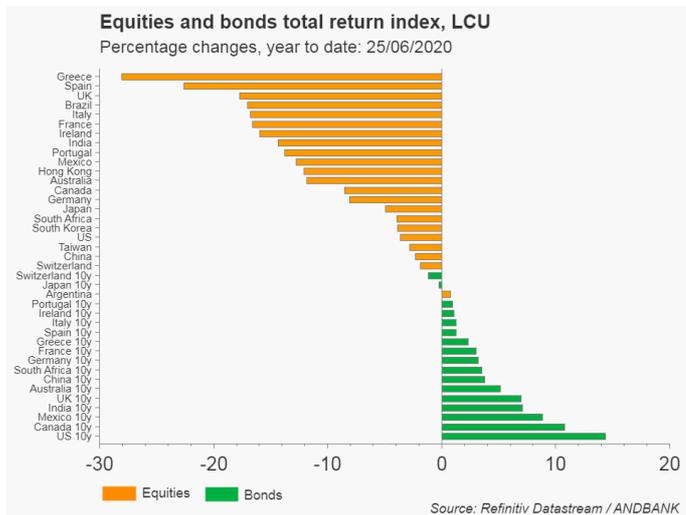


RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	2020 [Perf] to Fair Value	Recomm	2020 Exit Point
USA S&P 500	3.116	2.962	-4,9%	MW	3.407
Europe - Stoxx Europe 600	365	340	-6,8%	MW/OW	408
Euro Zone - Euro Stoxx	357	330	-7,8%	MW/OW	395
Spain IBEX 35	7.365	7.764	5,4%	OW	8.541
Mexico IPC GRAL	37.620	36.374	-3,3%	UW	40.011
Brazil BOVESPA	96.203	88.862	-7,6%	OW/MW	106.635
Japan NIKKEI 225	22.146	19.878	-10,2%	UW	23.854
China SSE Comp.	3.091	2.968	-4,0%	MW/UW	3.265
China Shenzhen Comp	2.016	1.894	-6,1%	UW	2.083
India SENSEX	35.844	33.891	-5,4%	OW	40.669
Vietnam VN Index	842	864	2,5%	OW	1.037
MSCI EM ASIA	543	533	-1,8%	OW	640

RENTA FIJA - MERCADOS DESARROLLADOS

DEUDA SOBERANA PRINCIPAL, PERIFÉRICA Y CORPORATIVA

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value EPS 12m fw	Expected Performance to Fair Value 2020
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,67	1,20	-3,9%
Core countries	UK 10 year Gilt	0,20	0,80	-4,7%
	German 10 year BUND	-0,40	-0,20	-1,8%
	Japanese 10 year Govie	0,04	0,00	0,3%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,50	0,60	-0,6%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	1,32	1,40	0,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,45	0,60	-1,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,05	0,30	-2,0%
	Greece - 10yr Gov bond	1,14	2,05	-6,7%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	66,70	70	0,0%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	385,81	400	1,3%
	Credit USD IG - CDX IG	75,85	70	0,7%
	Credit USD HY - CDX HY	516,73	450	4,7%

RENTA FIJA - MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value EPS 12m fw	Expected Performance to Fair Value 2020
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	11,50	11,75	3,7%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	5,94	5,00	10,5%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	7,15	6,00	12,8%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	5,83	7,00	-6,4%
(Local curncy)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	2,81	3,00	-0,2%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,84	2,75	2,1%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,98	2,00	9,4%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,21	0,25	8,3%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,88	0,40	4,3%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,23	0,75	4,5%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,32	0,00	2,7%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	5,71	6,70	-5,1%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,64	3,95	-0,7%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	6,58	8,20	-9,7%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,78	4,20	7,0%

MATERIAS PRIMAS

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value EPS 12m fw	Expected Performance to Fair Value 2020
Commodities	Oil (WTI)	39,8	40,00	0,5%
	GOLD	1.770,0	1.600	-9,6%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,125	1,100	-2,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,25	1,32	5,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,90	0,83	-7,6%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,95	0,97	2,6%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,06	1,07	0,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	107,46	107,00	-0,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	120,90	117,70	-2,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	22,67	23,50	3,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	25,71	25,85	0,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,32	5,50	3,4%
	EURBRL (price of 1 EUR)	5,98	6,05	1,1%
	USDARS (price of 1 USD)	70,51	90,0	27,6%
	USDINR (price of 1 USD)	75,48	74,00	-2,0%
	CNY (price of 1 USD)	7,07	6,90	-2,4%





EE.UU.

Una vuelta a la normalidad sorprendentemente rápida

Estados Unidos va camino de recuperar su actividad normal

Todos los estados autorizaron a finales de mayo la reapertura de las actividades no esenciales y la mayoría de ellos han levantado otras medidas que impusieron sobre distanciamiento social. Los nuevos casos de la enfermedad covid-19, provocada por el coronavirus, se estabilizaron en las primeras dos semanas de Junio alrededor de los 25.000 diarios, pero empezaron a dispararse en la última parte del mes, debido en parte al levantamiento de las restricciones, aunque en otros países no hemos visto el mismo efecto, por lo que debemos buscar la razón en aspectos diferenciales (como por ejemplo las protestas masivas que vienen dándose a lo largo de los EUA). La mayor capacidad de testeos también han contribuido al aumento de los casos registrados. Por el lado "positivo", el número de fallecidos no deja de disminuir y en la actualidad ronda los 500 diarios, tras alcanzar un máximo de 2.200. La capacidad hospitalaria, que no el aumento de los casos, probablemente será el factor que podría obligar a los responsables estatales y locales a pausar o revertir planes de reapertura, manteniéndose bajo el porcentaje de pacientes hospitalizados en tratamiento por covid-19. Los datos sobre movilidad de Google y la Fed de Dallas siguen mostrando un incremento en los desplazamientos de personas. En el caso de los datos del índice de movilidad de la Fed de Dallas, su ascenso gradual continúa y, de mantenerse la tendencia actual, debería recuperar el nivel previo a la pandemia a finales de agosto. Sin embargo, eso dependerá en gran medida del modo en que los estados gestionen la situación. Los viajes aéreos y la demanda de carburantes para vehículos y queroseno de aviación siguen recuperándose. Los datos de actividad del mercado de trabajo continúan en niveles deprimidos, pese a mostrar un progreso gradual. Los últimos datos de Homebase aún indican que más pequeñas empresas están reabriendo y contratando. Los resultados de la última encuesta de Small Business Pulse, de la Oficina del Censo, apuntan a que en los últimos días del mes se había estabilizado el número de empresas en las que aumentan las horas trabajadas y el número de empleados.

Medidas fiscales de apoyo

En el corto plazo, la política fiscal probablemente represente el riesgo más inminente. Esto, por diversas razones: (1) el Programa de protección de nóminas (PPP) se agotará entre mediados de junio y principios de julio; (2) los 600 dólares semanales adicionales en subsidios de desempleo que el Congreso aprobó en marzo se acaban a finales de julio; (3) el impulso al gasto de consumo procedente de los pagos en abril y mayo probablemente se haya desvanecido ya; y (4) el impacto económico de la pandemia también ha pasado factura a los presupuestos estatales. En conjunto, y pese al buen informe de empleo de mayo, seguimos previendo que el Congreso aprobará medidas fiscales por importe de otros 1,5 billones de dólares (7% del PIB). El grueso de esas medidas podría incluirse en el próximo proyecto de ley en materia fiscal que apruebe el Congreso, lo que sucedería a finales de julio.

Activos de riesgo: Equities y deuda empresarial

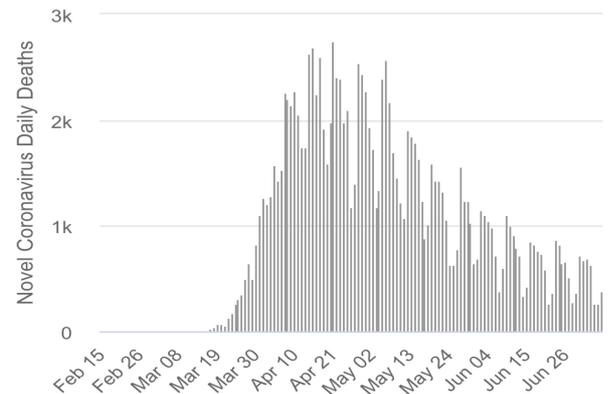
Hemos realizado el habitual examen semestral de estimación de BPA, incorporando beneficios parciales para el próximo año, y nos da un BPA de 148 para los siguientes 12 meses. También hemos aumentado el PER a 20 (para la nueva composición del índice S&P y contando con el apoyo directo de la Fed). El resultado es un aumento del valor razonable a 2.951, con un punto de salida ("vender con decisión") para el S&P en los 3.393 puntos. Los diferenciales de la deuda empresarial de ambos segmentos, los de categoría de inversión (IG) y alto rendimiento (HY), se recuperaron en el último mes impulsados por la anticipación de la eventual reapertura con éxito en todo el país y por aspectos técnicos de mucho peso. La emisión de bonos IG supera el billón de dólares en lo que va de año, y pensamos que el grueso de la demanda proviene de inversores habituales que han decidido elevar su exposición. La cuestión es si el reciente repunte en la emisión ha puesto los bonos en manos relativamente estables o si dependerá de que los programas de compra de la Fed (CCF) se materialicen este verano. El volumen emitido en el segmento HY asciende en lo que va de año a 199.100 millones de USD, o a 81.000 millones si se excluyen refinanciaciones, lo que representa sendos incrementos interanuales del 57% y 89%. En este año, hasta el momento, han incumplido o canjeado sus bonos en situación límite 51 empresas, por un total de 92.300 millones de USD en bonos y en préstamos, lo que ya supone (tras los 205.000 millones de 2009) el segundo mayor volumen anual de incumplimiento total registrado. De este modo, las tasas de incumplimiento en préstamos y bonos HY de EE.UU. han alcanzado máximos de los últimos 10 años y 5 años (que fueron del 6,11% y 3,75%, respectivamente).

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL (objetivo: 2,962; salida: 3,400)
Deuda soberana: INFRAPONDERAR-NEUTRAL (entrada UST 10 años: 1,2%)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 70)
Deuda corporativa (CDX HY): SOBREPONDERAR (diferencial objetivo: 450)
Divisas (Índice DXY): NEUTRAL

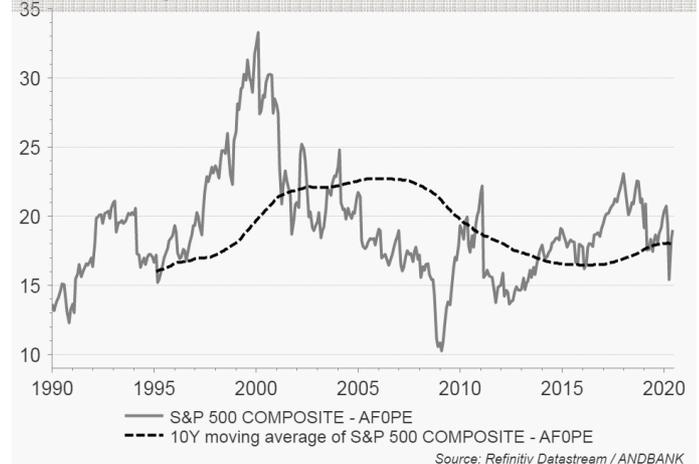
Daily Deaths

Deaths per Day
Data as of 0:00 GMT+8

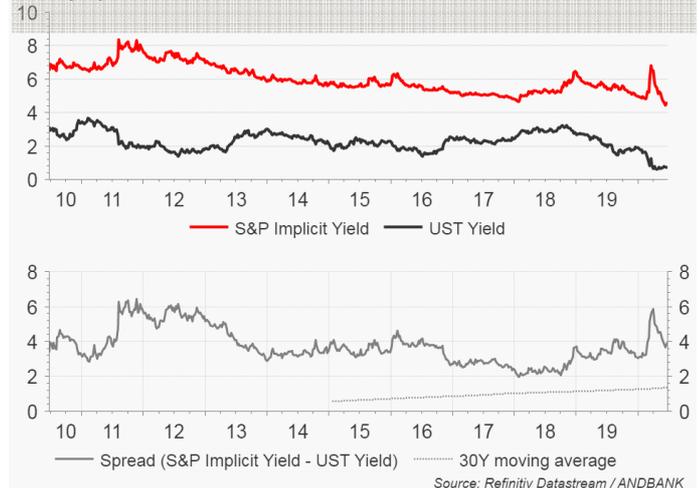


US price-to-earning ratio

Ratio vs average



Equity Yield & UST Yield



Spread (S&P Implicit Yield - UST Yield) 30Y moving average



EUROPA

El Fondo Europeo de Recuperación, ¿para julio?

Los índices de confianza sorprenden al superar las previsiones

Los resultados de encuestas han mejorado claramente desde abril, con los PMI franceses incluso recuperando niveles de expansión y apuntando, con ello, a una firme recuperación; aun así se impone la prudencia, ya que la confianza peca de optimista frente a los datos de actividad real en períodos de recesión. La información que aportan los datos de alta frecuencia continúa mostrando una tendencia positiva, aunque el tráfico de personas en entretenimiento y en venta minorista, o la movilidad en transporte público, siguen muy por debajo de las cifras de referencia. Las cifras del mercado de trabajo de economías de la región han sorprendido al alza, exhibiendo aguante, pero está por ver qué sucede con las de comercio exterior y producción industrial.

BCE: un estímulo monetario adicional y superior al esperado

El BCE no decepcionó y anunció un importe superior al esperado para el programa de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP), con una dotación adicional de 600.000 millones de euros y la ampliación del programa hasta mediados de 2021, además de la reinversión de los importes vencidos hasta al menos finales de 2022. Las nuevas previsiones macroeconómicas del BCE no reflejan una recuperación en V, sino unas cifras de inflación muy bajas que solo retomarían la trayectoria anterior a la pandemia para 2022 y una brecha de PIB, para entonces, aún pendiente de cerrar. ¿Se aguardan más medidas? No en el futuro inmediato. La decisión mencionada no fue unánime, la situación de la deuda corporativa cuya calificación crediticia se ha deteriorado desde su emisión hasta situarse por debajo de categoría de inversión (los «ángeles caídos») no se examinó y TLTRO III proporciona liquidez a largo plazo suficiente al sector bancario (1,3 billones de euros, lo que implica una inyección de liquidez neta de 550.000 millones de euros). El Bundestag respaldó las acciones del BCE, suavizando el choque con el Constitucional Alemán. Lagarde ya ha anunciado que la agenda de la próxima reunión del BCE incluirá el análisis coste/beneficio de sus medidas y cuestiones de proporcionalidad, y que también podría incluirse en la Revisión estratégica.

El Fondo es clave para la credibilidad institucional de la UE

La propuesta de la UE podría cambiar por completo el panorama. Es ambiciosa en los fondos comprometidos (750.000 millones de euros) y con elementos de solidaridad: dos terceras partes consistirían en subvenciones o donaciones (y el resto en préstamos) y se financiaría con emisiones respaldadas por la UE. Pese al apoyo mayoritario (los «4 grandes», entre otros), no es cosa hecha, ya que las decisiones presupuestarias requieren unanimidad. Nuestro escenario base es un acuerdo que diferiría de la primera propuesta en condicionalidad y criterios de atribución (más exigencias), importe (menor, ¿600.000 millones?) o proporción de préstamos/donaciones (¿50%-50%), pero que mantendría el espíritu de la propuesta conjunta de Merkel y Macron.

Bonanza para los mercados de deuda corporativa y pública

El mercado de renta fija corporativa europea prosiguió su tendencia al alza. La mejora procedió del momento cíclico. El mercado de bonos corporativos sigue recibiendo entradas de fondos, suficientes para cubrir el elevado volumen de emisión en el mercado primario. El interés por estos activos no decae, pero se ha normalizado (la sobresuscripción está ahora entre 2 y 3,3 veces, frente a las 6 veces de hace un mes). El tan esperado anuncio de un respaldo explícito del BCE al segmento de HY no se produjo, lo que ha lastrado los índices de valores HY en euros (en comparación con sus homólogos en dólares). Seguimos viendo revisiones de calificaciones a la baja en valores de bancos (la última, en BBVA). Se han pospuesto las pruebas de resistencia del sector bancario y los aspectos regulatorios se han «suavizado» para reducir la presión sobre el sector. También hubo revisiones a la baja en el sector de aerolíneas (EasyJet, Lufthansa, Iberia y Norwegian), lo que pone de relieve la necesidad que tiene el sector de ayudas. Carnival (cruceros) ni siquiera puede confirmar cuándo reanudará la actividad. El mes también estuvo marcado por el escándalo de Wirecard (compañía alemana de métodos de pago en línea). Aunque hemos elevado ligeramente los niveles objetivo tanto para el segmento IG como para el HY, nuestra recomendación es neutral, ya que estaríamos entrando en el período estival, en el que los niveles tenderán a estabilizarse. Hemos decidido adoptar un sesgo menos defensivo (asumiríamos riesgo en valores más expuestos al momento del ciclo económico; dentro de HY, con calificación alta y duración no larga).

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREP.-NEUTRAL (objetivo: 340; salida: 406)

Renta variable (Euro Stoxx): SOBREP.-NEUTRAL (objetivo: 330; salida: 395)

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

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

- P. perif.: INFRAP. (ES 0,6%; PT 0,6%; IR 0,3%; GR 2%); NEUTRAL (IT 1,4%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 70)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 400)

Euro area & EU price-to-earnings



EUR Corporate Bond Market



Euribor - OIS





ESPAÑA

En manos de Europa... y del covid

Coyuntura económica

Seguimos trabajando con datos de mayo y España continúa siendo uno de los países cuya economía da muestras de haber sufrido mayor daño, resultado de uno de los confinamientos y cierres de actividad impuestos más estrictos del mundo, y con un sector servicios muy vinculado al turismo, que representa más del 12% del PIB y genera el 13% del empleo nacional.

Los índices de confianza muestran que los sectores más perjudicados por el cierre económico en el período comprendido entre marzo y mayo no parecen recuperarse tan rápido como otros segmentos de la economía. Esto bien puede atribuirse al hecho de que, aun siendo mayo el primer mes en que se reanudó la actividad en toda España, el confinamiento se ha ido levantando por fases y a diferente ritmo en cada región. Con las fronteras todavía cerradas al turismo internacional, numerosos sectores clave quedarán rezagados, haciendo más improbable una recuperación rápida. La reanudación por fases de la actividad se refleja en el pago con tarjetas que supervisa el BBVA, con un gasto muy inferior en aquellas regiones que no han alcanzado la fase 3. Dado que entre estas regiones con menor gasto se incluyen Cataluña, Madrid y Valencia, que juntas representan casi el 50% del PIB español, los datos de mayo aún serán débiles. Sin embargo, con la vista puesta en los datos de junio, con todas las regiones plenamente operativas (y suponiendo que no se produzca un nuevo brote incontrolado), podríamos ver un aumento significativo de la confianza en los actores económicos.

Lo que impide una recuperación rápida es el hecho de que han sido muchas las empresas destruidas en solo dos meses, dejando a España nuevamente en los niveles observados durante la crisis del euro. Reincorporar a los trabajadores despedidos con arreglo a un expediente temporal de regulación de empleo (ERTE) es más difícil cuando ya no hay un puesto de trabajo al que regresar.

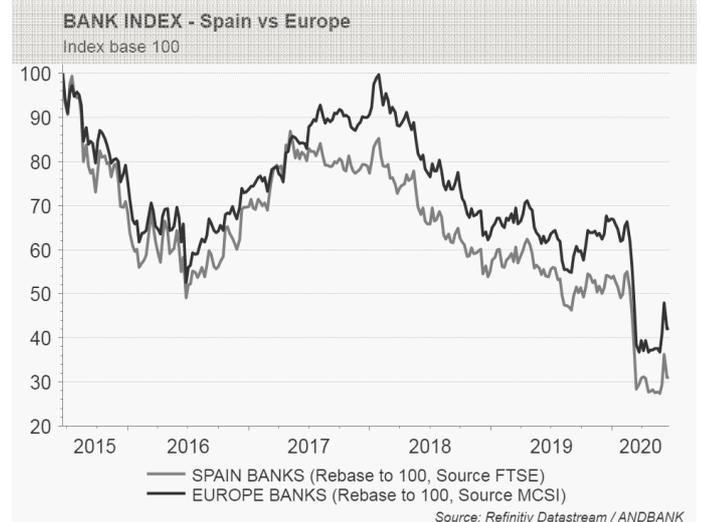
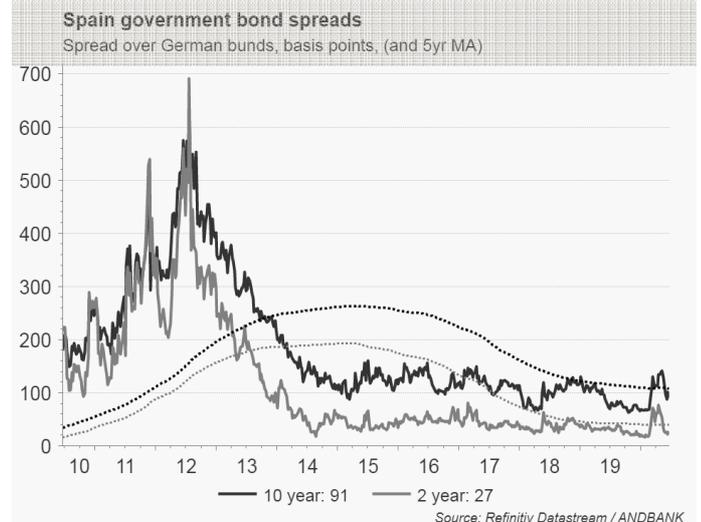
La debilidad empresarial se refleja en la duración de los despidos temporales, algo que está negociándose en estos momentos entre los agentes económicos y el gobierno. En algunos de los sectores más afectados es previsible que los despidos continúen hasta septiembre, aunque la llegada de turistas en verano podría mejorar las perspectivas. A fecha de hoy, creemos que al menos el 25% de las aproximadamente 800.000 personas acogidas a un ERTE no volverán al mercado laboral, por lo que anticiparíamos una tasa de desempleo del 19-20%. Aunque es un nivel inquietante, se mantiene muy por debajo del 26% registrado durante la gran crisis financiera.

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 contemplaba el programa electoral: tasa Tobin, tasa Google, tipo mínimo efectivo del impuesto de sociedades del 15%-18%, subida del impuesto sobre la renta de 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. España cerrará el año con un déficit presupuestario superior al 10%. Las cifras oficiales apuntan a 115.000 millones de euros y a una deuda cercana al 120% del PIB. Con estas cifras será difícil que España salga adelante sin el auxilio de la Unión Europea.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBEX): SOBREPONDERAR (objetivo: 7.764; salida: 8.541)
 Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento del Bono: 0,60%)
 Deuda corporativa (IG): NEUTRAL
 Deuda corporativa (HY): NEUTRAL





CHINA

«El brote en Pekín ya está controlado.»

Covid-19. Las autoridades monetarias sostendrán las acciones chinas. Apoyo fiscal.

La Comisión Nacional de Salud registró una secuencia muy positiva de nuevos casos en China continental nada más declararse el nuevo brote en Pekín (la secuencia de los casos diarios fue 57-44-9-18-22). Como resultado, el jefe de epidemiología del Centro de Prevención y Control de Enfermedades de China, Wu Zunyou, afirmó que «el brote de Pekín ya está controlado». Esta frase, que es la mejor que cabría esperar, llegó antes incluso de lo que pensábamos, ya que con todas las medidas adoptadas estimábamos que el brote se controlaría en una o dos semanas. Suponiendo que lo que el gobierno afirma es cierto, entonces ya sabemos dos cosas fundamentales: que gestionar y controlar los brotes es posible y que ahora ya sabemos cómo se hace. Las acciones chinas mantuvieron un tono positivo en junio después de que las autoridades monetarias del país aseguraran a los inversores que la economía estaba superando gradualmente la crisis pandémica, al tiempo que prometían más reformas y liquidez para afianzar el mercado de capitales. Según el banco central, China mantendrá una amplia liquidez en el sistema financiero en la segunda mitad del año para acompañar a la economía en su recuperación (si bien el PBoC añadió: «será necesario considerar retirar ese apoyo en algún momento»). Los nuevos préstamos podrían rondar este año los 20 billones de yuanes (2,83 billones de dólares), un 19% más que los 16,81 billones de 2019. La financiación social podría incrementarse en más de 30 billones de yuanes (4,3 billones de dólares), un importe equivalente al 30% del PIB.

La economía prosigue su recuperación

La inversión extranjera directa (IED) efectiva en China continental creció en mayo un 7,5% interanual, en 68.630 millones (según el portavoz del Ministerio de Comercio). Entre enero y mayo, la IED ascendió a 355.180 millones de yuanes, un 3,8% interanual menos. En el período, la afluencia de fondos a las industrias de alta tecnología creció un 2%, con sendos aumentos del 42,3% y 67,9% en los sectores de servicios de información y comercio electrónico. La inversión desde países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) creció un 10,1% y, la de países participantes en la iniciativa OBOR, un 6%. El país ha implementado una serie de políticas para reforzar y proteger mejor a los inversores extranjeros que facilitó ese crecimiento de la IED, según el ministerio citado. En términos interanuales, datos de mayo respecto al mes anterior: producción industrial: +4,4% (vs +3,9%); ventas minoristas: +2,8% (vs 7,5%). La tasa de desempleo en mayo fue del 5,9% (frente al 6,0% de abril). La vivienda nueva se encareció en mayo un 0,5% (lo mismo que lo hizo el mes anterior). La inversión bruta en activo fijo en lo que va de año pasó del -10,3% del dato anterior a -6,3%, lo que implica una significativa mejoría mensual.

Tensiones sino-estadounidenses. Bolton sostiene que el presidente Trump antepuso sus perspectivas de reelección al interés nacional.

Según el WSJ, que cita alegaciones del nuevo libro del ex asesor de seguridad nacional John Bolton, las decisiones del presidente Trump dan prioridad a su reelección y el bienestar de su familia sobre el interés nacional. Entre otros episodios, relata reuniones de junio de 2019 con el presidente chino Xi Jinping, en las que, dice, Trump pidió a su contraparte que le facilitara la reelección al comprar productos agrícolas estadounidenses, y a cambio no se opondría a que China siguiera construyendo campos de «reeducación» para musulmanes de la etnia uigur. Mientras tanto, el secretario de Estado estadounidense, Mike Pompeo, se reunió con el principal diplomático chino, Yang Jiechi, en Hawái en pleno deterioro de las relaciones, en su primera reunión presencial desde el año pasado. Yang dijo a Pompeo que Washington debe respetar la postura de Beijing en asuntos clave, detener su interferencia en asuntos relacionados con Hong Kong, Taiwán y Xinjiang, y contribuir a reparar las relaciones. Pompeo enfatizó «la necesidad de una total reciprocidad en los acuerdos entre las dos naciones en sus relaciones comerciales, de seguridad y diplomáticas». El presidente Trump afirmó que EE.UU. podría proponerse, en circunstancias que no especificó, un «desacoplamiento total de China», su declaración más contundente hasta la fecha sobre los deteriorados lazos con Pekín. Trump refutó los comentarios de un día antes del representante comercial de EE.UU., Robert Lighthizer, quien dijo que un desacoplamiento total de las dos mayores economías del mundo no era «una opción de política razonable». Por su parte, tras las conversaciones en Hawái esta semana, China prevé acelerar las compras de productos agrícolas de EE.UU. en cumplimiento del acuerdo comercial en Fase 1. China tiene intención de intensificar la compra de todo, desde soja hasta maíz y etanol, después de que el ritmo de esas compras no fuero el previsto debido a las interrupciones causadas por el coronavirus.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): NEUTRAL-INFRA. (valor raz.: 2,968; salida: 3,265)
 Renta variable (Shenzhén): INFRAPONDERAR (valor raz.: 1,894; salida: 2,083)
 Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo de rendimiento a 10 años: 2,70%)
 Divisas (CNY/USD): SOBREPONDERAR (objetivo: 6,90)





JAPÓN

Japón reanuda la actividad, confiado en la aplicación de rastreo de contactos. Tipos negativos hasta 2023.

Se levantan todas las restricciones a desplazamientos nacionales

El Nikkei analizó la respuesta al levantamiento de todas las restricciones a viajar dentro del país el viernes, que llevó multitudes al aeropuerto de Haneda. Esto se inscribe en medidas de relajación más amplias en toda la economía. Ahora el Gobierno debe acertar con el equilibrio entre impulsar la economía y mantener el virus bajo control. Los complejos turísticos, parques de atracciones y clubes nocturnos han vuelto también a la vida. El Ministerio de Salud lanzó Cocoa, una aplicación de rastreo de contactos basada en *bluetooth*, que registra a quienes hubieran estado durante al menos 15 minutos a menos de un metro del usuario. Mientras tanto, un equipo liderado por la biotecnológica japonesa AnGes está dotándose de una capacidad productiva superior al millón de dosis de vacunas contra el coronavirus para marzo, quintuplicando la capacidad originalmente planeada, para garantizar a la población nacional un acceso rápido a vacunas en el caso de que Japón no pudiera abastecerse vía importaciones. La medida es similar a la adoptada en EE.UU. y otros países para dotarse de instalaciones capaces de producir miles de millones de dosis.

Primera valoración oficial sobre la economía «a mejor» desde 2018

El informe económico mensual del gobierno para junio destacó que, si bien la economía sigue en situación extremadamente severa, se está estabilizando. El informe de mayo, por contraste, constataba un deterioro continuado e intenso. Según las perspectivas oficiales, la economía iría a mejor gracias, sobre todo, al impacto de las medidas de apoyo. Los detalles reflejan ajustes en la valoración del consumo de los hogares, que tras levantarse el estado de emergencia da muestras ahora de recuperación, cuando en mayo empeoraba con fuerza. Las condiciones de empleo, en franco deterioro en el informe anterior, se consideran ahora flojas.

Los «tipos negativos hasta 2023» impulsarán operaciones de carry

El gobernador del BoJ, Haruhiko Kuroda, aclaró que no prevé ni de lejos alzas de tipos en 2021 o 2022, el mismo horizonte temporal señalado por la Reserva Federal de EE.UU., y destacó la gran incertidumbre en los mercados financieros (a pesar del optimismo reflejado en la renta variable de cara a la reapertura de la economía). Como resultado, las operaciones de *carry* en Japón impulsan los *swaps* por dólares a largo plazo. El margen de rentabilidad en el arbitraje entre instrumentos en yenes y dólares con vencimientos a 30 años cayó a un mínimo récord de -76 pb en mayo, situándose en -64 pb el jueves. El entorno de bajos rendimientos está obligando a los inversores japoneses a redoblar apuestas en activos que entrañan más riesgo. Al predecir el BoJ tipos negativos hasta 2023, pocos incentivos habría para mantener posiciones en yenes. Durante la semana que terminó el 13 de junio los inversores japoneses fueron vendedores netos de renta variable extranjera por importe de 186.400 millones de yenes, y compradores netos de deuda extranjera a largo plazo por importe de casi 1,66 billones de yenes (frente a los casi 1,07 billones de compras netas de la semana anterior).

Las recompras de acciones por empresas japonesas caen un 78%

Las recompras de acciones por empresas japonesas cotizadas en bolsa fueron en el segundo trimestre de 2020 un 78% inferiores a las del año anterior, unos 896.100 millones de yenes (8.300 millones de dólares) que ponen de manifiesto problemas de liquidez provocados por los malos resultados durante la pandemia del coronavirus. El número de recompras anunciadas desde abril fue de 146, aproximadamente la mitad del total del año anterior hasta la fecha. El importe total por este concepto en el año fiscal 2020 podría acabar siendo un tercio del de 2019 (cuando ascendió a 7,8 billones de yenes). Toshiba reducirá gradualmente su participación en Kioxia Holdings, el fabricante de *chips* de memoria, para intentar amortiguar los efectos de la volatilidad de la industria de semiconductores sobre los resultados del grupo. Kioxia, su *spin-off*, antes denominado Toshiba Memory, prevé ser admitido a cotización en la Bolsa de Tokio en octubre. Toshiba venderá su participación del 40,2% una vez que se determine el número de acciones libremente cotizadas. Más de la mitad del producto neto de impuestos obtenido en la venta se devolverá a los accionistas.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): INFRAPONDERAR (objetivo: 19,878; salida: 23,854)

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

Divisas (USD/JPY): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 107)

Japan Nikkei 225 price / earnings



JPY-USD & REER



Japan LIBOR-OIS spread





INDIA

El gobierno prima sanear las cuentas públicas a crecer en un intento por prevenir recortes del rating de crédito

Es prematuro afirmar que la historia de crecimiento de la India ha terminado, pero cuesta vislumbrar una recuperación rápida

Quizás la mayor sorpresa en los últimos datos publicados del PIB de la India fuera el crecimiento del 3,1% interanual en el primer trimestre de 2020, muy por encima de las expectativas del consenso de un 1,6% (aunque es probable una revisión). Para el año fiscal 2020 en su conjunto (que finaliza el 31 de marzo), el PIB fue del 4,2% (en el año fiscal 2019 fue del 6,1%). La cuestión es que el confinamiento comenzó en India alrededor del 20 de marzo (distorsionando solo alrededor del 11% del trimestre). Hay incluso quien afirma que tal desaceleración enmascararía una clara debilidad subyacente en la economía india. Consideramos precipitado afirmar tal cosa, ya que la economía se ha visto afectada no solo por el cierre de la actividad interna, sino también por cierres económicos (en fechas anteriores) en otros países, que probablemente distorsionaron no poco la actividad en la India. Respecto al segundo trimestre de 2020, se prevé una fuerte caída (-7,5% intertrimestral), que para el año fiscal 2021 en su conjunto podría ser del -5%. En total, las «zonas rojas» del país, que probablemente saldrán más lentamente del cierre, representan más del 50% del PIB. La tasa estimada de desempleo es ahora del 25%, y muchos de los trabajadores desempleados, incluidos decenas de millones de migrantes rurales ahora en completa miseria, podrían ser reacios a regresar de inmediato a sus puestos de trabajo en las fábricas tras haber huido de las ciudades, y a menudo a pie. La pregunta pertinente es qué conseguirán la política monetaria y los recortes de tipos del RBI. Las inyecciones de liquidez y las ventanillas de refinanciación es cierto que no han logrado canalizar mucho crédito hacia la economía real, pero es demasiado pronto para sentenciar el fracaso de estas políticas. Existe la experiencia de otros países (como China), donde los efectos de las inyecciones de liquidez tardaron en despegar y, a pesar de ello, el comportamiento de los agregados económicos fue después favorable. Quizás la principal inquietud sea que, tras haberse ofrecido a los prestatarios una moratoria de seis meses, esté a punto de dispararse la tasa de morosidad. **India está bien posicionada para afrontar perturbaciones externas.** India no depende tanto del comercio exterior como otros países de la región. Con la balanza de pagos de nuevo en superávit y el RBI acumulando reservas de divisas por importe de 450.000 millones de USD, está bien posicionada para resistir perturbaciones externas

Política fiscal. El gobierno descartó un derroche fiscal populista

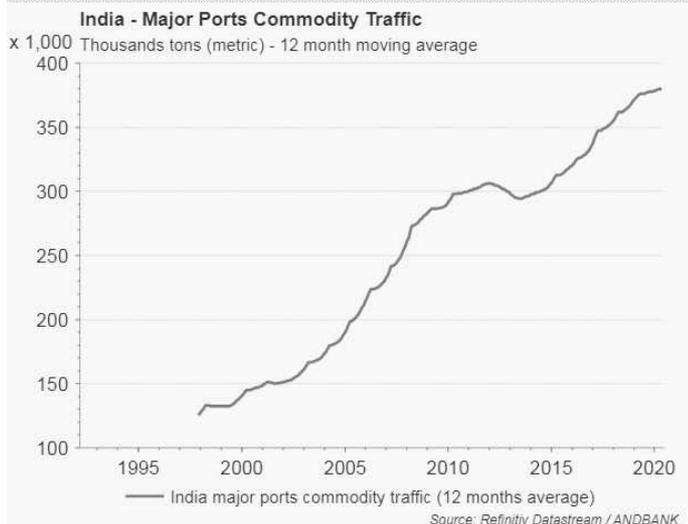
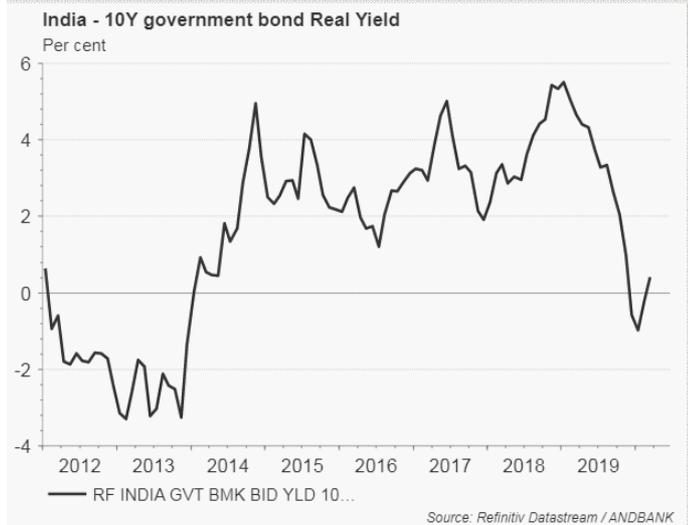
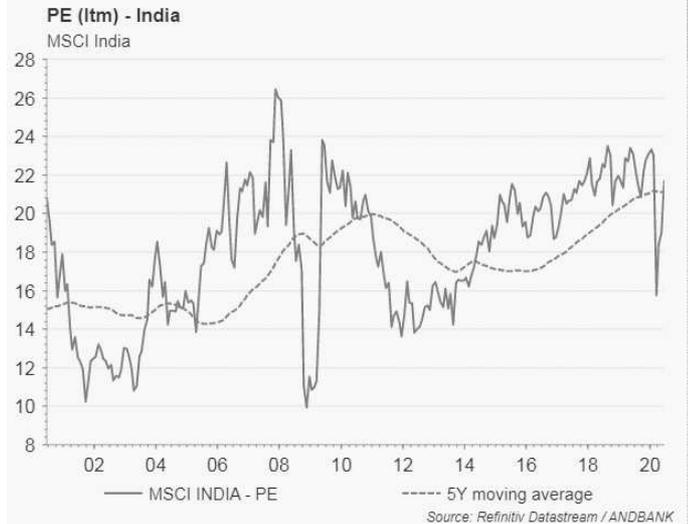
El gobierno de Modi optó por descartar imprimir un fuerte impulso al gasto en los presupuestos para contener la desaceleración económica, confiando en su lugar en la política monetaria para intentar mantener la economía a flote. Esta combinación de políticas es buena para los bonos y las condiciones crediticias, pero es mala para la moneda (un efecto quizás conscientemente buscado para estimular la contribución del sector exterior). Las medidas fiscales anunciadas en el principal paquete de estímulos económicos, por importe de 20 billones de INR, tomaron principalmente forma de garantías de préstamos e inyecciones de liquidez en lugar de en gasto público directo, y su monto total podría acabar siendo inferior al 1% del PIB. Esto puede salvar a la India de una revisión a la baja de su calificación de solvencia crediticia, aunque una recesión profunda podría afectar a los ingresos públicos. No se ha revisado el objetivo oficial de déficit del 3,5% para el año fiscal 2021. Pero, ante el colapso de los ingresos públicos, el déficit presupuestario real probablemente superará el 6,5%.

Mercado de valores: bonos y acciones

El RBI ha reducido los tipos de interés 115 pb en lo que va de año, habiendo prometido recortes adicionales si la inflación continuara desacelerándose. Es probable que la inflación se contenga, permitiéndole cumplir su promesa. Los rendimientos de los **bonos** a corto plazo siguen bajando (debido a las bajadas de tipos y a inyecciones de liquidez por importe de 8 billones de INR). Se prevé un buen comportamiento de los bonos, no solo debido a la monetización directa de la deuda, sino a que aún ofrecen rendimientos relativamente altos y tipos de interés reales positivos. Además, los responsables de las políticas han relajado los límites al porcentaje de participación de los inversores extranjeros, al tiempo que han sido explícitos en su objetivo de que la deuda de la India se incluya en índices de deuda internacionales, algo que reduciría sus costes de financiación. Las **acciones** se han recuperado recientemente, tras un rebote relativamente deslucido. Una buena noticia, de las que escasean, es que la corrección del 25% de este año ha restablecido el nivel de las valoraciones, llevando los PER y las relaciones cotización/valor contable de las acciones a mínimos de varios años. Si India tuviera un plan convincente para recuperar un crecimiento estructural nominal del PIB del 10%, la mayoría de los inversores extranjeros no dudarían en abonar una pequeña prima por incluir acciones indias en sus carteras.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (objetivo: 33.891 ; salida: 40,669)
 Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 7%)
 Deuda corporativa: INFRAPONDERAR
 Divisas (INR/USD): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (objetivo: 74)





ISRAEL

Fuerte confianza del consumidor. El TLV35 superaría su valor razonable, pero lejos de un punto de venta.

Coyuntura económica

Israel todavía está en proceso de recuperar lentamente la normalidad, con los centros comerciales ya abiertos, al igual que la mayoría del sector alimentario. CBS de Israel publicó su encuesta de confianza de los consumidores, que mostró un retroceso de tan sólo el 14%, tras la fuerte contracción del 31% en abril. El gran salto en la encuesta provino del subíndice «cambio esperado en el estado de la economía del país para el próximo año», que aumentó a -13% (desde -54% en abril), y la sección «cambio esperado en la economía familiar el próximo año», que subió a +5% (desde -19% en abril).

El salario medio se redujo el 1,5% interanual y las ofertas de empleo bajaron un 1,8% interanual, a 68.200 puestos de trabajo.

Las compras con tarjeta de crédito disminuyeron en abril un 11,5% respecto al mes anterior y un 4,9% en términos interanuales.

Las exportaciones totales (excl. *startups*) disminuyeron un 8,8% en el mes, alcanzando los 4.200 millones de dólares.

Empresas

La *startup* de inteligencia artificial Viziblezone anunció una alianza estratégica con la compañía de análisis global Verint para ayudar a las empresas en el retorno de sus empleados. Verint ofrece la tecnología de rastreo de contactos de alta precisión de Viziblezone como parte de su solución operativa integral para el covid-19. Verint comercializa varios productos de *software* y *hardware* para gestionar la participación del cliente, seguridad, vigilancia e inteligencia empresarial. Además, la tecnología podría desempeñar un papel crucial en ayudar a oficinas y empresas al retorno de sus plantillas de una manera más eficiente y segura. Si bien numerosas multinacionales han declarado ya su intención de mantener a los empleados trabajando desde casa, esta solución tiene particulares ventajas para las empresas que requieren que su plantilla esté físicamente presente.

Mercado de renta variable: *neutral*

Desde nuestra última actualización (22 de mayo) el TLV 125, principal índice de renta variable israelí, retrocedió un 1,8%, debido sobre todo a las fuertes caídas en las compañías inmobiliarias (-8%) y de petróleo y gas (-18,8%). El TLV Real Estate sigue rezagado respecto al índice general, debido sobre todo a las estimaciones de que la tendencia a «trabajar desde casa» continuará y reducirá la demanda de oficinas en el centro del casco urbano. En contraste, las compañías de telecomunicaciones y TI prosiguieron su senda al alza, con una revalorización media del 6,6% en el último mes. BEZEQ, el operador de telecomunicaciones israelí establecido, se recuperó un 23%, principalmente por las expectativas de cambios regulatorios que realizará el gobierno recién formado y que beneficiarán a la compañía. BCOM, la matriz apalancada de Bezeq, se disparó un 67%. El resto de empresas de tecnología prosiguieron su recuperación de meses anteriores, ganando un 4% en el mes. El índice TLV Tech ha ganado un 16,8% en el año hasta la fecha. Los bancos israelíes aún van por detrás del índice general del mercado y cotizan a un nivel de valoración relativamente bajo para su valor en libros (inferior a la unidad), lo que refleja débiles perspectivas de rentabilidad y amortizaciones contables.

Mercado de renta fija: *positivo*

Los diferenciales de crédito continuaron su tendencia a estrecharse a finales de mayo y en la primera quincena de junio. El diferencial del índice vinculado al IPC TelBond60 está en 1,80 p.p., frente a 1,83 p.p. a mediados de mayo y niveles previos a la crisis de 1,20-1,25 p.p. En el caso del TelBond Shikli50 no vinculado al IPC el diferencial crediticio está en 1,82 p.p., frente a 1,96 p.p. en mayo y niveles pre-crisis de 1,30-1,50 p.p.

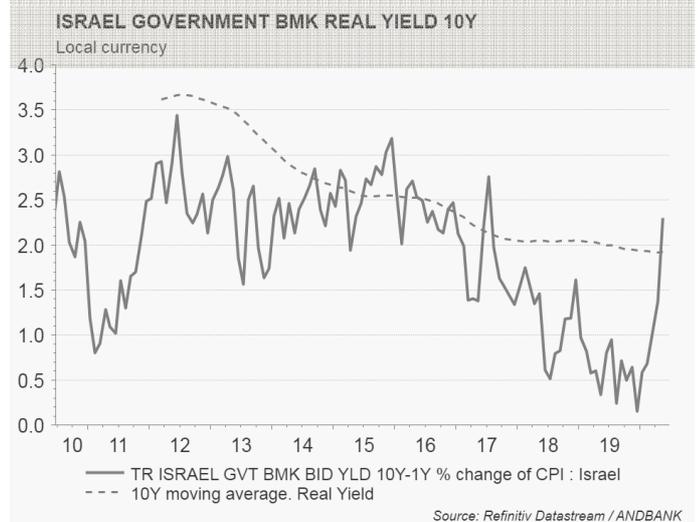
En junio también vimos una diferenciación creciente entre empresas que el mercado considera más perjudicadas por la crisis pandémica (como edificios de oficinas) y las que considera «seguras» (como bancos y tecnológicas).

Perspectivas de los mercados financieros

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

Deuda soberana (bono 10 años, USD): NEUTR.-SOBREP. («barata» en ILS)

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





BRASIL

El mercado de valores continúa ofreciendo cierto potencial alcista. Preferimos los bonos en USD.

Coyuntura económica

El gobernador del banco central de Brasil (BCB) afirmó que las perspectivas de PIB del país son mejores que la previsión recién revisada a la baja de una contracción del 6,4% este año, y añadió que el BCB mantiene sus objetivos de inflación. Esta estimación contrasta con la previsión del Fondo Monetario Internacional de una contracción del 9,1% este año.

Las solicitudes de subsidios de desempleo en Brasil aumentaron en 351.315 en la primera quincena de junio, un 35% más que en el mismo período del año pasado, lo que refleja el impacto de la pandemia en el mercado laboral. La buena noticia es que la cifra se redujo un 23% respecto a la de la última quincena de mayo, lo que apuntaría a una posible incipiente recuperación del mercado laboral en junio. Los subsidios de desempleo aumentaron en casi un millón en mayo, un récord en cualquier mes desde que comenzó la serie hace 20 años. El aumento en la primera quincena de junio elevó el total de solicitudes en lo que va de año a 3,65 millones (un 14% más que en el mismo período del año anterior). La tasa de desempleo de Brasil en los tres meses hasta abril fue del 12,6%. Las cifras publicadas esta semana por la agencia estadística IBGE indican que casi 10 millones de trabajadores no recibieron su sueldo o salario en mayo, y que 19 millones de empleados registrados no pudieron acudir presencialmente a su puesto de trabajo.

Brasil y la economía mundial

Según el FMI, el alcance del daño causado a la actividad económica por la pandemia de coronavirus es más amplio e intenso de lo que se pensaba. Esto llevó a la institución a recortar aún más sus previsiones de producción global para 2020, de forma que ahora prevé que ésta se contraerá un 4,9%, cuando en abril preveía una contracción del 3,0%. La recuperación prevista para 2021 también será más débil, con una previsión de crecimiento global del 5,4%, frente al 5,8% previsto de abril. El FMI «...considera la recesión actual como la peor desde la Gran Depresión de la década de 1930, en la que el PIB mundial se contrajo un 10%». Pero también añadió que «...los 10 billones de dólares en apoyo fiscal y la masiva relajación de los bancos centrales han evitado hasta ahora quiebras a gran escala». La previsión es que el PIB de EE.UU. se contraerá en 2020 un 8,0% y, el de la zona euro, un 10,2%, ambas empeorando en más de 2 puntos porcentuales las previsiones de abril. Con respecto a las economías latinoamericanas, donde el contagio aún va en aumento, el FMI anticipa algunas de las mayores caídas del PIB. En concreto, ahora prevé que las economías de Brasil, México y Argentina se contraerán en 2020 un 9,1%, 10,5% y 9,9%, respectivamente.

El covid y una nueva ley de saneamiento dirigida a atraer inversores

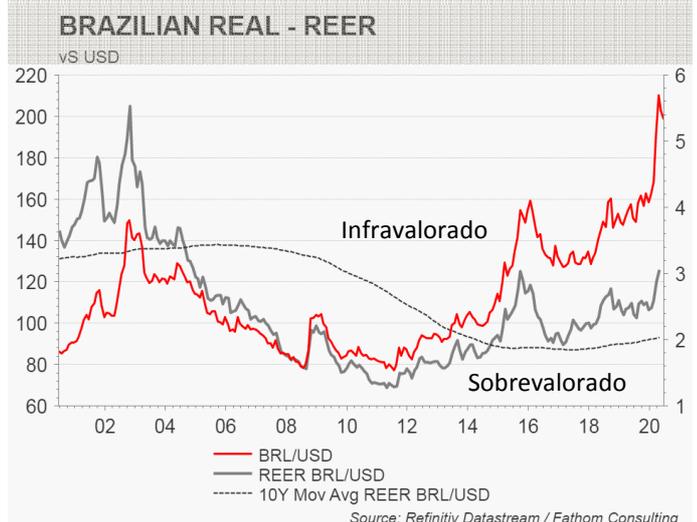
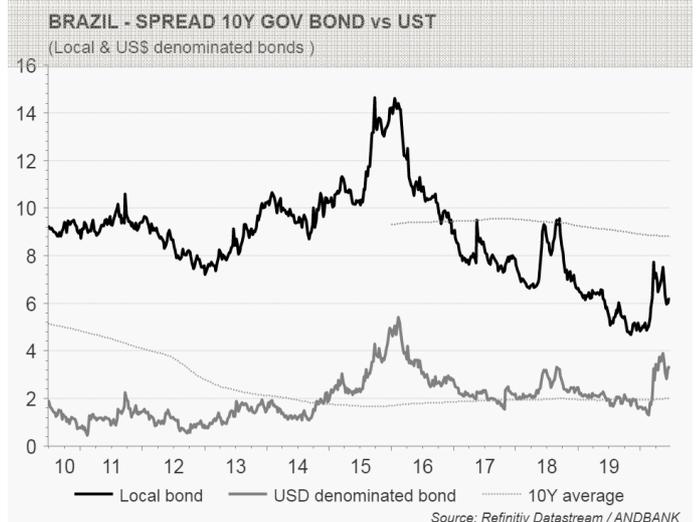
El Senado de Brasil aprobó el último miércoles de junio un nuevo proyecto de ley de saneamiento, en una medida que se espera que induzca a los estados y municipios a privatizar las empresas de agua y alcantarillado, atrayendo inversores. El proyecto de ley, que necesita la aprobación del presidente Jair Bolsonaro para convertirse en ley, prevé la universalización de los servicios de saneamiento para 2033, lo que exigiría invertir 700.000 millones de reales (132.000 millones de USD). «La aprobación es un gran paso en la mejora del precario sistema de saneamiento básico, con un 16% de brasileños (casi 35 millones de personas) que carecen de acceso a agua limpia, y casi la mitad de la población sin acceso al tratamiento de sus aguas residuales», según una nota de analistas de BTG. Estos analistas consideran que las empresas estatales Sabesp y Copasa son las que tienen mayores visos de privatizarse pronto, ya que los gobernadores de los estados de Sao Paulo y Minas Gerais han comunicado planes al respecto.

Renta variable: leve sobreponderación

Hemos realizado la revisión semestral de resultados, incorporando de forma parcial los beneficios esperados para 2021. Pensamos que el crecimiento del BPA al final de 2020 será negativo (-18%) y que en 2021 será del +20%. En concreto, el BPA para los próximos 12 meses será de 6.564 (todavía muy por debajo de 7.181, el nivel de finales de 2019). Utilizamos un PER, calculado sobre beneficios futuros, de 13,5x que implicaría un valor razonable para el Ibovespa de 88.600, con un primer punto de salida (venta) en el nivel de los 106.343 puntos.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IBOVESPA): NEUTRAL-SOBREP. (obj.: 88,862; salida: 106.635)
Deuda soberana (10 años) en BRL: INFRAP. (objetivo: 8,2%; diferencial: 700)
Deuda soberana (10 años) en USD: SOBREP. (objetivo: 4,2%; diferencial: 300)
Divisas (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,5)





MÉXICO

Infraponderar activos mexicanos. Los diferenciales de la deuda superan justificadamente la media.

Coyuntura económica

El Ministerio de Finanzas estima que la caída del PIB mensual de abril habría sido del 19% interanual, mientras que las estimaciones de analistas del sector privado la sitúan en el 22% interanual. En los indicadores más recientes, la actividad industrial se contrajo en abril un 30% interanual y la inversión bruta en activos fijos lo hizo en marzo el 11%. La inflación de mayo todavía refleja el efecto reductor de la menor demanda agregada, aun cuando el componente subyacente persiste en niveles superiores al 3,60%. El índice general de precios ya se ha recuperado algo desde los niveles en torno al 2,15% (este, el más bajo en cinco años) y, como resultado del reciente repunte de los precios de la energía, ahora se sitúa en el 2,84%.

El entorno de política monetaria sigue siendo favorable

Banxico redujo los tipos de interés oficiales en otros 50 pb, como se esperaba, dejando su tipo de referencia en 5%. 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 nivel del 4,50% para finales de 2020 y, luego, sin cambios en 2021.

Covid y medidas de política fiscal

Las tasas de contagio y los fallecimientos por coronavirus siguieron creciendo. El 21 de junio México registró el mayor número diario de muertes del mundo. Sin embargo, tras el confinamiento se ha mantenido la política de reapertura gradual del país. En Ciudad de México, dos días después del anuncio inicial de cambio de rojo a naranja, la medida se revirtió. En el informe de cuentas públicas de abril el nivel de deuda sobre PIB aumentó al 52%, tras haber finalizado 2019 por encima del 45%. El superávit primario se mantuvo, pese a que se prevé que el año cerrará con un déficit del 0,4% y, sorprendentemente, aumentaron los ingresos fiscales vinculados al impuesto al consumo.

Activos mexicanos

Renta variable (índice IPC). INFRAP.-NEUTRAL. Persisten la incertidumbre en el sector empresarial y un cierto pesimismo entre los inversores privados, que seguirán resultando perjudicados en energías renovables y electricidad por ciertas decisiones políticas que dañaron al sector. México no está bien posicionado para una recuperación rápida en forma de V. Estimamos el valor razonable para el índice IPC en el rango de los 30.000-38.000 puntos (a 22 de junio, el límite superior del rango se superó).

Renta fija. INFRAP. Los diferenciales de rendimiento entre bonos mexicanos denominados en MXN y USD y el bono del Tesoro estadounidense (UST) se recuperaron considerablemente desde su peor momento en marzo. El bono en pesos cotiza actualmente, en la curva de tipos-plazos, un diferencial de 520 pb sobre el UST después de que Banxico recortara el tipo de interés. En el caso del bono mexicano en dólares, el diferencial se amplió hasta alrededor de los 300 pb. 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. En ambos casos, el bono mexicano nos parece caro.

Tipo de cambio: objetivo en 23,5 pesos por dólar. El tipo de cambio se ha movido entre 22 y 22,70 unidades por dólar en un período en que la volatilidad ha sido reducida. Sin embargo, el peso sigue contándose entre las monedas más débiles este año, a pesar de que los tipos en México se han mantenido altos. Pero esto no bastó para aumentar la afluencia de fondos. En cambio, las tenencias de activos en pesos por parte de no residentes están en niveles no vistos desde 2016, al tiempo que el posicionamiento en el MXN en los mercados de futuros está en un nivel equilibrado entre posiciones cortas y largas. Objetivo para MXN/USD: 23,50.

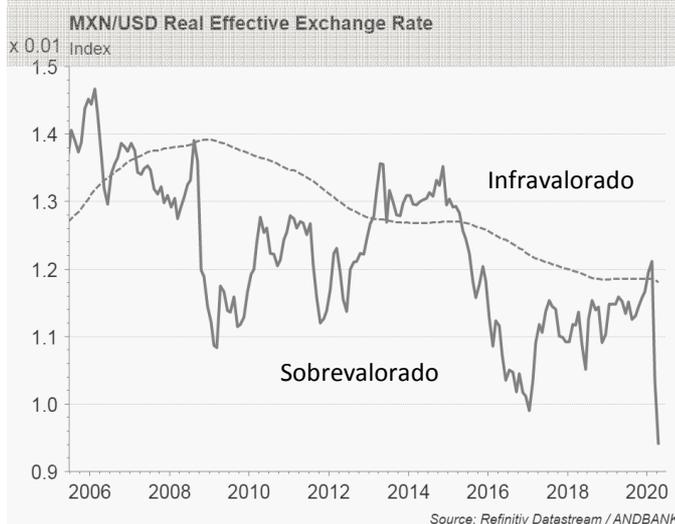
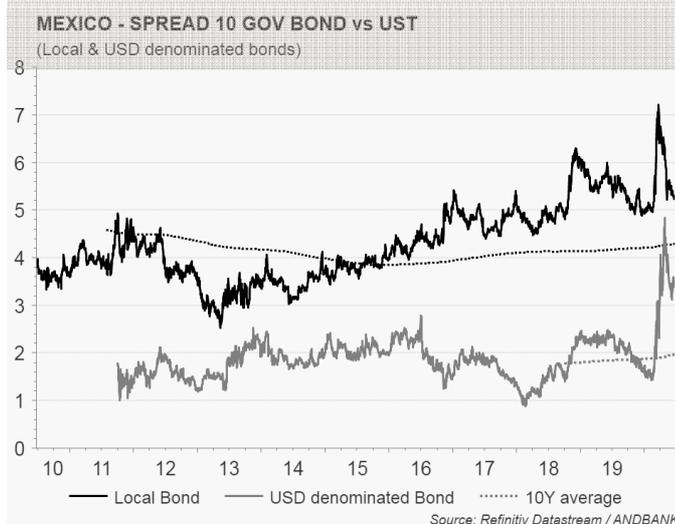
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): INFRAPONDERAR (obj.: 36,374; salida: 40,011)

Deuda soberana en MXN: INFRAP. (rendimiento: 6,7%; diferencial: 550)

Deuda soberana en USD: INFRAP. (rendimiento: 4%; diferencial: 275)

Divisas (MXN/USD): INFRAP. (objetivo a medio plazo: 23,50)





ARGENTINA

Reestructuración de deuda: las partes aproximan posiciones, pero persisten cuestiones legales.

Deuda argentina

Argentina amplió su oferta de canje de deuda hasta el 24 de julio. Desde el 17 de abril no se han realizado nuevas ofertas pero, a juzgar por las propuestas de ambas partes en negociaciones privadas y reveladas por el Ministerio de Economía, Argentina y sus acreedores están acercando posiciones.

Al comparar el último borrador de la oferta de Argentina a los acreedores con el original se observan los siguientes cambios: i) período de gracia de solo un año (frente a los tres propuestos inicialmente), con reinicio de los pagos de cupón durante 2021; ii) la quita de capital sobre el valor nominal se reduce al 3% para los bonos "Macri"; iii) un cupón medio del 3% (90 pb más que en la oferta original); iv) pago de los intereses devengados a través de un bono con vencimiento en 2030; v) inclusión de un Mecanismo de recuperación de valor (VRM) vinculado a las exportaciones, con un pago de cupón adicional de hasta 0,75% de 2026 a 2046, cuando se cumplan las condiciones de pago. El VPN de esta oferta ronda los 52 USD si se incluye el VRM vinculado a las exportaciones.

El grupo Ad Hoc (liderado por Blackrock) y el grupo Exchange Bondholder (EBG) presentaron una propuesta con un VPN de 60,2 USD que incluye un VRM vinculado al PIB medido por el FMI y pide que se desembolse en efectivo la mitad de los intereses devengados en la fecha de liquidación y la otra mitad a pagar a través de un nuevo bono en dólares con vencimiento en 2023. Al mismo tiempo, el Comité de Acreedores de Argentina, Gramercy y Fintech presentaron una propuesta con un VPN de 54,7 USD en línea con la oferta de Argentina, pero incluyendo un VRM más generoso vinculado a las exportaciones.

La diferencia monetaria está reduciéndose (solo el 1% del PIB), pero subsisten diferencias en materia legal. Lo principal es a qué jurisdicción se someterán los nuevos bonos a su emisión. En la oferta original, todos los bonos tenían el mismo contrato que los bonos "Macri". Ahora, los comités Ad Hoc y EBG solicitan que todos los bonos se emitan con arreglo a la escritura de 2005 ("bonos de canje"). También, entre otras cosas, que Argentina elimine la disposición sobre re-designación de la oferta.

Mendoza: segundo evento de incumplimiento provincial

El viernes 19, el período de gracia de 30 días para el bono 2024 de Mendoza expiró sin pago, convirtiendo a esta provincia en la segunda en incurrir en incumplimiento de pago. Previamente la provincia había anunciado una oferta de canje sin quita sobre el nominal, ampliación de vencimientos (2024 a 2029) y una reducción de cupones más agresiva de lo esperado (0% hasta noviembre 2021, 2% de noviembre 2021 a noviembre 2023, y 4% hasta el vencimiento), lo que provocó el rechazo de los acreedores.

La provincia de Buenos Aires (PBA), la primera en incurrir en incumplimiento de pago, también está ampliando su oferta de canje hasta el 31 de julio.

La inflación se desacelera al continuar el bloqueo de la economía

El IPC de mayo cerró en el 1,5% mensual (sin cambio respecto a abril), con una desaceleración más intensa del dato interanual, que pasó al 43,4% (abril: 45,6%) ayudado por la congelación de las tarifas de los suministros colectivos y de los precios de transporte y combustibles, junto con la disminución de la actividad y los controles de cambio. Dada la importante expansión monetaria para financiar el creciente déficit fiscal, el riesgo de una depresión inflacionaria está aumentando.

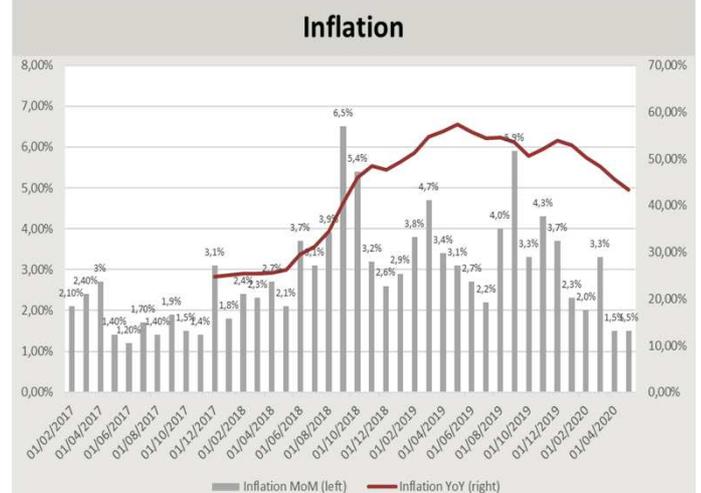
La ampliación del bloqueo de la economía impuesto para combatir el covid-19 ha deparado buenos resultados por el lado de la salud, pero está generando una situación crítica en el frente económico: i) la recaudación fiscal aumentó en mayo un 12% interanual (muy por debajo de la inflación); ii) las ventas minoristas reales cayeron en mayo un 50,8% interanual; iii) la producción industrial se contrajo en abril un 33,5% interanual. Según la Encuesta de Expectativas del banco central, los analistas esperan una contracción del PIB del 9,4% para 2020.

El diferencial del tipo de cambio oficial (69,8 ARS por dólar) con el paralelo del Blue Chip Swap (BCS) (111,9 ARS por dólar) y el tipo del mercado negro (128 ARS por dólar) es del 61% y 93%, respectivamente.

Perspectivas de los mercados financieros

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

Divisas (USD/ARS): INFRAPONDERAR (objetivo para final de 2020: 90)





ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Projected	Projected	Projected	Projected	Projected	Projected	INDEX	Current	2020	2020	Margin	E[Perf] to	
	EPS	EPS	EPS	EPS Growth	EPS Growth								PE
	Andbank	Andbank	Andbank	Andbank	Andbank	Andbank	PRICE	(EPS 12 month fw)	Fair Value	Recomm	Point	Exit point	
USA S&P 500	132	165	148	-20,0%	25,00%	20,00	3.116	2.962	-4,9%	MW	3.407	1,15	9,3%
Europe - Stoxx Europe 600	19,5	24	22	-25,0%	25,00%	15,50	365	340	-6,7%	MW/OW	408	1,2	11,9%
Euro Zone - Euro Stoxx	18,9	24	21	-25,0%	25,00%	15,50	357	330	-7,7%	MW/OW	395	1,2	10,7%
Spain IBEX 35	498	697	597	-30,0%	40,00%	13,00	7.364	7.764	5,4%	OW	8.541	1,1	16,0%
México IPC GRAL	2.320	2.785	2.553	-18,0%	20,00%	14,25	37.620	36.374	-3,3%	UW	40.011	1,1	6,4%
Brazil BOVESPA	5.984	7.181	6.582	-18,0%	20,00%	13,50	96.203	88.862	-7,6%	OW/MW	106.635	1,2	10,8%
Japan NIKKEI 225	1.063	1.276	1.169	-20,0%	20,00%	17,00	22.146	19.878	-10,2%	UW	23.854	1,2	7,7%
China SSE Comp.	226	249	237	-10,0%	10,00%	12,50	3.091	2.968	-4,0%	MW/UW	3.265	1,1	5,7%
China Shenzhen Comp	75,1	83	79	-10,0%	10,00%	24,00	2.016	1.894	-6,1%	UW	2.083	1,1	3,3%
India SENSEX	1.576	1.813	1.695	-15,0%	15,00%	20,00	35.844	33.891	-5,4%	OW	40.669	1,2	13,5%
Vietnam VN Index	53,6	62	58	-10,0%	15,00%	15,00	842	864	2,5%	OW	1.037	1,2	23,0%
MSCI EM ASIA	35,4	41	38	-10,0%	15,00%	14,00	543	533	-1,8%	OW	640	1,2	17,8%

ANDBANK ESTIMATES

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Perspectiva: La valoración general aún es positiva Valoración de Andbank: +2,5 (en un rango de ±7)

Agregado (neutral, con sesgo de sobreponderación): Los mercados continúan inquietos, pero nuestra valoración general sigue siendo positiva.

Posicionamiento de mercado (sesgo neutral): La asignación de activos a renta variable es baja y estable de un mes a otro, por lo que mantenemos la opinión de posicionamiento neutral. La señal del ratio *put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica también que los inversores han reducido en términos agregados sus coberturas respecto al mes anterior. Por su parte, el índice Skew (una medida del riesgo de cola del S&P 500), situado en territorio positivo, refleja que persiste el temor a una fuerte corrección bajista en las cotizaciones.

Análisis de flujo de fondos (neutral, con sesgo de sobreponderación): Las entradas netas en renta variable de EE.UU. indican una dinámica positiva para dicha clase de activo. Las siguen, con menores volúmenes, las entradas en renta variable europea, japonesa y de Taiwán. China, en cambio, registró salidas netas provocadas por las crecientes tensiones con EE.UU.

Encuestas y análisis de opinión (sesgo de sobreponderación): La actitud de los inversores todavía refleja desconfianza (opinión negativa). Nuestra lectura, en clave 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%
OTROS	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%
	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%.

FI

RENTA FIJA – BONOS DEL ESTADO

Página 14

MERCADOS DESARROLLADOS

Análisis fundamental

Treasury EE.UU.: suelo 1,47%; valor razonable 2,32%; techo 2,5%

Diferencial swap: El diferencial swap se situó en 1,4 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 (132 pb), el rendimiento de este bono debería situarse en 2,32%.

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 +31 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 24 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 +25 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%.

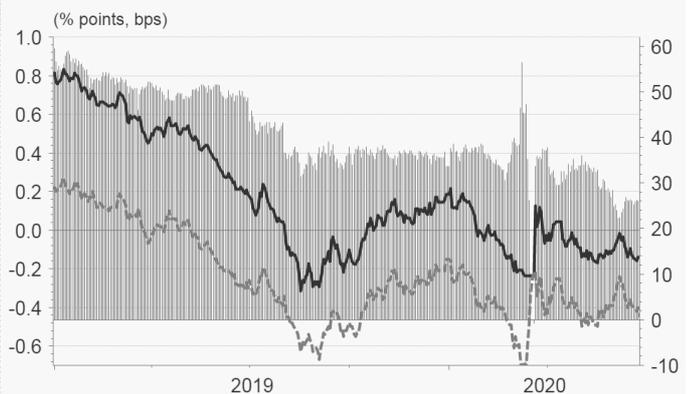
Rendimiento real: Al ser nuestra previsión a medio plazo para el IPC de 1,5%, el rendimiento del Gilt debería alcanzar el 2% para que nos posicionáramos en «COMPRAR».

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: 0,6%
- Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 1,4%
- Bono del Estado portugués. Rendimiento objetivo: 0,6%
- Bono del Estado irlandés. Rendimiento objetivo: 0,3%
- Bono del Estado griego. Rendimiento objetivo: 2,0%

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	7,14%	2,43%	4,71%	-1,00%	6,14%
	India	5,84%	6,03%	-0,19%	1,00%	6,84%
	Philippines	2,81%	2,15%	0,66%	0,00%	2,81%
	China	2,86%	2,44%	0,42%	0,00%	2,86%
	Malaysia	2,92%	-2,96%	5,88%	-1,00%	1,92%
	Thailand	1,21%	-3,24%	4,45%	-1,00%	0,21%
	Singapore	0,87%	-0,75%	1,62%	-0,50%	0,37%
	South Korea	1,21%	-0,15%	1,36%	-0,50%	0,71%
	Taiwan	0,33%	-1,06%	1,38%	-0,50%	-0,18%
EME	Turkey	11,55%	11,16%	0,39%	0,00%	11,55%
	Russian Fed	5,84%	3,05%	2,79%	-0,75%	5,09%
LATAM	Brazil	6,59%	2,26%	4,34%	-1,00%	5,59%
	Mexico	5,71%	2,45%	3,26%	-1,00%	4,71%
	Colombia	5,66%	3,16%	2,50%	-0,75%	4,91%
	Peru	4,86%	1,72%	3,14%	-1,00%	3,86%



ENERGÍA – PETRÓLEO

Opinión fundamental (WTI): Banda objetivo: 35-45 USD/barril.

Comprar por debajo de 35 USD; vender por encima de 45 USD.

Factores a corto plazo

(Positivo para el precio) – La OPEP, Rusia y sus aliados acordaron recortes de producción hasta julio. Según Reuters, el sábado 6 de junio la OPEP, Rusia y los demás socios de la coalición acordaron ampliar hasta finales de julio unos recortes de producción de petróleo sin precedentes. El grupo también exigió que algunos países como Nigeria e Irak, que excedieron sus cuotas de producción en mayo y junio, lo compensen con recortes adicionales de julio a septiembre (Irak produjo en mayo 4,21 millones de barriles de petróleo diarios, cuando su cuota era de 3,59 Mbpd). El acuerdo inicial de abril buscaba reducir el suministro en 9,7 Mbpd en mayo y junio para apuntalar los precios, que se habían hundido debido a la crisis del coronavirus. Esos recortes deberían reducirse a 7,7 Mbpd de julio a diciembre. Si bien se espera que la demanda de petróleo se recupere, la OPEP aún ha de dar salida a mil millones de barriles en excedentes acumulados desde marzo.

(Positivo para el precio) – El compromiso de la OPEP+ de mantener el pacto ayudará a que los precios retornen en un año a niveles normales. El ministro de petróleo de Emiratos Árabes Unidos, Al Mazrouei, declaró ayer que, si bien volver a 40 USD por barril parecía un sueño en marzo y a principios de abril, el acuerdo de la OPEP+ para reducir la producción ayudará a que los precios vuelvan a la normalidad en un año o dos conforme mejore la demanda y el pacto despeje el exceso de barriles del mercado. Al Mazrouei sugirió que el sólido acuerdo basado en reglas podría prevenir que los países incumpliesen y alentaría a los participantes a no reanudar la producción demasiado rápido.

(Positivo para el precio) – Arabia Saudita elevó con carácter general los precios oficiales del petróleo, perjudicando la fuerte subida sus exportaciones de julio a Asia. En general, los aumentos eliminan casi todos los descuentos que el reino saudí realizó durante su breve guerra de precios con Rusia. Los fuertes aumentos de precios muestran que Arabia Saudita está recurriendo a todos los medios a su alcance para dar la vuelta al mercado después de que los precios del petróleo entraran en abril en negativo, una decisión que probablemente será secundada por otros productores.

(Negativo para el precio) – Los compradores de Asia miran hacia EE.UU. en plena incertidumbre sobre el suministro de la OPEP+. Las refinерías de Asia se vieron obligadas en los últimos meses a aceptar unas considerables reducciones en los volúmenes contratados de suministradores de Oriente Medio, Arabia Saudita e Irak incluidos, lo que les ha movido a considerar abastecerse de crudo estadounidense, en parte también por los mayores descuentos que ofrece este respecto a los precios de referencia mundiales, incluido el del Brent. Los flujos de EE.UU. hacia Asia aumentaron desde los 27 Mbpd de mayo y junio hasta los 49 millones de barriles previstos para el próximo mes.

(Positivo para el precio) – Los productores de petróleo de esquistos de EE.UU. redujeron drásticamente la producción. Algunos productores de petróleo estadounidenses la están reanudando al calor de la recuperación de los precios, aunque probablemente seguirán posponiendo en su mayoría las nuevas perforaciones de pozos al continuar los precios actuales por debajo de los umbrales de rentabilidad para perforar de muchos de ellos. Según el Ministerio de Energía de EE.UU., la producción a partir de esquistos bituminosos caerá a sus mínimos de los dos últimos años, previendo su Administración de Información Energética (EIA), en el Informe de productividad de perforación de junio, que la producción de petróleo en las siete principales regiones productoras de EE.UU. a partir de esquistos podría caer a 7,63 Mbpd en julio, que seguiría a la caída de su producción hasta el nivel de 11,2 Mbpd en la última semana de mayo, un descenso respecto al récord de 13,1 Mbpd de marzo. La producción estadounidense podría incrementarse temporalmente este verano a medida que los pozos vuelvan a estar operativos, si bien volverá a disminuir rápidamente. La producción total sería previsiblemente inferior a los niveles actuales.

(Positivo para el precio) – Las importaciones chinas de crudo alcanzaron un récord en mayo. Según Bloomberg, las importaciones de crudo por China alcanzaron en mayo los 11,34 Mbpd, un incremento mensual del 15% que bate en 160.000 millones de bpd el récord previo de noviembre. Estas cifras ponen de manifiesto la plena recuperación de la demanda en el país tras las medidas de confinamiento y cierre impuestas ante el coronavirus, que deprimieron por completo la demanda. No obstante, como señala el artículo, las cifras también indicarían que el país habría llenado sus reservas estratégicas de crudo a unos precios económicos. Ahora bien, los datos de fletes indican que China podría importar en junio más de 14 Mbpd.

(Positivo para el precio a corto plazo, negativo para el precio a largo plazo) – Las exportaciones de crudo venezolano continúan contrayéndose, creando incertidumbre para el régimen de Maduro. Los ingresos del petróleo se están secando en Venezuela, contribuyendo a la creciente inestabilidad del régimen de Nicolás Maduro. El artículo señala que las exportaciones de crudo cayeron casi a la mitad este mes, tras marcar en mayo su nivel más bajo de los últimos 73 años. Esta caída es en parte consecuencia de las sanciones impuestas por EE.UU. dirigidas contra Venezuela. Hace dos años, antes de que se impusieran las sanciones, Venezuela llenaba diariamente dos petroleros; ahora, previsiblemente solo llenará un buque para cuanto resta de junio. La desaceleración ha elevado las existencias en superficie, hasta 15,2 millones de barriles, un 43% más que en enero. La capacidad de almacenamiento adicional del país es ahora de tan sólo 800.000 barriles diarios. Por otra parte, según Axios, Trump sugirió que está replanteándose el reconocimiento de Juan Guaidó como presidente legítimo de Venezuela, al tiempo que manifestó su disposición a reunirse con Maduro.

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 tornen 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 0,57, justo por debajo de su promedio de largo plazo de 0,62. Dada nuestra estimación de valor razonable para el S&P 500 de 2.953 USD, el precio del oro debería aproximarse a 1.830 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

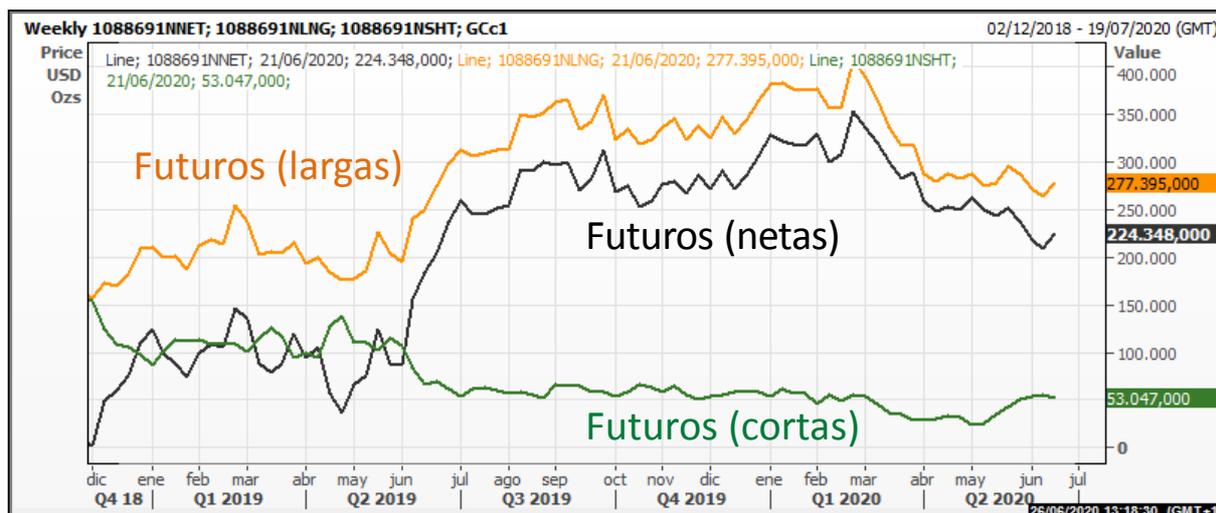
Oro en términos reales. El precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, que se utiliza como aproximación para el deflactor mundial) está a 1.555 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 956 USD/oz. Dado el valor del deflactor mundial (1,13543 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 99,24 y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 65,52 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 1.162 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio se sitúa en 45,52 y supera con creces su promedio de los últimos 20 años de 16,5 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 660 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: en el mes, los contratos con posiciones largas se redujeron de 295.000 a 277.000 y aquellos con posiciones cortas pasaron de 43.600 a 53.000. Por tanto, la posición neta actual en futuros sobre el oro se mantiene en 224.000 contratos en el mes (frente a los 251.000 del mes pasado).

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: 107; EUR/JPY: Objetivo: 1117,71

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: 90

USD/INR: Objetivo: 74

CNY: Objetivo: 6,90

RUB: NEUTRAL

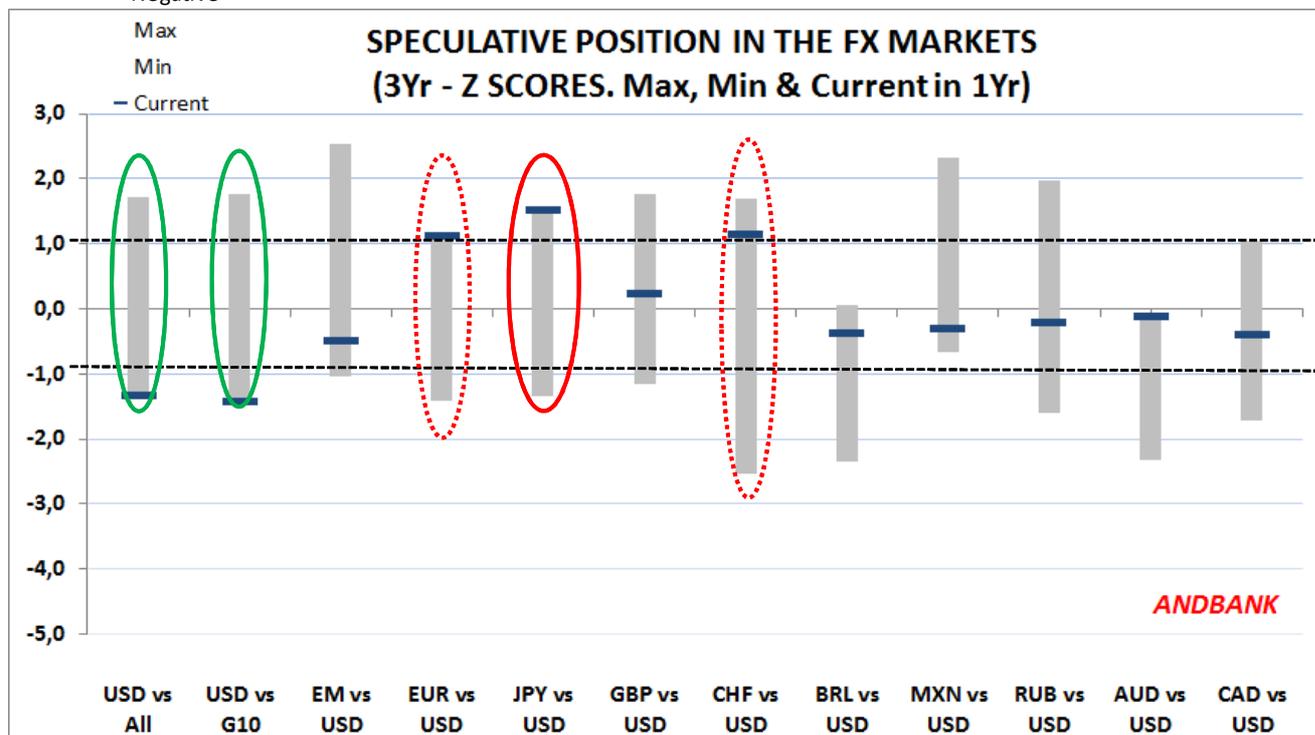
AUD: NEUTRAL

CAD: NEUTRAL

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	-17,57	-9,75	32,1	-17,6	13,3	-1,33
USD vs G10	-16,83	-9,16	32,7	-16,8	14,0	-1,43
EM	0,74	0,59	5,2	-0,2	1,3	-0,49
EUR	16,74	6,42	16,7	-15,5	-1,0	1,13
JPY	3,22	-0,80	4,0	-12,8	-4,5	1,53
GBP	-1,45	0,27	2,8	-6,5	-2,1	0,24
CHF	0,19	-0,94	1,2	-6,0	-1,4	1,15
BRL	-0,22	-0,01	0,1	-1,0	-0,4	-0,39
MXN	0,52	0,41	4,6	-0,1	1,3	-0,32
RUB	0,44	0,18	1,2	-0,2	0,4	-0,22
AUD	-0,33	2,36	-0,3	-5,2	-3,0	-0,12
CAD	-1,54	0,93	2,9	-5,0	-1,2	-0,39

- 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	Fair Value EPS 12m fw	Expected Performance to Fair Value 2020		
Equity	USA - S&P 500	-0,2%	-3,6%	3.116	2.962	-4,9%		
	Europe - Stoxx Europe 600	-1,1%	-13,1%	365	340	-6,8%		
	Euro Zone - Euro Stoxx	-0,5%	-12,7%	357	330	-7,8%		
	SPAIN - IBEX 35	-3,4%	-24,3%	7.367	7.764	5,4%		
	MEXICO - MXSE IPC	-1,8%	-13,6%	37.620	36.374	-3,3%		
	BRAZIL - BOVESPA	3,4%	-16,8%	96.203	88.862	-7,6%		
	JAPAN - NIKKEI 225	-4,9%	-6,4%	21.507	19.878	-7,6%		
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	5,7%	1,3%	3.091	2.968	-4,0%		
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	9,1%	17,0%	2.016	1.894	-6,1%		
	INDIA - SENSEX	5,1%	-14,2%	35.844	33.891	-5,4%		
	VIETNAM - VN Index	-4,4%	-12,3%	842	864	2,5%		
	MSCI EM ASIA (in USD)	2,6%	-4,0%	543	533	-1,8%		
	Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,6%	10,9%	0,67	1,20	-3,9%	
Core countries	UK 10 year Gilt	0,5%	5,3%	0,20	0,80	-4,7%		
	German 10 year BUND	0,3%	1,6%	-0,40	-0,20	-1,8%		
	Japanese 10 year Govie	-0,3%	-0,6%	0,04	0,00	0,3%		
	Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,9%	-0,1%	0,50	0,60	-0,6%	
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	1,8%	1,1%	1,32	1,40	0,1%		
	Portugal - 10yr Gov bond	0,9%	0,0%	0,45	0,60	-1,0%		
	Ireland - 10yr Gov bond	0,6%	0,3%	0,05	0,30	-2,0%		
	Greece - 10yr Gov bond	2,7%	2,9%	1,14	2,05	-6,7%		
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,0%	-0,6%	66,70	70	0,0%		
	Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,1%	-4,8%	385,81	400	1,3%	
	Credit USD IG - CDX IG	0,0%	0,3%	75,85	70	0,7%		
	Credit USD HY - CDX HY	-1,3%	-4,7%	516,73	450	4,7%		
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	9,3%	11,50	11,75	3,7%		
	EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-2,8%	5,3%	5,94	5,00	10,5%	
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,8%	2,3%	7,15	6,00	12,8%		
	Asia	India - 10yr Gov bond (local)	2,0%	9,0%	5,83	7,00	-6,4%	
		(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	4,0%	15,2%	2,81	3,00	-0,2%
		China - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	3,8%	2,84	2,75	2,1%	
		Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,1%	4,2%	2,98	2,00	9,4%	
		Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	2,4%	1,21	0,25	8,3%	
		Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,1%	7,6%	0,88	0,40	4,3%	
		Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,2%	3,4%	1,23	0,75	4,5%	
		Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,1%	2,7%	0,32	0,00	2,7%	
Fixed Income		Mexico - 10yr Govie (Loc)	3,4%	12,5%	5,71	6,70	-5,1%	
	Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,4%	-0,8%	3,64	3,95	-0,7%	
		Brazil - 10yr Govie (Loc)	1,1%	5,1%	6,58	8,20	-9,7%	
		Brazil - 10yr Govie (USD)	2,3%	-2,8%	4,78	4,20	7,0%	
Commodities		Oil (WTI)	6,8%	-34,8%	39,8	40,00	0,5%	
	GOLD	4,3%	16,7%	1.770,0	1.600	-9,6%		
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,2%	0,4%	1,125	1,100	-2,2%		
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,8%	-6,0%	1,25	1,32	5,9%		
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,0%	6,7%	0,90	0,83	-7,6%		
	USDCHF (price of 1 USD)	-1,6%	-2,3%	0,95	0,97	2,6%		
	EURCHF (price of 1 EUR)	-1,4%	-2,0%	1,06	1,07	0,3%		
	USDJPY (price of 1 USD)	-1,3%	-1,1%	107,46	107,00	-0,4%		
	EURJPY (price of 1 EUR)	-1,2%	-0,8%	120,90	117,70	-2,6%		
	USDMXN (price of 1 USD)	4,2%	19,8%	22,67	23,50	3,7%		
	EURMXN (price of 1 EUR)	5,2%	21,3%	25,71	25,85	0,6%		
	USDBRL (price of 1 USD)	5,0%	32,3%	5,32	5,50	3,4%		
	EURBRL (price of 1 EUR)	5,2%	32,8%	5,98	6,05	1,1%		
	USDARS (price of 1 USD)	2,5%	17,8%	70,51	90,0	27,6%		
	USDINR (price of 1 USD)	0,2%	5,8%	75,48	74,00	-2,0%		
	CNY (price of 1 USD)	-0,6%	1,6%	7,07	6,90	-2,4%		

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Together
Everyone
Achieves
More



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



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



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



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



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



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



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



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



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



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



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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

Existen otros factores importantes que afectan a dicha decisión que no se analizan en este documento, tales como el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación financiera, el horizonte temporal de la inversión o la liquidez de la misma.

En consecuencia, será responsabilidad del inversor buscar y obtener el asesoramiento financiero oportuno con el objetivo de valorar los riesgos, costes y otras características de las inversiones que desee realizar.

ANDBANK declina expresamente cualquier responsabilidad por la exactitud o exhaustividad de las evaluaciones mencionadas en este documento, así como por los posibles errores u omisiones en que pudiera incurrirse durante el proceso de publicación del mismo. Ni ANDBANK ni el autor de este documento responderán por cualquier pérdida en que un inversor pudiera incurrir, directa o indirectamente, como resultado de cualquier inversión que estuviese basada en cualquier información contenida en el presente documento.

La información y las opiniones aquí contenidas están sujetas a modificación sin previo aviso.