stoxx	19,6	-22,4%	16,22	15,50	317	303	-4,4%	MW	333
Spain IBEX 35	551,7	-22,4%	12,21	13,50	6.736	7.448	10,6%	OW	8.193
Mexico IPC GRAL	2.320,5	-18,0%	15,78	14,25	36.616	33.067	-9,7%	UW/MW	36.374
Brazil BOVESPA	5.984	-18,0%	13,28	13,50	79.471	80.784	1,7%	MW/OW	88.862
Japan NIKKEI 225	1.063	-20,0%	18,46	17,00	19.619	18.071	-7,9%	UW	19.878
China SSE Comp.	226	-10,0%	12,73	12,50	2.878	2.827	-1,8%	MW	3.110
China Shenzhen Comp	75	-10,0%	23,83	22,00	1.790	1.653	-7,7%	UW	1.818
India SENSEX	1.576	-15,0%	20,10	20,00	31.686	31.527	-0,5%	MW	34.679
Vietnam VN Index	54	-10,0%	14,61	15,00	783	804	2,7%	MW/OW	884
MSCI EM ASIA	35	-10,0%	13,76	14,00	488	496	1,7%	MW	546

ANDBANK ESTIMATES

### ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

## Perspectivas: Fuertes tensiones en los mercados Valoración de Andbank: +4,0 (en un rango de ±7)

**Agregado (sobreponderación, con sesgo neutral):** Los mercados continúan registrando tensiones; desde consideraciones tácticas, entendemos que el mercado aún está en modo de asunción de riesgo.

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

**Análisis de flujo de fondos (sesgo de sobreponderación):** Los flujos positivos hacia acciones estadounidenses indican una dinámica favorable a dicha clase de activo; en cambio, las acciones europeas reflejan atonía por efecto de la situación creada por el coronavirus. China también atrajo recursos por su gestión de la pandemia y sus perspectivas de recuperación.

**Encuestas y análisis de opinión (sesgo de fuerte sobreponderación):** Este es el segundo mes en el que la confianza de los inversores está en niveles mínimos (algo indicativo de tensiones extremas). Nuestra lectura contraria sigue 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	306,69	7,60%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	lateral	237,00	433,90	268,00	360,00	360,00	324,92	10,80%
	Ibex	.IBEX	lateral	5.266,00	8.286,00	5.905,00	7.500,00	7.500,00	6.763,40	10,89%
	S&P	.SPX	lateral	2.346,00	3.393,52	2.346,00	3.028,00	3.000,00	2.799,55	7,16%
	Japón	.N225E	lateral	14.865,00	24.448,00	16.356,00	22.362,00	22.362,00	19.897,26	12,39%
	China	.SZSC	lateral bullish	1.458,00	2.000,00	1.552,00	1.945,00	2.060,00	1.750,28	17,70%
	India	.BSESN	lateral	24.833,00	42.273,00	25.638,00	35.750,00	35.750,00	31.588,72	13,17%
	Brasil	.BVSP	lateral	57.600,00	119.593,00	61.690,00	90.000,00	90.000,00	77.811,85	15,66%
México	.MXX	Lateral bearish	30.000,00	45.955,00	31.561,00	38.265,00	36.900,00	33.759,75	9,30%	
OTROS	Oil West Texas	WTCLc1	Lateral bearish	10,37	51,00	10,37	35,50	10,37	19,90	-47,89%
	Oro	XAU=	lateral bullish	1.358,00	1.920,00	1.445,18	1.802,00	1.691,00	1.717,68	-1,55%
	Treasury 10 años USA	US10YT=RR	Lateral bearish	0,1289%	1,3210%	0,3180%	1,3210%	0,8658%	0,6165%	40,44%

*Bullish*: potencial alcista superior al 3,5%; *Lateral Bullish*: potencial alcista (+1,5% / +3,5%); *Lateral*: tendencia no definida: (-1,5% / +1,5%); ; *Lateral Bearish*: potencial bajista (-3,5%/-1,5%); *Bearish*: potencial bajista < al -3,5%.

FI

RENTA FIJA – BONOS DEL ESTADO

Página 14

MERCADOS DESARROLLADOS

**Análisis fundamental**

**Treasury EE.UU.: suelo 1,97%; valor razonable 2,36%; techo 3%**

**Diferencial swap:** El diferencial swap se elevó a +56 pb (desde +47 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 redujo a 43 pb (desde 48 pb el mes pasado). Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 1%, para alcanzar la pendiente media a largo plazo (136 pb), el rendimiento de este bono debería situarse en 2,36%.

**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 0,10%; valor razonable 1,13%; techo 1,5%**

**Diferencial swap:** El diferencial swap se estrechó a +33 pb (desde +38 pb el mes pasado). 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 en EUR se redujo a 26 pb (desde 35 pb el mes pasado). 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 (113 pb) el rendimiento del Bund debería situarse en 1,12%.

**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».

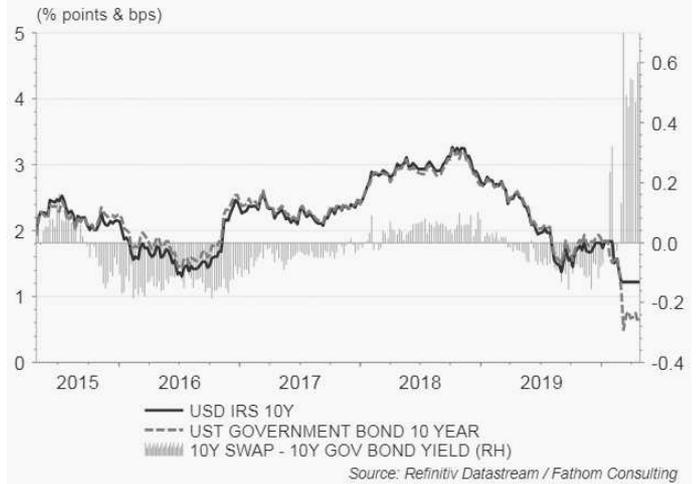
**Gilt británico: suelo 1,9%; valor razonable 2,4%; techo 2,5%**

**Diferencial swap:** El diferencial swap se mantuvo estable en +22 pb (+21 pb el mes pasado). Para que el 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%.

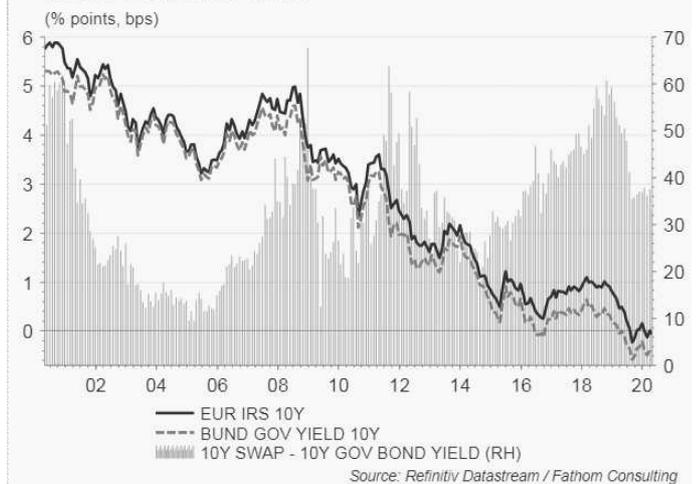
**Pendiente:** Con el bono británico a 2 años normalizado en el 1%, para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (1,40%) el rendimiento del Gilt con ese vencimiento debería situarse en 2,40%.

**Rendimiento real:** Al ser nuestra previsión a medio plazo para el IPC de 1,5%, 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: 1%
- Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 2,0%
- Bono 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	7,99%	2,97%	5,02%	-1,00%	6,99%
	India	6,03%	6,36%	-0,34%	1,00%	7,03%
	Philippines	3,35%	2,55%	0,80%	0,00%	3,35%
	China	2,52%	2,44%	0,08%	0,00%	2,52%
	Malaysia	2,77%	0,54%	2,24%	-0,75%	2,02%
	Thailand	1,06%	0,08%	0,98%	0,00%	1,06%
	Singapore	0,90%	0,14%	0,76%	0,00%	0,90%
	South Korea	1,33%	1,01%	0,32%	0,00%	1,33%
	Taiwan	0,45%	-0,14%	0,59%	0,00%	0,45%
EME	Turkey	11,91%	12,11%	-0,20%	1,00%	12,91%
	Russian Fed	6,09%	2,40%	3,69%	-1,00%	5,09%
LATAM	Brazil	7,63%	3,62%	4,01%	-1,00%	6,63%
	Mexico	6,30%	3,46%	2,84%	-0,75%	5,55%
	Colombia	6,39%	3,80%	2,59%	-0,75%	5,64%
	Peru	5,22%	1,83%	3,39%	-1,00%	4,22%



## ENERGÍA – PETRÓLEO

### **Opinión fundamental (WTI): Banda objetivo: 20-40 USD/barril.**

Comprar por debajo de 20 USD; vender por encima de 40 USD.

#### **Factores a corto plazo**

**(Negativo para el precio) – La falta de almacenamiento continúa siendo la preocupación principal.** Según estiman algunos analistas del sector, el cierre total de producción de petróleo en EE.UU. tendría que equivaler a 1 millón de barriles diarios (Mbd) en mayo, y a otro medio millón en junio, para que el almacenamiento en Cushing (Oklahoma) no superase el 90% de su capacidad. En Cushing los tanques se agotan (algunos, en arrendamiento: siempre hay alguien que gana) y hasta los productores de gas sopesan adaptar sus tanques para almacenar petróleo crudo. La capacidad de mantener reservas en superficie en todo el mundo ya estaba cubierta en más del 85% en la cuarta semana de abril. La mayor empresa privada de almacenamiento de petróleo (Royal Vopak NV en Rotterdam) advierte que está casi saturada y recurriendo ya a tanques en desuso. Los sauditas despertaron y afirmaron que «podríamos tener que aplicar el acuerdo para reducir la producción en 10 millones de barriles antes del 1 de mayo». Después del error de aceptar un recorte insuficiente, cometieron el error aún mayor de no aplicarlo de inmediato (en un entorno que lo requería). Un funcionario saudí declaró ayer en los medios financieros: «Algo hay que hacer con esta debacle, si bien quizás sea ya demasiado tarde».

**(Negativo para el precio) – Los mercados petroleros comenzarán a equilibrarse una vez entre en vigor el acuerdo de la OPEP+ el 1 de mayo,** según declaró el ministro de Energía ruso, Alexander Novak, quien con todo no prevé un aumento significativo en los precios dados los elevados volúmenes almacenados en todo el mundo. Pese al acuerdo para recortar la producción, el lastre del exceso de oferta mundial persiste. Según Petro-Logistics, empresa dedicada a la localización y seguimiento de petroleros, el suministro de la OPEP en abril aumentó en más de 2 Mbd, el máximo desde el 18 de diciembre.

**(Negativo para el precio) – La corrección de abril en los precios del petróleo fue en parte efecto de cambios de posicionamiento en USO ETF** (un voluminoso fondo cotizado que invierte en crudo), que ha optado por liquidar ya íntegramente su contrato de junio, que representa el 20% de su cartera. En su lugar, reposicionará ésta con un 30% en el contrato de julio, un 15% entre agosto y diciembre y el 10% en junio de 2021. El contrato de junio cerró ayer con un descuento del 40% respecto al de julio. El cambio de política de este gran ETF petrolero se produce tras revelar su gestora que, en el futuro, mantendrá una posición de liquidez significativamente superior a la del pasado para poder satisfacer eventuales requerimientos de cobertura de márgenes.

**(Negativo para el precio) – Hedge funds y otros gestores compraron una cantidad récord de WTI en la tercera semana de abril;** en concreto, 108 millones de barriles (Mb) de WTI netos y 23 millones de barriles de Brent. El posicionamiento en el WTI lleva siete semanas aumentando y asciende en total a 190 Mb, con 166 Mb en nuevas posiciones largas y 23 Mb menos en posiciones cortas. Con ello, las posiciones largas superan a las cortas en una proporción de 4 a 1, cuando esta relación a principios de marzo era inferior a 2 a 1.

**(Negativo para el precio) – Los operadores han contratado costosos buques estadounidenses para almacenamiento en alta mar.** Según Reuters los operadores del sector han empezado a reservar, para fletes al extranjero o para almacenar productos refinados, buques comprendidos en la flota de la normativa Jones Act. Esta ley estadounidense exige que los buques que viajen entre puertos de EE.UU. sean de titularidad estadounidense y estén operados por tripulaciones de esta nacionalidad, una flota que por lo general sale más cara que otras. El coste de arrendamiento de buques con bandera extranjera que parten de EE.UU. ha saltado a los 60.000 USD/día para el rango medio y a la cifra récord de 100.000 USD para el grande, cuando los buques tanque de rango medio de la flota Jones Act rondan los 55.000-70.000 USD/día. Todos los buques de esta flota están actualmente ocupados, hasta el punto de que algunos cuyo desguace ya estaba planeado podrían terminar de tanques de almacenamiento.

**(Negativo para el precio) – Los productores de EE.UU. que están quedándose sin espacio de almacenamiento han depositado en la Reserva Estratégica de Petróleo (SPR)** del gobierno estadounidense 1,1 millones de barriles. Estos depósitos responden al anuncio del Ministerio de Energía a principios de mes de que arrendaría unos 23 millones de barriles de capacidad en el SPR, indicando que estaba negociando arrendamientos con nueve productores para depósitos en mayo y junio, recuperables hasta marzo de 2021.

**(Positivo para el precio) – Aramco comienza los recortes antes de la fecha de inicio del acuerdo de la OPEP+.** Según Bloomberg, Aramco comenzó a reducir su producción desde 12 Mbd hasta los 8,5 Mbd antes del 1 de mayo. El artículo señala que Arabia Saudita fue el último miembro de la OPEP en hacerlo antes de la fecha acordada, después de que lo hicieran Kuwait, Argelia y Nigeria. También menciona que la OPEP y sus aliados acordaron a principios de mes reducir la producción mundial en un 10%, equivalente a 9,7 Mbd, aunque los precios del crudo siguieron cayendo a medida que la paralización de la actividad económica mundial iba secando la demanda.

#### **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 1.600 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.** Este ratio está en 0,60, y justo ahora en 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**

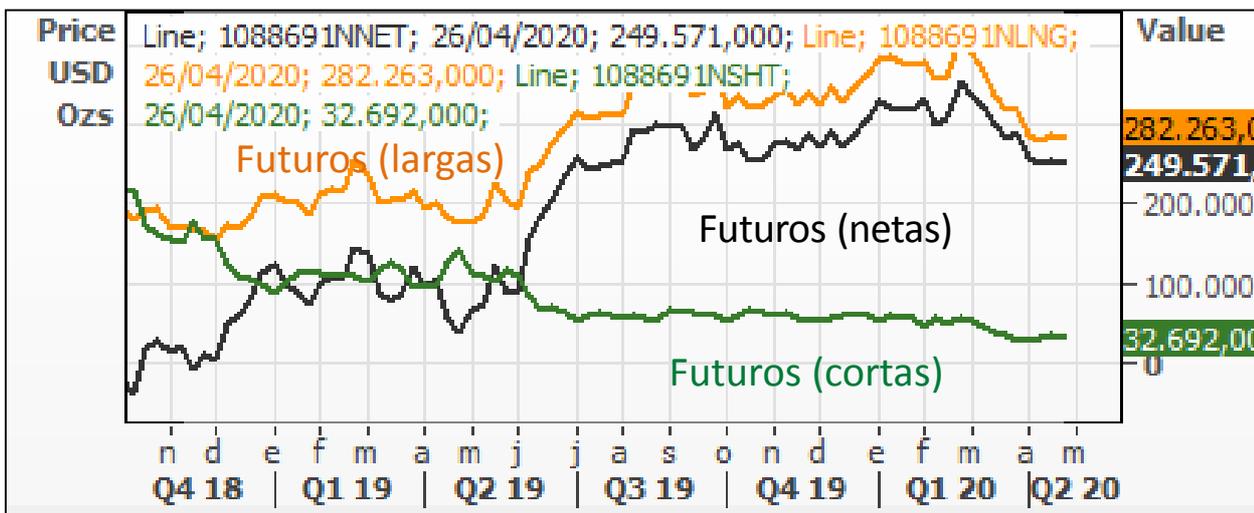
**Oro en términos reales.** El precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, que se utiliza como aproximación para el deflactor mundial) cayó a 1.437 USD/oz (desde los 1.448 USD/oz del mes anterior). Por consiguiente, 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 encuentra en 112,6 y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 65,12 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 990 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio se sitúa en 134 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 282.000 (desde 317.000 el mes pasado) y aquellos con posiciones cortas pasaron a 32.600. Por tanto, la posición neta en el mes se situó en 249.000 contratos.

**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

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: 5,3; EUR/BRL: Objetivo: 5,83

USD/ARS: Objetivo: 80

USD/INR: Objetivo: 74

CNY: Objetivo: 6,90

RUB: NEUTRAL-POSITIVA

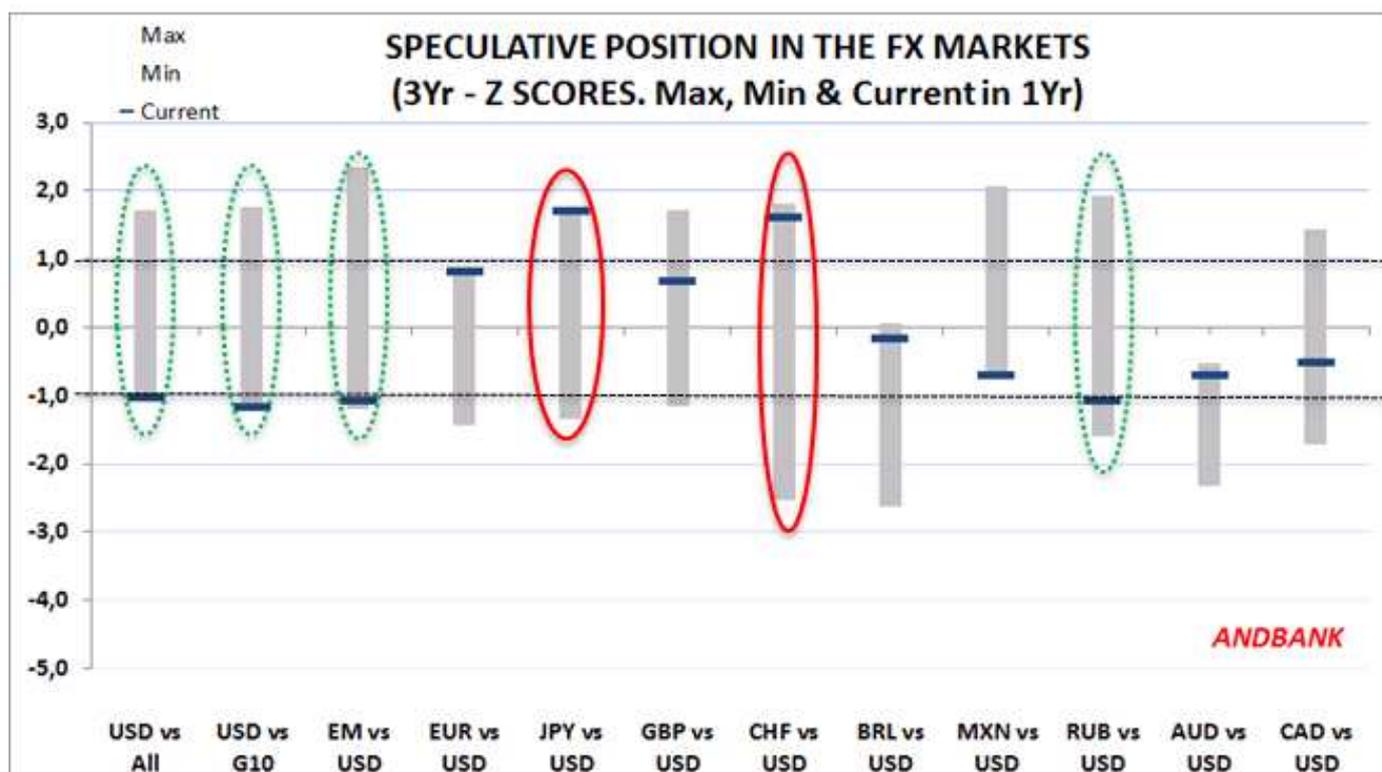
AUD: NEUTRAL-POSITIVA

CAD: NEUTRAL-POSITIVA

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

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	-10,65	-3,41	32,1	-10,7	17,8	-1,04
USD vs G10	-10,67	-3,62	32,7	-10,7	19,1	-1,18
EM	-0,01	-0,21	5,2	-0,2	1,9	-1,08
EUR	11,84	7,37	11,9	-15,5	-4,7	0,81
JPY	3,02	-0,81	3,8	-12,8	-5,8	1,69
GBP	-0,11	-1,51	2,8	-6,5	-2,2	0,67
CHF	0,64	-0,32	1,0	-6,0	-1,9	1,61
BRL	-0,18	0,50	0,1	-1,2	-0,5	-0,17
MXN	0,03	-0,71	4,6	0,0	1,9	-0,71
RUB	0,14	0,00	1,2	-0,2	0,6	-1,08
AUD	-2,19	-0,46	-1,3	-5,2	-3,1	-0,71
CAD	-1,68	-1,00	4,1	-5,0	-0,4	-0,52

ANDBANK



ANDBANK

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 18

Asset Class	Indices	Performance	Performance	Current	Fundamental	Expected
		Last month	YTD	Price	Floor Point 2020	Performance to Floor point 2020
Equity	USA - S&P 500	7,7%	-11,2%	2.868	2.451	-14,5%
	Europe - Stoxx Europe 600	4,9%	-19,3%	336	313	-7,0%
	Euro Zone - Euro Stoxx	4,4%	-21,5%	317	303	-4,4%
	SPAIN - IBEX 35	-1,5%	-29,3%	6.740	7.448	10,5%
	MEXICO - MXSE IPC	6,5%	-15,9%	36.616	33.067	-9,7%
	BRAZIL - BOVESPA	7,3%	-31,3%	79.471	80.784	1,7%
	JAPAN - NIKKEI 225	15,8%	-17,1%	21.507	18.071	-16,0%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	4,1%	-5,6%	2.878	2.827	-1,8%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	6,0%	3,9%	1.790	1.653	-7,7%
	INDIA - SENSEX	14,8%	-23,8%	31.686	31.527	-0,5%
	VIETNAM - VN Index	6,2%	-18,6%	783	804	2,7%
	MSCI EM ASIA (in USD)	5,2%	-13,9%	488	496	1,7%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,0%	10,5%	0,68	1,40
UK 10 year Gilt		0,9%	5,1%	0,22	0,80	-4,5%
German 10 year BUND		0,9%	2,8%	-0,55	-0,20	-3,2%
Japanese 10 year Govie		0,3%	0,1%	-0,04	0,00	-0,3%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-1,1%	-3,0%	0,85	1,00	-0,6%
	Italy - 10yr Gov bond	-3,0%	-3,5%	1,87	2,00	0,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,7%	-3,7%	0,90	1,15	-1,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	-0,1%	0,10	0,30	-1,5%
	Greece - 10yr Gov bond	-2,5%	-5,4%	2,15	2,30	0,2%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,8%	-1,2%	84,09	80	0,5%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	3,8%	-8,6%	506,25	450	4,8%
	Credit USD IG - CDX IG	1,0%	-0,5%	90,00	75	1,3%
	Credit USD HY - CDX HY	2,1%	-9,6%	655,73	768	1,2%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	17,3%	4,1%	11,91	13,00	-0,9%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	5,6%	3,1%	6,09	5,70	7,1%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,1%	-5,5%	7,99	6,80	14,8%
	India - 10yr Gov bond (local)	2,7%	6,4%	6,03	7,00	-3,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	12,0%	10,2%	3,35	3,30	2,6%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,6%	5,9%	2,52	2,50	1,8%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	4,7%	5,4%	2,77	2,40	4,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	2,4%	3,4%	1,06	0,70	3,6%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,9%	7,1%	0,90	1,00	-0,2%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,5%	2,4%	1,33	1,30	1,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,0%	1,6%	0,45	0,50	-0,1%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	8,8%	6,7%	6,30	6,90	-0,7%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,7%	-8,2%	4,50	3,40	11,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,8%	-4,3%	7,63	7,40	6,8%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,6%	-8,4%	5,40	4,90	7,5%
Commodities	Oil (WTI)	-2,9%	-58,5%	25,3	40,00	58,0%
	GOLD	2,3%	12,1%	1.700,1	1.600	-5,9%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,2%	-3,6%	1,081	1,100	1,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,2%	-6,6%	1,24	1,32	6,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-1,1%	3,3%	0,87	0,83	-4,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	-0,5%	0,6%	0,97	0,97	-0,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,3%	-3,0%	1,05	1,07	1,4%
	USDJPY (price of 1 USD)	-2,8%	-2,2%	106,17	110,00	3,6%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-2,6%	-5,8%	114,74	121,00	5,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	-2,2%	27,2%	24,08	23,00	-4,5%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,9%	22,8%	26,02	25,30	-2,8%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,5%	38,8%	5,58	5,30	-5,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	5,7%	33,8%	6,03	5,83	-3,3%
	USDARS (price of 1 USD)	3,3%	11,8%	66,94	80,00	19,5%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	6,3%	75,86	74,00	-2,5%
	CNY (price of 1 USD)	0,1%	1,9%	7,10	6,90	-2,8%

\* 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.