

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

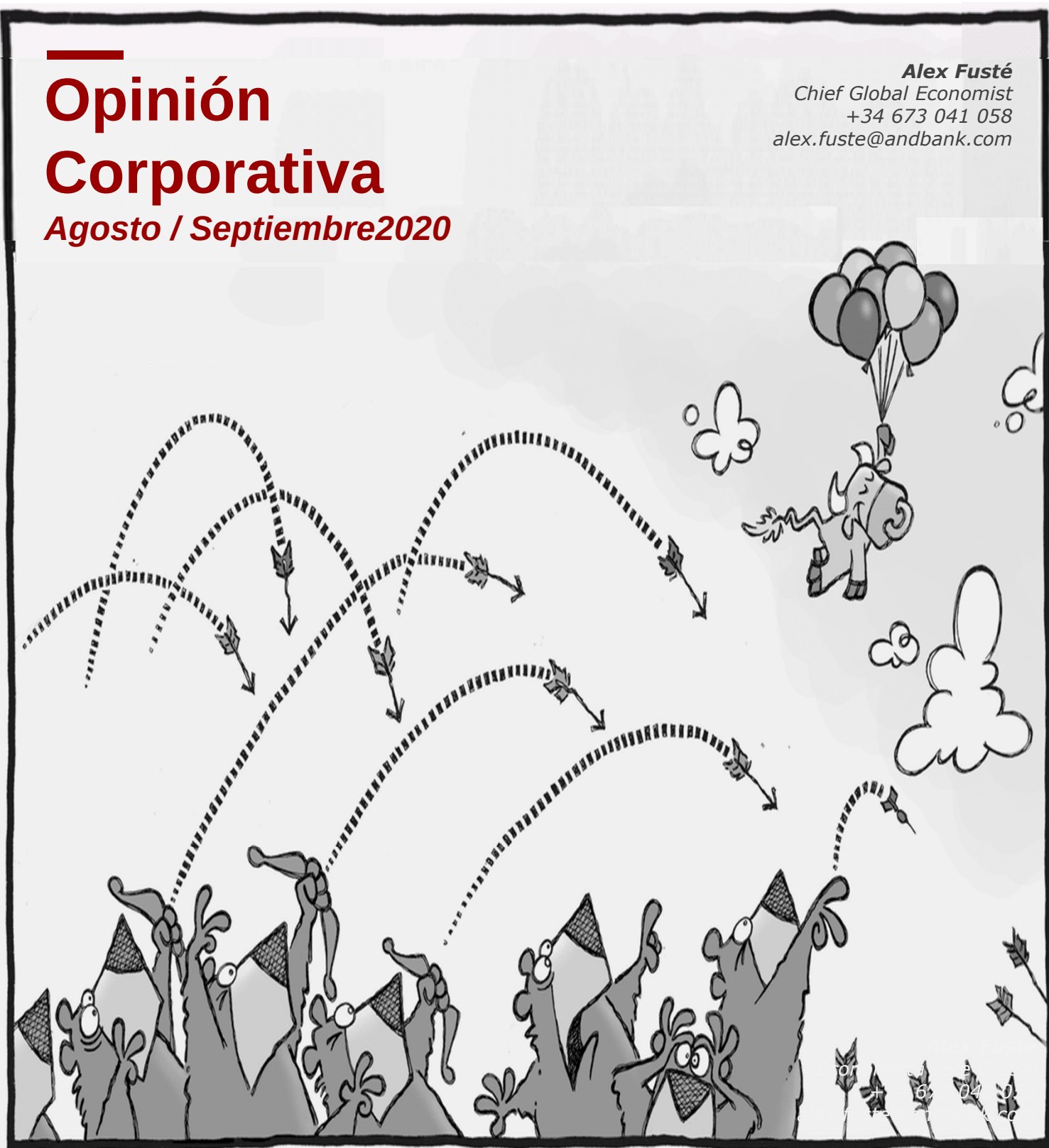
ANDBANK
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank

Perspectivas estratégicas mundiales — Agosto / septiembre de 2020

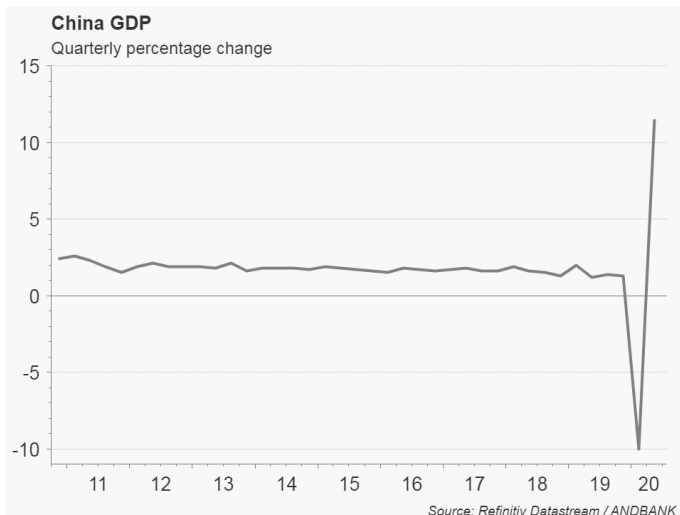
Opinión Corporativa *Agosto / Septiembre 2020*

Alex Fusté
Chief Global Economist
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	2020 E[Perf] to Fair Value	Recomm	2020 Exit Point
USA S&P 500	3.258	2.962	-9,1%	MW	3.407
Europe - Stoxx Europe 600	362	340	-6,2%	MW/OW	408
Euro Zone - Euro Stoxx	355	330	-7,0%	MW/OW	395
Spain IBEX 35	7.047	7.764	10,2%	OW	8.541
Mexico IPC GRAL	37.721	36.374	-3,6%	MW	40.011
Brazil BOVESPA	105.605	102.027	-3,4%	MW/OW	112.230
Japan NIKKEI 225	22.339	19.878	-11,0%	MW/UW	23.854
China SSE Comp.	3.287	2.968	-9,7%	UW	3.265
China Shenzhen Comp	2.227	1.894	-15,0%	UW	2.083
India SENSEX	37.736	33.891	-10,2%	OW	40.669
Vietnam VN Index	801	864	7,8%	OW	1.037
MSCI EM ASIA	592	533	-9,9%	OW	640

RENTA FIJA - MERCADOS DESARROLLADOS

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value EPS 12m fw	Expected Performance to Fair Value 2020
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,56	1,20	-4,9%
Core countries	UK 10 year Gilt	0,10	0,80	-5,6%
	German 10 year BUND	-0,52	-0,20	-2,8%
	Japanese 10 year Govie	0,01	0,00	0,1%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,33	0,60	-2,0%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	1,04	1,40	-2,4%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,32	0,60	-2,1%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,13	0,30	-3,5%
	Greece - 10yr Gov bond	1,02	2,05	-7,8%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	59,94	70	-0,2%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	363,25	400	0,2%
	Credit USD IG - CDX IG	71,80	70	0,5%
	Credit USD HY - CDX HY	454,24	450	2,2%

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)	12,66	11,75	12,6%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	5,95	5,00	10,1%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,76	6,00	8,9%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	5,82	6,80	-5,4%
(Local curncy)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	2,82	3,00	-0,2%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,93	2,75	2,7%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,61	2,00	5,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,18	0,25	7,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,82	0,40	3,7%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,13	0,75	3,5%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,30	0,00	2,5%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	5,66	6,20	-1,9%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,16	3,70	-3,0%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	6,49	8,20	-10,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,36	4,20	3,1%

MATERIAS PRIMAS & FX

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value EPS 12m fw	Expected Performance to Fair Value 2020
Commodities	Oil (WTI)	40,9	40,00	-2,2%
	GOLD	1.955,9	1.600	-18,2%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,176	1,100	-6,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,30	1,32	1,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,91	0,83	-7,9%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,91	0,97	6,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,07	1,07	-0,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	105,05	107,00	1,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	123,51	117,70	-4,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	22,12	23,50	6,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	25,98	25,85	-0,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,17	5,50	6,4%
	EURBRL (price of 1 EUR)	6,08	6,05	-0,5%
	USDARS (price of 1 USD)	72,19	90,0	24,7%
	USDINR (price of 1 USD)	74,82	74,00	-1,1%
	CNY (price of 1 USD)	7,00	6,90	-1,5%



EE.UU.

Un enfoque encaminado al control del coronavirus

Covid-19

La continua y rápida propagación del virus ha llevado a algunos estados a reimponer varios tipos de restricciones, si bien ahora con un enfoque más preventivo que considera tanto aspectos sanitarios como económicos, lejos por tanto de una gestión centrada exclusivamente en la salud que financieramente sería muy onerosa. Hasta ahora los estados aplican dos políticas básicas: el uso obligatorio de mascarillas (con multas de 100 dólares para quienes no las usen) y limitaciones a actividades sociales percibidas como de mayor riesgo (que entrañan más riesgo, como restaurantes y vida nocturna). Con este nuevo enfoque se aprecian algunos resultados positivos en el control de la curva de contagio (con cuatro casos por debajo del máximo diario observado el 17 de julio).

Sobre la gravedad de la situación. Sólo hay cuatro estados en el Nivel 0 (los más afectados): Alabama, Nevada, Georgia y Texas, cuyas economías aún continúan «abiertas», si bien con limitaciones en la capacidad de servicio. En ninguno de ellos se han saturado los centros sanitarios. La disponibilidad tan sólo es menor en Rhode Island y Alabama, con tasas de ocupación por pacientes con coronavirus del 20%, si bien puede incrementarse la capacidad con la provisión de hospitales móviles. En suma, los contagios –y fallecimientos diarios– están estabilizándose en un país que trata de aprender a vivir con el virus y a normalizar la situación con el uso de medidas de contención que económicamente no resulten muy destructivas. El bloqueo total es considerado por los estados como un remedio de último recurso.

Coyuntura económica. El resurgimiento del virus ha provocado una desaceleración del consumo ante la imposición de restricciones algo más estrictas por los estados y el distanciamiento social voluntario. El consumo, en general, se estancó en muchos estados pero, con datos de alta frecuencia en la mano, el impacto económico no ha sido dramático. El gasto de consumo se desaceleró en la tercera semana de julio, aunque se mantiene estable desde principios de julio y algo por encima del 2% sobre la media de junio. Este estancamiento temporal de la economía podría causar daños a más largo plazo en el empleo, ya que empresas como bares y restaurantes se ven obligadas a cerrar por segunda vez, lo que podría llevar a cierres permanentes esta vez. Esto empieza a reflejarse en la dinámica de las solicitudes de prestaciones por desempleo, con descensos en las solicitudes iniciales que en las últimas semanas se han vuelto muy modestos en el caso de los programas de seguro de desempleo, tras haber sido considerablemente mayores entre finales de marzo y principios de junio.

Medidas fiscales de apoyo

Los congresistas regresaron al Capitolio en la tercera semana de julio con el objetivo de elaborar el nuevo proyecto de ley de medidas de estímulo frente al coronavirus. Si bien los demócratas han propuesto generosas ayudas a los estadounidenses con una factura fiscal de 3 billones de dólares, los republicanos quieren partidas de gasto más finalistas en torno al billón. Las prioridades en las negociaciones incluyen fondos para acelerar el desarrollo de terapias y vacunas frente al coronavirus, «medidas de protección para el trabajador estadounidense y los empleadores» y para el sector manufacturero, en particular para «repatriar» empleos a EE.UU. desde el extranjero.

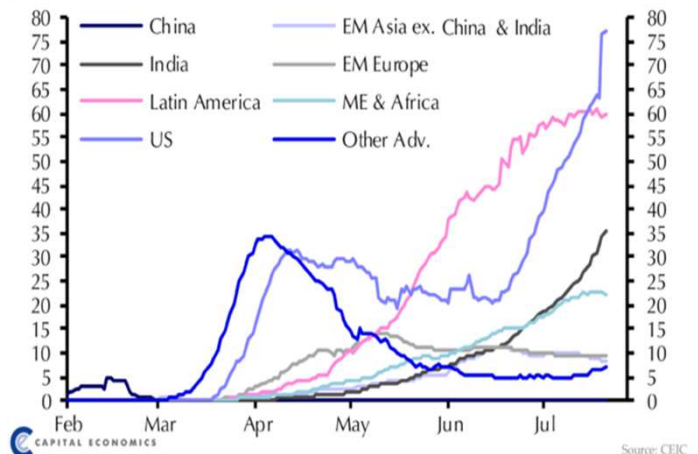
Implicaciones para los mercados de una victoria electoral de Biden

Quedan ciento y pico días para las elecciones presidenciales estadounidenses y las encuestas apuntarían en estos momentos a una victoria de Biden, siendo cada vez más probable que predominen las propuestas del partido Demócrata en la agenda legislativa, en particular en cuestiones fiscales o regulatorias, lo que intuitivamente puede desincentivar el crecimiento. La apelación de Biden a una mayor coordinación a nivel federal en las pruebas y rastreo del Covid representaría un equilibrio razonable entre daño económico y control del virus. Sea con Biden o con Trump, la guerra comercial con China previsiblemente continuará, pero la reconstrucción de alianzas en otros ámbitos por Biden (en contraposición a la aplicación de aranceles) puede reducir la incertidumbre corporativa. En ninguna de las dos convenciones nacionales existirá este año competencia real entre candidatos, pero proporcionarán información sobre las plataformas y reformas de cada partido. La Convención Nacional Demócrata se celebrará básicamente online del 17 al 20 de agosto en Milwaukee, Wisconsin, y nominará formalmente al candidato del partido. La Convención Republicana, más reducida, se celebrará en Jacksonville del 24 al 27 de agosto. Para este otoño están programados tres debates presidenciales (29 de septiembre, 15 de octubre y 23 de octubre), siendo el martes 3 de noviembre de 2020 el día de las elecciones.

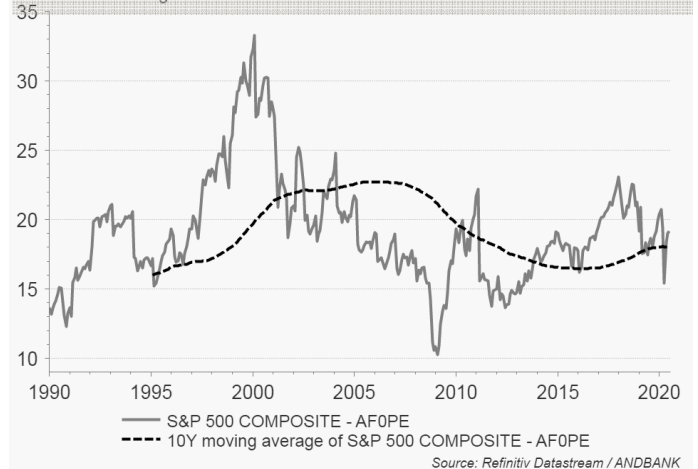
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL (objetivo: 2.962; salida: 3.400)
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (entrada UST 10 años: 1,2%)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 70)
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 450)
Divisas (Índice DXY): NEUTRAL

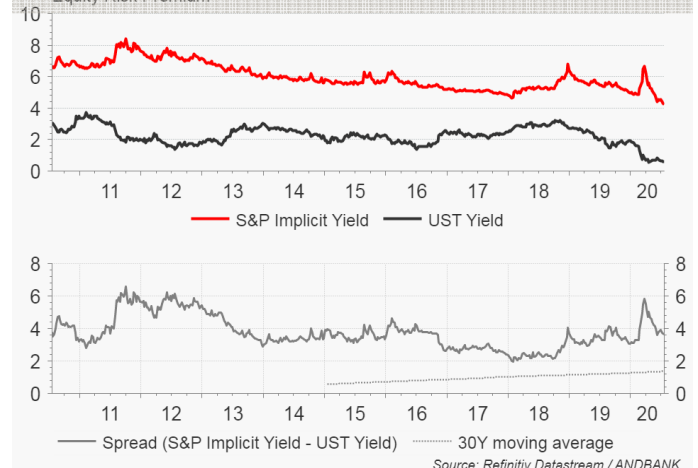
Cifra total de nuevos contagios diarios por país/región
(media móvil de 7 días)



US price-to-earning ratio
Ratio vs average



Equity Yield & UST Yield
Equity Risk Premium



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

EUROPA

Michel (sobre el Fondo Europeo de Recuperación): «¡Lo conseguimos!»

Luz verde al Fondo de Recuperación (ahora, más ecológico)

He aquí las cifras definitivas del acuerdo: 750.000 millones de euros, el 5,4% del PIB de la UE-27 de 2019 (lo esperado), de los cuales el 52% serán en subvenciones y el 48% restante en préstamos (mayor sesgo hacia los préstamos que la propuesta de la Comisión). Un total del 30% de la financiación se asignaría a inversiones climáticas (frente al 25% sugerido originalmente) a expensas de menores asignaciones al gasto en salud e innovación, un Fondo de Transición Justa más pequeño, la desaparición de un instrumento de solvencia (centrado en recapitalizar empresas europeas para «equilibrar la situación»).... La gobernanza del Fondo es el punto más controvertido, ya que refuerza su supervisión política y podría retrasar o reducir su flexibilidad. La asistencia financiera deberá integrarse en los planes nacionales de recuperación con «hitos y objetivos», que examinará la Comisión de la UE y que se someterán a la aprobación del Consejo de la UE. Si se percibiesen «desviaciones graves» (también en referencia al respeto del estado de Derecho), los distintos países podrían trasladar el asunto al Consejo de la UE, que decidiría en un plazo de tres meses. En términos de compromisos, el 70% de las subvenciones se librarán en 2021-2022 y el 30% en 2023. En líneas generales consideramos positivo el acuerdo, que supone un paso adelante en la integración con determinación y ambición, y una aceptación general de la emisión conjunta como instrumento de financiación. Ya se están implementando otras facilidades europeas, como SURE (un instrumento de ayuda al empleo, dotado con 100.000 millones de euros en préstamos). Son 18 los estados miembros que han manifestado interés en préstamos SURE por un total de 94.500 millones de euros.

A la intensa recuperación el último mes en los datos de coyuntura, ¿seguirá un efecto acantilado en septiembre? La postura del BCE.

Se ha producido una fuerte recuperación en las encuestas al sector manufacturero y al de servicios (que casi han retornado a los niveles anteriores a la crisis), si bien el daño persiste en la confianza del consumidor. Las mejores noticias se refieren a la confianza y el consumo (ventas minoristas, cifras laborales), pero aún queda por ver la evolución de los sectores exterior e industrial. Septiembre podría ser un mes crucial por la expiración de una parte significativa de los instrumentos de garantía y, a menos que la actividad se recupere realmente, podría producirse un *efecto acantilado*. Esto explica la prudencia en el enfoque económico del BCE, pese a reconocer la mejora de la coyuntura macroeconómica, subrayando la importancia de eliminar el estímulo. Con respecto a Covid-19, han resurgido los casos diarios en Europa. Aunque aún es pronto para calificarlo de segunda ola, el riesgo de nuevas restricciones (e incluso de confinamiento) en algunos países (como España) no es baladí. Como se esperaba, la última sesión del BCE no tuvo más trascendencia: no se anunciaron cambios en las medidas monetarias. Lo más relevante fue la pregunta sobre si se utilizará todo el potencial que ofrece el Programa de compra de emergencia pandémica (PEPP). La respuesta de Lagarde fue afirmativa, pero matizada: «salvo que la mejora superase significativamente las previsiones». Luego se supo, con todo, que no existe consenso al respecto. También se apuntó el impacto estimado del impulso monetario del BCE en las macromagnitudes de la zona euro: +1,3% en el PIB y +0,8% en la inflación (medida por el HCIP) hasta 2022. La consideración del cambio climático también está integrada en los próximos objetivos del BCE. Lagarde se comprometió a considerar cambios para que todas las medidas del banco fuesen «más ecológicas», incluidas las compras de activos.

Deuda corporativa europea

Las entradas continúan tanto en el segmento de grado de inversión (IG) como de alto rendimiento (HY). Todavía son mayores en IG, pero procede señalar que los flujos en bonos HY denominados en EUR ya han compensado el efecto negativo de las ventas en el primer trimestre de 2020. El mercado primario ha estado más tranquilo últimamente, tras iniciarse la publicación de resultados empresariales, y, según tenían continuidad las entradas, los diferenciales de la deuda empresarial europea siguieron estrechándose. Esperamos una menor actividad de emisión en el segundo semestre del año (aunque sin dejar de ser alta comparada con el pasado), destacando el volumen emitido por sociedades no financieras (+30% interanual). Las empresas se han posicionado más defensivamente, aumentando la liquidez por distintos medios: reducción de costes, reducción de inversión en capital fijo, suspensión de recompras de acciones, dividendos u operaciones corporativas, políticas de empleo... En nuestra opinión, el apoyo del BCE al segmento IG es un factor clave para este, sobre todo después de indicarse que «no está en la agenda» apoyar explícitamente la HY. En el sector financiero, la dotación de provisiones será la clave del segundo trimestre. S&P las estima en 115.000 millones de EUR en Europa en 2020 y 2021 (en 2017, 2018 y 2019 rondaron los 50.000 millones anuales, con un beneficio antes de provisiones de unos 240.000 millones cada año). Dicho de otro modo, que el sector en general podría mantener los resultados positivos. Aun cuando persistirá la compresión de los márgenes (especialmente en sociedades financieras participantes en programas de ayudas públicas), la operativa en valores en los bancos más orientados a la inversión mejorará sus resultados. Por todas estas razones descartaríamos un tensionamiento excesivo en los diferenciales financieros. Los ingresos serán menores, pero también lo serán los costes, y los coeficientes de solvencia no son preocupantes.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREP.-NEUTRAL (objetivo: 340; salida: 408)

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

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

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

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

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





CHINA

Ni que buscase el aislamiento internacional...

Proyecto de ley de Hong Kong y sanciones

Según el WSJ, el presidente Trump promulgó, con el respaldo de ambos partidos, un proyecto de ley, el Proyecto de ley de sanciones a Hong Kong, por el que impone sanciones a los funcionarios chinos que repriman los derechos de los residentes de Hong Kong a las libertades de expresión y reunión pacífica, y también a los bancos que den servicio a esos funcionarios. Trump firmó asimismo un decreto que pone fin al trato preferencial de EE.UU. a Hong Kong, equiparándolo con China continental, en un duro golpe a su condición de centro financiero internacional. Lo relevante aquí es que el acuerdo cuenta con el respaldo tanto de republicanos como de demócratas, que dejan de tolerar la política expansionista de China en la región. El portavoz del Consejo de Seguridad Nacional, John Ulyot, sugirió que «el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, no ha descartado sanciones adicionales» a altos funcionarios chinos, además de las previstas en la ley, «como castigo a China por su gestión de la situación en Hong Kong».

Posible confrontación diplomática y geopolítica

Al mismo tiempo (según el NY Times), el decreto presidencial que prohíbe a miembros del Partido Comunista Chino y sus familias viajar a EE.UU. permitiría al gobierno de EE.UU. revocar también los visados de los miembros del Partido y sus familias que ya estuvieran en el país, conllevando su expulsión. Una medida que casi seguramente provocaría represalias contra los estadounidenses que buscan entrar o permanecer en China. Dicha medida exacerbaría las tensiones. En un raro desafío directo al gobierno chino, Estados Unidos también ha declarado su oposición formal a una serie de reclamaciones territoriales de Pekín sobre el Mar del Sur de China. Washington había declarado anteriormente que consideraba ilegales las expansivas demandas de soberanía de Pekín sobre la mayor parte del Mar del Sur de China, pero esto último significa que por primera vez Estados Unidos rechaza oficialmente las demandas específicas de China.

Conflicto económico-empresarial

El gobierno de Trump se propone invalidar en breve un acuerdo de 2013 entre las autoridades de auditoría de EE.UU. y China, medida que presagiaría una represión más amplia de empresas chinas cotizadas en bolsas de EE.UU. por eludir las normas de divulgación de información estadounidenses. El organismo supervisor de EE.UU. lleva mucho tiempo quejándose del desdén de China ante las solicitudes de acceso a información, una falta de transparencia que llevó a los funcionarios estadounidenses a sentar las bases para retirarse pronto del acuerdo.

Final efectivo del acuerdo comercial

El presidente Trump manifestó a CBS News que «no está interesado» en participar en una segunda ronda de negociaciones comerciales con China tras el acuerdo comercial en Fase Uno de enero. Trump argumentó que, tras tanto esfuerzo, China «nos golpeó con la peste», refiriéndose a la pandemia de coronavirus. También dijo que «no tiene previsto mantener conversaciones» con el presidente chino, Xi Jinping.

La economía continúa recuperándose

El PIB chino creció el +3,2% interanual en el segundo trimestre (muy por encima de la estimación del consenso de +2,5% y del -6,8% observado en el primer trimestre). Otros datos de alta frecuencia apuntaban a la continuidad de la recuperación, con un crecimiento de la producción industrial de junio del +4,8% interanual (frente al +4,4% del mes anterior). La inversión en activos fijos en lo que va de año mejoró en el mes (como refleja el notable salto de -6,3% en mayo a -3,3% en junio). Mejoraron también las ventas minoristas (-1,8% frente a -2,8% el mes anterior) y la tasa de desempleo, al situarse en 5,7% (frente al 5,9% del consenso y 5,9% del mes anterior). El índice de precios de la vivienda nueva subió en junio un +0,6% mensual (lo hizo el +0,5% en el mes anterior), llevando el crecimiento anual de los precios al +4,9% interanual.

Las autoridades monetarias siguen vigilantes y lejos de relajarse

Según el PBoC, China mantendrá una amplia liquidez en el sistema financiero en la segunda mitad del año a medida que la economía se recupere del coronavirus, si bien también afirmó que «será necesario considerar retirar ese apoyo en algún momento». Por su parte, la Comisión Reguladora de Banca y Seguros de China declaró que tomará medidas enérgicas contra prácticas ilegales en el sector bancario no regulado en el marco de los esfuerzos por contener los riesgos financieros. El regulador ha encontrado problemas, sobre todo vulneraciones de las nuevas normas de gestión de activos, durante inspecciones, e instó a todas las entidades de banca y seguros a rectificar los problemas identificados.

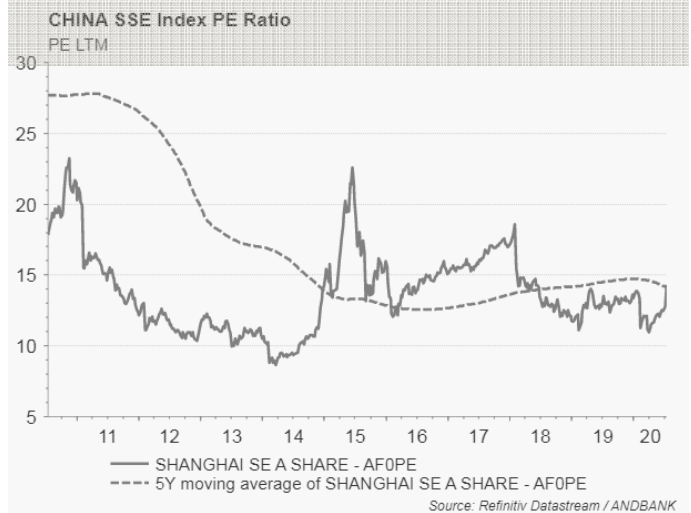
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR (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: 2,705)

Divisas (CNY/USD): SOBREPONDERAR (objetivo: 6,90)





JAPÓN

Ajustes en las previsiones económicas. El punto de salida de su mercado bursátil está cerca.

Covid-19

Según Kyodo, Japón comunicó un total de 622 casos de coronavirus el jueves, la cifra más alta en tres meses, con Tokio marcando un récord en casos diarios, lo que refuerza la idea de que el mundo afronta un resurgimiento del virus tras haberse levantado el estado de emergencia en muchos países, incluido Japón. El gobernador de Tokio, Yuriko Koike, anunció que la ciudad registró otros 293 positivos el viernes 17, con una media diaria de contagios confirmados en la capital en los últimos siete días superior a 200. Según Koike, el aumento en los casos confirmados es reflejo del mayor número de pruebas realizadas en la capital, más de 4.000 diarias. El gobierno metropolitano pidió máxima vigilancia tras el séptimo día consecutivo superando el centenar de casos. Un funcionario de salud advirtió que la media de contagios no rastreables en la última semana se había duplicado respecto a la anterior, advirtiendo que podrían rondarse los 1.200 por día en cuatro semanas. Otras prefecturas como Chiba, Kanagawa, Saitama y Osaka también registraron su mayor número de casos diarios desde que se levantó el estado de emergencia el 25 de mayo. Las empresas japonesas no ven solución inmediata al daño causado por el virus. Alrededor del 49% de ellas no tienen planes inmediatos para ayudar a contrarrestar el impacto de la pandemia, aunque el 30% indicó que buscaba mejorar la productividad con miras a amortiguar el golpe. El daño infligido al sector automotriz fue mayor: un 44% de los fabricantes de equipos de transporte mandó a casa a la mitad de sus empleados, frente al 14% de las empresas en su conjunto.

Equilibrio fiscal: Japón pospone el superávit fiscal primario a 2028

Debido a las consecuencias de la crisis asociada al coronavirus, Japón espera ahora alcanzar un superávit fiscal primario en el ejercicio fiscal 28, un año más tarde de lo estimado previamente. Se trata del más optimista de cuatro escenarios propuestos que resaltaron la sensibilidad a plazos más cortos o más largos hasta el final de la pandemia, y a tasas de crecimiento económico mayores o menores.

Las condiciones monetarias siguen impulsando el carry trade

En la semana que terminó el 11 de julio los inversores japoneses fueron vendedores netos de renta variable extranjera por importe de 3,64 billones de yenes (frente a los 210.400 millones de yenes en compras netas de la semana anterior) y compradores netos de deuda extranjera a largo plazo por importe de casi 1,07 billones de yenes (frente a una cifra revisada de 520.700 millones en ventas netas la semana anterior).

Banco de Japón: ajustes en las previsiones económicas

El Banco de Japón aprobó, por 8 votos a 1, dejar inalterados los tipos a corto y largo plazo, confirmando las expectativas. La orientación reiterada fue que la configuración actual de las políticas se mantendría cuanto fuera necesario para mantener estable la meta de inflación en el 2%, y que el BoJ no dudará en relajar más su política de ser necesario, previéndose que los tipos oficiales seguirán en los niveles actuales o por debajo de ellos. El informe de perspectivas actualizado mostró una revisión de las previsiones de PIB para el año fiscal 2020 que acentúa la contracción, mientras que las previsiones del año fiscal siguiente se revisaron al alza. Los rangos de las previsiones de inflación se estrecharon por lo general. En resumen, expectativas de recuperación gradual a partir del segundo semestre de este año, aunque solo a ritmo moderado mientras persistan los efectos del coronavirus. El deteriorado panorama es extremadamente opaco y depende de la evolución del coronavirus. Siendo así, el BoJ considera que tanto la actividad económica como los precios podrían acabar en niveles inferiores a los anticipados. Los visitantes extranjeros a Japón cayeron un 99,9% interanual en junio por tercer mes consecutivo. Kyodo citó datos oficiales que muestran que los viajeros extranjeros cayeron en junio a 2.600 en plena pandemia de coronavirus, después de haber sido 1.700 en mayo, la cifra más baja desde 1964. Los ciudadanos japoneses que salieron del país en junio también cayeron un 99,3% siendo unos 10.700, frente a los 1,52 millones de un año antes.

Deuda de empresas

Facebook y Sony se están preparando para aumentar la producción de los próximos dispositivos de juego hasta en un 50%, una muestra de cómo se están beneficiando las grandes tecnológicas de la adición de los consumidores al entretenimiento en el hogar durante la pandemia mundial de coronavirus. Oculus de Facebook apunta a un crecimiento interanual de al menos el 50% para su última versión de dispositivos de realidad virtual montados en la cabeza, elevando la producción a 2 millones de unidades. Sony también aumentó los pedidos de producción de su PlayStation 5 a unos 9 millones de unidades, desde los aproximadamente 6 millones de unidades previstos meses antes.

Perspectivas de los mercados financieros

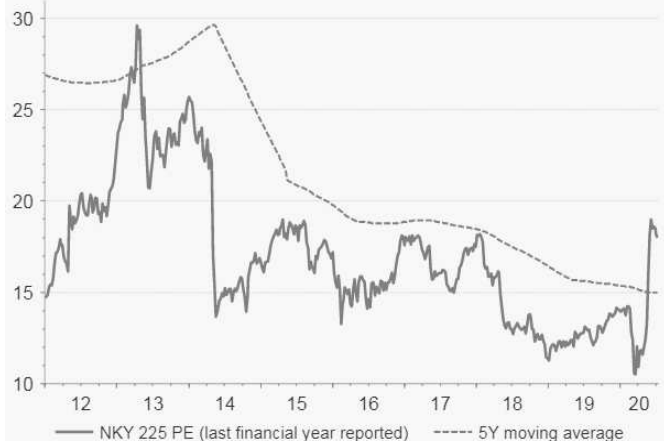
Renta variable (N225): INFRAPONDERAR (objetivo: 19.878; salida: 23.854)

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

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

Japan Nikkei 225 price / earnings

Ratio



JPY-USD & REER



Japan LIBOR-OIS spread

Basis points





INDIA

La reorientación estratégica hacia EE.UU. podría estar a punto de completarse

Geopolítica

India se suma a otras democracias en plantar cara al gobierno de Pekín y se apresta a reforzar sus alianzas estratégicas con EE.UU. y otros países de ideas afines como Japón y Australia después del enfrentamiento fronterizo con las tropas chinas el 15 de junio. De hecho, India comenzó con la suspensión de algunas importaciones chinas y la prohibición de TikTok, aplicación china muy popular para compartir videos. Esto podría infligir daño a India en el corto plazo, ya que su comercio bilateral con China asciende a casi 100.000 millones de USD al año, y las empresas chinas han invertido al menos 15.000 millones de USD en India. Sin embargo, el mortal enfrentamiento del mes pasado en el Valle de Galwan, en Ladakh, ha arruinado tan arduo trabajo. China no ha revelado su versión de lo sucedido y lo que se conoce apunta a que las fuerzas chinas instigaron la confrontación. Pekín también se opuso el año pasado a que India designara Ladakh, anteriormente parte del estado casi independiente de Jammu y Cachemira, como territorio separado bajo control del gobierno central. Las fronteras formales de Ladakh incluyen Aksai Chin, un área de territorio controlado por China que Pekín considera vital para la estabilidad de su frontera occidental. ¿Qué podría llevar a la India a poner fin a su era de «autonomía estratégica» y a unirse a otras democracias en alianzas militares reforzadas? Pekín está aprovechando la pandemia para anotarse avances estratégicos en la región, motivadas por su deseo de dominar Asia. China busca consolidar el orden jerárquico regional mientras EE.UU. está débil y distraído por la pandemia y una crisis política. Adviértase que, además de provocar a la India el 15 de junio, Pekín impuso la nueva ley de seguridad nacional en Hong Kong, azuzó a Taiwán con sus aviones de combate y aumentó su agresiva campaña en los mares del Sureste de China. India mantiene relaciones estratégicas con varios países, pero su relación principal sería con EE.UU., que ha manifestado fuerte apoyo público a la India tras el enfrentamiento con China, además de proporcionar armas e inteligencia militar. Washington también mantiene alianzas regionales a largo plazo con Japón, Corea del Sur, Filipinas y Australia, y siempre ha querido llevar a la India a una red de seguridad más amplia para limitar el expansionismo chino en el océano Índico. Recordemos algunos intentos de atraerla a la órbita norteamericana: en 2005, George W. Bush firmó un acuerdo nuclear bilateral con India. Barack Obama firmó una Visión Estratégica Conjunta para cooperar en materia de seguridad en el océano Índico y el Pacífico occidental. Incluso la primera Estrategia de Seguridad Nacional del gobierno de Trump, lanzada en 2017, presionó por un «Indo-Pacífico abierto y libre» con India como el principal socio militar estadounidense en el océano Índico. El resultado más probable es que India acabe adoptando un enfoque más multilateral, mejorando su alianza (actualmente débil) con Estados Unidos, Japón y Australia en el marco del Diálogo de Seguridad Cuadripartito, una agrupación de seguridad marítima diseñada por Japón en 2007 como una coalición de «democracias afines». Huelga decir que Pekín verá el movimiento como una «alianza militar cuadrilateral» dirigida a aislar China. Esto parece claro ahora, dados los informes de los medios indios de una posible invitación de Australia a India a unirse a unos ejercicios navales, antes incluso del enfrentamiento de Galwan. India y Australia también tienen pendiente la firma de un Acuerdo de Apoyo Logístico Mutuo, que permitiría el uso recíproco de sus bases militares para abastecerse de combustible y provisiones. Estando ambos afectados actualmente por la agresión china, no debería faltar motivación ambos países para estrechar lazos militares. Australia anunció la semana pasada que elevará de manera significativa el gasto militar, incluida la compra de sus primeros misiles de ataque de largo alcance a Estados Unidos. Las reuniones recientes de un Quad Plus, en el que se incluyen Corea del Sur, Vietnam y Nueva Zelanda, sugieren que cabe evolucionar hacia una alianza más amplia. ¿Puede esta cooperación más estrecha evolucionar hacia una alianza militar formal? Eso dependerá de las propias acciones de China, que por el momento no van por buen camino. A medida que se desarrolle la ruptura de India con China, India lo pasará económicamente mal. Hasta qué punto sea así es algo que dependerá en parte de cómo se resuelva la confrontación militar en Ladakh. Si las tropas chinas volvieran a la posición previa a la incursión, Modi podría mostrar algún tipo de victoria, instar a la prudencia y hacer una ruptura política menos radical. Pero si China adoptase una posición más dura, Modi quedaría sometido a enorme presión para adoptar una línea dura y el impacto económico sería mayor.

Covid

Bharat Biotech, con sede en Hyderabad, ha comenzado la primera fase de ensayos clínicos en humanos para el primer candidato a vacuna contra el coronavirus de la India, Covaxin, que desarrolla en colaboración con el Consejo Indio de Investigación Médica (ICMR). Covaxin lleva en las noticias desde que el director general de ICMR envió una carta el 2 de julio a doce hospitales y centros de investigación pidiéndoles que inscribieran sujetos para ensayos en personas humanas con miras a tener lista la vacuna para su dispensación al público el 15 de agosto.

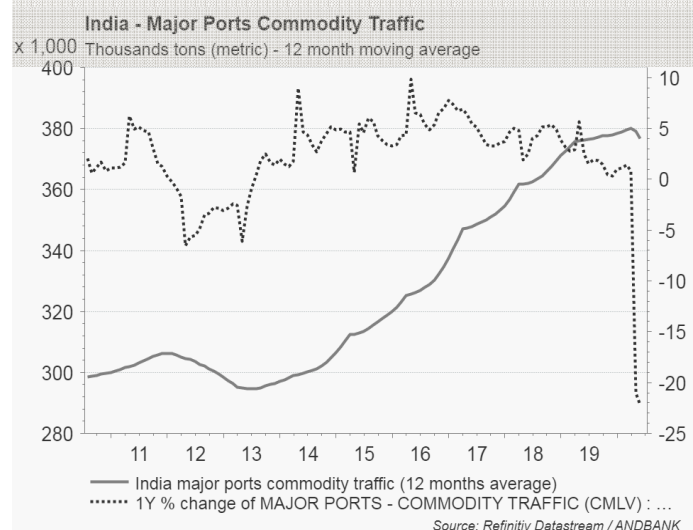
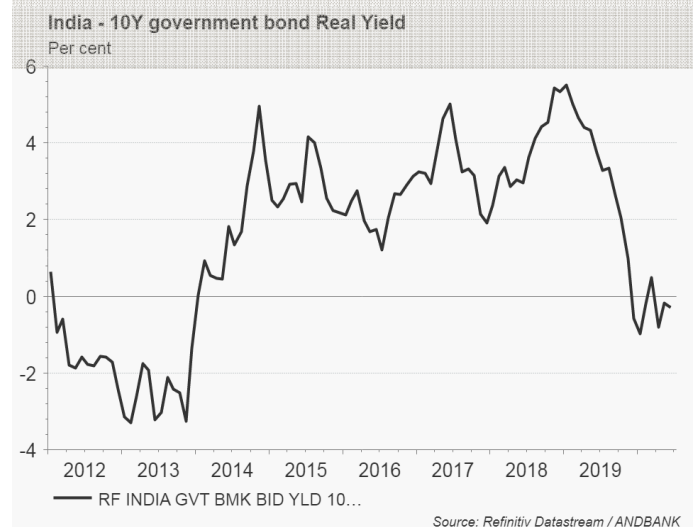
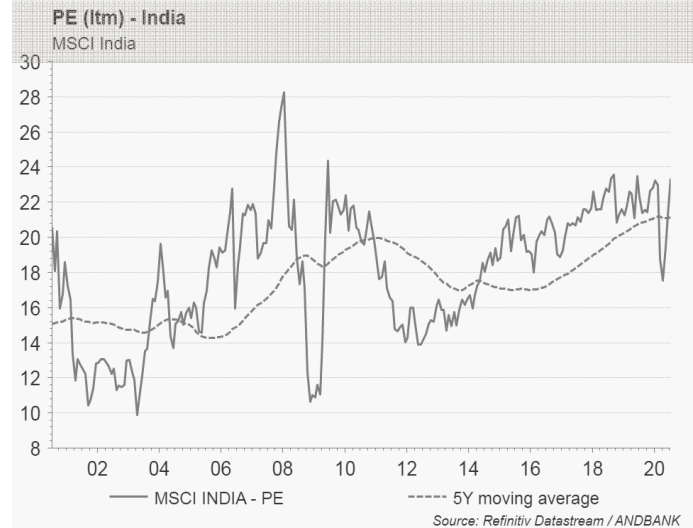
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (objetivo: 33.891 ; salida: 40.669)

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 6,8%)

Deuda corporativa: NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Divisas (INR/USD): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (objetivo: 74)





ISRAEL

El mercado bursátil y el shékel están sobrevalorados; los valores de deuda cotizan a valor razonable.

Covid: colaboración científica indo-israelí en cuatro pruebas

Científicos israelíes volarán esta semana a la India para, junto con colegas indios, intentar finalizar cuatro técnicas revolucionarias para detectar la presencia del coronavirus SARS-CoV-2 causante de la Covid-19. En particular dos tests que podrían dar resultados en minutos a partir de una muestra de saliva. Un tercer test podría revelar si alguien tiene Covid incipiente al escuchar su voz. Y, un cuarto, un detector de virus que usa ondas de radio en una muestra de aliento. Los israelíes trabajarán con AIIMS en la capital nacional, Delhi. «La primera fase de prueba de estas técnicas se realizó en Israel. La última etapa se llevará a cabo en India», declaró el embajador de Israel en India, Ron Malkin.

Mercado de renta variable: *neutral*

Desde la última actualización, el índice TLV 125 ha continuado su declive (-2,3%). El factor principal de su caída son «acciones correlacionadas con el coronavirus», aquellas cuyos negocios resultan perjudicados por el virus. Principalmente se trata de compañías inmobiliarias con locales comerciales, instituciones financieras y centros comerciales. Algunas tendencias que determinan el comportamiento de las acciones son el desplazamiento hacia el trabajo desde casa (menor demanda de espacio de oficinas en alquiler), el bajo número de compradores en los centros comerciales y las deudas incobrables en instituciones financieras (debido al cierre de numerosas pequeñas empresas). Por otro lado, son muchas las empresas que experimentan un impulso por el lado de la demanda como consecuencia de la epidemia (farmacéuticas, fabricantes de paño sin tejer, etc.). Las acciones de alta tecnología y biomedicina también mantienen una tendencia que las beneficia.

Mercado de renta fija: *positivo*

El factor que más afectó a los mercados financieros israelíes en julio fue el gran salto en los contagios por coronavirus: de 300 casos nuevos por día hace un mes se ha pasado a más de 2.000 diarios. Inicialmente el gobierno israelí reimpuso algunas restricciones, pero debido al número relativamente pequeño de pacientes hospitalizados no decretó otro confinamiento y cierre de actividad, sino que dio al público la oportunidad de reducir la tasa de contagio con el distanciamiento social voluntario, prácticas de higiene personal y uso obligatorio de mascarillas. Ahora bien, en los últimos días decidió cerrar restaurantes, bares, tiendas y gimnasios los fines de semana. El desempleo está creciendo, y el gobierno anunciará en breve un nuevo plan de apoyo para los gravemente afectados por la pandemia, además de haber transferido 750 NIS (aprox. 192 EUR) a cada ciudadano israelí. El banco central israelí está intensificando con determinación la ayuda financiera prestada a una economía en dificultades. De hecho, renovó el programa por el que concede a los bancos comerciales préstamos a 3 años a un interés del 0,1%, siempre que lo canalicen en préstamos a pequeñas empresas. Por primera vez, el banco central aceptará como garantía hipotecas de bancos comerciales y, lo que es más importante, comenzará a comprar deuda corporativa por un importe total de 15.000 millones de NIS (equivalente al 4,5% del mercado de deuda corporativa israelí). Las compras se realizarán de forma escalonada en el tiempo, pero solo serán elegibles los bonos corporativos emitidos en NIS con una calificación de A- o superior. El diferencial de crédito del índice TelBond60 vinculado al IPC cayó a 1,67 p.p., frente a 1,9 p.p. a mediados de junio, y niveles del diferencial previos a la crisis asociada a la pandemia de 1,20-1,25 p.p. En el caso del índice TelBond Shikli50 no vinculado al IPC (con rendimientos nominales), el diferencial crediticio cayó a 1,71 p.p., frente a 1,91 p.p. en junio y niveles pre-crisis de 1,3-1,35 p.p.

Economía y Banco central

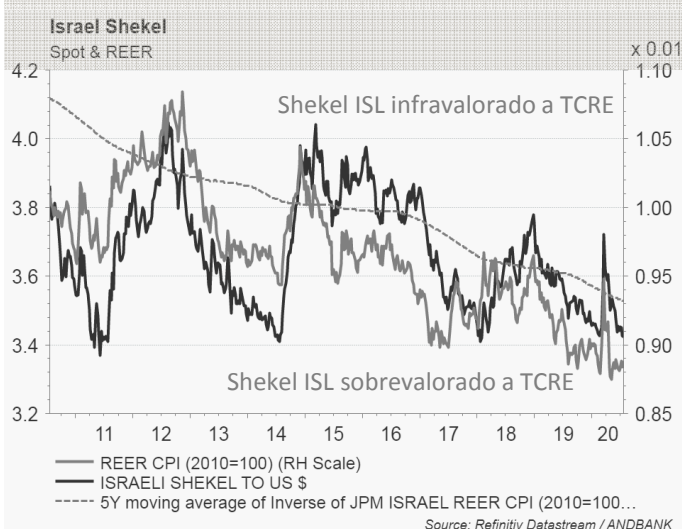
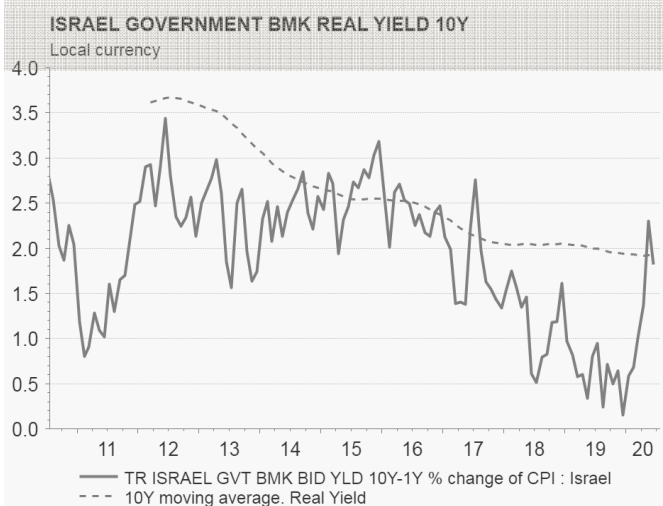
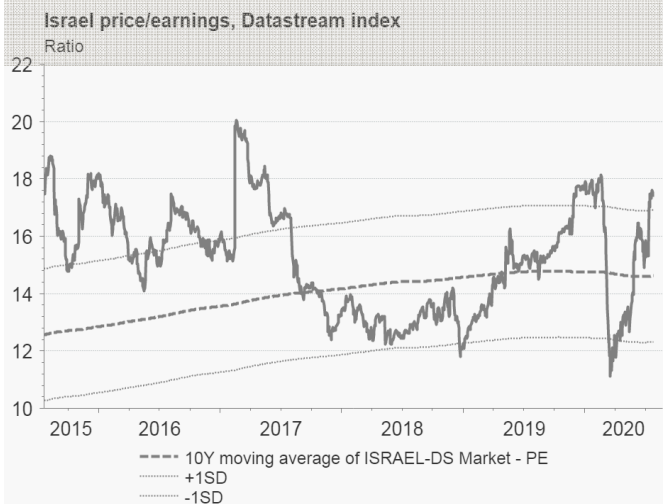
El banco central de Israel previsiblemente dejará sin cambios los tipos de interés a corto plazo en la última semana de julio, si bien los analistas estiman un aumento en la probabilidad de un recorte de tipos al temerse un mayor daño económico por aumento de los contagios por coronavirus. De los economistas encuestados por Reuters, 13 de 15 creen que el comité de política monetaria mantendrá el tipo de referencia ILINR = ECI en 0,1%; los otros dos, que lo dejará en 0%. La encuesta del mercado de trabajo de abril mostró que, al extenderse la primera ola del coronavirus y mantener la cuarentena a todos en casa, el número de empleados cayó un 27,5% mensual y el salario medio aumentó un 14,15% mensual. La encuesta del mercado de la vivienda registró su segundo descenso consecutivo, con una caída del 0,7% mensual en mayo, tras hacerlo el 0,1% en abril. Los datos de comercio exterior muestran caídas en las importaciones del 18,7% interanual (+3,6% mensual) y las exportaciones del 34,11% interanual (-25,92% mensual).

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice TLV35): INFRAPONDERAR-NEUTRAL («caro»)

Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL (a «valor razonable» en térm. reales)

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





MÉXICO

Ponderación neutral de las acciones, infraponderar bonos y cierta prudencia ante MXN (objetivo: 23,5)

Covid, coyuntura económica y perspectivas del rating soberano

Las tasas de contagios y fallecimientos en México no han cambiado de signo y la curva mantiene una pendiente positiva desde el 20 de julio. Las medidas para una gradual reapertura del país siguen vigentes, con 18 estados clasificados en rojo y 14 en naranja; esto último permite operar al 30% de capacidad a actividades como restaurantes, cines y oficinas. Las encuestas más recientes sitúan la aceptación del gobierno de López Obrador (AMLO) en más del 50%, mencionándose como puntos negativos principales su gestión de la pandemia y la inseguridad pública.

Los ingresos fiscales acumulados del IVA y otros impuestos cayeron alrededor del 30% en mayo, en comparación con el nivel acumulado del año pasado de enero a mayo. Con todo los ingresos aumentaron algo, pero por debajo de lo esperado. El gasto público creció y el superávit primario cayó al 0,2%. La previsión sigue siendo de un déficit del 0,4% del PIB para el ejercicio fiscal 2020. La relación deuda/PIB ha alcanzado el 50% del PIB y previsiblemente seguirá al alza al mantenerse las estimaciones, para el conjunto del año, de una caída del PIB superior al 10%. La inflación de junio alcanzó una tasa anual del 3,33%, en comparación con el 2,84% de mayo, por encima de las previsiones de los analistas. Análisis recientes de BofA y JP Morgan predicen que el emisor soberano perderá la calificación de grado de inversión entre 2021 y 2022.

El entorno de política monetaria sigue siendo favorable

Banxico redujo el tipo de interés oficial en 50 pb adicionales, dejando su tipo de referencia en el 5%. La decisión se adoptó por unanimidad y no se descartan bajadas adicionales de tipos para apuntalar la economía ante la pandemia. La mediana de las encuestas locales apunta a un nivel del 4,0%-4,50% para finales de 2020 y, luego, sin cambios en 2021.

Renta variable

La incertidumbre que afecta al sector empresarial continúa siendo elevada. Para el segundo semestre de 2020, la posibilidad de un grave declive económico con una recuperación lenta y corta representa uno de los mayores factores de riesgo, así como la posibilidad de un desequilibrio en las finanzas públicas que podría afectar a variables financieras clave, como el coste medio de financiación, como resultado de la adopción de medidas desfavorables por parte de las agencias de calificación crediticia. Prevemos para 2020 una caída del BPA del 18% interanual. En los próximos doce meses, el BPA podría alcanzar los 2.553 MEX. Con un múltiplo PER de 14,25x, situamos nuestro objetivo de valor razonable para el IPC Equity Index en alrededor de 36.000 puntos, con un punto de salida en los 40.000.

Renta fija

Los diferenciales de rendimiento entre bonos mexicanos denominados en MXN y USD y el bono del Tesoro estadounidense (UST) siguieron recuperándose desde su nivel más amplio en marzo. El bono en pesos cotiza actualmente, en la curva de tipos-plazos, un diferencial de 518 pb sobre el UST, resultado de que Banxico recortara el tipo de interés y de una menor aversión mundial a asumir riesgo que ha favorecido a los mercados emergentes. En el caso del bono mexicano en dólares, los diferenciales se mantuvieron mucho más estables, en torno a los 330 pb. Hemos reducido nuestros diferenciales objetivo, para bonos a 10 años, entre el bono soberano en MXN y el UST, a 500 pb (frente a su media de 10 años de 425 pb) y, para el bono soberano mexicano denominado en USD, a 250 pb (frente a su media de 10 años de 200 pb). Esto responde al hecho de que, pese a la falta de empuje económico por parte del gobierno de AMLO, en realidad no se observa un deterioro fiscal, situación que favorece el nivel del riesgo-país, ya que EE.UU. está implementando de hecho programas de gasto enormes y, en nuestra opinión, esto tiene visos de continuar siendo así.

Tipo de cambio: objetivo en 23,5 pesos por dólar. El tipo de cambio ha estado moviéndose entre las 22 y 22,70 unidades por dólar en un período de menor volatilidad. 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 comparados con los de otras economías. Esta circunstancia no bastó, sin embargo, para que aumentara la afluencia de capitales. En cambio, las tenencias de activos en pesos por no residentes se sitúan en niveles no vistos desde 2016, al tiempo que el posicionamiento en el MXN en los mercados de futuros está equilibrado entre posiciones cortas y largas. Objetivo para MXN/USD: 23,50.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): NEUTRAL (objetivo: 36.374; salida: 40.011)

Deuda soberana en MXN: INFRAP. (rendimiento: 6,2%; diferencial: 500)

Deuda soberana en USD: INFRAP. (rendimiento: 3,7%; diferencial: 250)

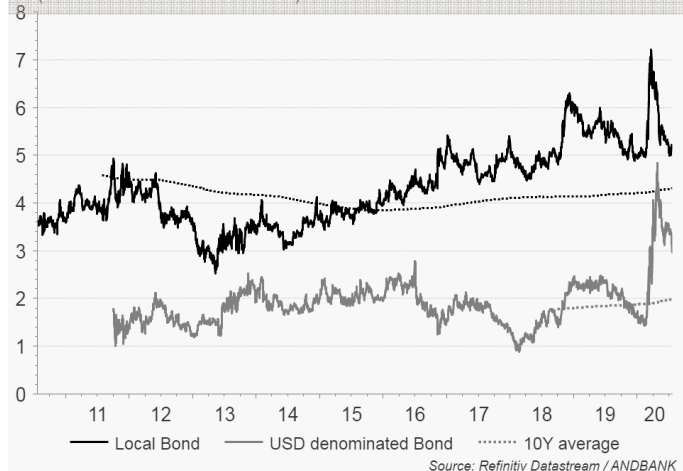
Divisas (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 23,50)

Mexico equities price/earnings ratio



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



MXN/USD Real Effective Exchange Rate





ARGENTINA

Reestructuración de deuda: nueva oferta. Las partes están más cerca.

El lunes 6 de julio Argentina publicó su segunda oferta oficial, y la cuarta desde que comenzaron las negociaciones, con una mejora considerable respecto a la primera (VPN de 53 USD frente a 39 USD, con un 10% de rendimiento). La oferta incluye las siguientes mejoras: i) cupones más altos, vencimientos más cortos y sin período de gracia; ii) nuevo bono con vencimiento en 2030 al 1% para los intereses vencidos, hasta la fecha de liquidación para quienes presenten ofertas formales, y hasta 22/04 para *holdouts* ligados por cláusulas CAC; iii) introducción de un umbral mínimo de participación: (A) 2/3 del total agregado, (B) o para cada contrato: b.i) 50% de los titulares o b.ii) 60%, incluidos los *holdouts* ligados por cláusulas CAC; iv) los titulares de contratos de 2005 reciben valores con el mismo contrato; v) permite que los titulares en EUR y CHF suscriban bonos en USD.

Argentina fijó el 4 de agosto como la fecha límite y el presidente Alberto Fernández declaró, en una entrevista con el Financial Times, que no habrá otra oferta: «No podemos hacer más».

Los tres mayores grupos de acreedores rechazaron la oferta y se unieron para presentar una contraoferta conjunta con «importantes concesiones económicas y legales de los tres grupos...». El VPN de la oferta asciende a 56,1 USD (al 10% de rendimiento) con diferencias económicas que se explican por tasas de cupón más altas para los bonos.

El gobierno también sometió al Congreso un anteproyecto de ley que aborda la reestructuración de la deuda en dólares que se rige por el Derecho argentino (41.700 millones de USD, con un 34% de tenedores particulares), con los mismos términos que los ofrecidos a los tenedores de bonos de derecho internacional y una opción para cambiar bonos de vencimientos más cortos por otros vinculados a la inflación. Es importante destacar la inclusión de una cláusula RUFO en caso de que exista oferta mejorada para los tenedores de bonos de derecho internacional.

Valores de deuda de Provincias y emitidos por empresas

Mendoza anunció la modificación de su oferta de canje de deuda por su bono internacional (Mendoza 24; 590 mill. USD). Incluyendo el pago por consentimiento ofrecido (4,18 USD), el VPN de la oferta es de 80 USD con un rendimiento del 10% (+27% frente a la oferta original de 63 USD). A pesar de la mejora, el grupo de tenedores de bonos (con una posición de más del 40%) rechazó la oferta.

Tras varios meses inactivas en los mercados internacionales, dos de las mayores empresas argentinas anunciaron operaciones de gestión de pasivos: i) Oferta de canje de Obligaciones de YPF con vencimiento en 2021 al 8,5% por 1.000 mill. USD por 92,5 USD por cada 100 USD de las antiguas obligaciones en nuevos bonos al 8,5% con vencimiento en 2025 más 12,5 millones de USD en efectivo; ii) Telecom Argentina planea emitir hasta 520 millones de USD en nuevos bonos con vencimiento en 2025 al 8,5%, que pueden suscribirse con bonos que vencen en 2021 (70 USD en Nuevos bonos + 32 USD en efectivo por cada 100 USD de valor nominal).

La inflación se acelera levemente; la actividad aún no tocó fondo

El IPC aumentó un 2,2% en junio (frente al 1,5% en mayo) y acumula un aumento del 42,8% en los últimos 12 meses (+43,4% interanual). Los precios de productos estacionales aumentaron más (+4,8%), seguidos por los de los productos básicos (+2,3%) y se ajustaron solo +0,7% (la mitad del IPC), lo que refleja la congelación de la mayoría de tarifas. Los alimentos registraron un aumento del 1% mensual, muy por debajo del índice general.

La actividad en abril disminuyó un 17,5% mensual (-10,3% en marzo) y se contrajo un 26,4% interanual (-11,4% en marzo), según el estimador mensual. Este es el primer dato obtenido con una situación de cierre total de la actividad económica.

El banco central está llevando a cabo un tipo de política cambiaria (*crawling peg*) que, al tiempo que permite la depreciación de la moneda por encima de la inflación para evitar la ampliación de la brecha cambiaria, lo hace a un ritmo moderado para evitar que se dispare la inflación. El tipo de cambio oficial (71,47 ARS por dólar) es un 64,5% y 79% inferior al tipo paralelo del Blue Chip Swap (BCS) (117,63 ARS por dólar) y al tipo del mercado negro (128 ARS por dólar), 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: 95)

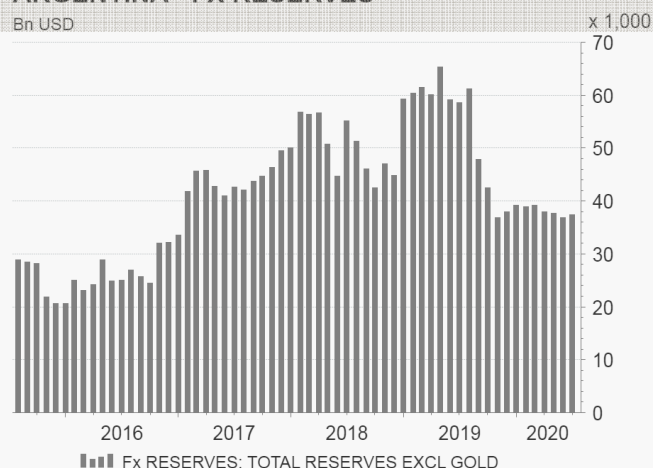
Argentina Merval



Inflation



ARGENTINA - FX RESERVES





RENTA VARIABLE

Página 11

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis fundamental

Index	Projected EPS Andbank 2020	Projected EPS Andbank 2021	Projected EPS Andbank Fw 12m	Projected EPS Growth Andbank 2020	Projected EPS Growth Andbank 2021	Current PE fw EPS 2020	Current PE trailing EPS 2019	Projected PE EPS nxt 12m	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	2020 E[Perf] to Fair Value	Recomm	2020 Exit Point	Margin	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	132	165	148	-20,0%	25,00%	24,75	19,80	20,00	3.258	2.962	-9,1%	MW	3.407	1,15	4,6%
Europe - Stoxx Europe 600	19,5	24	22	-25,0%	25,00%	18,59	13,94	15,50	362	340	-6,2%	MW/OW	408	1,2	12,6%
Euro Zone - Euro Stoxx	18,9	24	21	-25,0%	25,00%	18,76	14,07	15,50	355	330	-7,1%	MW/OW	395	1,2	11,5%
Spain IBEX 35	498	697	597	-30,0%	40,00%	14,17	9,92	13,00	7.050	7.764	10,1%	OW	8.541	1,1	21,1%
Mexico IPC GRAL	2.320	2.785	2.553	-18,0%	20,00%	16,26	13,33	14,25	37.721	36.374	-3,6%	MW	40.011	1,1	6,1%
Brazil BOVESPA	5.984	7.181	6.582	-18,0%	20,00%	17,65	14,47	15,50	105.605	102.027	-3,4%	MW/OW	112.230	1,1	6,3%
Japan NIKKEI 225	1.063	1.276	1.169	-20,0%	20,00%	21,02	16,81	17,00	22.339	19.878	-11,0%	MW/UW	23.854	1,2	6,8%
China SSE Comp.	226	249	237	-10,0%	10,00%	14,53	13,08	12,50	3.287	2.968	-9,7%	UW	3.265	1,1	-0,7%
China Shenzhen Comp	75,1	83	79	-10,0%	10,00%	29,64	26,68	24,00	2.227	1.894	-15,0%	UW	2.083	1,1	-6,5%
India SENSEX	1.576	1.813	1.695	-15,0%	15,00%	23,94	20,35	20,00	37.736	33.891	-10,2%	OW	40.669	1,2	7,8%
Vietnam VN Index	53,6	62	58	-10,0%	15,00%	14,96	13,46	15,00	801	864	7,8%	OW	1.037	1,2	29,4%
MSCI EM ASIA	35,4	41	38	-10,0%	15,00%	16,70	15,03	14,00	592	533	-9,9%	OW	640	1,2	8,1%

ANDBANK ESTIMATES

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Perspectiva: La valoración general aún es positiva

Valoración de Andbank: +1,5 (en un rango de ± 7)

Agregado (neutral, con sesgo de sobreponderación): Nuestra valoración general sigue siendo ligeramente positiva.

Posicionamiento de mercado (sesgo neutral): La asignación de activos a renta variable es neutral, de forma 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 no están cubriendo sus carteras. 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): La actitud de los inversores aún es negativa, por lo que nuestra lectura, en clave contraria, sigue siendo positiva.

Encuestas y análisis de opinión (neutral, con 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 2020	Principal Resistance 2020	Support 1 month	Resistance 1 month	Target (TA) 2020	@	Return to Target (TA)
ÍNDICES	Euro Stoxx Index	.STOXXE	Lateral	252,89	443,29	335,39	391,00	443,00	366,27	20,95%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	Lateral	268,57	433,90	344,91	403,72	441,75	372,71	18,52%
	Ibex	.IBEX	Lateral	5.814,50	10.100,00	7.062,90	7.992,70	8.375,60	7.440,40	12,57%
	S&P	.SPX	Lateral	2.191,86	3.393,52	2.965,66	3.337,75	3.393,52	3.224,73	5,23%
	Japón	.N225E	Lateral	16.358,19	24.448,00	21.529,83	24.116,00	24.116,00	22.717,48	6,16%
	China	.SZSC	Lateral bullish	1.458,00	2.000,00	1.931,02	2.377,00	2.441,38	2.216,70	10,14%
	India	.BSESN	Lateral	24.833,00	42.273,00	33.887,25	40.066,31	42.273,87	37.020,14	14,19%
	Brasil	.BVSP	Lateral	57.600,00	119.593,00	90.147,92	106.650,00	119.593,10	102.888,25	16,24%
OTROS	México	.MXX	Lateral	30.000,00	45.955,00	35.277,54	40.030,95	41.388,00	36.327,84	13,93%
	Oil West Texas	WTCLc1	Lateral	10,37	51,00	34,37	42,27	50,00	40,56	23,27%
	Gold	XAU=	Lateral bullish	1.445,18	1.920,00	1.742,84	1.920,30	1.920,00	1.808,90	6,14%
	Treasury 10Y USA	US10YT=RR	Lateral	0,1289%	1,3210%	0,5430%	0,7430%	0,8658%	0,6225%	39,08%

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



MERCADOS DESARROLLADOS
Análisis fundamental

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

Diferencial swap: El diferencial *swap* se situó en -1,1 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 43 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 0,30%; valor razonable 1,11%; techo 1,5%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se mantuvo en +25 pb. Para que se normalizase en +20 pb, con un anclaje del tipo *swap* en torno al 0,5%, el rendimiento del *Bund* debería tender a 0,30% (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».

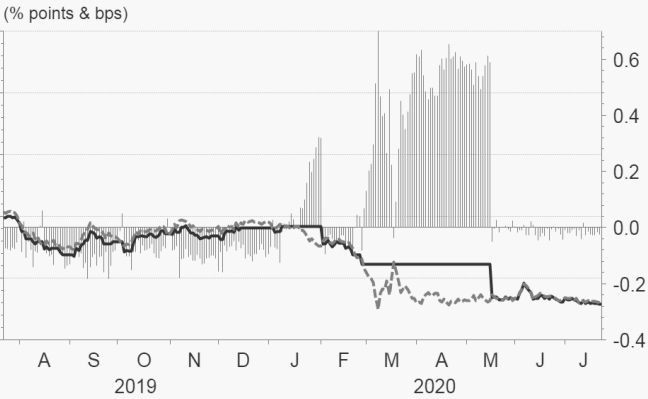
Gilt británico: suelo 1,4%; valor razonable 2,3%; techo 2,5%

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

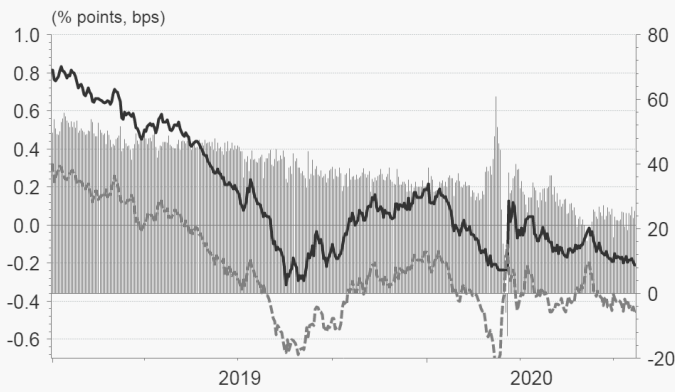
Pendiente: Con el bono británico a 2 años normalizado en el 1%, para alcanzar la pendiente media de la curva de rendimiento a 10 años (1,3%) el rendimiento del *Gilt* con ese vencimiento debería situarse en 2,30%.

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

SWAP SPREAD USD



SWAP SPREAD EUR



BONOS EUROPEOS PERIFÉRICOS

Objetivos tácticos: rendimientos 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	CPI (y/y)	10 Year	Projected	Target
		Yield	3 month	Yield	change in	Yield
EM ASIA	Indonesia	6,76%	2,08%	4,68%	-1,00%	5,76%
	India	5,82%	6,59%	-0,76%	1,00%	6,82%
	Philippines	2,82%	2,30%	0,52%	0,00%	2,82%
	China	2,93%	2,44%	0,49%	0,00%	2,93%
	Malaysia	2,61%	-2,52%	5,12%	-1,00%	1,61%
	Thailand	1,18%	-2,54%	3,72%	-1,00%	0,18%
	Singapore	0,82%	-0,72%	1,54%	-0,50%	0,32%
	South Korea	1,13%	-0,20%	1,33%	-0,50%	0,63%
EME	Taiwan	0,30%	-0,97%	1,26%	-0,50%	-0,21%
	Turkey	12,66%	12,01%	0,65%	0,00%	12,66%
LATAM	Russian Fed	5,95%	3,10%	2,85%	-0,75%	5,20%
	Brazil	6,49%	2,20%	4,29%	-1,00%	5,49%
	Mexico	5,66%	3,02%	2,64%	-0,75%	4,91%
	Colombia	5,29%	2,49%	2,80%	-0,75%	4,54%
	Peru	4,47%	1,66%	2,81%	-0,75%	3,72%



MATERIAS PRIMAS

Página 13

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

(Negativo para el precio) – El resurgimiento del coronavirus podría quebrar la recuperación de la demanda mundial de carburantes.

Si bien el consumo de combustibles y los precios del petróleo se han recuperado algo desde los mínimos de primavera, su recuperación se está estancando al haber repuntado las infecciones por coronavirus en EE.UU. y otras economías grandes como Brasil e India. La demanda de gasolina en Estados Unidos disminuyó dos semanas consecutivas hasta el 11 de julio, la primera vez que ocurre desde que comenzaron a imponerse los confinamientos en marzo. India tiene ahora más de un millón de casos de covid-19 y, Brasil, unos 2 millones, mientras que Australia, España, China y el Reino Unido también han impuesto confinamientos en las últimas semanas para controlar los brotes.

(Positivo para el precio) – El ministro de Energía de Rusia, Novak, prevé una mejoría significativa de la demanda en agosto. Según sus estimaciones, la demanda mundial de petróleo se recuperaría de forma significativa en agosto hasta quedar un 10% por debajo de los niveles previos a la pandemia (frente a la caída del 25% observada en abril). El grupo de productores de la OPEP+ había estado recortando su oferta en 9,7 millones de bpd hasta julio (aprox. el 10% de la oferta global), pero reducirá los recortes a 7,7 Mbpd a partir de agosto.

(Neutral-negativo para el precio) – No se espera que el comité de la OPEP+ recomiende ampliar los recortes extraordinarios hasta agosto, pero la coalición de productores piensa que el aumento de producción «apenas se sentirá». El comité ministerial conjunto de seguimiento de la OPEP+ tiene programada una reunión virtual, aunque según múltiples fuentes no existen recomendaciones para continuar en agosto los recortes de julio de 9,7 Mbpd (sino, en su lugar, para reducirlos a 7,7 millones de bpd). La coalición OPEP+ cree que, pese a sus planes para reducir en agosto los recortes de producción récord, la producción adicional no debería afectar la recuperación del precio del petróleo; en concreto, el ministro de Energía saudita, Abdulaziz, declaró que el impacto «apenas se sentirá», pues la creciente demanda mundial de petróleo consumirá los barriles extra. La producción adicional no alcanzará los 2 millones de barriles, dado que rezagados en el pacto, como Nigeria e Irak, dijeron que se excederían en la reducción en agosto para compensar su superación del objetivo de producción en mayo y junio. Compensar plenamente estas deficiencias de todas las naciones incumplidoras requeriría 842.000 bpd en recortes adicionales en agosto y septiembre.

(Positivo para el precio) – La EIA prevé una caída de la producción de petróleo de esquisto de EE.UU. en agosto. El último informe de productividad de perforación de la Administración de Información Energética de EE.UU. prevé que la producción total de petróleo de esquisto de EE.UU. se reducirá en 56.000 bpd, hasta los 7,49 Mbpd, lo que marcaría su nivel más bajo de los últimos dos años. La producción de la cuenca del Pérmico disminuiría por quinto mes consecutivo, siendo la región del Bakken la única de la que se espera un incremento.

(Positivo para el precio) – Dakota Access puede permanecer operativo durante la disputa legal. Un tribunal de apelaciones de EE.UU. dictaminó ayer que el oleoducto Dakota Access, de 570.000 bpd, cuyo cierre y vaciado dictó un tribunal de distrito federal el 6 de julio, podrá continuar operando mientras prosiga la batalla judicial. El operador Energy Transfer (ET) declaró que el drenaje del oleoducto costaría unos 27 millones de USD y que podría perder hasta 1.400 millones de USD si tuviese que mantenerlo cerrado durante todo 2021.

(Negativo para el precio) – La CFTC examina los fondos de productos básicos. La Commodity Futures Trading Commission (CTFC) de Estados Unidos está examinando las comunicaciones de gestoras de fondos de productos básicos populares entre inversores minoristas, ante la preocupación de que los compradores no hubieran recibido información actualizada sobre las estrategias e inversiones subyacentes. La CTFC está elaborando un informe sobre la caída del precio del petróleo en abril, y la agencia está analizando el momento de ciertas transacciones de abril (si bien la CTFC advierte que la fuerte caída de los precios podría explicarse por factores de oferta y demanda).

(Positivo para el precio) – El gobierno estadounidense reduce las exigencias de informes ambientales. El presidente Trump podría anunciar una reforma de las normas por las que se rigen las agencias al analizar el impacto ambiental de proyectos de desarrollo. La nueva normativa puede limitar el alcance de los informes de las agencias, así como qué proyectos requieren ese escrutinio. Si bien la Casa Blanca no puede cambiar la ley, puede alterar el reglamento de aplicación al establecer plazos para los informes de las agencias, lo que incluye eximir del análisis proyectos no federales con una participación o financiación federal mínima.

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 podrá 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

Página 14

METALES PRECIOSOS - ORO

Precio fundamental del oro: 1.800-2.000 USD/onza

Factores positivos para el oro

La operativa sobre el oro no está saturada. A diferencia del sector tecnológico, este recorrido alcista (con un alza del 55% en los últimos dos años) ha merecido escasos titulares. En consecuencia, el mercado total del sector de los metales preciosos y las compañías auríferas es lo suficientemente pequeño como para seguir operando sin verse afectado por el problema de los grandes números. El tamaño del sector es de tan solo 550.000 millones de USD (aproximadamente lo que Amazon ha añadido a su capitalización bursátil en un año).

El mercado alcista del oro suele cobrar autonomía durante bastante tiempo. El alza de 1976-80 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación y ello provocó una apreciación del USD. El rally de 1985-88 terminó cuando Alemania se retiró del acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir y, con ellos, también el USD. En el período 2001-11, las políticas de «armas y mantequilla» de George W. Bush estimularon alzas en mercados emergentes, que se convirtieron en nuevos compradores de oro... hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011. A la luz de lo visto, cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, y el alza solo termina al afrontar tipos nominales más altos, un USD más fuerte o mayores tipos reales. Estas son las tres amenazas para el desarrollo de un mercado alcista del oro, y que merecen unas consideraciones. 1) Tipos nominales más altos: es casi imposible encontrar a alguien de un banco central de la OCDE que piense siquiera en una subida de tipos de interés en el horizonte de su vida. 2) Apreciación del USD: el saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha ido mejorando gradualmente, lo que ha provocado una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar. No prevemos un aumento adicional en dicho saldo que vuelva a impulsar con fuerza al USD. Más bien, el saldo (déficit) podría permanecer estable alrededor del 2% del PIB y mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que podría terminar con el mercado alcista del oro. 3) Un aumento en los tipos reales: si los tipos nominales no van a aumentar, la única forma en que los países de la OCDE pueden experimentar un aumento en los tipos reales es mediante un colapso adicional de una tasa de inflación ya baja. Pero, ¿de qué manera ocurriría esto? ¿Con un colapso de los precios energéticos o los inmobiliarios? Alternativamente, ¿mediante un colapso del renminbi? Hay pocas señales de que el desarrollo de tales perturbaciones sea permanente. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir una amenaza inmediata.

Sobre el impulso. Los mercados alcistas del oro pueden gestarse durante períodos de varios años. En la década 2001-2011 fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del oro. En cambio, en la década 2011-2020 el grueso de la riqueza mundial se ha generado en los campus universitarios de la costa oeste de EE.UU., por personas con escaso interés en lo que consideran una «reliquia», y con un crecimiento más moderado en mercados emergentes. Aun así, el oro se ha apreciado expresado en las distintas monedas y exhibe una fuerte dinámica. De modo que, si los mercados emergentes prosperasen de nuevo, liderados por Asia, ¡menudo impulso cobraría el metal áureo!

Consideración del oro como el nuevo 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 rendimientos negativos aún confieren atractivo al oro. La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija –que el oro no ofrezca cupón– está en estos momentos neutralizada, con tipos negativos en numerosos títulos de deuda global (el valor nominal de bonos con rendimientos negativos supera los 13 billones de USD).

Mercado mundial de oro (porcentaje relativo). El valor total de las existencias de oro comercial en el mundo ronda los 6,9 billones de USD, un porcentaje bien pequeño (3,2%) 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).

Ratio entre oro y S&P500. Esta ratio está en 0,56, justo por debajo de su promedio de largo plazo de 0,62. Dada nuestra estimación de valor razonable para el S&P 500 de 2.962 USD, el precio del oro debería aproximarse a 1.836 USD/oz para que esta relación permaneciese cerca de su promedio de largo plazo.

Factores negativos para el oro

El oro cotiza actualmente con una desviación típica de +1 respecto a su media móvil de los últimos 200 días.

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 1.600 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 91,94 y continúa muy por encima de su media de los últimos 20 años de 65,64 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 1.297 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio se sitúa en 44,53 y supera con creces su promedio de los últimos 20 años de 16,6 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 664 USD/oz para que esa relación continuara cerca del promedio de largo plazo.

TIPOS DE CAMBIO

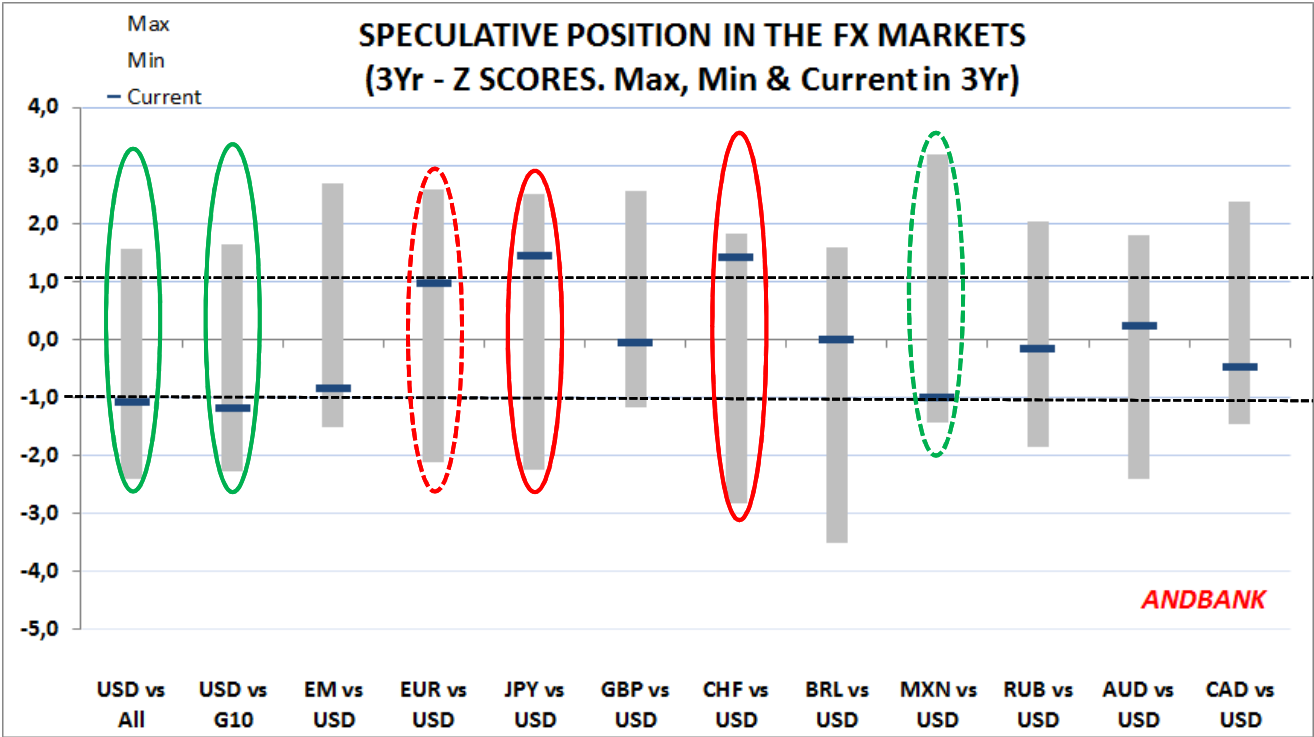
Análisis de flujos y objetivos fundamentales

EUR/USD: Objetivo: 1,10
USD/JPY: Objetivo: 107; EUR/JPY: Objetivo: 117,71
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

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

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	-19,37	-3,10	32,1	-28,2	0,9	-1,08
USD vs G10	-18,98	-3,41	32,7	-25,4	2,1	-1,18
EM	0,40	-0,31	5,2	-0,8	1,7	-0,85
EUR	18,02	1,53	23,4	-15,5	7,9	0,97
JPY	2,26	-0,31	4,0	-15,0	-6,3	1,45
GBP	-1,20	0,06	4,3	-6,5	-1,1	-0,05
CHF	0,99	0,78	1,2	-6,0	-1,9	1,41
BRL	-0,21	0,03	0,7	-0,9	-0,2	0,00
MXN	0,22	-0,28	4,6	-0,5	1,5	-0,99
RUB	0,39	-0,06	1,2	-0,3	0,4	-0,16
AUD	-0,02	0,44	6,1	-5,2	-0,7	0,22
CAD	-1,24	0,64	6,1	-5,0	0,1	-0,47

ANDBANK



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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 16

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	5,1%	0,9%	3.258	2.962	-9,1%
	Europe - Stoxx Europe 600	0,6%	-11,6%	363	340	-6,2%
	Euro Zone - Euro Stoxx	0,5%	-10,6%	355	330	-7,1%
	SPAIN - IBEX 35	-2,4%	-24,5%	7.055	7.764	10,1%
	MEXICO - MXSE IPC	0,0%	-13,4%	37.721	36.374	-3,6%
	BRAZIL - BOVESPA	11,1%	-8,7%	105.605	102.027	-3,4%
	JAPAN - NIKKEI 225	-3,5%	-5,6%	21.507	19.878	-7,6%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	10,1%	8,0%	3.287	2.968	-9,7%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	12,7%	29,3%	2.227	1.894	-15,0%
	INDIA - SENSEX	8,1%	-7,7%	37.736	33.891	-10,2%
	VIETNAM - VN Index	-2,9%	-17,7%	801	864	7,8%
	MSCI EM ASIA (in USD)	9,3%	4,5%	592	533	-9,9%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,8%	12,0%	0,56	1,20	-4,9%
	UK 10 year Gilt	0,6%	6,2%	0,10	0,80	-5,6%
	German 10 year BUND	0,5%	2,5%	-0,52	-0,20	-2,8%
	Japanese 10 year Govie	0,0%	-0,3%	0,01	0,00	0,1%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	1,1%	1,3%	0,33	0,60	-2,0%
	Italy - 10yr Gov bond	2,2%	3,4%	1,04	1,40	-2,4%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,1%	1,0%	0,32	0,60	-2,1%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,0%	1,8%	-0,13	0,30	-3,5%
	Greece - 10yr Gov bond	1,2%	3,9%	1,02	2,05	-7,8%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	-0,4%	59,94	70	-0,2%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,0%	-4,0%	363,25	400	0,2%
	Credit USD IG - CDX IG	0,2%	0,6%	71,80	70	0,5%
	Credit USD HY - CDX HY	2,3%	-2,5%	454,24	450	2,2%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-9,1%	0,9%	12,66	11,75	12,6%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	5,7%	5,95	5,00	10,1%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	3,8%	6,0%	6,76	6,00	8,9%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,9%	9,6%	5,82	6,80	-5,4%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	15,4%	2,82	3,00	-0,2%
	China - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	3,4%	2,93	2,75	2,7%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	3,6%	7,5%	2,61	2,00	5,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	2,8%	1,18	0,25	7,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,5%	8,2%	0,82	0,40	3,7%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,7%	4,4%	1,13	0,75	3,5%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,2%	2,9%	0,30	0,00	2,5%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,5%	13,4%	5,66	6,20	-1,9%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,3%	3,3%	3,16	3,70	-3,0%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,1%	6,4%	6,49	8,20	-10,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,1%	0,9%	4,36	4,20	3,1%
Commodities	Oil (WTI)	4,2%	-33,0%	40,9	40,00	-2,2%
	GOLD	9,8%	28,9%	1.955,9	1.600	-18,2%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	4,7%	4,9%	1,176	1,100	-6,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	4,7%	-2,1%	1,30	1,32	1,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,1%	7,0%	0,91	0,83	-7,9%
	USDCHF (price of 1 USD)	-3,5%	-5,6%	0,91	0,97	6,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,0%	-1,0%	1,07	1,07	-0,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	-2,7%	-3,3%	105,05	107,00	1,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,9%	1,4%	123,51	117,70	-4,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	-3,8%	16,9%	22,12	23,50	6,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,2%	22,6%	25,98	25,85	-0,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	-5,4%	28,6%	5,17	5,50	6,4%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,0%	34,9%	6,08	6,05	-0,5%
	USDARS (price of 1 USD)	2,7%	20,6%	72,19	90,0	24,7%
	USDINR (price of 1 USD)	-1,0%	4,9%	74,82	74,00	-1,1%
	CNY (price of 1 USD)	-0,9%	0,6%	7,00	6,90	-1,5%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 17

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.