

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank

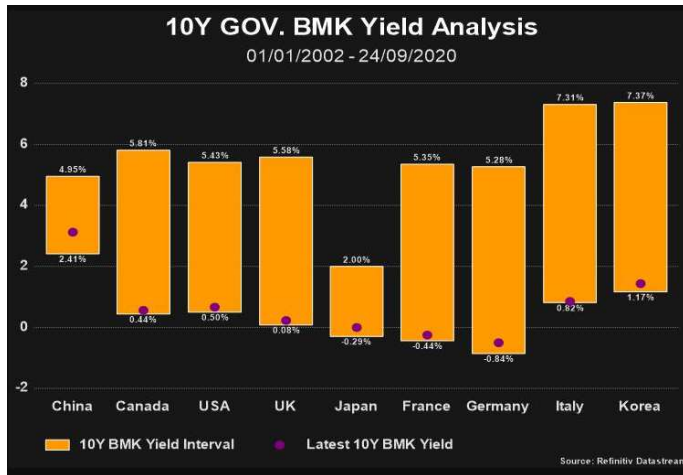
Opinión corporativa mensual de Andbank – Octubre de 2020

¿Por qué una corrección del mercado es posible, pero no necesariamente sería?



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	2020 [Perf] to Fair Value	Recomm	2020 Exit Point
USA S&P 500	3.352	3.124	-6,8%	MW	3.592
Europe - Stoxx Europe 600	363	341	-6,2%	MW	392
Euro Zone - Euro Stoxx	356	360	1,1%	MW/OW	414
Spain IBEX 35	6.792	6.623	-2,5%	MW	7.286
Mexico IPC GRAL	37.232	37.995	2,1%	OW	41.795
Brazil BOVESPA	94.666	100.622	6,3%	OW	110.684
Japan NIKKEI 225	23.512	20.764	-11,7%	UW	24.917
China SSE Comp.	3.228	3.038	-5,9%	UW	3.342
China Shenzhen Comp	2.152	1.938	-9,9%	UW	2.132
India SENSEX	37.986	35.051	-7,7%	MW/OW	42.061
Vietnam VN Index	913	893	-2,2%	OW	1.072
MSCI EM ASIA	594	591	-0,5%	OW	709

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

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value 2020
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,65	1,00	-2,6%
Core countries	UK 10 year Gilt	0,20	0,80	-4,8%
	German 10 year BUND	-0,54	-0,40	-1,2%
	Japanese 10 year Govie	0,01	0,00	0,1%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,23	0,40	-1,3%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	0,86	0,90	-0,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,24	0,40	-1,3%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,19	0,00	-1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	1,05	1,40	-2,6%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	62,03	70	-0,2%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	363,25	350	1,2%
	Credit USD IG - CDX IG	59,15	70	-0,1%
	Credit USD HY - CDX HY	398,22	350	2,5%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value 2020
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	12,93	12,50	6,7%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	6,30	5,25	10,0%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,85	6,00	8,5%
Asia (Local curncy)	India - 10yr Gov bond (local)	6,06	6,80	-4,4%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,09	3,00	1,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	3,10	3,00	1,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,77	2,00	6,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,30	0,25	8,7%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,85	0,40	3,8%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,33	0,75	4,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,39	0,00	3,2%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	5,70	6,20	-2,5%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,32	4,00	-4,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	7,04	7,50	-1,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,30	4,00	3,5%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value 2020
Commodities	Oil (WTI)	40,4	40,00	-0,9%
	GOLD	1.880,1	1.600	-14,9%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,167	1,15	-1,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,29	1,32	2,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,91	0,87	-4,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,92	0,97	5,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,08	1,12	3,5%
	USDJPY (price of 1 USD)	105,59	107,00	1,3%
	EURJPY (price of 1 EUR)	123,21	123,05	-0,1%
	USDMXN (price of 1 USD)	22,42	22,25	-0,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	26,15	25,59	-2,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,66	5,50	-2,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	6,60	6,33	-4,2%
	USDARS (price of 1 USD)	76,05	95,0	24,9%
	USDINR (price of 1 USD)	73,85	74,00	0,2%
	CNY (price of 1 USD)	6,82	6,75	-1,1%



EE.UU.

Las elecciones presidenciales de noviembre no son las más importantes de esta generación

Analizar las elecciones en EE.UU. no tiene sentido desde el punto de vista del mercado

Los artículos y análisis sobre el mercado insisten en incorporar el resultado electoral a las cotizaciones de los activos, atribuyendo la evolución del mercado a cambios en las sondeos de opinión. Cuanto estos analistas sostienen y expresan suele revelarse erróneo, por lo que mejor sería no dedicar demasiado tiempo a tratar de anticipar las consecuencias para el mercado de un resultado electoral u otro. Existe sin duda una gran diferencia entre el contenido de las propuestas de uno y otro candidato; casi tantas como la que hubo entre Obama y Trump. Pero si observamos la rentabilidad acumulada del S&P durante la presidencia de Obama y la comparamos con la que registra durante la de Trump se aprecia muy poca diferencia (12,4% vs 13,9% en tasa anualizada) (Fuente: Gavekal, 21/09). Los valores de deuda también ofrecieron un rendimiento positivo del 6,9% con Obama y del 9,8% con Trump. El único activo en el que hubo diferencias de rentabilidad fue el tipo de cambio del dólar para los inversores europeos (+2,32% en la era de Obama frente a -0,68% con Trump). Pero esta diferencia fue mínima para los inversores japoneses, lo que apuntaría a que el diferente desempeño de USD y EUR durante las presidencias de Obama y Trump tuvo más que ver con factores específicos de Europa que con motivaciones políticas. Entonces, todo el esfuerzo en el cálculo de los posibles efectos en los mercados resultantes de la victoria de uno u otro candidato tiene muy poco sentido. Una conclusión también respaldada por el comportamiento sectorial del S&P 500. Con Obama, los tres sectores mejores fueron bienes de consumo discrecional, tecnología y atención médica. Con Trump, los tres sectores mejores han sido tecnología, bienes de consumo discrecional y atención médica. Con Obama, los dos sectores con peor desempeño fueron el financiero y, después, el energético. Con Trump, los sectores con peor resultado fueron... exactamente los mismos. El comportamiento del sector industrial fue el mismo con uno y otro. No deberíamos empeñarnos en racionalizar las aparentes diferencias, ya que las conclusiones fáciles sobre potenciales efectos de posturas políticas suelen ser erróneas. Por ejemplo, el sector tecnológico se tenía por muy hostil al candidato Trump, que supuestamente iba a desatar un infierno regulatorio para estas empresas. Sin embargo, el sector tecnológico se ha disparado como nunca antes. De manera similar, en 2016 cabría haber esperado un entorno propicio para los promotores inmobiliarios (Trump lo era), pero la realidad es que su evolución ha sido mediocre. Lo mismo cabría decir de los bancos. Al inicio del mandato de Trump se esperaba una desregulación financiera que impulsara la rentabilidad de la banca. Sin embargo, las acciones financieras han acabado entre las más rezagadas. Las acciones del sector energético se consideraban inversiones prometedoras, pero terminaron siendo el único sector con retrocesos en el período. Todo parece indicar, por consiguiente, que para las acciones tecnológicas, bancarias o energéticas es irrelevante quién ocupe la Casa Blanca. Después de noviembre, ¿cambiará la política monetaria? ¿Lo hará la decisión de incurrir en abultados déficits presupuestarios? ¿Cambiará drásticamente la política estadounidense hacia China? Probablemente no.

¿Podrían los Demócratas reconducir el mercado hacia un ciclo con una base más amplia?

La divergencia entre los años de presidencia de Obama y Trump tiene que ver con la dispersión. Con Obama todos los sectores registraron rentabilidades positivas y la dispersión sectorial no fue excesiva. En los años de Trump avanzaron con fuerza los sectores de tecnología y bienes de consumo discrecional, mientras que el resto del mercado se anotó rentabilidades bastante escasas, lo que llevó la divergencia entre los sectores tecnológico y energético a extremos inéditos. Durante la era Obama, el índice S&P 500 equiponderado batió en rentabilidad al mismo índice ponderado por capitalización. Con Trump sucedió lo contrario. Se podría decir que tanto Obama como Trump promovieron mercados alcistas, pero que con Trump el avance se ha vuelto cada vez más estrecho, protagonizado por menos valores y sectores.

El dólar estadounidense con Biden

Inversores y analistas tienden hoy a pensar que una victoria demócrata perjudicaría al USD (la depreciación del consenso es del 4%), mientras que la victoria de Trump lo fortalecería (alrededor del 3%). Tenemos dudas sobre esta idea. El dólar estadounidense se ha depreciado con Trump, mientras que se apreció con fuerza con Obama. Hasta cierto punto esto tiene su sentido, ya que Trump es un mercantilista confeso, y a estos suele seducirlos el debilitamiento de las monedas..

Perspectivas de los mercados financieros

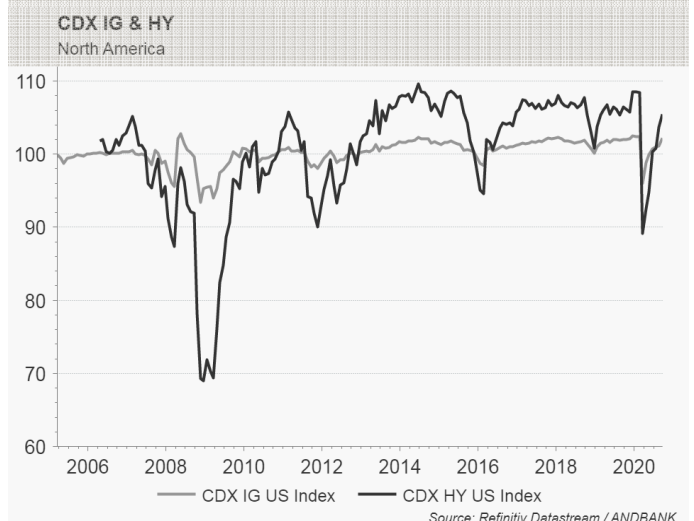
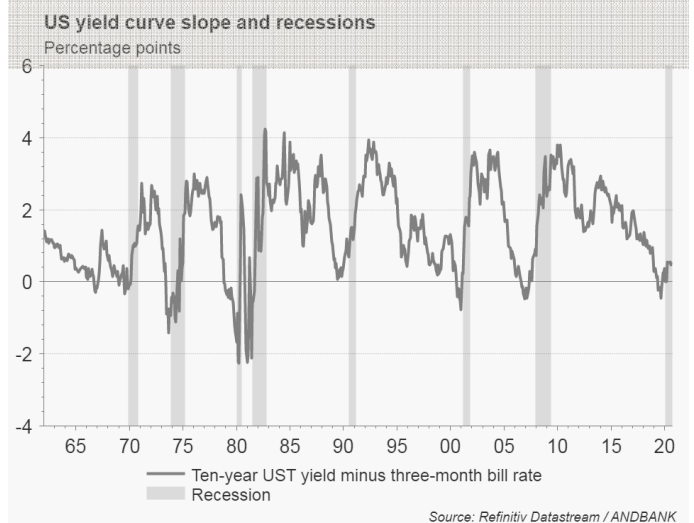
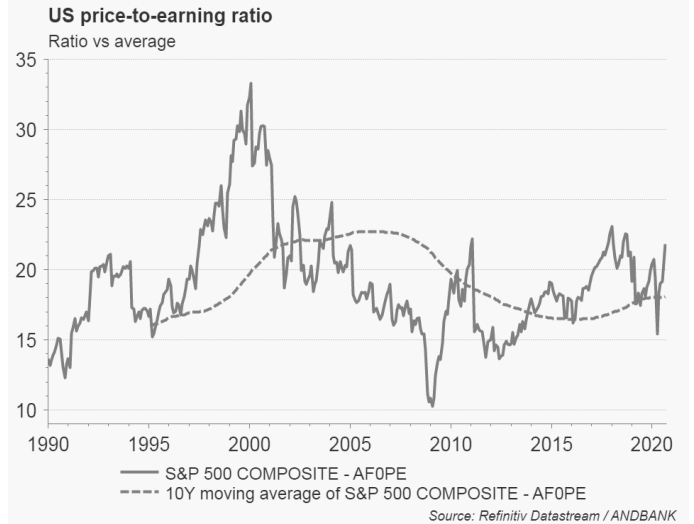
Renta variable (S&P): NEUTRAL

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (entrada UST 10 años: 1%)

Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 70)

Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPOND. (diferencial objetivo: 350)

Divisas (Índice DXY): NEUTRAL





EUROPA

El impacto de la «segunda ola»

La recuperación de la confianza está cerca de un pico

La confianza ha seguido mejorando en todas las encuestas realizadas a los sectores manufacturero y servicios. También se ha observado una recuperación «en V» en las ventas minoristas, que sigue siendo incompleta en unos sectores industrial y exterior que continúan rezagados. La duda es si la confianza podría haber tocado ya techo, en particular ahora que la situación pandémica se deteriora en Europa. Al respecto, España y Francia estarían entre los países que registran peores resultados, mientras que Alemania e Italia aún se mantienen bien. Como nota positiva está el repunte en la tasa de ahorro por motivo precaución, pero permitiéndose cierto margen de gasto futuro. La mayoría de los instrumentos de garantía que expiran en septiembre se han prorrogado, evitándose con ello el temido *efecto acantilado*. Es obvia la importancia de eliminar gradualmente los estímulos, coincidiendo en ello economistas y políticos.

El BCE mejora sus previsiones pero mantiene el tono de prudencia para no alterar los mercados. «La moneda sí importa».

Las nuevas previsiones macroeconómicas del BCE apuntan a un crecimiento menos sombrío en 2020, con leves revisiones a la baja del PIB previsto para 2021-2022. La trayectoria de la inflación muestra una tendencia lenta pero positiva, que ha permitido a Lagarde afirmar que «los riesgos de deflación han disminuido». Aunque no se ha debatido aumentar los estímulos, el consenso prevé que el Programa de compra de emergencia pandémica (PEPP) se dotará con 300.000-350.000 millones de euros adicionales para finales de 2020 o de 2021. La fortaleza del euro es el tema dominante y se aborda en el comunicado formal del BCE, que se abstiene de «entrar en una guerra de divisas» pero se refiere constantemente al impacto del tipo de cambio en la inflación. El BCE podría ver los 1,20 dólares estadounidenses por euro como una «resistencia psicológica» a corto plazo. ¿Cuáles serían las consecuencias macroeconómicas de un fortalecimiento del euro? Según las hipótesis del BCE (publicadas en diciembre de 2019), una apreciación del 13% frente al dólar implicaría que tanto el crecimiento del PIB real como la inflación armonizada serían un 0,2% inferiores en 2020 y 0,4%-0,5% inferiores en 2021. Si la apreciación se mantuviese, el BCE podría tomar medidas, aunque su intervención es incierta y dependería de la intensidad de la variación en el tipo de cambio.

Por su parte, el Banco de Inglaterra ha iniciado un debate sobre los tipos de interés negativos, una herramienta que nunca se ha descartado y que ahora, con la mirada en el Brexit, más parece cuestión de cuándo se aplicaría que de aplicación efectiva.

Sobre la mayor probabilidad de un Brexit duro

La probabilidad que se atribuye a una salida sin acuerdo ronda ahora al 50% debido a la pérdida de confianza en el gobierno británico tras haber presentado un proyecto de ley (sobre el Mercado Interior) que podría violar el Acuerdo de separación firmado con la UE. El Partido Demócrata de EE.UU. ha advertido que no respaldará ningún acuerdo comercial con el Reino Unido si el gobierno contraviniese el Acuerdo del Viernes Santo. El proyecto de ley podría modificarse en su tramitación parlamentaria, habiendo manifestado ya algunos políticos conservadores una fuerte oposición. En todo caso, los procedimientos legales relacionados con el proyecto de ley deberían haber finalizado para finales de septiembre. La próxima fecha relevante sería la de la cumbre europea del 15-16 de octubre, en la que un acuerdo *light*, limitado a ciertos sectores, podría ser lo máximo que se obtuviera este año.

Mercados de deuda

En el universo de deuda corporativa persiste una calma no exenta de episodios de volatilidad. Esta podría ser la pauta habitual en los próximos meses, ante el inicio de una nueva temporada de comunicación de resultados empresariales (que se prevé desastrosa) y en pleno período electoral (que se prevé tenso) en EE.UU. Aun así, los valores de deuda basados en diferenciales muestran una gran resistencia y solidez (en comparación con las acciones). Los sectores más expuestos son el financiero y el de aerolíneas.

Por categorías, el segmento de grado de inversión (IG) continúa exhibiendo el mejor comportamiento, respaldado por entradas de recursos que ya doblan las salidas de los peores momentos de la crisis pandémica. El segmento de alto rendimiento (HY) también se está recuperando de las salidas de fondos sufridas, pero lo hace a menor ritmo que el segmento IG. En septiembre se ha reanudado la actividad de emisión en el mercado primario, especialmente de valores híbridos, que suscitan gran demanda. Todo ello pese a que la prima de riesgo asociada a estos bonos se ha reducido de forma significativa. En el caso del sector financiero destaca el pobre desempeño de la deuda de bancos y aseguradoras británicos ante la eventualidad de un Brexit duro.

Las muy esperadas fusiones han comenzado en España (Caixa y Bankia), seguidas de rumores de megafusión en Suiza (Credit Suisse y UBS). En nuestra opinión, esto favorecerá a los valores de deuda del sector. Revisamos (al alza) el nivel objetivo para los diferenciales de la deuda HY, mientras que lo mantenemos estable para la deuda IG.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: -0,40%)

- P. perif.: NEUTRAL (IT 0,9%); INFRAP. (ES 0,4%; PT 0,4%; IR 0,1%; GR 1,9%)

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

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL-SOBREP. (dif. objetivo: 350)

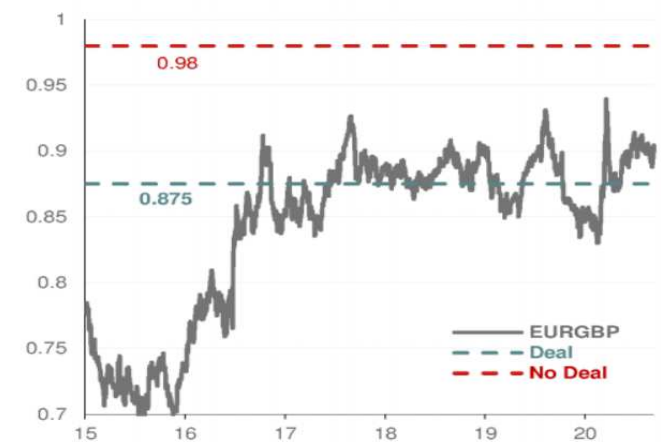
BCE: Escenario macroeconómico

		2020E	2021E	2022E
IPC	sep-20	0,3%	1,0%	1,3%
	jun-20	0,3%	0,8%	1,3%
	dic-19	1,1%	1,4%	1,6%
	sep-19	1,0%	1,5%	
	jun-19	1,4%	1,6%	
PIB real	sep-20	-8,0%	5,0%	3,2%
	jun-20	-8,7%	5,2%	3,3%
	dic-19	1,1%	1,4%	1,4%
	sep-19	1,2%	1,4%	
	jun-19	1,4%	1,4%	

Fuente: BCE, Andbank España

Fig. 9: EUR/GBP Brexit scenarios

Brexit could push EUR/GBP to levels we're rarely seen before



STOXX 600 - EPS

1Y % Change



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



CHINA

La guerra tecnológica y comercial entre EE.UU. y China se intensifica; continuidad del estímulo fiscal.

Continúa la guerra entre Estados Unidos y China

ByteDance, Oracle y el Departamento del Tesoro han acordado provisionalmente los términos de la oferta presentada por Oracle por las operaciones estadounidenses de TikTok. Según el plan, Oracle tendría una participación minoritaria en la nueva TikTok (cuya sede estaría en EE.UU.) con un consejo independiente al que daría visto bueno el gobierno de EE.UU. El consejo de administración de la nueva empresa lo integrarían exclusivamente ciudadanos estadounidenses e incluiría un comité de seguridad nacional. Oracle tendría acceso total al código fuente de TikTok y a las actualizaciones para asegurarse de que no hubiera puertas traseras por las que la matriz china de la empresa accediera a los datos. Oracle y Walmart todavía aspiran a participaciones significativas en el nuevo TikTok. Esa medida, en combinación con los actuales inversores de EE.UU., podría poner el control de la sociedad en manos estadounidenses. Si el acuerdo se materializase, Doug McMillon, el presidente ejecutivo de Walmart, se sentaría previsiblemente en el consejo. El presidente de Estados Unidos también indicó que Microsoft sigue involucrada, pero sin dar más detalles. Por su parte, FT informó de que ByteDance había acordado permitir que TikTok cotizase en un mercado de valores de EE.UU. en algún momento tras el acuerdo de asociación con Oracle propuesto, dentro de las medidas para satisfacer las preocupaciones de seguridad nacional de la administración Trump. La salida a bolsa en EE.UU., y no en China o Hong Kong, fue uno de los compromisos asumidos por ByteDance para evitar el veto de la Casa Blanca. Estos pasos confirman que la Casa Blanca está obteniendo la mayoría de las prerrogativas que exigía. En este contexto, ByteDance recibiría nuevos recursos a cambio de ceder el control.

Un grupo internacional de proveedores del sector de semiconductores planea advertir a la administración Trump contra la idea de incluir a SMIC en la lista negra, argumentando que hacerlo perjudicaría a la industria estadounidense. Las empresas están representadas por SEMI, patronal de empresas suministradoras a fabricantes de semiconductores y productos electrónicos, que redactó una carta al ministro de Comercio, Wilbur Ross. **Idcoud:** China Electronics Corp. (CEC), empresa participada por el Estado chino, entró en el mercado de la computación en la nube en plenos temores a que se impusieran nuevas limitaciones al acceso por empresas chinas a tecnología estadounidense. La empresa anunció sus servicios de «nube electrónica china» con *hardware* desarrollado por Tianjin Phytium Information Technology, filial fabricante de microprocesadores de CEC, y que ejecutará el sistema operativo Kylin desarrollado en el país. **Estados Unidos acusa a cinco residentes chinos y a dos empresarios** malisios de amplias actividades de *hackeo*, cuyos objetivos iban desde empresas a activistas pro-democracia. Los fiscales federales acusaron a ciudadanos chinos de *hackear* más de un centenar de empresas en EE.UU. y en el extranjero. El Departamento de Estado estadounidense ha **revocado los visados** a más de un millar de ciudadanos chinos, suspendiendo la entrada de estudiantes, graduados e investigadores procedentes de China a los que considera un riesgo de seguridad. El jefe del Departamento de Seguridad Nacional de EE.UU. declaró que se anulaban visados a ciertos ciudadanos chinos para «evitar que roben o se apropien de investigaciones sensibles». **WeChat:** El Departamento de Justicia de EE.UU. anunció que los usuarios de WeChat no incurrirán en sanciones civiles o penales aun cuando EE.UU. prohibiese la aplicación de mensajería de titularidad china a través de otras medidas la próxima semana. El ministro de Comercio, Wilbur Ross, especificará el domingo qué transacciones de WeChat se prohibirán. **Soja y política:** China ha más que duplicado desde agosto sus compras de soja a EE.UU., al ser esta materia prima una de las pocas bazas diplomáticas que le quedan a Beijing para ejercer presión sobre Washington. Estos mayores compromisos de compra chinos no se vincularían al marco del acuerdo comercial de Fase Uno. Más bien, la medida probablemente se proponía resaltar la influencia de China en un momento en que el presidente Trump intenta granjearse el voto de los agricultores ante las elecciones de noviembre.

Conflictos geopolíticos: India y Taiwán

Los ministros de Asuntos exteriores de China e India alcanzaron un consenso de cinco puntos para rebajar las tensiones recientes. China mantendrá comunicaciones con India a través de canales diplomáticos y militares y se comprometerá a «restaurar la paz y la tranquilidad» en la zona fronteriza en disputa. El Consejero de Estado chino declaró que «el imperativo es detener de inmediato provocaciones como disparos y otras acciones peligrosas que vulneran los compromisos asumidos por ambas partes». Por su parte, **Taiwán** se apresta a entablar un diálogo económico con EE.UU. que sentaría las bases para conversaciones sobre un acuerdo de libre comercio mientras deshace la integración económica con Beijing. El Ministerio de Asuntos exteriores de Taiwán afirmó que está planeándose la visita del subsecretario de Estado de EE.UU. para el crecimiento económico, la energía y el medio ambiente. El diplomático de alto rango de EE.UU. para Asia Oriental, David Stilwell, señaló este mes que Washington reforzaría lazos con Taiwán estableciendo un nuevo diálogo económico bilateral. Al mismo tiempo, Estados Unidos planea vender a Taiwán siete importantes sistemas armamentísticos (incluidas minas, misiles de crucero y drones), al tiempo que la administración Trump aumenta la presión sobre China. Pretender realizar siete operaciones de una vez se aparta radicalmente de años de precedentes en los que las ventas militares estadounidenses a Taiwán se calibraron cuidadosamente para minimizar las tensiones con Beijing.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR

Renta variable (Shenzhén): INFRAPONDERAR

Deuda soberana: NEUTRAL-SOBREPOND. (objetivo rendimiento a 10 años: 3,0%)

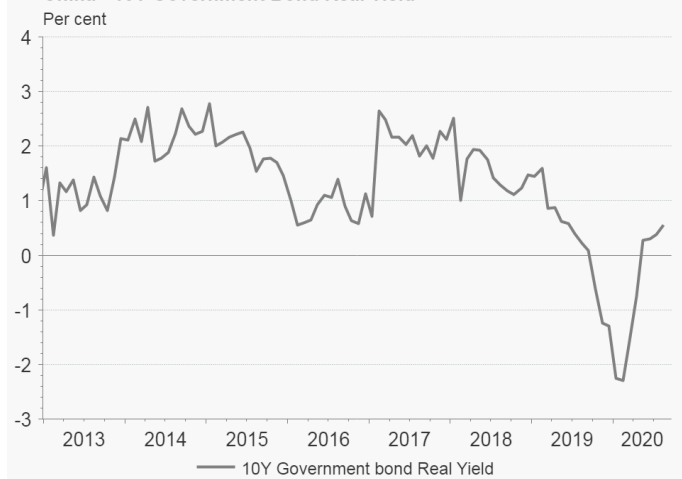
Divisas (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,75)

China Broad, price/earnings, Datastream index



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China - 10Y Government Bond Real Yield



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

USDCNY exchange rate



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



JAPÓN

Nuevo primer ministro: el mercado bursátil suele agradecer el cambio tras un mandato prolongado.

Yoshihide Suga, nuevo primer ministro, cambia levemente el enfoque

Yoshihide Suga, secretario jefe del anterior gabinete de gobierno, fue elegido primer ministro de Japón por ambas cámaras del parlamento. Suga se ha propuesto como objetivo inmediato reactivar la maltrecha economía al tiempo que intenta controlar la pandemia. Tras anunciar los miembros de su gabinete, será formalmente investido en una ceremonia en el Palacio Imperial, y su mandato durará el resto del mandato de Abe como líder del PLD japonés (hasta septiembre de 2021).

Suga también anunció que el impuesto al consumo «se incrementará por encima del actual 10%», haciendo referencia al rápido envejecimiento de la población. Su idea es colocar a Japón en la senda de la recuperación antes de acometer la mejora de las cuentas públicas.

Los analistas no esperan cambios importantes en la relación entre el Banco de Japón (BoJ) y un gobierno encabezado por Suga. Sin embargo, el énfasis de Suga en la protección del empleo podría llevar al BoJ, al instrumentar su política, a prestar mayor atención al mercado laboral en lugar de orientarse a los mercados financieros. Las acciones japonesas suelen registrar un buen comportamiento después de que un primer ministro con mandato duradero pase el testigo; de hecho, según el análisis de Mizuho Securities, los patrones históricos del mercado en torno a un cambio de primer ministro revelan que ningún líder que haya sucedido a un primer ministro con cinco o más años de servicio ha acumulado en su mandato pérdidas bursátiles. Sin embargo, dados los frecuentes cambios de gobierno, el tamaño de la muestra es pequeño. El nuevo primer ministro descartó convocar elecciones anticipadas, pero los partidos de la oposición, que está fragmentada, están uniéndose para ofrecer una alternativa viable a la coalición gobernante con miras a las elecciones a la cámara baja que se celebrarán en un año. El nuevo Partido Democrático Constitucional, que se formará oficialmente el próximo martes, estará integrado por casi todos los miembros del actual partido del mismo nombre, así como por la mayor parte del actual Partido Demócrata para el Pueblo y numerosos independientes. Yukio Edano, que encabeza a los actuales demócratas constitucionales, fue elegido el jueves para liderar el nuevo partido.

Los inversores insisten en la estrategia de carry trade global

Los inversores japoneses fueron compradores netos de deuda extranjera a largo plazo por importe de 300.100 millones de yenes (semana anterior: 377.700 millones de yenes) y vendedores netos de renta variable extranjera por importe de 438.600 millones de yenes.

BoJ: tipos de interés sin cambios, mejores previsiones económicas

El Banco de Japón aprobó, por 8 votos a 1, dejar inalterados los tipos a corto y largo plazo. La valoración de la coyuntura económica mejoró, señalándose el inicio de una recuperación y la reanudación gradual de la actividad, aunque reiterándose que las condiciones siguen siendo severas debido a los efectos del coronavirus. La mejora se extendió a las perspectivas, observándose una tendencia favorable gracias a la demanda reprimida y el respaldo de estímulos de política económica.

Japón alivia las restricciones al sector comercial

El Nikkei examinó la relajación de restricciones comerciales a restaurantes y salones de karaoke en Tokio a partir del miércoles 16, que volvieron a la normalidad después de que se les pidiera que cerrasen a las 22 horas. A partir del sábado se concederá la petición del gobierno central de eliminar la limitación de audiencia en eventos públicos (ahora limitada a 5.000 personas). El gobierno está considerando incluir a Tokio en su programa de subsidios para viajes nacionales desde el 1 de octubre.

Panorama empresarial

Sony lanza PS5: Con el lanzamiento de la PlayStation 5 Sony planta cara a la Xbox de próxima generación de Microsoft. El CEO de Sony Interactive Entertainment, Jim Ryan, declaró al Nikkei: «nuestros juegos exclusivos para la PS5 bien podrían ser los mejores que hemos tenido en cualquier plataforma». Dado que la determinación del precio ha sido un factor importante al competir con Microsoft, la edición digital de Sony costará 100 USD más que la Xbox Series S. Ryan reconoció la importancia del precio, pero indicó que era más importante ofrecer a los consumidores la «certeza de que su compra mantendrá el valor durante muchos años».

Los fabricantes japoneses de semiconductores se esfuerzan por reemplazar las ventas a Huawei tras la prohibición de EE.UU. Las sanciones a Huawei han obligado a los fabricantes de chips japoneses a ampliar la red para buscar nuevas ventas y compensar el vacío dejado por las ventas perdidas a la empresa china. En concreto, suministraron a Huawei el año pasado componentes por importe de 1,1 billones de yenes (10.400 millones de USD). Aun suministrar chips a un tercero podría infringir las regulaciones de exportación de EE.UU. si Huawei acabase utilizándolos.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): INFRAPONDERAR

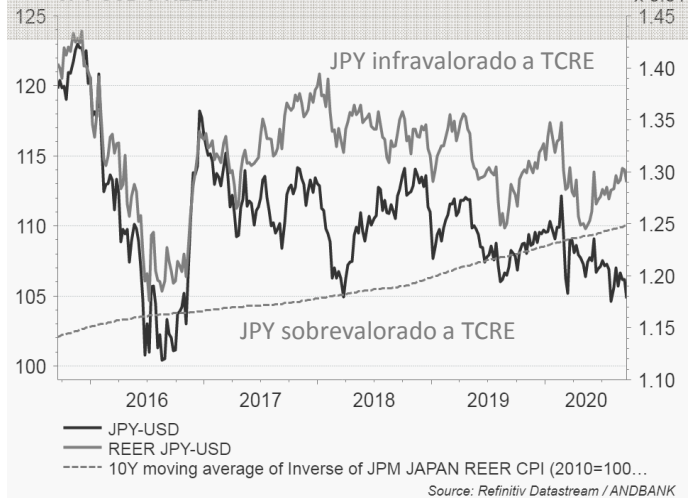
Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo de rendimiento: 0,0%)

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

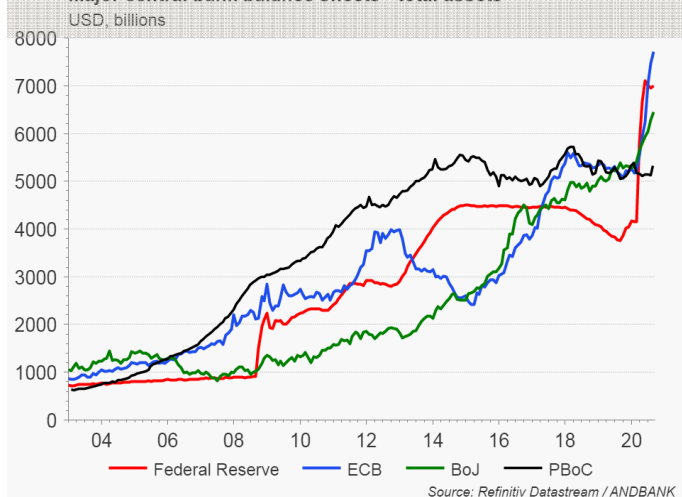
Japan Nikkei 225 price / earnings



JPY-USD & REER



Major central bank balance sheets - total assets





INDIA

Bonos, acciones y moneda siguen seduciendo a los inversores; acciones y rupia nos inspiran confianza.

Economía y Covid

India también sufrió un gran impacto económico con la pandemia, con una contracción del PIB en el segundo trimestre del 23,9% interanual, una caída récord tras haber crecido el 3,1% interanual en el primero. El crecimiento se está recuperando, aunque apenas lentamente, desde su mínimo del segundo trimestre, y los indicadores de alta frecuencia muestran una recuperación desigual. Con la excepción de las actividades de alto contacto como los viajes nacionales, varios indicadores de alta frecuencia (ventas de automóviles, etc.) habían apuntado a un fuerte repunte tras levantarse el confinamiento. Pero ahora se han estancado, planteando la cuestión de cuánto tiempo podrá la demanda reprimida sostener la economía. Y si bien la tasa de desempleo ya está cayendo, probablemente se deba al regreso de trabajadores migrantes a sus aldeas; algo que, si bien redujo el desempleo urbano, disparó las cifras del programa oficial de garantía de empleo rural. En cuanto al crecimiento del PIB del tercer trimestre y en el año fiscal, la actividad empresarial recayó en julio después de que se reimpusieran los confinamientos locales. El creciente número de casos de Covid impide descartar nuevas restricciones localizadas y, dado que muchos trabajadores migrantes no tienen prisa por regresar a las ciudades, esto prolongará la contracción de la fuerza laboral urbana, lo que a su vez podría reducir el crecimiento potencial. En nuestra opinión, dado el deprimido PIB que se espera en el trimestre de julio-septiembre, India se dirige hacia una contracción del PIB en el conjunto del año de entre el -7% y -10%. En cualquier caso, los datos de PIB de India difícilmente son comparables con los de otros países, ya que los estímulos fiscales promovidos por el gobierno central, en su intento por evitar un deterioro de las finanzas públicas, han sido casi inexistentes comparados con los de otros países. La pandemia sigue rampante en India en términos absolutos, aunque por debajo de Estados Unidos y Brasil en cifras per cápita, y los estados más afectados (Maharashtra, Andhra Pradesh, Tamil Nadu y Karnataka) se cuentan entre los más importantes económicamente. Delhi comenzó a relajar el confinamiento en junio y el gobierno tiene claro que no volverá a imponer restricciones a nivel nacional. Sin embargo, los numerosos casos de Covid-19 han obligado a muchos estados a imponer cierres locales, generando incertidumbre económica.

Sistema bancario

Los bancos indios se aprestan a absorber otra tanda de deudas incobrables. El banco central de India (RBI) prevé un aumento de la morosidad de 4 puntos porcentuales, hasta el 12,5%, para finales de marzo de 2021. Aproximadamente la mitad de todos los préstamos bancarios vivos se habían acogido a la moratoria de pago que finalizó el 31 de agosto. Se ignora qué pasará ahora, ya que el Tribunal Supremo dictaminó el aplazamiento del cobro a nuevos morosos hasta nuevo aviso. Esto probablemente llevará a que los bancos reacios a asumir riesgo endurezcan más aún las condiciones crediticias.

El sector exterior registra datos positivos

La posición externa de la India se ha fortalecido enormemente, en gran parte por la fuerte caída de la demanda de importaciones. India registró en el primer trimestre su primer superávit trimestral en cuenta corriente en 13 años, algo que va camino de repetir en el segundo. Esto, unido a unas entradas de capital sorprendentemente fuertes dirigidas hacia sus acciones, ha permitido al RBI acumular un nivel récord de reservas de divisas.

El banco central colabora, pero dentro de sus limitaciones

El RBI redujo los tipos de interés 115 pb al iniciarse el confinamiento. Pero, con la inflación ahora por encima del límite superior de su rango objetivo del 6%, el banco central ha tenido que detener su ciclo de relajación monetaria.

Descontento en el mercado de bonos

El gobierno sabe que se necesita un mayor estímulo fiscal y parece estar preparando una respuesta fiscal más agresiva, si bien ha indicado que podría retrasarla hasta que hubiera una vacuna disponible, al temerse que el efecto multiplicador resulte escaso mientras persista una incertidumbre económica tan alta. Este conservadurismo fiscal está en la raíz del descontento en el mercado de deuda. Una mayor certeza sobre los planes de gasto público podría aplanar la curva de rendimiento y reduciría el coste de endeudamiento.

Renta variable india: ¿se merece el interés que está recibiendo?

Las acciones indias, que, siguiendo la tendencia mundial, se recuperaron desde sus mínimos de marzo, parecen estar ahora sobrevaloradas (véase el Gráfico 1). Ahora bien, evidencias tan claras nunca impidieron a los inversores impulsar los mercados a nuevos máximos. El hecho es que las cotizaciones pueden seguir al alza mientras continúe disponiéndose de dinero barato y asequible. Y, dado que la liquidez mundial tiene visos de seguir abundando, los precios de las acciones podrían seguir al alza aun cuando la economía productiva padeciese una recesión profunda y prolongada.

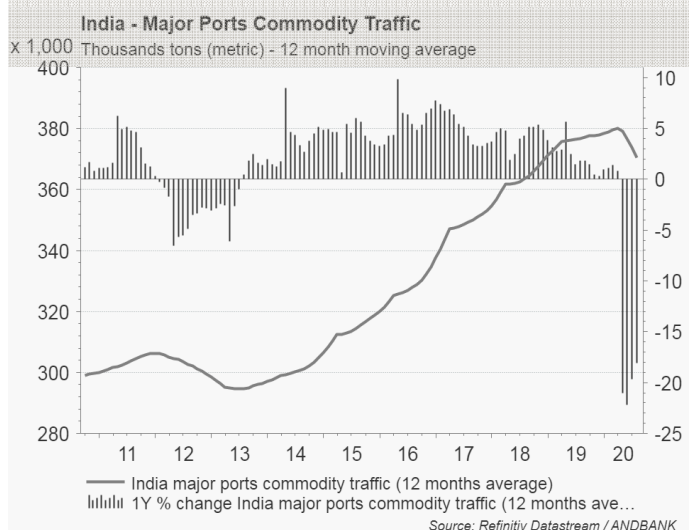
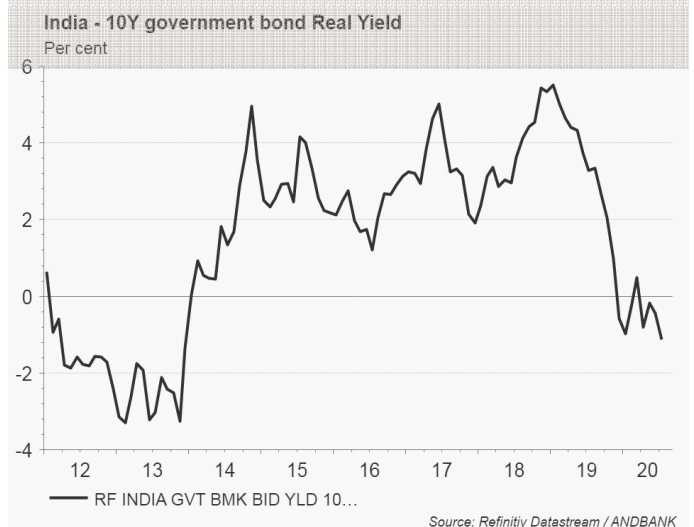
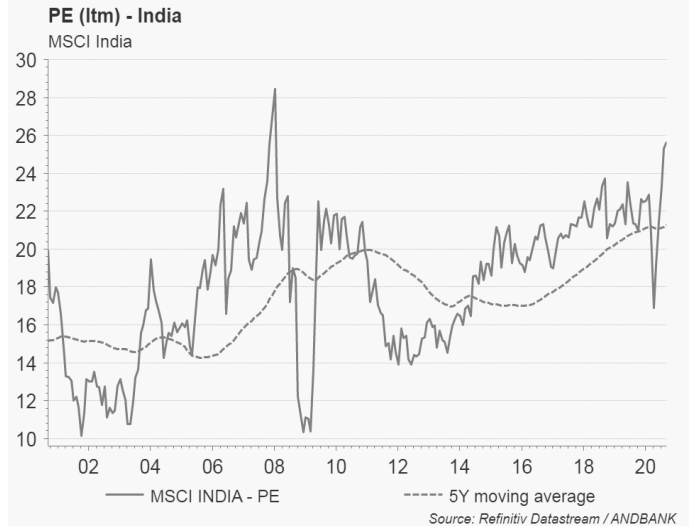
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (SENSEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

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

Deuda corporativa: NEUTRAL-INFRAPONDERAR

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





ISRAEL

El mercado bursátil cotiza a valor razonable; reforzar valores de deuda y cubrirse frente al tipo de cambio.

Geopolítica

Bahréin recibió el 23 de septiembre a una delegación israelí para dialogar sobre el cumplimiento de un acuerdo para normalizar sus relaciones. La visita sigue a la firma la semana pasada en Washington, con Estados Unidos de mediador, de acuerdos de normalización entre Israel, los Emiratos Árabes Unidos y Bahréin. La Declaración de Paz israelí-bahréiní comprometía a las partes a buscar acuerdos sobre la apertura de embajadas y en ámbitos como seguridad, inversión, turismo, vuelos directos, tecnología y energía. La delegación israelí viajó en el primer vuelo comercial de Israel a Bahréin, operado por Israir Airlines, sobrevolando Arabia Saudita después de que las autoridades permitieran los sobrevuelos desde y hacia Israel. El primer ministro israelí, Benjamin Netanyahu, tuiteó el 22 de septiembre que mantuvo «una conversación excepcional y muy amistosa» con el príncipe heredero Salman Bin Hamad de Bahréin sobre «cómo convertir esta paz en paz económica, paz tecnológica y paz turística». Por su parte, el príncipe heredero subrayó «la importancia de asegurar la estabilidad regional e internacional y potenciar los esfuerzos para fomentar la paz en la región», y de que también se examinarán «posibles áreas de cooperación bilateral». Este nuevo tratado de paz con los EAU y Bahréin, unido a la cancelación de la anexión de partes de Cisjordania, dio al mercado y al nuevo shekel israelí un empujón en la buena dirección.

Políticas monetaria y fiscal

Monetaria: El principal factor favorable para los mercados financieros israelíes fue la caída de los diferenciales crediticios después de que el banco central israelí anunciara que comenzaba a «comprar bonos corporativos». El banco central está aumentando ahora su ayuda financiera a una economía en apuros, comprando bonos corporativos israelíes por importe de unos 600 millones de NIS en julio.

Fiscal: El gobierno israelí no aprobó un nuevo presupuesto para 2020-2021; en su lugar, pospuso unos meses la votación. Si bien los dos partidos de la coalición no se llevan bien, ninguno quiere otro proceso electoral ahora. Una leve insinuación del gobierno para aumentar su apoyo a las empresas cerradas provino del banco central, que publicó un estudio afirmando que «la ayuda del Gobierno israelí a su economía es de las menores del mundo desarrollado en proporción a su PIB».

Mercado de renta variable: *neutral*

El mercado bursátil permanece por encima del PER medio de los últimos 10 años, lo que significa que podría estar cotizando a un nivel exigente juzgando en función de su evolución histórica, pero que encontramos normal tras el inevitable proceso de revaluación experimentado por todos los activos del mundo en un entorno de tipos de interés cero.

El principal índice bursátil israelí, el TA-35, retrocedió un 5% en agosto, lastrado por los sectores tecnológico (-7,5%) y bancario (-5,94%). Los principales índices sectoriales respondieron negativamente al deterioro de la confianza después de que el gobierno impusiera un segundo confinamiento. El temor a una nueva ola de despidos provocó una caída abrupta de las expectativas en relación con servicios de empresas dependientes del momento del ciclo económico.

Mercado de renta fija: *positivo*

Sin embargo, la decisión del gobierno de imponer un nuevo cierre económico, que justificó por el fuerte aumento en el número de casos de infectados por Covid-19, hundió las cotizaciones de bonos y acciones, además de provocar la depreciación de la moneda tras su marcado repunte en los últimos 4 meses.

El diferencial de crédito del índice TelBond60 vinculado al IPC se amplió hasta los 1,52 p.p., frente a 1,46 p.p. a mediados de agosto, 1,67 p.p. a mediados de julio, y niveles del diferencial previos a la crisis asociada a la pandemia de 1,20-1,25 p.p.

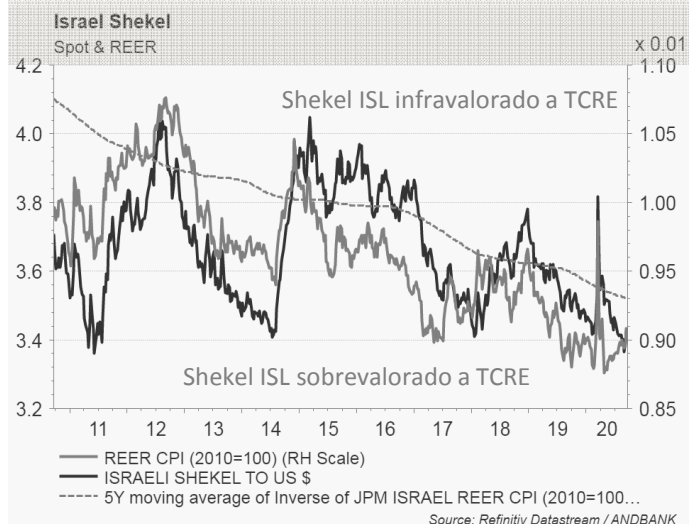
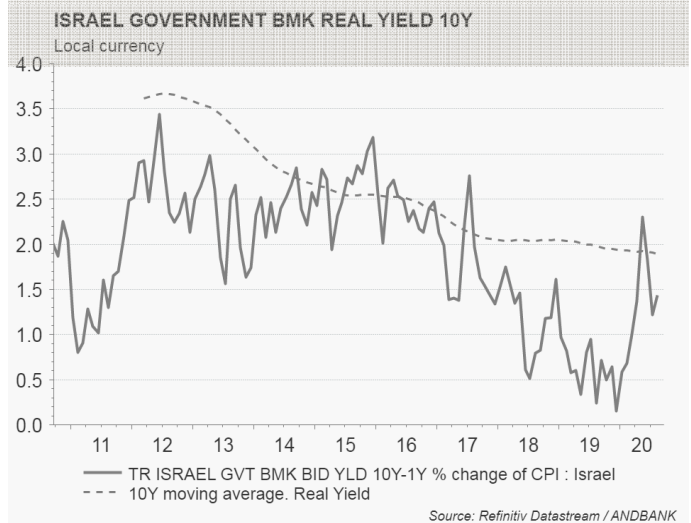
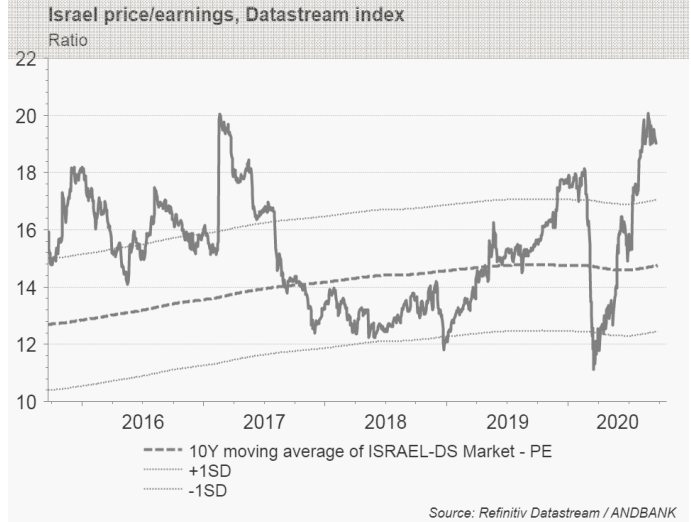
En el caso del índice TelBond Shikli50 no vinculado al IPC, el diferencial crediticio aumentó a 1,4 p.p., frente a 1,31 p.p. a mediados de agosto, 1,71 p.p. en julio, y niveles pre-crisis de 1,3-1,35 p.p.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL (ligeramente «caro»)

Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL-SOBREP. (rendimiento real positivo)

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





BRASIL

El ciclo de flexibilización monetaria habría concluido; sobreponderar las acciones y los bonos en USD.

¿Menor ruido fiscal? Los bonos y la moneda siguen aguantando

La noticia de la contracción del PIB en el segundo trimestre mayor de lo esperado (-11,4% interanual, -9,7% trimestral) pasó inadvertida ante el anuncio oficial de que el *coronavoucher* se reducirá a la mitad y se prorrogará hasta final de año, así como ante la inesperada presentación en el Congreso de un proyecto de ley de modificación constitucional para abordar futuros aumentos del gasto público (Reforma Administrativa), ambos tranquilizadores para el mercado. Sin avances fiscales más concretos, la curva de rendimiento se acentuó, aunque tan solo unos pocos puntos básicos, manteniéndose el precio de los bonos prácticamente estable.

Por su parte, el comité de política monetaria (Copom) del banco central de Brasil (BCB) quebró su prolongado ciclo de relajación y mantuvo el tipo de interés oficial de política monetaria (tasa Selic) en su mínimo histórico del 2% anual. El Copom estimó oportuno recurrir a la orientación prospectiva como herramienta adicional de política monetaria, siempre que se mantenga el régimen fiscal actual y que las expectativas de inflación a largo plazo sigan bien ancladas. En nuestra opinión, la autoridad monetaria ha concluido el ciclo de flexibilización y los tipos de interés se mantendrán en niveles bajos durante mucho tiempo. Aún pensamos que la tasa Selic cerrará 2020 en el actual 2% y que se situará en el 3% a finales de 2021.

El BCB también decidió adelantar las tradicionales subastas de líneas de divisas de final de mes, lo que generó cierta volatilidad en el real brasileño (que pasó de 5,25 a 5,3885 unidades por dólar, una depreciación del 1,3% respecto al cierre del viernes anterior). Pese a la volatilidad, seguimos pensando que el cambio USD/BRL se situará en 5,5 a final de año. Algunos analistas más optimistas prevén que para entonces el real cotizará a 5,25 unidades por dólar (y estos mismos analistas apuestan por un tipo de cambio de 4,90 para finales de 2021).

El BCB también publicó su estimación del PIB mensual, que en julio registró su tercer avance (2,1% mensual). El IBC-Br se sitúa ahora un 6,5% por debajo de los niveles pre-pandémicos, habiéndose recuperado en un 55,5% de la caída sufrida en marzo-abril. Este informe, y otro conjunto de datos de actividad, apuestan en sus estimaciones de PIB del tercer trimestre de 2020 por un crecimiento mejor de lo esperado, que prevén actualmente del 4,6% trimestral (-7,6% interanual).

Movilidad

El índice general de ventas minoristas se elevó en el mes de julio un 7,2% (último dato disponible), situándose ahora sólo un 2,0% por debajo de los niveles previos a la pandemia. Las ventas básicas (ex vehículos, ex construcción), que sufrieron significativamente menos durante la pandemia, están claramente en una senda de recuperación en forma de V, con un crecimiento del 5,2% mensual, un 5,3% por encima del nivel de febrero de 2020. En cambio, el sector servicios decepcionó en julio con un crecimiento del 2,6% (cifra anterior: 5,2%), sufriendo más y todavía experimentando dificultades en la fase de reapertura.

El IPCA retrocedió en agosto a 0,24% (julio: 0,36%), dejando la lectura interanual en 2,4% (límite inferior del objetivo del BCB para 2020: 2,5%). El componente de educación fue el que más contribuyó a la desaceleración del dato de inflación general; el de alimentos y bebidas, que se recuperó, debería presionar al alza la inflación. Las lecturas de inflación subyacente continúan en niveles moderados, por debajo del objetivo, ya que los servicios subyacentes (un conjunto de precios sensibles a la demanda) se desaceleraron al 2,3% interanual (desde el 2,5%). Estas cifras muestran que los indicadores de inflación impulsada por la demanda están por debajo del límite inferior del rango objetivo del BCB (2,5%), lo que pone de manifiesto cuán amplia sigue siendo la brecha de producción negativa.

Covid: los contagios diarios tienden a disminuir

Brasil registró el 18 de septiembre el tercer mayor número de casos positivos acumulados en el mundo (4.495.000: viernes anterior: 4.282.000) y sigue siendo el segundo en número de fallecidos (135.793; dato acumulado de la semana anterior: 130.396). Dicho esto, Brasil registra unos 30.000 positivos diarios. Esta cifra está muy por debajo de los 60.000 casos diarios de principios de agosto, y la tendencia ha sido de constante disminución. Esto encaja con la buena noticia de que el número de casos activos se ha reducido de 806.000 a los 500.000 actuales.

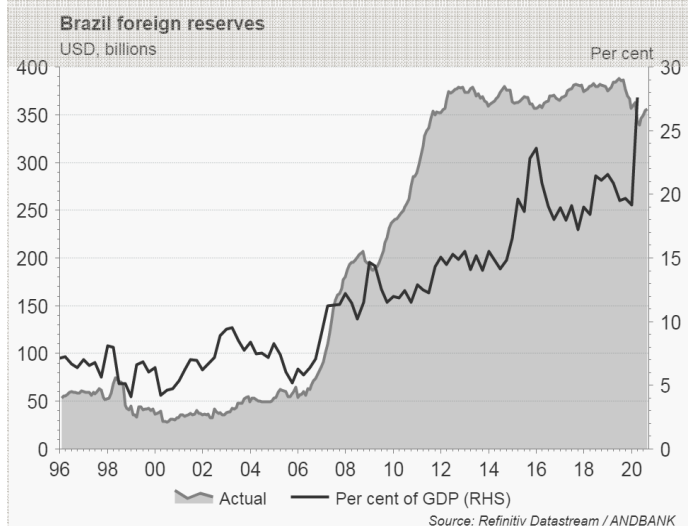
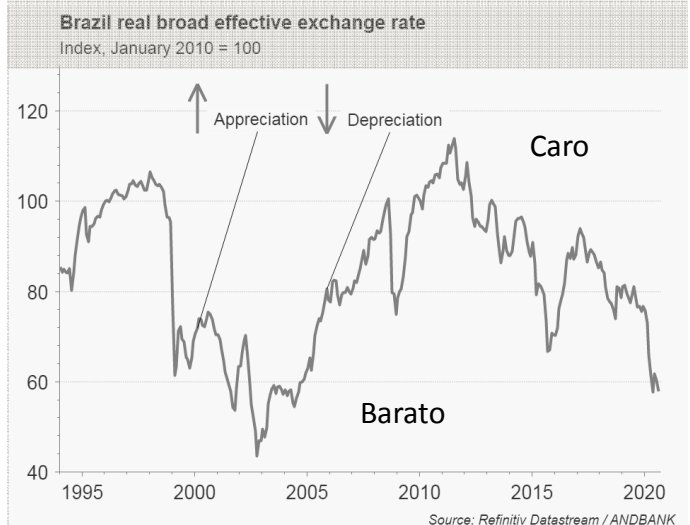
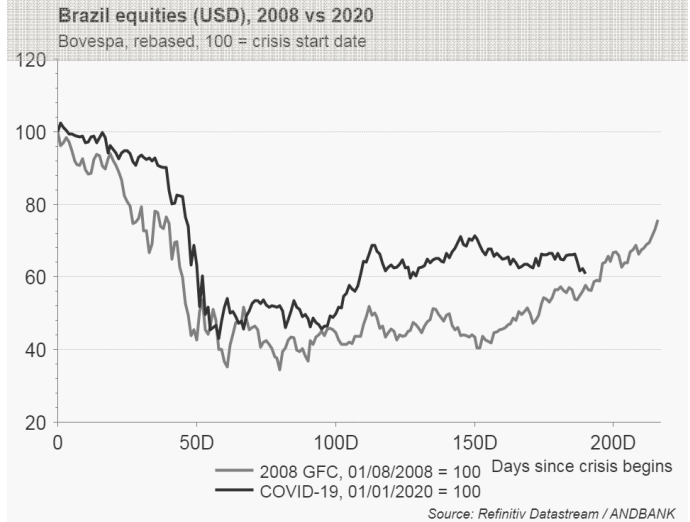
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (iBovespa): SOBREPONDERAR

Deuda soberana en MXN: NEUTRAL (rendimiento obj: 7,5%; diferencial: 650)

Deuda soberana en USD: SOBREP. (rendimiento objetivo: 4%; diferencial: 300)

Divisas (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 25,50)





MÉXICO

El ruido fiscal empieza a sonar con fuerza. La política añade presión al rating. Riesgo de recortes adicionales.

Situación fiscal: el uso de fuentes no recurrentes casa mal con una relación deuda/PIB creciente. Presión en el rating continuará sin un cambio de rumbo.

Los ingresos por IVA y otros impuestos continúan cayendo por el impacto de una peor dinámica económica, afectando la recaudación tributaria. Sin embargo, el gasto público ha seguido creciendo, lo que ha dado como resultado una relación deuda / PIB que alcanzó el 53% y se espera que continúe aumentando, ya que las estimaciones apuntan a una disminución de dos dígitos en el PIB 2020. La caída de los ingresos se ha mitigado mediante el uso de recursos no recurrentes como los fondos destinados a gasto anti cíclico, lo que ha permitido mantener la ejecución presupuestaria primaria en 2020, aunque no de forma sostenible. Finalmente se presentó el presupuesto 2021 y consideramos que se ha construido sobre supuestos demasiado optimistas dado el nivel de crecimiento proyectado en 2021 por el gobierno que asume un crecimiento del PIB del 4,7% en 2021, mientras que el propio banco central (como muchos otros analistas) sitúa el crecimiento 2021 en niveles del 2,5%. Esto puede derivar en una desviación en la ejecución presupuestaria que resulte en un déficit alejado de lo previsto, algo a lo que las agencias calificadoras podrían responder con posibles recortes en la calificación del país. En paralelo, las malas perspectivas de crecimiento de la plataforma petrolera, y de los precios del crudo, tampoco son favorables para la ejecución de este presupuesto. Según fuentes gubernamentales, se espera que el saldo primario sea cero para 2021, pero el deterioro podría ser rápido como consecuencia de la importante distancia entre el escenario económico optimista marcado por el gobierno y una realidad que puede no ser tan favorable. Un análisis reciente de BofA y JP Morgan predice la pérdida de la calificación de grado de inversión del país entre 2021 y 2022.

Entorno monetario. Podríamos haber llegado al final del ciclo de relajación. El entorno monetario ya no puede ofrecer más apoyo

Banxico recortó su tasa de interés en 50 pb adicionales para dejar las tasas en 4.5%. La decisión no fue unánime esta vez, ya que un miembro votó sorprendentemente por un recorte de solo 25 pb, lo que sugiere que podríamos estar acercándonos al final del ciclo de flexibilización. El hecho de que la inflación en agosto se fijara en una tasa anual de 4.05%, por encima de la parte alta de la meta de largo plazo de Banxico, contribuye a esta hipótesis. El nivel medio de las encuestas locales apunta a una tasa en el área del 4,00% (nivel actual) a fines de 2020, mientras que las previsiones indican que las tasas se mantendrán sin cambios en 2021.

Política

El caso Odebrecht sacude los cimientos de la política mexicana, y las graves acusaciones del exdirector de Pemex (Emilio Lozoya) prometen generar un terremoto político. El ex directivo indica a los expresidentes Peña Nieto, Calderón y Salinas aceptar comisiones millonarias, incluso ofreciendo detalles sobre las cantidades y ubicaciones de las entregas. AMLO acaba de realizar una de sus consultas populares sobre si estos ex funcionarios públicos deben ser llevados ante la justicia. Al igual que en la consulta popular sobre el proyecto del nuevo aeropuerto, una mínima participación en la consulta fue suficiente para que AMLO materializara sus objetivos de paralizar la importante infraestructura. Así, el riesgo es que AMLO tome los resultados de estas consultas como fuente de legitimidad para llevar a cabo sus planes de poner en el banquillo a sus enemigos políticos. Si esto se materializa, el ruido político podría ser de gran magnitud, pudiendo conducir a algún tipo de crisis institucional acompañada de la correspondiente inestabilidad. Algo a lo que las agencias calificadoras podrían responder con otro recorte de rating. Sin embargo, cabe mencionar que desde la extradición del Sr. Lozoya, el ruido político ha cesado. La pregunta que nos hacemos es si esta calma precede a la tormenta que se avecina a medida que nos acercamos a las elecciones.

Mercado de bonos y Fx

Bonos denominados en MXN: infraponderación. Mantenemos nuestro diferencial objetivo, para bonos a 10 años, entre el bono soberano en MXN y el UST (el bono soberano de EE.UU.), en el rango de 500-520 pb (ligeramente por encima de su media de 10 años de 425 pb), lo que significa que los rendimientos de los bonos en MXN deberían rondar el 6,2% (actualmente rinden un 5,69%). Bonos denominados en USD: infraponderación. En cuanto al bono mexicano en USD, nuestro diferencial objetivo frente al bono UST está alrededor de los 300 pb, lo que apuntaría a un rendimiento objetivo del 4% para este bono (que paga en la actualidad un 3,28%). El tipo de cambio objetivo para el par MXN/USD estaría en 23,50 pesos por dólar.

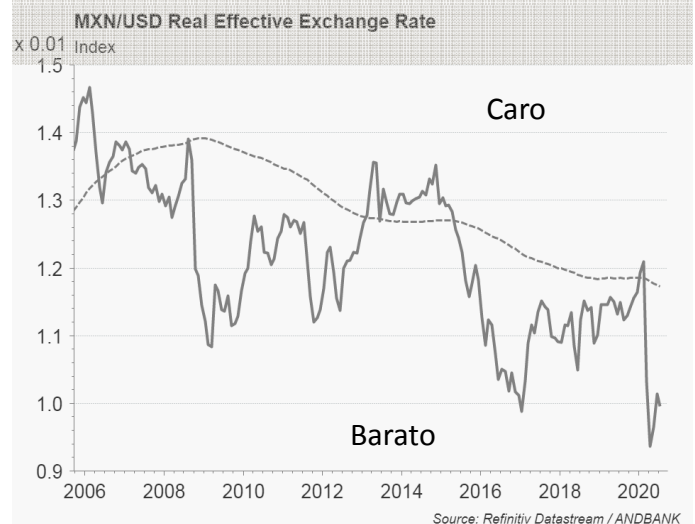
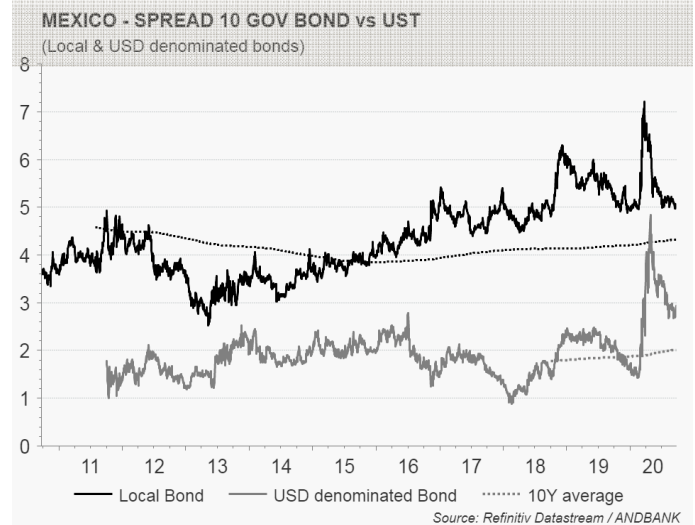
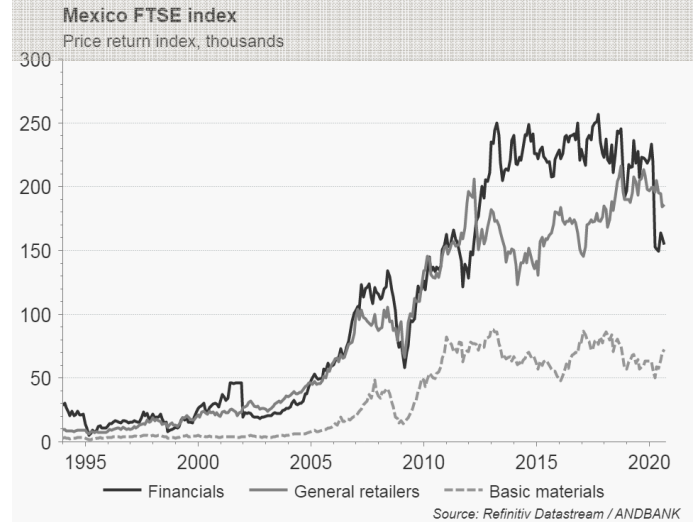
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

Deuda soberana en MXN: INFRAP. (rendimiento objetivo: 6,2%; diferencial: 520)

Deuda soberana en USD: INFRAP. (rendimiento objetivo: 4,0%; diferencial: 300)

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





ARGENTINA

Tras el acuerdo sobre la deuda, la realidad se impone sobre las expectativas.

Tras varios meses de arduas negociaciones, Argentina cerró con éxito el canje de su deuda en moneda fuerte. En los bonos de derecho internacional la participación ascendió al 93,5% del total potencial, y, dadas las cláusulas CACs, se modificará el 99,01% (porcentaje similar al de los bonos regidos por el Derecho argentino); es decir, que casi no habrá *holdouts*. A diferencia de lo esperado por gran parte del mercado, el rendimiento de los bonos soberanos de Nueva York supera el 13%, cada vez más lejos del 10% de referencia con el que se determinaron los VPN de las propuestas de canje.

Pese a soportar uno de los confinamientos más largos del mundo, la situación de salud pública está empeorando. Los indicadores de actividad económica muestran que la economía mejora (EMAE +7,14% intermensual en junio), pero se prevé que la caída del PIB de Argentina será este año mucho más acentuada que para sus vecinos latinoamericanos (del 12%, frente a contracciones del 5,3% en Brasil, 7% en Colombia o 5,6% en Chile).

Sin acceso a los mercados de capitales, la expansión monetaria para financiar las medidas de emergencia y la casi absoluta inexistencia de demanda de ARS están presionando sobre las reservas del banco central (BCRA), y ello a pesar del límite de 200 USD impuesto a las compras de dólares a tipos de cambio oficiales por inversores minoristas. El BCRA adoptó nuevas medidas encaminadas a salvar la situación: i) las compras de moneda extranjera se topan en 200 USD mensuales y las compras con tarjeta de crédito en moneda extranjera están sujetas a retención del 35% contra el impuesto sobre la renta o el patrimonio personal, adicional al Impuesto PAIS del 30%; ii) la deuda de empresas con vencimientos mensuales en moneda fuerte por importe superior al millón de USD entre el 15 de octubre de 2020 y el 31 de marzo de 2021 deberán presentar un plan de refinanciación al banco central. Se excluyen los pagos de cupón. En el plan de refinanciación solo podrán acceder a divisas al tipo oficial por un importe que ascienda hasta el 40% de los vencimientos del principal.

Argentina busca ahora evitar realizar reembolsos al Fondo Monetario Internacional en el período 2021-2024 mientras negocia con él un nuevo acuerdo. El grueso de sus reembolsos con arreglo al actual acuerdo de derecho de giro con el FMI, por un total de casi 40.000 millones de USD, recae en 2022-2023.

Valores de deuda de Provincias y emitidos por empresas

En este momento Mendoza es la provincia que está más próxima a cerrar un trato, con una aceptación del 67,3%, para su oferta de canje de deuda actual (VPN de 80 USD con un rendimiento del 10%). La provincia de Buenos Aires anunció la séptima prórroga de su plazo de oferta (hasta el 9 de octubre), pero sin cambios. Córdoba dio a conocer un borrador de propuesta (VPN medio de 70 USD al 10% para sus 3 bonos), pero sin presentar aún oferta formal. Neuquén intenta obtener modificaciones para sus bonos garantizados (con vencimiento en 2028, VPN de 78 USD al 10%) y no garantizados (con vencimiento en 2025, VPN de 74 USD al 10%), pero las condiciones de la oferta fueron inferiores a lo esperado, lo que se tradujo en porcentajes de aceptación bajos. Otras provincias están igualmente en conversaciones con los acreedores, pero aún no han presentado ofertas formales. Extraoficialmente, los funcionarios provinciales refieren una presión considerable del gobierno central para recortar el servicio de la deuda durante los próximos 2-3 años, con una agresiva reducción de cupones como la vista en la reestructuración soberana.

Las empresas están siguiendo una estrategia diferente con su deuda, centrándose exclusivamente en ampliar los vencimientos a corto plazo para los bonos a más largo plazo (es el caso de YPF, Telecom e CGC). Aunque han tenido cierto éxito, esto puede cambiar tras las nuevas directrices emitidas por el Banco Central.

La inflación se acelera levemente

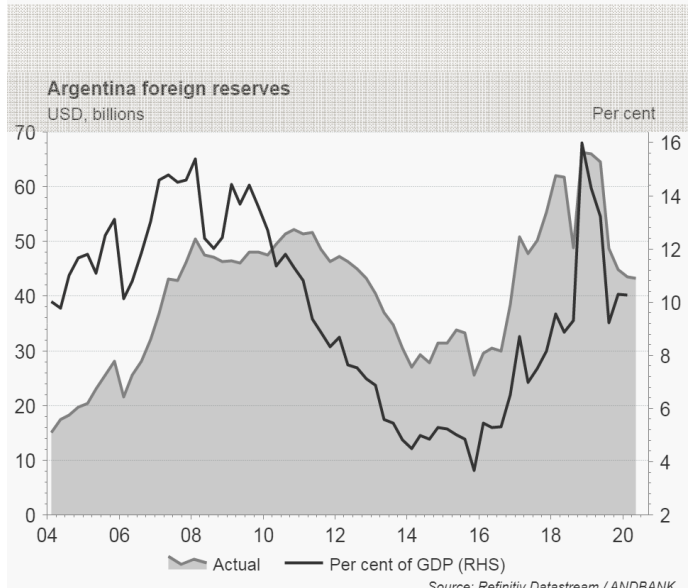
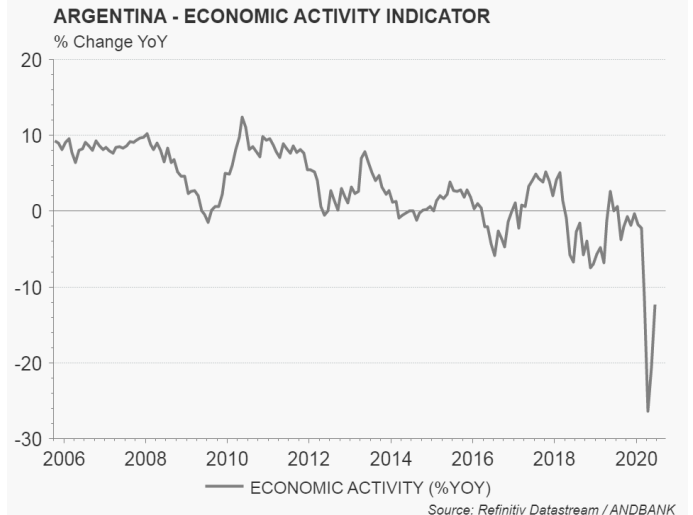
El IPC subió un 2,7% en agosto (frente al +1,9% en julio), y acumula un aumento del 40,7% interanual. Los precios de productos estacionales (+4,0%) y el IPC subyacente (+3%) están creciendo por encima del IPC general, mientras que el componente de tarifas y precios regulados del índice (+1%) continúa reduciendo artificialmente la media.

El tipo de cambio oficial (75,37 ARS por dólar) es un 80% y 82% inferior a los tipos paralelo del Blue Chip Swap (BCS) (135,82 ARS por dólar) y del mercado negro (137 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)





ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis fundamental

Index	Projected	Projected	Projected	Projected	Projected	PE	PE	Projected	INDEX	Current	2020	Recomm	2020
	EPS	EPS	EPS	EPS Growth	EPS Growth								
	Andbank	Andbank	Andbank	Andbank	Andbank	EPS 2020	EPS 2021	EPS nxt 12m	PRICE	{EPS 12 month fw}	Fair Value		Point
USA S&P 500	132	165	156	-20,0%	25,00%	25,46	20,36	20,00	3.352	3.124	-6,8%	MW	3.592
Europe - Stoxx Europe 600	16,9	21	20	-35,0%	25,00%	21,50	17,20	17,00	363	341	-6,2%	MW	392
Euro Zone - Euro Stoxx	17,1	22	21	-32,0%	27,00%	20,79	16,37	17,50	356	360	1,1%	MW/OW	414
Spain IBEX 35	310,0	449	414	-56,4%	45,00%	21,91	15,11	16,00	6.792	6.623	-2,5%	MW	7.286
Mexico IPC GRAL	2.320	2.785	2.666	-18,0%	20,00%	16,04	13,37	14,25	37.232	37.995	2,1%	OW	41.795
Brazil BOVESPA	5.838	7.006	6.708	-20,0%	20,00%	16,22	13,51	15,00	94.666	100.622	6,3%	OW	110.684
Japan NIKKEI 225	1.063	1.276	1.221	-20,0%	20,00%	22,12	18,43	17,00	23.512	20.764	-11,7%	UW	24.917
China SSE Comp.	226	249	243	-10,0%	10,00%	14,31	13,01	12,50	3.237	3.038	-6,1%	UW	3.342
China Shenzhen Comp	75,1	83	81	-10,0%	10,00%	28,71	26,10	24,00	2.157	1.938	-10,2%	UW	2.132
India SENSEX	1.576	1.813	1.753	-15,0%	15,00%	24,14	20,99	20,00	38.058	35.051	-7,9%	MW/OW	42.061
Vietnam VN Index	53,6	62	60	-10,0%	15,00%	17,06	14,84	15,00	914	893	-2,3%	OW	1.072
MSCI EM ASIA	35,4	41	39	-10,0%	15,00%	16,77	14,58	15,00	594	591	-0,5%	OW	709

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Perspectiva de riesgo: Neutral; Posicionamiento: Neutral

Valoración de Andbank: +0,5 (en un rango de ±7)

Agregado (neutral): La valoración agregada, resultante del análisis del posicionamiento de los gestores de activos, los flujos especulativos y las encuestas de opinión, indica que el posicionamiento en mercados y activos de riesgo debería ser neutral.

Posicionamiento de mercado (neutral, con sesgo de infraponderación): La asignación de activos a renta variable continúa siendo alta en las carteras de inversión mundiales. La señal del ratio *Put-Call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica que los inversores no están cubriendo sus carteras; antes bien, están elevando su exposición. Por su parte, el índice *Skew* (una medida del riesgo «de cola» del S&P 500) sigue en territorio positivo, si bien ha retrocedido recientemente (de 144 a 129), lo que indicaría que también ha disminuido el temor a una amplia corrección bajista en las cotizaciones.

Análisis de flujo (sobreponderación): La entrada neta de fondos en los índices bursátiles estadounidenses apunta a que se mantiene la tendencia al alza en las acciones. A Estados Unidos siguen Japón y Taiwán en flujos positivos, pero con volúmenes muy inferiores. China y Corea del Sur sufrieron salidas al aumentar las tensiones con, respectivamente, EE.UU. y Corea del Norte.

Encuestas y análisis de opinión (neutral, con sesgo de sobreponderación): La actitud de los inversores aún refleja desconfianza (opinión negativa). Nuestra lectura, en clave contraria, sugiere una actitud optimista (postura positiva).

ANÁLISIS TÉCNICO

Escenario de tendencias. Soportes y resistencias

	Name	Ticker Reuters	View 1 month	Principal	Principal	Support 1	Resistance 1	Target (TA)	@	Return to
				Support 2020	Resistance 2020					
INDICES	Euro Stoxx Index	.STOXXE	Lateral bearish	252,89	443,29	335,39	375,63	443,00	362,47	22,22%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	Lateral bearish	268,57	433,90	344,91	368,75	441,75	368,78	19,79%
	Ibex	.IBEX	Lateral bearish	5.814,50	10.100,00	6.421,00	7.321,90	8.375,60	6.929,80	20,86%
	S&P	.SPX	Lateral bullish	2.191,86	3.393,52	3.155,00	3.588,11	3.393,52	3.319,47	2,23%
	Japón	.N225E	Lateral bullish	16.358,19	24.448,00	22.329,94	24.116,00	24.116,00	23.360,30	3,23%
	China	.SZSC	Lateral bearish	1.691,00	2.333,36	2.122,00	2.333,36	2.441,38	2.208,30	10,55%
	India	.BSESN	Lateral bearish	24.833,00	42.273,00	36.911,00	40.122,00	42.273,87	38.845,82	8,82%
	Brasil	.BVSP	Lateral bearish	57.600,00	119.593,00	90.147,92	105.703,62	119.593,10	98.289,71	21,67%
OTROS	México	.MXX	Lateral bearish	30.000,00	45.955,00	35.277,54	40.030,95	41.388,00	36.017,35	14,91%
	Oil West Texas	WTCLc1	Lateral	10,37	51,00	34,37	43,57	50,00	40,71	22,82%
	Gold	XAU=	Lateral bearish	1.659,00	2.072,49	1.863,66	2.072,49	2.230,00	1.949,69	14,38%
	Treasury 10Y USA	US10YT=RR	Lateral bearish	0,1289%	1,3210%	0,5040%	0,7890%	0,8658%	0,6962%	24,37%

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 13

MERCADOS DESARROLLADOS

Análisis fundamental

Treasury EE.UU.: suelo 1,5%; valor razonable 2,28%; techo 2,5%

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

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 situó en 54 pb. Con el extremo corto de la curva de tipos normalizándose hacia 1%, para alcanzar la pendiente media a largo plazo (128 pb), el rendimiento de este bono debería situarse en 2,28%.

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 1,08%; techo 1,5%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se situó en +24 pb. Para normalizarse en +18 pb, con un anclaje del tipo *swap* en torno al 0,5%, el rendimiento del *Bund* debería tender a 0,32% (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 situó en 20 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 (108 pb) el rendimiento del *Bund* debería situarse en 1,08%.

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 1,38%; valor razonable 2,25%; techo 2,5%

Diferencial swap: El diferencial *swap* se situó en +13 pb. Para que el diferencial se normalizase en +12 pb, con un anclaje del tipo *swap* alrededor del 1,5%, el rendimiento del bono británico a 10 años debería ser del 1,38%.

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 (1,25%) el rendimiento del *Gilt* con ese vencimiento debería situarse en 2,25%.

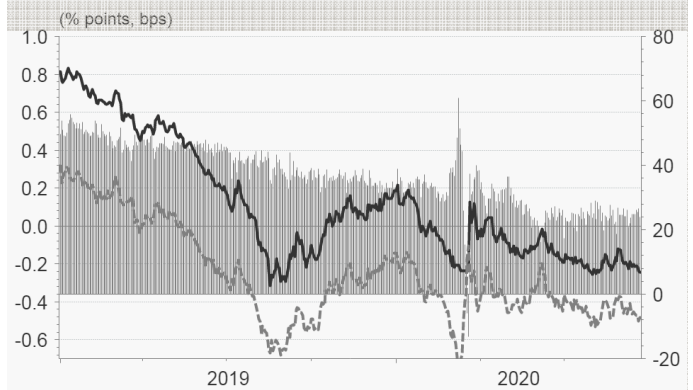
Rendimiento real: Al ser nuestra previsión a medio plazo para el IPC de 1,5%, el rendimiento del *Gilt* debería alcanzar el 2% para que nos posicionáramos en «COMPRAR».

SWAP SPREAD USD



Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

SWAP SPREAD EUR



Source: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting

BONOS EUROPEOS PERIFÉRICOS

Objetivos tácticos: rendimientos a 10 años

Bono español. Rendimiento objetivo: 0,4%

Bono italiano BTPI. Rendimiento objetivo: 0,9%

Bono del Estado portugués. Rendimiento objetivo: 0,4%

Bono del Estado irlandés. Rendimiento objetivo: 0,1%

Bono del Estado griego. Rendimiento objetivo: 1,9%

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	6,90%	1,43%	5,47%	-1,00%	5,90%
	India	6,00%	6,58%	-0,58%	1,00%	7,00%
	Philippines	2,99%	2,55%	0,44%	0,00%	2,99%
	China	3,11%	2,44%	0,67%	0,00%	3,11%
	Malaysia	2,73%	-1,52%	4,25%	-1,00%	1,73%
	Thailand	1,31%	-0,82%	2,12%	-0,75%	0,56%
	Singapore	0,87%	-0,44%	1,31%	-0,50%	0,37%
	South Korea	1,33%	0,42%	0,91%	0,00%	1,33%
Taiwan	0,36%	-0,44%	0,80%	0,00%	0,36%	
EME	Turkey	12,61%	11,77%	0,84%	0,00%	12,61%
	Russian Fed	6,20%	3,50%	2,70%	-0,75%	5,45%
LATAM	Brazil	7,30%	2,82%	4,49%	-1,00%	6,30%
	Mexico	5,81%	3,76%	2,05%	-0,75%	5,06%
	Colombia	5,08%	1,88%	3,20%	-1,00%	4,08%
	Peru	5,15%	1,75%	3,40%	-1,00%	4,15%



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) – Conferencia Anual del Petróleo de Asia-Pacífico (APPEC). Varias noticias procedentes de la conferencia virtual Asia Pacific Petroleum de S&P/Global Platts, celebrada en septiembre. 1) [Platts] Según Barkindo, Secretario General de la OPEP, la única certeza es el crecimiento de la demanda de petróleo en China. 2) [Bloomberg] Los analistas de Citi apuestan por alzas, previendo una recuperación hasta los 60 USD/ barril antes de finales de 2021. 3) La empresa Vitol estima que la demanda mundial de carburantes para transporte (excluido el queroseno de aviación) podría alcanzar los niveles pre-pandémicos en el cuarto trimestre de 2021.

(Positivo para el precio) – El próximo plan quinquenal de China incluirá aumentos en las reservas de crudo. El plan quinquenal de China (2021-2025) prevé elevar las reservas estatales de crudo como medida para afrontar interrupciones del suministro tras el deterioro de las relaciones con Estados Unidos y sus aliados. En el marco del plan, que comenzaría a aplicarse en octubre, el país ya ha empezado a preparar y construir parte de la capacidad de almacenamiento necesaria para aumentar las reservas. El gobierno estableció en abril un objetivo de reservas de 90 días de importaciones netas, que podría ampliarse a 180 días una vez que se incluyan las reservas comerciales.

(Positivo a corto plazo para el precio) – Gran parte de la producción del Golfo de México continúa interrumpida; otra tormenta en el horizonte. Según datos publicados por la Oficina de Seguridad y Cumplimiento Ambiental de EE.UU. (BSEE), debido al huracán Sally siguen evacuadas 70 de las 643 plataformas tripuladas del Golfo de México, lo que ha reducido en casi un 31% la producción regional de crudo. Al mismo tiempo, los productores están atentos a la Depresión Tropical 22 (Centro Nacional de Huracanes de EE.UU.) formada al norte de la Bahía de Campeche, que podría convertirse en tormenta tropical o huracán antes de golpear la costa del Golfo de Texas este fin de semana.

(Positivo para el precio) – El ministro saudí del petróleo aprovecha la reunión del comité ministerial conjunto (JMMC) para lanzar una advertencia a quienes incumplan lo pactado. En la última reunión del comité ministerial conjunto de seguimiento de la OPEP+, el ministro de Energía saudita, Abdulaziz, realizó unos contundentes comentarios al declarar que el grupo nunca desatendería el mercado y que estaba dispuesto a «poner nerviosos» a quienes apostasen contra el petróleo. El comunicado conjunto al término de la reunión enfatizó que los miembros responderían de manera «proactiva y preventiva» a las cambiantes fuerzas del mercado y que la coalición podría adoptar en el futuro «otras medidas que fuesen necesarias». Según FT, Abdulaziz también increpó a los miembros del cártel que han superado sus cuotas de producción, en referencia clara a Emiratos Árabes Unidos, un aliado de Arabia Saudí que podría haber estado superando recientemente su cuota en cientos de miles de barriles.

(Positivo para el precio) – Las tendencias de refinó sugieren que la demanda china es mayor de lo que aparenta. Según Bloomberg, un aumento en las compras de mezclas de hidrocarburos por China apunta a que la demanda de petróleo del país puede ser mayor de lo indicado por las cifras oficiales. El artículo señala que el consumo chino de combustibles ya recuperó en mayo los niveles de hace un año y que las importaciones de compuestos aromáticos para producir gasolina se han doblado en los primeros siete meses del año.

(Negativo para el precio) – La AIE señala que los intermediarios buscan alquilar camiones cisterna para almacenamiento, al tiempo que considera «más frágiles» las perspectivas del mercado petrolero. La edición de septiembre del Informe mensual del mercado petrolero de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) aprecia señales de que, si bien las condiciones de agosto pudieron caracterizarse como de reequilibrio delicado, las perspectivas del mercado petrolero mundial serían ahora incluso más frágiles. Según el informe, la incertidumbre creada por la pandemia apenas parece ceder, reforzando la opinión de la AIE de un deterioro del crecimiento de la demanda mundial para el segundo semestre. La AIE también apunta a un aumento de la producción de la OPEP+ y señala que los intermediarios buscan fletar camiones cisterna para almacenamiento.

(Negativo para el precio) – Irak se plantea su contribución a reducir la oferta ante las dificultades por las que atraviesa la economía. En el seno de la Administración iraquí se ha reabierto el debate sobre si solicitar a la OPEP+ una exención de los recortes al suministro de petróleo, ya que los bajos precios están poniendo en aprietos a las finanzas del país. Hay opiniones divergentes en el ministerio de petróleo y la oficina del primer ministro sobre si atenerse estrictamente a los recortes o solicitar una exención. Bagdad se ha quejado de problemas para reactivar su industria petrolera, mientras otros miembros de la OPEP se beneficiaban y ampliaban su cuota de mercado. Los funcionarios iraquíes también criticaron el pacto, firmado por el anterior gobierno provisional, en virtud del cual el país se comprometía a recortar de forma sustancial la producción.

(Negativo para el precio) – La región kurda de Irak no pudo cumplir la petición de Bagdad de recortar la producción. Según Platts, la región semiautónoma kurda de Irak no satisfizo la solicitud de Bagdad de recortar la producción en 120.000 bpd alegando necesidades de financiación; en su lugar, redujo la oferta en tan solo 50.000 bpd, situándola en 410.000 bpd. El Gobierno Regional de Kurdistán (KRG) está en conversaciones con Bagdad sobre cuestiones relacionadas con salarios y la transferencia de ingresos petroleros al gobierno federal. La petición se produce también después de que Irak produjese en agosto 3,75 millones de bpd, por encima de su cuota efectiva de 3,40 Mbdpd si se tienen en cuenta los recortes de compensación.

Factores a largo plazo

(Negativo para el precio) – Las energías alternativas toman el testigo. Los productores convencionales deben tener en cuenta que el valor de sus reservas lo dicta el tiempo que pueden seguir bombeando antes de que las energías alternativas tomen obsoleto el petróleo. A fin de aplazar ese momento cuanto puedan, interesa a los productores mantener el precio del petróleo bajo el mayor tiempo posible (manteniendo de este modo el coste de oportunidad de las fuentes alternativas de energía lo más alto posible). El responsable del último consorcio para producir etanol celulósico a gran escala a partir de residuos agrícolas dice que las perspectivas parecen nuevamente prometedoras, pero que «la tecnología puede ser competitiva con el petróleo a 70 USD/barril».

(Negativo para el precio) – Los crecientes problemas medioambientales llevarán a endurecer más la legislación sobre niveles de producción. El valor de las reservas de los países productores depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para la OPEP es el de estar sentado sobre una gran cantidad de «reservas varadas» que ya no podría extraer ni vender. Por tanto, los productores tienen un potente incentivo para obtener cuanto antes beneficios económicos de sus reservas.

(Negativo para el precio) – Los productores de la OPEP, ¿tienen capacidad para determinar estructuralmente los precios? Si bien el acuerdo entre saudís 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.



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 (+55% en los últimos dos años) ha merecido escasos titulares. En consecuencia, el mercado total del sector de metales preciosos y compañías auríferas es lo suficientemente pequeño como para seguir operando sin verse afectado por el problema de los grandes números. 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).

Los tres riesgos para el recorrido alcista del oro que se han identificado parecen remotos. El alza de 1976-80 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación, provocándose 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 (en el que el oro se disparó de 300 a 1.800 USD/oz), las políticas de «armas y mantequilla» de George W. Bush estimularon alzas en mercados emergentes, que se convirtieron en nuevos compradores de oro... y duró 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 tres situaciones representarían, por tanto, las únicas amenazas para el desarrollo de un mercado alcista del oro. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su «peligrosidad» o capacidad efectiva de poner fin abruptamente al repunte del oro.

- **Riesgo nº. 1: Tipos nominales más altos (riesgo BAJO):** es prácticamente imposible encontrar a alguien de un banco central de un país de la OCDE que imagine siquiera una subida de tipos de interés en su horizonte vital.

- **Riesgo nº. 2: Apreciación del USD (riesgo BAJO):** 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.

- **Riesgo nº. 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO):** 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? Un resultado tan deflacionario podría desencadenarse por un colapso permanente de los precios de la energía, de los precios inmobiliarios o incluso 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 un riesgo inmediato.

Impulso: los mercados alcistas del oro suelen auto-realimentarse durante bastante tiempo. 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. Si los mercados emergentes prosperasen de nuevo, liderados por Asia, ¡menudo impulso cobraría el metal áureo!

Consideración del oro como activo antifrágil. El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro estadounidense (UST). Los inversores deben siempre realizar el ejercicio de decidir qué activo antifrágil mantendrán en sus carteras para protegerse de la inestabilidad en los mercados financieros, perturbaciones de oferta o demanda, o un colapso de los tipos de interés reales (por efecto de la inflación). La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (el oro y el UST, u otro bono soberano computable en recursos propios básicos como «capital Tier 1») ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en el futuro. Lo que dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una 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).

Ratio entre oro y S&P500. Esta ratio está en 0,58, justo por debajo de su promedio de largo plazo de 0,62. Dada nuestra estimación de valor razonable para el S&P 500 de 3.109 USD, el precio del oro debería aproximarse a 1.927 USD/oz para que esta relación permaneciese cerca de su promedio de largo plazo.

Factores negativos para el oro

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,12934 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, que sirve de aproximación para el deflactor mundial) está a 1.730 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 971 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.096 USD/onza.

Ratio entre oro y plata (preferencia por la protección del valor sobre los activos productivos). El oro continúa caro en relación con la plata, aunque está barato respecto al paladio. La ratio entre oro y plata, en 72,55x, sigue muy por encima de su media de los últimos 20 años de 65,8 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 1.772 USD/oz. Por su parte, la ratio oro/paladio está en 0,84, muy por debajo de su promedio de 20 años de 1,827x, lo que indicaría que el oro está barato respecto al paladio.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, situada en 47,70, supera con creces su promedio de los últimos 20 años de 16,9x. 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 676 USD/oz para que esa relación continuara cerca del promedio de largo plazo.



DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

EUR/USD: Objetivo: 1,15

USD/JPY: Objetivo: 107; EUR/JPY: Objetivo: 123

GBP/USD: Objetivo: 1,32; EUR/GBP: Objetivo: 0,87

USD/CHF: Objetivo: 0,97; EUR/CHF: Objetivo: 1,12

USD/MXN: Objetivo: 22,25; EUR/MXN: Objetivo: 25,6

USD/BRL: Objetivo: 5,50; EUR/BRL: Objetivo: 6,33

USD/ARS: Objetivo: 95

USD/INR: Objetivo: 74

CNY: Objetivo: 6,75

RUB: NEUTRAL

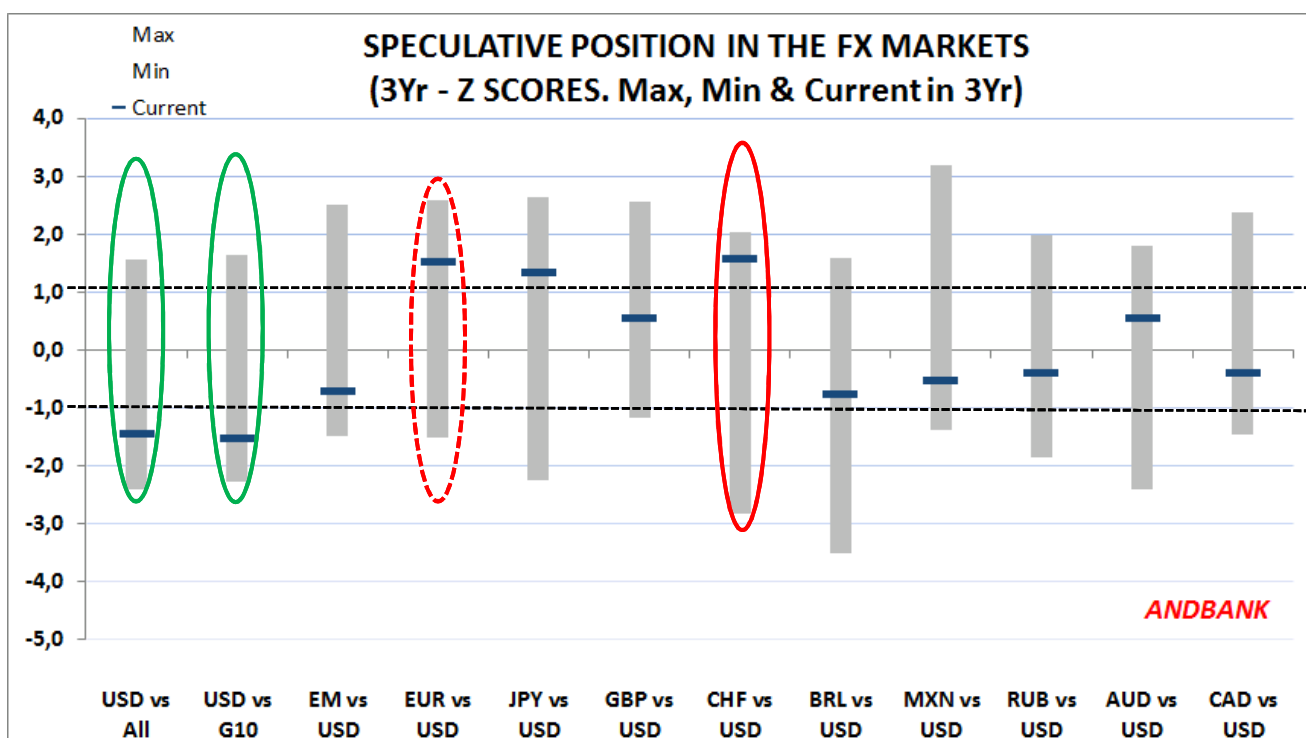
AUD: NEUTRAL

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	-31,52	0,31	32,1	-34,1	-2,1	-1,45
USD vs G10	-31,12	0,69	32,7	-34,0	-1,2	-1,53
EM	0,41	0,38	3,9	-0,8	1,4	-0,72
EUR	26,44	-2,93	31,3	-8,6	10,7	1,52
JPY	2,71	0,27	4,0	-15,0	-5,8	1,34
GBP	0,19	-0,35	4,3	-6,5	-1,2	0,54
CHF	1,66	-0,35	2,3	-6,0	-1,8	1,57
BRL	-0,47	-0,18	0,7	-0,8	-0,2	-0,76
MXN	0,63	0,53	3,3	-0,5	1,2	-0,53
RUB	0,26	0,03	1,2	-0,3	0,4	-0,40
AUD	1,18	1,42	6,1	-5,2	-0,5	0,55
CAD	-1,29	1,27	6,1	-5,0	-0,2	-0,40

ANDBANK



ANDBANK

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value 2020
Equity	USA - S&P 500	-4,2%	3,7%	3.352	3.124	-6,8%
	Europe - Stoxx Europe 600	-0,9%	-12,6%	363	341	-6,2%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-1,2%	-11,8%	356	360	1,1%
	SPAIN - IBEX 35	-2,6%	-28,9%	6.792	6.623	-2,5%
	MEXICO - MXSE IPC	1,1%	-14,5%	37.232	37.995	2,1%
	BRAZIL - BOVESPA	-4,7%	-18,1%	94.666	100.622	6,3%
	JAPAN - NIKKEI 225	-7,1%	-0,6%	21.507	20.764	-3,5%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-4,7%	5,5%	3.237	3.038	-6,2%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-6,0%	23,4%	2.158	1.938	-10,2%
	INDIA - SENSEX	-1,5%	-7,9%	38.049	35.051	-7,9%
	VIETNAM - VN Index	3,7%	-5,0%	914	893	-2,3%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-2,5%	5,0%	594	591	-0,5%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,5%	11,5%	0,65	1,00	-2,6%
	UK 10 year Gilt	0,9%	5,6%	0,20	0,80	-4,8%
	German 10 year BUND	1,1%	2,6%	-0,54	-0,40	-1,2%
	Japanese 10 year Govie	0,2%	-0,3%	0,01	0,00	0,1%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	1,4%	2,1%	0,23	0,40	-1,3%
	Italy - 10yr Gov bond	2,4%	5,1%	0,86	0,90	-0,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,3%	1,8%	0,24	0,40	-1,3%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,0%	2,3%	-0,19	0,00	-1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	0,1%	3,9%	1,05	1,40	-2,6%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG - Itraxx Europe	-0,2%	-0,5%	62,03	70	-0,2%
	Credit EUR HY - Itraxx Xover	-1,0%	-3,7%	363,25	350	1,2%
	Credit USD IG - CDX IG	0,2%	1,4%	59,15	70	-0,1%
	Credit USD HY - CDX HY	-0,7%	0,0%	398,22	350	2,5%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	4,5%	0,7%	12,93	12,50	6,7%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,4%	3,9%	6,30	5,25	10,0%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,2%	6,5%	6,85	6,00	8,5%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,6%	8,8%	6,06	6,80	-4,4%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-2,5%	14,0%	3,09	3,00	1,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	2,5%	3,10	3,00	1,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,8%	6,7%	2,77	2,00	6,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,8%	2,1%	1,30	0,25	8,7%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,2%	8,3%	0,85	0,40	3,8%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,9%	3,1%	1,33	0,75	4,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	2,3%	0,39	0,00	3,2%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,3%	14,2%	5,70	6,20	-2,5%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,0%	2,6%	3,32	4,00	-4,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-0,6%	3,1%	7,04	7,50	-1,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,6%	2,1%	4,30	4,00	3,5%
Commodities	Oil (WTI)	-5,3%	-33,9%	40,4	40,00	-0,9%
	GOLD	-4,5%	23,9%	1.880,1	1.600	-14,9%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-2,3%	4,1%	1,167	1,15	-1,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-3,8%	-3,0%	1,29	1,32	2,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,6%	7,3%	0,91	0,87	-4,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	2,2%	-4,6%	0,92	0,97	5,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,0%	-0,7%	1,08	1,12	3,5%
	USDJPY (price of 1 USD)	-0,3%	-2,8%	105,59	107,00	1,3%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-2,5%	1,1%	123,21	123,05	-0,1%
	USDMXN (price of 1 USD)	2,5%	18,4%	22,42	22,25	-0,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,2%	23,4%	26,15	25,59	-2,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	3,1%	40,9%	5,66	5,50	-2,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,8%	46,6%	6,60	6,33	-4,2%
	USDARS (price of 1 USD)	2,7%	27,0%	76,05	95,0	24,9%
	USDINR (price of 1 USD)	0,8%	3,5%	73,85	74,00	0,2%
	CNY (price of 1 USD)	-0,3%	-2,0%	6,82	6,75	-1,1%

* 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.