PERSPECTIVA INTERNACIONAL

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank – Octubre de 2021

Análisis Corporativo

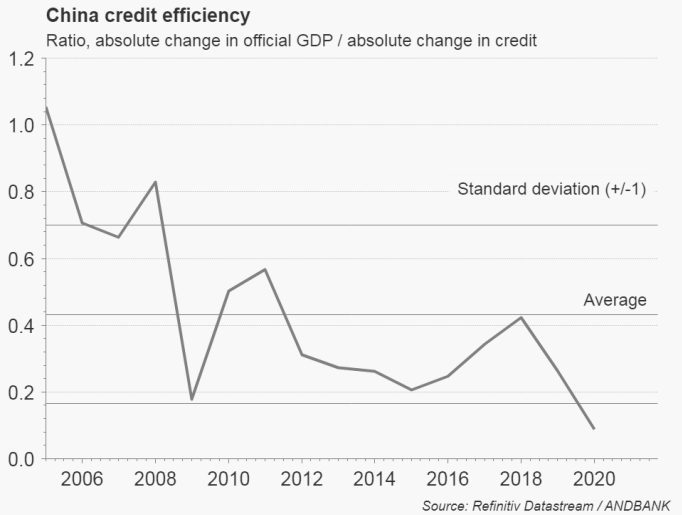
Octubre de 2021

Alex Fusté
Economista Jefe Global
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com

ANDBANK Private Bankers

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Recomm	Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	4.443	4.499	1,3%	MW	4.949	11,4%
Europe - Stoxx Europe 600	456	503	10,5%	MW/OW	554	21,5%
Euro Zone - Euro Stoxx	458	501	9,4%	MW/OW	551	20,3%
Spain IBEX 35	8.906	10.550	18,5%	OW	11.605	30,3%
Mexico IPC GRAL	51.599	57.476	11,4%	OW	63.224	22,5%
Brazil BOVESPA	113.583	127.074	11,9%	MW	139.781	23,1%
Japan NIKKEI 225	30.184	30.008	-0,6%	UW	33.009	9,4%
China SSE Comp.	3.602	3.697	2,6%	UW	4.067	12,9%
China Shenzhen Comp	2.402	2.655	10,5%	MW	2.920	21,6%
India SENSEX	59.668	60.898	2,1%	MW/OW	66.988	12,3%
Vietnam VN Index	1.339	1.618	20,8%	MW/OW	1.780	32,9%
MSCI EM ASIA	683	804	17,8%	MW/OW	884	29,6%

ANDBANK ESTIMATES

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

Asset Class	*Indices*	*Current Price*	*Fair Value*	Expected Performance to Fair Value*
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	1,53	1,80	-0,6%
	UK 10 year Gilt	1,00	0,80	2,6%
	German 10 year BUND	-0,19	0,00	-1,7%
	Japanese 10 year Govie	0,07	0,25	-1,4%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,44	0,60	-0,8%
	Italy - 10yr Gov bond	0,85	0,75	1,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,33	0,60	-1,8%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,17	0,40	-1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	0,81	1,60	-5,5%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	48,94	55	-0,2%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	242,69	250	1,7%
	Credit USD IG - CDX IG	50,90	68	0,0%
	Credit USD HY - CDX HY	291,90	298	2,7%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	*Indices*	*Current Price*	*Fair Value*	Expected Performance to Fair Value*
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	17,88	17,00	24,9%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	7,29	6,60	12,8%
Fixed Income Asia (Local curncy)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,25	5,10	15,5%
	India - 10yr Gov bond (local)	6,23	6,00	8,0%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	4,49	4,75	2,4%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,87	2,40	6,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	3,43	4,25	-3,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,80	2,50	-3,8%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,56	2,50	-5,9%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,16	2,90	-3,8%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,42	1,35	-7,1%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	7,24	7,55	4,7%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,18	3,55	0,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	11,06	9,80	21,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,45	4,55	3,6%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	*Indices*	*Current Price*	*Fair Value*	Expected Performance to Fair Value*
Commodities	Oil (WTI)	76,3	60,00	-21,3%
	GOLD	1.735,2	1.900	9,5%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,168	1,19	1,9%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,36	1,42	4,0%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,86	0,84	-2,1%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,93	0,93	-0,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,08	1,10	1,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	111,39	110,37	-0,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	130,11	131,34	0,9%
	USDMXN (price of 1 USD)	20,23	20,50	1,3%
	EURMXN (price of 1 EUR)	23,61	24,40	3,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,39	5,30	-1,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	6,30	6,31	0,2%
	USDARS (price of 1 USD)	98,43	140,00	42,2%
	USDINR (price of 1 USD)	74,10	74,00	-0,1%
	CNY (price of 1 USD)	6,46	6,35	-1,6%

EE.UU.

El calendario avanzado por la Fed gana concreción, pero podría pecar de ambicioso.

La Reserva Federal estadounidense va concretando el calendario

En septiembre, la Fed adoptó una postura más agresiva al afirmar que "probablemente comenzará a reducir sus compras mensuales de bonos en noviembre y finalizará a mediados de 2022", aunque "no espera comenzar los aumentos de tasas antes de poner fin a la reducción gradual de las compras de activos". El objetivo de mediados de 2022 para la finalización de los estímulos nos parece demasiado ambicioso, ya que esperamos un marco de tiempo más largo para la liquidación de las compras de bonos. Como cualquier evento importante, con consecuencias potencialmente significativas para el mercado, debemos reordenar los argumentos a favor o en contra de la materialización de dicho evento, y su intensidad. Cabe decir que hoy vemos un balance de factores tanto a favor como en contra de que esto ocurra tal y como plantea la Fed, lo que contribuye a que las dudas sigan siendo altas sobre lo que puede terminar. sucediendo con el Tapering.

Factores que nos hacen pensar que la Fed no tomará ninguna decisión que ponga en peligro al mercado, y que el Tapering no se desarrollará tal y como hoy se plantea.

1) La Fed ha indicado que aún necesita ver un mayor progreso hacia sus objetivos de empleo antes de implementar el Tapering, y estamos viendo como algunos indicadores flojean en la creación de empleo USA. 2) El índice de la Fed de Dallas cayó 4,4 puntos m/m a 4,6, por debajo del consenso (11,0) y siendo la cifra más baja desde el 20 de julio. Esto debería limitar a la Fed. 3) La Confianza del Consumidor de septiembre registró una bajada importante en su último informe. 4) El índice manufacturero de la Fed de Richmond se contrajo. 5) Los pedidos de bienes duraderos de agosto, aunque subieron un 1,8% intermensual, pudimos observar que la ganancia general se vio impulsada por un gran aumento en los pedidos de transporte. Si consideramos los pedidos duraderos sin transporte, el cambio fue casi plano (estancamiento), subió solo un 0,2% frente al 0,8% de julio. 6) En política, la senadora Warren expresó su oposición a la nueva designación de Powell, considerado como "un hombre peligroso" (ella, y quizás una parte significativa de los demócratas en el Congreso, quiere continuidad en la flexibilización monetaria)..

Factores que nos hacen pensar que la Fed iniciará el Tapering ya en 2021 y acabará con los estímulos en 2022.

1) Bullard de la Fed de St. Louis advierte que contener la inflación puede requerir pasos más agresivos. 2) El presidente de la Fed de Nueva York, John Williams (votante), dijo que es posible que pronto se justifique la reducción gradual de las compras de bonos, pero que los criterios para una subida de tipos aún están muy lejos. También se advirtió que el repunte económico posterior a la pandemia está avanzando, pero aún tomará tiempo para una recuperación completa. 3) Evans también dijo que la Fed reducirá pronto los estímulos, pero la perspectiva para aumentar las tasas es menos clara, y dijo que será a fines de 2023 antes de que se justifique una subida de tasas. 4) El gobernador de la Fed, Brainard (votante) se hizo eco de esto, diciendo que Delta ha presionado el empleo y que no se debe tomar ninguna señal sobre el despegue de las tasas de la decisión de la Fed de reducir sus compras de activos. 4) Powell, hablando en un evento del Banco Central Europeo, expresó su frustración por los problemas persistentes de la cadena de suministro que podrían mantener la inflación elevada por más tiempo de lo esperado.

Mercado de renta fija

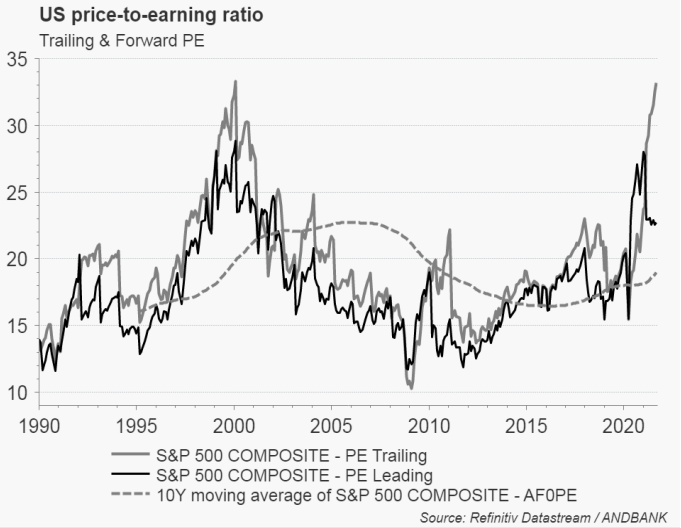
Los rendimientos permanecieron en un rango bastante limitado este verano e incluso los datos económicos y de inflación siguen descontando con claridad un crecimiento inferior al tendencial para el próximo año. La propagación de la variante delta debería tener un impacto más limitado en el crecimiento del PIB estadounidense, a nuestro juicio, por lo que mantendremos la infraponderación en deuda pública. En el caso del mercado de deuda empresarial, la evolución de los rendimientos de los bonos del Tesoro debería determinar en el corto plazo la de los diferenciales crediticios. Pese a los buenos datos técnicos, el nivel de valoración ya refleja en gran medida las buenas noticias, por lo que seguimos infraponderados en el segmento de grado de inversión (IG). En el caso de los bonos de alto rendimiento (HY), los diferenciales se estrecharon en julio a niveles no vistos desde hacía varios años, con un volumen de incumplimiento (9.300 millones de USD) que va camino de ser el menor registrado desde 2007 y una tasa de morosidad del 1,14% en lo que va de año. Confiamos en que el mercado seguirá absorbiendo el creciente volumen de emisiones neto durante el resto del año, a medida que prosiguen las refinanciaciones y las operaciones de fusión y adquisición, por lo que mantenemos la posición neutral en la clase de activo.

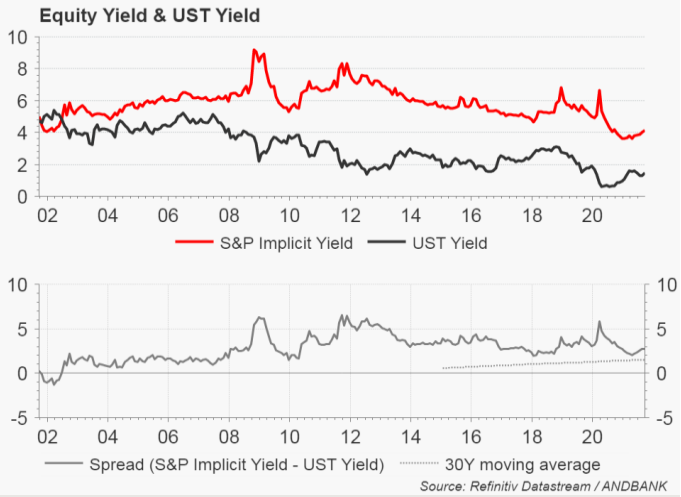
En el mercado de renta variable se mantiene el optimismo

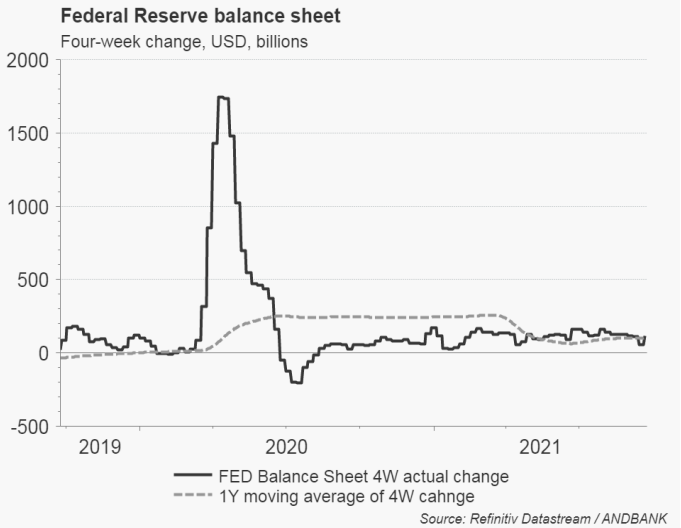
En lo que va de 2021 el S&P 500 ya acumula una subida del 17,22% y, el Nasdaq, del 14,72% (nivel actual del S&P 500: 4.357 puntos). En mayo, el subíndice de acciones de valor (S&P 500 Value) avanzó un 1,72%, frente al 4,18% que ganó el de las acciones de crecimiento (S&P 500 Growth). El estilo de crecimiento (+19,10%) vuelve a superar en rentabilidad al de valor (+15,04%). Mantenemos la posición sectorial neutral y el nivel actual como punto de salida también este mes.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo UST 10 años: 1,80%)
Deuda corporativa (CDX IG): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 68 pb)
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 281 pb)
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL







EUROPA

La recuperación prosigue, pero emergen riesgos. La moderación de la liquidez ni se ha planteado.

Fuerte impulso de la actividad, pero sin alcanzar aún velocidad de escape

La recuperación económica está claramente en marcha, pero su ritmo futuro dependerá de la evolución de la pandemia. El riesgo de la variante delta se ha gestionado bien y las tasas de vacunación rondan el 70%. Las encuestas de confianza todavía son favorables (tanto en fabricación como en servicios), pero es improbable que vayan a mejorar. Las expectativas de inflación siguieron al alza durante el verano y la inflación tiene todos los visos de repuntar en otoño, si bien debería ir a menos al ir entrando en 2022. Los riesgos principales son la escasez de materias primas y productos básicos y las interrupciones en la cadena de suministro, con las empresas trasladando el incremento de los costes a los consumidores.

BCE: después de recalibrar el PEPP (sin *tapering*), ¡nos vemos en diciembre!

Sin grandes sorpresas desde la última reunión: mejoría del entorno macroeconómico, «ruta más moderada de compras de activos» y, por ahora, sin abordar el final del PEPP. Tanto las previsiones de inflación como de crecimiento se revisaron al alza, superando lo anticipado por el consenso para 2021-2022. La ralentización de las compras en el cuarto trimestre de 2021 se decidió por unanimidad y, si bien no se anunciaron cifras exactas, las expectativas del mercado apuntan a compras mensuales de 60.000-70.000 millones de € (desde 80.000 millones de €/mes). Como cabía esperar, Lagarde confirmó que aún era pronto para debatir el final del PEPP. Cualquier medida encaminada a un programa nuevo (o en curso) en sustitución del PEPP se debatirá en la reunión de diciembre. Una transición organizada es clave, con la posibilidad de un futuro «PEPP de recuperación» que algunos participantes estiman que podría rondar el medio billón de euros, con una duración de 18 meses y un esquema menos flexible que el PEPP.

Elecciones en Alemania

Nuestro escenario central es el de una coalición con predominio de las directivas de los socialistas del SPD y los Verdes, apuntando a un mayor gasto público. ¿Cómo encaja esto con la posición de los conservadores liberales? Bueno, no lo sabemos, y parece difícil, pero los liberales del FDP ya fracasaron en 2017 en sus negociaciones por una colación, lo que nos hace pensar que esta vez podrían ser más flexibles. Por lo tanto, estimamos que habrá un gobierno con sesgo hacia las políticas de gasto. Las mismas que han estado alimentando (y seguirán haciéndolo) el modelo de apoyo al crecimiento en Europa. El escenario más disruptivo (SPD-Verdes-Izquierda), ha perdido una mayoría. En la batalla por formar gobierno, Tanto Scholz como Laschet pretenden formar una coalición con FDP y Verdes, por lo que una coalición de semáforo (SPD-Green-FDP) y una coalición de Jamaica (CDU / CSU-Green-FDP) son ahora las dos opciones principales. Apoyando la primera (y más probable opción) está la victoria de Scholz. En términos de la reacción de los activos, es poco probable que el resultado de las negociaciones, y el futuro gobierno, haga descarrilar el caso fundamental del mercado, ya que ambas alternativas de coalición (opciones de coalición centrista) significan continuidad en la era post-Merkel.

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

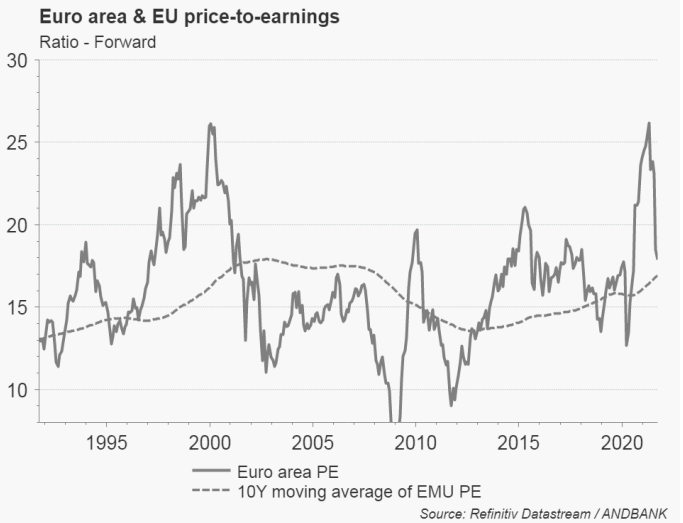
Deuda pública. Los rendimientos reales profundizaron en territorio negativo, habiéndose desacoplado de las expectativas de inflación. Una divergencia que previsiblemente se cerrará con tipos nominales más altos. Los efectos de las compras del BCE sobre los volúmenes de deuda lastrarán los rendimientos en los próximos meses, limitando el potencial alcista del tipo objetivo del Bund, que probablemente caerá por debajo del 0%.

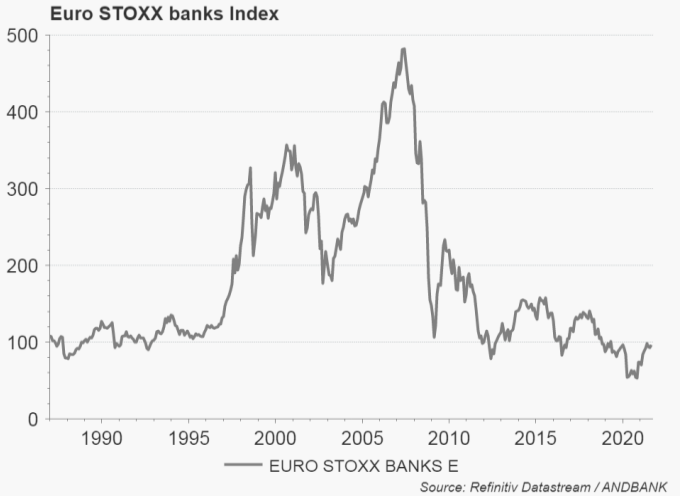
Deuda corporativa. En comparación con la exposición de las empresas chinas, la de los índices de referencia europeos es casi insignificante. Si ajustamos los diferenciales del iTraxx por modificaciones recientes, los diferenciales se estrecharon durante el verano. Se han registrado entradas de fondos en deuda IG durante 11 semanas consecutivas, mientras se producían salidas en deuda HY. Mantenemos los objetivos de crédito IG y HY, con una recomendación neutral para ambos.

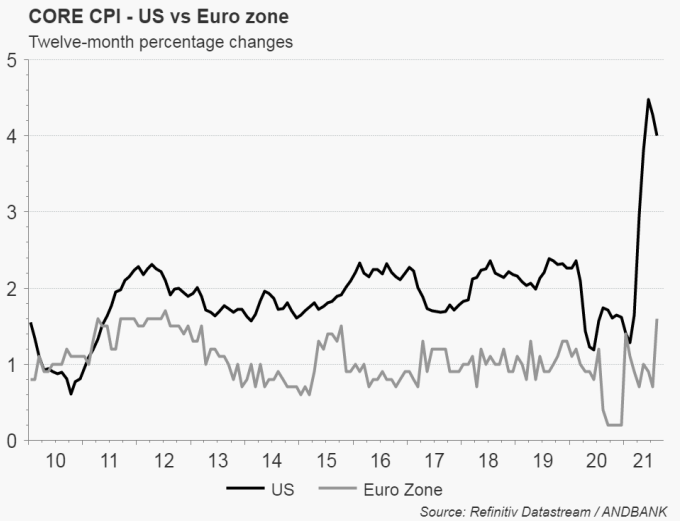
Mercado de renta variable. El histórico crecimiento de los beneficios empresariales en el segundo trimestre, del 200% interanual, condujo a revisiones al alza de los BPA. Los de los sectores tecnológico y de cuidado de la salud se situaron recientemente en nuevos máximos. El PER del conjunto del mercado sobre beneficios esperados es ahora de 15,8x, pero la diferencia entre sectores podría entrañar a finales de año oportunidades de operativas contrarias. Por ejemplo, a las acciones cíclicas les va mucho peor que al mercado, aun con sus PER mejorando. En España, el peso del sector de compañías de suministros colectivos en el índice IBEX 35 (20%) y la inseguridad jurídica que las rodea (tras el encarecimiento de la electricidad) hizo que la Bolsa volviera a rezagarse frente a sus homólogas, empañando una excelente temporada de resultados del virus.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
Renta variable (IBEX español): SOBREPONDERAR
Deuda soberana (países centrales y periféricos):
- Países centrales: INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: 0%)
- P. perif.: SOBREP. (IT 0,75%); NEUTRAL (ES 0,60%; PT 0,60%; IR 0,40%; GR 1,60%)
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (dif. objetivo: 55 pb)
Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL (dif. objetivo: 250 pb)
Tipo de cambio (EUR/USD): objetivo 1,19 (comprar USD a 1,23; vender USD a 1,16)







CHINA

Se aleja la esperanza de que China llegue a ser una democracia real y una economía plena de mercado

Permitir la incorporación de China a la OMC no tuvo el resultado esperado

Cuando los gobiernos occidentales aprobaron en 2001 la solicitud de China de unirse a la Organización Mundial del Comercio (OMC) esperaban que eso facilitaría una mayor integración de China en el sistema económico y su apertura a la democracia occidental (como hicieran Corea del Sur y en la década de 1980 y Taiwán en la de 1990). Al cabo de dos décadas las expectativas no se han materializado y China no ha avanzado hacia una democracia representativa, pese a que el socialismo pone en teoría los derechos del individuo en el centro del contrato social. ¿Por qué no ha avanzado China en la dirección esperada? Es más: ¿hemos de olvidar la idea de que pudiera convertirse alguna vez en una sociedad de tipo occidental o en una economía de mercado? Profundas diferencias culturales hacen que la perspectiva misma del individuo difiera. Unas diferencias que se manifestarían, por ejemplo, en el arte, el principal medio de expresar la percepción que los individuos tienen del entorno y de sí mismos. Al respecto, considérese la siguiente diferencia entre el arte chino y el occidental. En el arte tradicional chino a menudo se representa al individuo como del tamaño de una hormiga: lo importante eran el paisaje y el entorno en general o, a lo sumo, el encaje de la gente en ellos. En cambio, el centro del arte tradicional europeo siempre fue sobre todo la persona individual. Incluso cuando los artistas pintaban o representaban movimientos, paisajes o ideas sociales, lo hacían imaginando individuos.

Posibles consecuencias políticas para China en forma de aislamiento

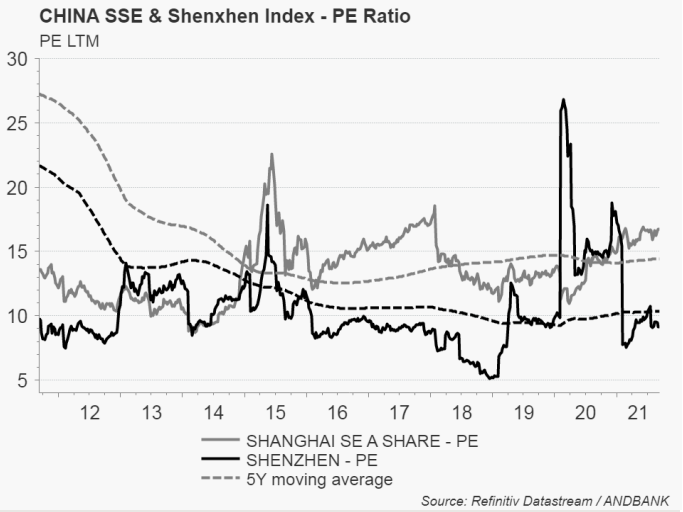
Sea esta u otra la explicación, las esperanzas de que integrarse en la economía global conduciría a China hacia un sistema económico basado en los derechos y libertades del individuo han quedado defraudadas, lo que está teniendo ya consecuencias económicas pero también políticas, en forma de una merma en la buena voluntad política occidental. La única forma de evitar que China sufriera el aislamiento internacional es que Occidente fuera quien se rebajase a los estándares socioeconómicos chinos. ¿Es una idea realista? Hay quienes afirman que de hecho es lo que está ya sucediendo. La realidad es que los políticos occidentales han sacrificado el sacrosanto principio de los derechos individuales de la persona en aras del «bien común» (limitaciones de movimiento, restricciones de las libertades económicas y de comercio, etc.). A nuestro juicio, estas decisiones anómalas (y por tanto temporales) respondieron a una situación anómala (y, por ello, transitoria). Algunos analistas piensan que, para saber si Occidente está rebajando sus estándares sociales y políticos a los de China, basta con responder a las siguientes preguntas: 1) los ciudadanos occidentales, ¿tienen menos libertad de expresión que hace dos décadas? ¿Deben andarse con más cuidado con lo que dicen?; 2) los periodistas, ¿pueden hacer su trabajo y criticar a las autoridades sin temor a represalias?; 3) el gobierno, ¿ha hecho de la banca una potente arma financiera al servicio del poder? Una respuesta negativa en todos los casos sugeriría que Occidente no está asimilándose a China, de modo que la brecha entre ambos persiste. Y, con ello, también el distanciamiento político y, quizás, el aislamiento.

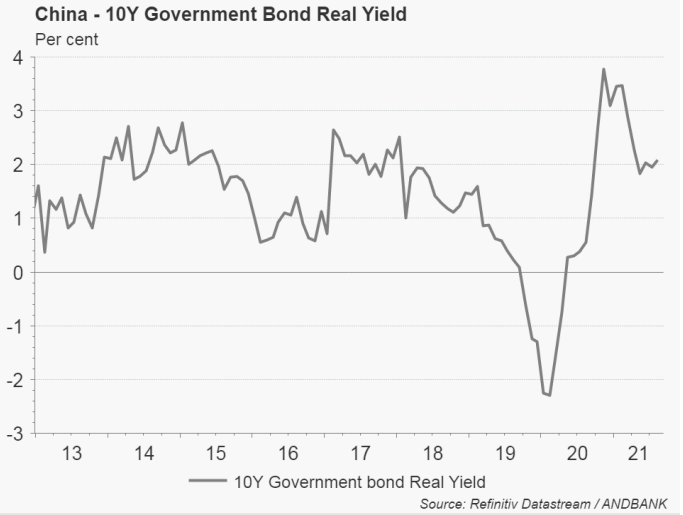
Consecuencias de la represión de las acciones tecnológicas chinas

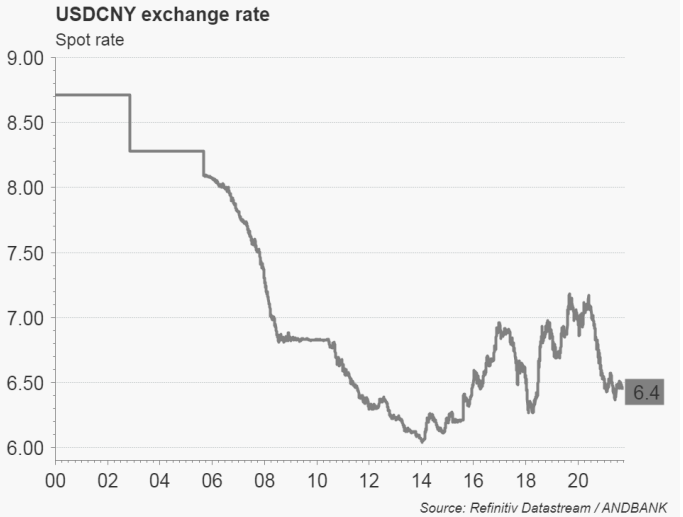
Desde mediados de febrero las acciones tecnológicas chinas se han depreciado casi a la mitad. Los inversores, al liquidar su exposición a ellas, están aparentemente echándose en brazos de las grandes tecnológicas estadounidenses. Básicamente, están vendiendo Alibaba, Tencent y JD.com para comprar Amazon, Facebook y Google. Implícito en este cambio está la creencia de que «tal represión del gobierno contra empresas prósperas no podría suceder en Occidente». El supuesto es que en China la política se rige por los resultados, mientras que en Occidente, prevaleciendo el estado de Derecho, las políticas no se imponen a fuerza de mandatos. Ahora bien, ¿sabemos realmente qué hay detrás de la represión del gobierno chino y de la venta de acciones chinas? ¿Podría existir un malentendido entre los inversores? A juicio de muchos de estos, el principal factor que impulsa la represión es la prevención del gobierno. Temiendo perder el control del poder político, las autoridades no dudan en cortar la cabeza a todo el que amenace con crecer demasiado. El éxito personal de los multimillonarios del sector tecnológico, que aumenta las diferencias sociales y el malestar social, obligaría a los políticos a actuar con celo. Está claro que, de ser estas las razones de la represión, sería motivo más que suficiente para olvidarse de los activos chinos para siempre. Sin embargo, podría haber también otras razones que llevasen al gobierno a restringir la actividad de ciertos sectores, como el tecnológico ahora. Una de ellas es que la industria tecnológica china ha tenido un crecimiento desbocado en ausencia de un marco regulatorio, y que tal crecimiento podría volverse peligroso para la sociedad si conllevara una concentración irreversible de poder. En este caso, podría ser necesario interrumpir el crecimiento hasta que se estableciera un marco legal estable. Otra razón es que el tecnológico ha empezado a canibalizar otros sectores de la economía china, en un momento en el que numerosas pequeñas y medianas empresas sufren por la desaceleración del crecimiento económico, por lo que sería una medida popular razonable restringir la actividad de las grandes plataformas tecnológicas. Si este fuera el caso, no por ello dejaría de ser una decisión populista y contraria al progreso. Me temo que la represión responde a los intereses del gobierno, no a los del pueblo. Por ejemplo, las tecnologías financieras (*fintech*) son una amenaza para el sector bancario, en el que el gobierno tiene una participación importante. En cualquier caso, están sacrificándose los derechos de las personas o empresas individuales en aras de un «bien mayor».

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR
Renta variable (Shenzhén): NEUTRAL
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo rendimiento a 10 años: 2,40%)
Tipo de cambio (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,35)







JAPÓN

Voluminosas entradas del exterior. Tras Kuroda, el BoJ sienta las bases para normalizar las políticas.

Abundante flujo de inversiones dirigido hacia Japón

Después de que la inesperada renuncia del primer ministro Yoshihide Suga devolviera a Japón a los titulares, los operadores extranjeros se lanzaron a comprar acciones como no lo habían hecho desde la Abenomics. Un nuevo gobierno suscita expectativas de un aumento del gasto y los inversores extranjeros retornaron a la Primera Sección del TSE (en la semana que terminó el 3 de septiembre, por importe equivalente a 3.300 millones de USD). Con eso 2021 podría acabar siendo el año con más compras de acciones por parte de inversores extranjeros desde 2013, cuando el programa económico del ex primer ministro Shinzo Abe despertó el interés internacional. También podría ser el primer año desde 2017 en registrar compras netas por no residentes. La coalición gobernante estima muy probable que se celebren elecciones generales en noviembre, esperándose que el sucesor de Yoshihide Suga al frente del Partido Liberal Democrático (PLD) sea designado el 29 de septiembre, disuelva el cámara baja y se convoquen elecciones generales para el 7 o 14 de noviembre.

Algunos datos de actividad económica

Los fabricantes japoneses de automóviles recortan sus planes de producción. Seis de los principales anunciaron recortes por un total de 1,05 millones de vehículos en este ejercicio económico, que se suman a la reducción similar en el año anterior debido a la pandemia de coronavirus. Esta vez, el factor principal es el aumento de las infecciones en el sudeste asiático, que es una importante base de suministro de semiconductores para vehículos. Se estima que el volumen de producción mundial de automóviles caerá en 2021 hasta rondar los 80 millones de unidades, un 6% menos de lo previsto inicialmente.

Las empresas aumentan los contratos ordinarios con carga horaria indeterminada para afrontar las próximas subidas del salario mínimo. Cada vez más empleadores consideran preferible convertir su plantilla en empleados con contratos ordinarios con carga horaria indeterminada, ya que resultaría más costoso contratar personal no regular remunerado por horas y con carga horaria determinada.

Aumentan las quiebras empresariales relacionadas con la pandemia. Según un informe de Tokyo Shoko Research, las quiebras empresariales inducidas por la respuesta a la pandemia en Japón aumentaron un 49% interanual en agosto, hasta 121, en plena cuarta ola infecciosa. Esto situó el total acumulado en el año en 1.026 quiebras. De todas las empresas quebradas, 204 de ellas (el 20%) eran restaurantes y bares, cuyos ingresos se desplomaron debido a la prohibición de servir alcohol y a las restricciones al movimiento de personas durante el estado de emergencia intermitente decretado en Japón.

El PIB revisado del segundo trimestre ascendió al 1,9% anualizado (dato preliminar: 1,3%; consenso: 1,6%); el crecimiento trimestral, al 0,5% (preliminar: 0,3%; consenso: 0,4%).

Tras salir Kuroda, el banco central sienta las bases para normalizar las políticas

Según un artículo de Reuters, que cita varias fuentes del BoJ, este estaba desmontando sigilosamente las políticas radicales del gobernador Kuroda. Las fuentes indican que las medidas estaba impulsándolas el subgobernador Amamiya, el principal contendiente para reemplazar a Kuroda, cuyo mandato finaliza en 2023. Amamiya y su mano derecha Shinichi Uchida han trabajado entre bastidores para que el complicado marco de políticas de Kuroda fuera más manejable y permitiera al país, aun con la economía afectada por la pandemia, recuperar una configuración de tipos de interés más normal.

Aun así, el actual gobernador del BoJ, Kuroda, manifestó a Nikkei que la flexibilización monetaria tendría continuidad incluso una vez que remitiera la pandemia y mientras no se alcanzara la meta de inflación del 2%. Kuroda se atuvo a su escenario de referencia de recuperación de la producción, pero mencionó que existía una gran incertidumbre sobre el impacto que tendrían las infecciones. También reiteró su compromiso de adoptar sin dudarlo medidas de relajación monetaria adicionales en caso de que fuera necesario.

Pandemia: eliminación gradual de las restricciones a partir de octubre

Según Yomiuri, el gobierno de Japón se prepara para permitir la flexibilización gradual de restricciones a la movilidad a partir de octubre, en línea con el progreso en la vacunación. Supeditado a la condición de que se complete la vacunación en los "puntos calientes", se permitirá viajar entre prefecturas y celebrar eventos que reúnan más de 5.000 asistentes. Se aliviarán las restricciones a la venta de alcohol en los establecimientos. Según el plan, habrá pruebas piloto a partir de octubre y la ejecución se ampliaría a partir de noviembre.

Geopolítica

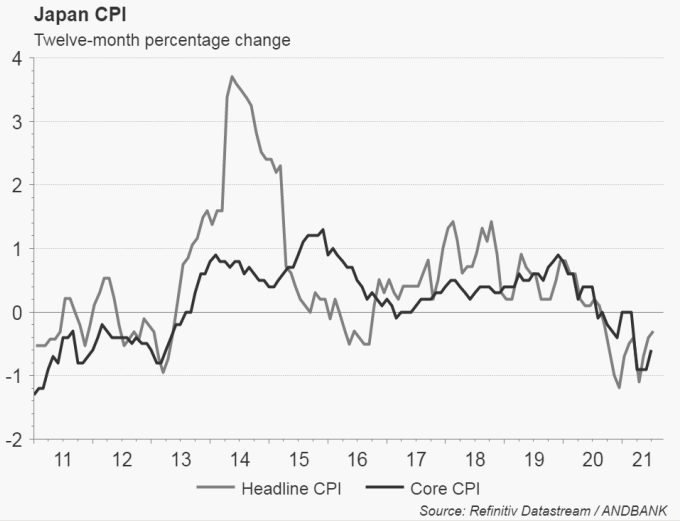
El Ministerio de Defensa comunicó el domingo que un submarino, probablemente chino, se avistó en aguas próximas a las Islas del sur del Japón. El sumergible navegaba hacia el noroeste en la proximidad de aguas territoriales de Amami Oshima, isla perteneciente a la prefectura de Kagoshima. También se avistó un destructor chino en las cercanías.

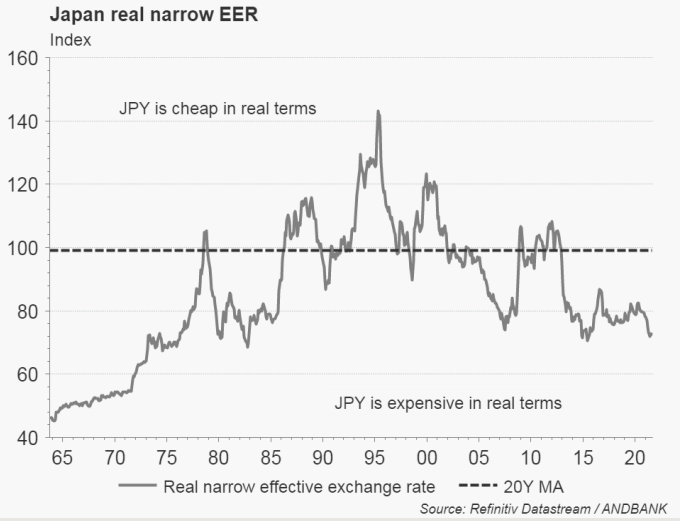
Noticias del sector empresarial

SBI Holdings anunció su intención de aumentar su participación en Shinsei Bank al 48% lanzando una oferta pública de adquisición "hostil" dirigida al banco rival, en el que SBI ya tiene una participación del 19%.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): INFRAPONDERAR
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 0,25%)
Tipo de cambio (USD/JPY): NEUTRAL-SOBREP. (objetivo a medio plazo: 108)





INDIA

Una autocracia elegida favorable a los mercados reforzaría la confianza e impulsaría las valoraciones

La economía que más crece aún podría mantener su crecimiento

El PIB aumentó un 20,1% interanual en el segundo trimestre del año (frente al 1,6% en el primer trimestre y al 0,5% en el último de 2020), pero esto reflejó los efectos de base de la recesión del segundo trimestre de 2020 (-24,4%), lo que garantiza que India seguirá siendo una de las economías de más rápido crecimiento en 2021. El PIB, siempre que no haya más confinamientos o cierres de la economía, va camino de crecer un 8-10% en el año fiscal que finalizará en marzo de 2022. El programa de vacunas de la India va a más: casi el 40% de la población total ha recibido al menos una dosis y la mayoría de los 940 millones de adultos debería tener dos inyecciones a final de año. Si la eficacia de la vacuna perdura, las políticas de estímulo fiscal y monetario sostendrán la recuperación.

Políticas internas

India se ha deslizado hacia la «autocracia electoral» y las acciones indias aún podrían seguir cotizando al alza bajo el liderazgo autocrático de Modi. Las encuestas sobre el estado de la democracia india mostraron hace un año que el común de los ciudadanos indios no veía con desagrado un ejercicio más autoritario del poder político. La mayoría respaldaba un sistema que permitiera a un líder fuerte adoptar decisiones difíciles sin interferencia parlamentaria. Es decir, que el apoyo a un gobierno autocrático es alto en la India, con un mayor entusiasmo por un gobierno más duro entre los votantes del BJP. En consecuencia, la mayoría del BJP de Modi en ambas cámaras del parlamento le permite actuar rápidamente; de hecho, hay quienes acusan a Modi de cultivar este fértil suelo autoritario. Y si bien el gobierno de Modi no deja de legislar por medio del parlamento, a menudo lo hace sin debate gracias a su mayoría. Recientemente tramitó 28 proyectos de ley en apenas 37 días. También publicó un registro de residentes en algunos estados del noreste, donde un tercio de la población son musulmanes, muchos indocumentados. Para algunos la medida era un paso más para despojar de derechos a los musulmanes indocumentados. Algunos periodistas acusan a Modi de promover únicamente intereses hindúes, de erosionar el secularismo y atacar verbalmente a los liberales. Sin embargo, el gobierno de Modi evita abusar directamente del poder estatal, con modificaciones mínimas a la propia ley. Aunque es muy difícil saber cuánto tiempo se mantendrá en el poder con este régimen autocrático, que parece ser del agrado de inversores nacionales e internacionales, Modi podría durar mucho. No solo sigue al mando de la maquinaria electoral del BJP, sin un verdadero rival. Su autoridad en el país se ve reforzada además por el apoyo de los socios de la India en el exterior, especialmente EE.UU., que ve «la democracia más grande del mundo» como un miembro clave de la emergente coalición para contrarrestar a China. Esta alianza es fundamental para las estrategias de Estados Unidos y sus aliados en el Indo-Pacífico. He aquí, pues, la razón de este giro autocrático: Modi gana prestigio interno al parecer fuerte en el extranjero y esto, a su vez, le ayuda a reforzar su gobierno autocrático nacionalista hindú.

Sectores mejor posicionados

Las acciones indias se revalorizaron con fuerza, impulsadas por la liquidez que aportan los flujos de capital extranjero y por una política monetaria acomodaticia. El despliegue acelerado de las campañas de vacunación podría reforzar más la confianza, elevando los niveles de valoración.

Empresas como Reliance Industries o su rama digital Jio, que en 2016 lanzó su red móvil comercial, vendieron un tercio de sus acciones a inversores como Facebook y Google, lo que les ayudará a desarrollar su red móvil comercial y aumentará su capitalización. Otras empresas como Adani, del sector de infraestructuras y energía, también están bien posicionadas para la actual (y la previsible) ola de privatizaciones de infraestructuras como aeropuertos y puertos, sobre todo tras haberse relajado los requisitos de licitación. Adani ya se hizo con la concesión para operar el aeropuerto de Mumbai. «La alineación con la agenda del gobierno es lo que más valor crea», manifestó Adani el año pasado.

Posibles contratiempos

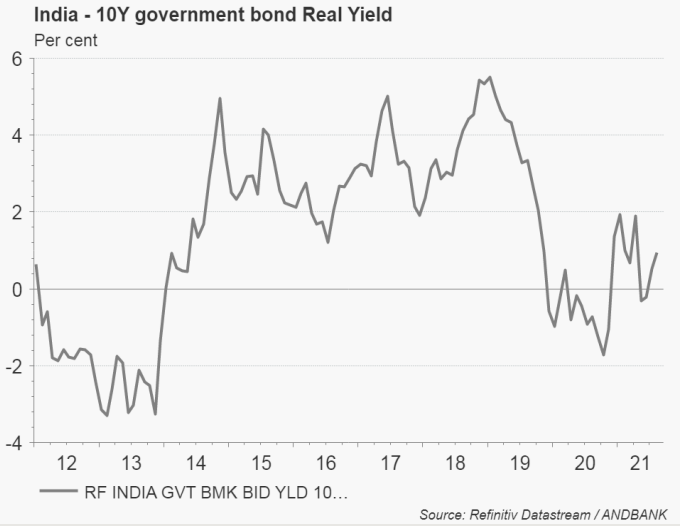
El gran riesgo para la economía india reside en el incierto entorno externo. A medida que la Reserva Federal reduce sus compras de activos, el impacto en la liquidez global y en el dólar podrían perjudicar las exportaciones, uno de los pocos motores de crecimiento de la India durante la pandemia.

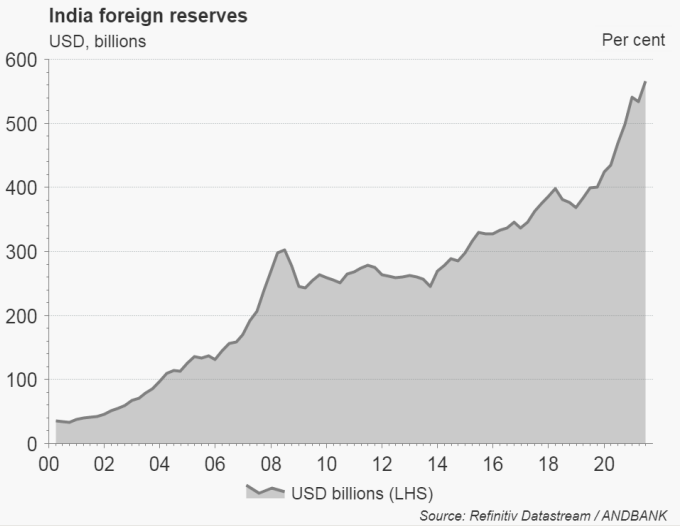
El Banco de la Reserva de India (RBI) ha intentado contener el coste de endeudamiento del gobierno, pero con los mercados apuntando ahora a subidas de tipos, pese a las declaraciones del RBI en sentido contrario, los bonos de India parecen vulnerables.

La rupia debería mantenerse estable aun cuando aumentase la volatilidad externa. Las agresivas intervenciones del RBI para frenar su apreciación se han sumado a las buenas reservas de divisas con que cuenta la India, proporcionando un buen amortiguador. Si los flujos de capital se invirtiesen, la rupia estaría bien posicionada para aguantar mejor que las monedas de otros mercados emergentes.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (SENSEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo de rendimiento: 6,0%)
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 74)





ISRAEL

Los nuevos Presupuestos se centran en cuestiones estructurales

Política y economía: la lucha contra la cuarta ola

En la actualidad Israel se enfrenta a una cuarta ola pandémica, incluso siendo el primer país en haber vacunado de forma masiva al conjunto de su población. La mayor parte de la población ya tenía dos dosis y el Gobierno espera que la dosis de refuerzo permita a la economía volver a la normalidad. Israel pondrá a prueba la eficacia de la dosis de refuerzo, ya que las vacaciones están llegando a su fin y, con una economía abierta, la inmunidad de grupo se pondrá a prueba con la nueva vacuna.

El nuevo Gobierno ha aprobado el primer Presupuesto del país en tres años y medio, lo que representa todo un logro para la nueva coalición. Afrontar los retos económicos se ha convertido en prioridad, y creemos probable que se aborden importantes cuestiones, como el transporte público, la edad de jubilación de las mujeres e incluso las relaciones exteriores, lo que invita al optimismo sobre el crecimiento en 2022 y años posteriores.

El PIB del segundo trimestre de 2021 creció el 16,6% interanual; la mayor contribución provino del consumo personal, con un incremento del 39,2% tras haberse levantado las restricciones en el trimestre. El IPC registró en agosto un aumento del 0,3%, que fue del 2,2% interanual. El grueso del aumento provino del componente de frutas y hortalizas y de turismo y ocio. Los precios de la vivienda mantuvieron su tendencia alcista, lo que plantea una amenaza no solo para la estabilidad de los precios, sino también para la estabilidad social. Creemos que el Gobierno deberá abordar los problemas del sector de la vivienda lo antes posible para evitar turbulencias económicas y sociales en el futuro.

Posicionamiento sumamente prudente en el segmento de deuda corporativa

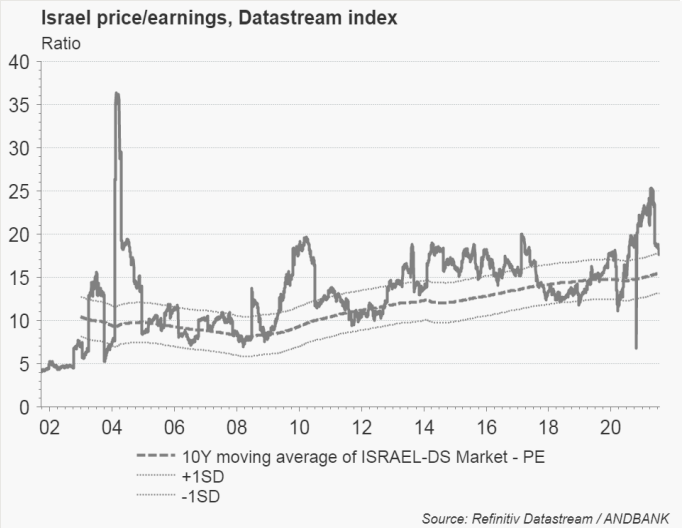
La tendencia positiva de los bonos israelíes vinculados al IPC (tanto de deuda pública como corporativa) continuó durante el mes, mientras el tramo largo de los bonos con rendimientos nominales subió. Los diferenciales de rendimiento de los bonos con grado de inversión (IG) (tanto vinculados al IPC como no) mantuvieron sus niveles reducidos. El diferencial de rendimiento del índice TelBond60 vinculado al IPC se estrechó a 121 pb, frente a los 124 pb de finales de julio (120–125 pb antes de la pandemia), mientras que el del TelBond Shikli50 no vinculado al IPC se redujo a 98 pb, frente a los 93 pb de finales de julio y niveles del diferencial anteriores a la pandemia de 130–135 pb. Mantenemos un posicionamiento sumamente prudente en el mercado de deuda corporativa, dado que el segmento de comercio minorista recibe ingentes volúmenes de capital mientras se subestima el riesgo, sobre todo en los bonos de riesgo medio y elevado. La curva de tipos-plazos de la deuda pública mantuvo la pendiente y los rendimientos del tramo largo son altos en comparación con las curvas y los rendimientos de los países de la OCDE. Creemos que el mercado de bonos israelí presenta una relación rentabilidad/riesgo favorable y recomendamos una duración de aproximadamente cuatro años.

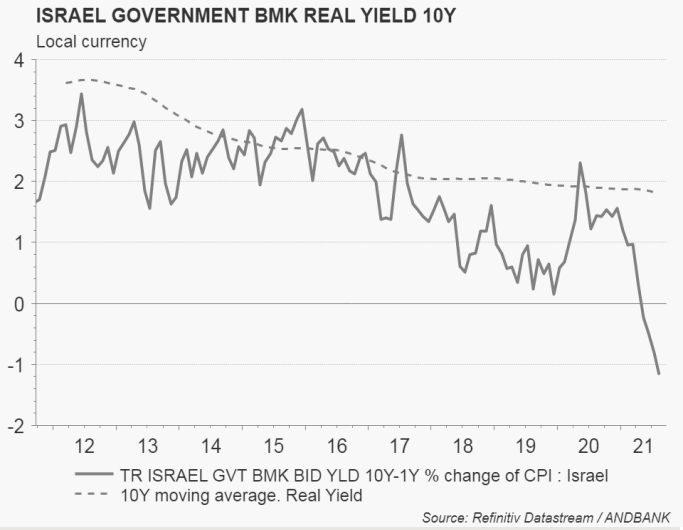
Se mantiene el posicionamiento neutral en el mercado de renta variable

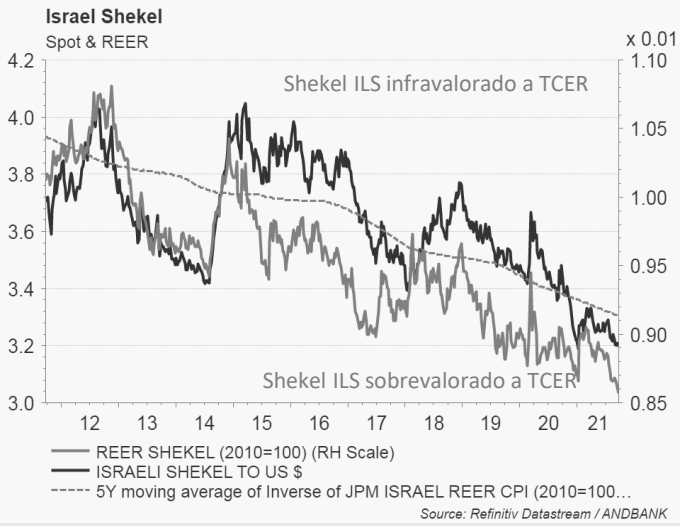
Los índices bursátiles israelíes, a diferencia de sus homólogos extranjeros, registraron un buen comportamiento este mes, ganando los principales índices entre un 2,5% y 3%. El mercado financiero mostró alivio después de que se evitara un cuarto confinamiento gracias a la ralentización del número de nuevos «casos», atribuida a la elevada tasa de inoculación de la tercera dosis. Los valores del sector financiero registraron las mayores ganancias: los bancos subieron un 3,7% y las compañías de seguros avanzaron casi un 6% (dando continuidad a un increíble repunte que supera el 100% en el último año). El mercado también agradeció la propuesta de Presupuestos para 2022 presentada por el Ministerio de Finanzas, el primero desde hacía más de tres años. Si bien consideramos que después de mucho tiempo la economía israelí ha logrado por fin una posición de liderazgo económico, debería adoptarse una postura prudente en el corto plazo. En la actualidad los inversores ignoran las tendencias que presentan un potencial negativo, como la rápida subida de los precios en el sector inmobiliario, que supone un problema social, así como el elevado nivel de nuevos positivos en tests. El principal catalizador del mercado israelí es el reducido nivel de los tipos de interés, al igual que en la mayor parte del mundo. Creemos que hace tiempo que debería haberse producido una corrección y, por tanto, consideramos reducir las posiciones de beta elevada.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL
Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR
Deuda corporativa: NEUTRAL-INFRAPONDERAR (postura regida por la prudencia)
Tipo de cambio (ILS/USD): caro en términos de TCER







BRASIL

Un invierno complicado

Aumento vertiginoso del ruido político en el trimestre

Mientras que el verano fue muy caluroso en el hemisferio norte, el invierno en Brasil fue frío y trajo consigo un drástico aumento del ruido político. En los últimos meses se han desarrollado una serie de debates que han provocado un aumento de la volatilidad del mercado y una reducción de las perspectivas de crecimiento. En primer lugar, a medida que avanza la investigación del Senado sobre la gestión de la pandemia, hay hallazgos que, aun cuando no afectan directamente al presidente Bolsonaro, sí involucran a sus colaboradores más cercanos e incluso a su exmujer. El informe final se publicará a finales de septiembre y contendrá las recomendaciones del Comité sobre qué sucederá con los implicados. Se da prácticamente por hecho que la Comisión de Investigación Parlamentaria (CPI) del Senado recomendará presentar cargos contra ex funcionarios del Gobierno y la destitución del presidente, algo que debería tener poco recorrido en la Cámara Baja.

En plena investigación sobre la gestión de la pandemia, Bolsonaro siguió repitiendo las acusaciones de fraude del sistema de voto electrónico de Brasil, pero sin presentar ninguna prueba. El Tribunal Supremo de Brasil lo citó para que sustentara con pruebas la denuncia, y Bolsonaro se vio obligado a admitir que no podía aportarlas. Los analistas piensan que esta es la estrategia que se utilizará en caso de que Bolsonaro perdiese la reelección el próximo año, muy parecido a lo que hizo Trump en EE.UU.

Por último, pero no menos importante, la celebración del Día de la Independencia se utilizó como escenario para un discurso muy inusual por parte de un presidente en el poder. Bolsonaro utilizó el desfile del 7 de septiembre como una muestra del apoyo que aún tiene, pese a su caída de popularidad y la de su Gobierno. En una carta publicada dos días después del evento, Bolsonaro dijo que se dejó llevar por el fervor del momento cuando llamó a un juez del Tribunal Supremo (Alexandre de Moraes) «malhechor» y dijo que su Gobierno ya no se adheriría a ningún fallo de la Justicia. Esta inusual muestra de desobediencia civil se produce después de que de Moraes iniciara una investigación a los hijos de Bolsonaro en relación con un medio de noticias falsas que acusa a la familia de dirigir desde las elecciones de 2018. Todos estos acontecimientos han elevado el nivel de ruido político y generado incertidumbre sobre la relación entre los tres poderes, penalizando así las perspectivas para la agenda de reformas, con las consiguientes consecuencias para la situación fiscal y las perspectivas de crecimiento.

Perspectivas de crecimiento e inflación

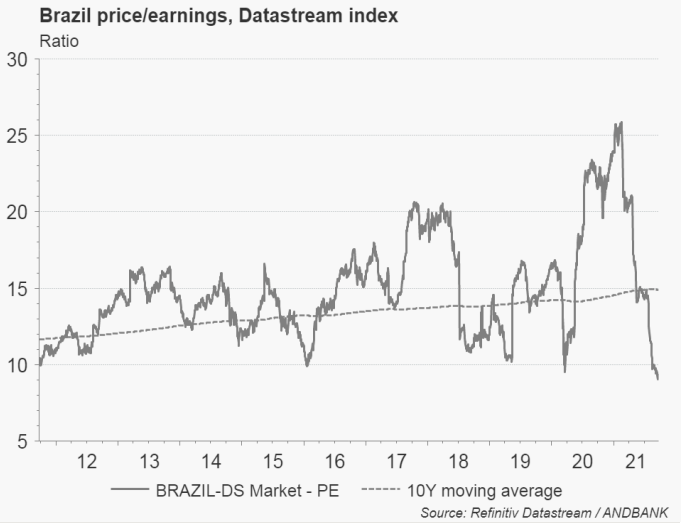
Ante esta inestable coyuntura, las perspectivas de crecimiento de Brasil han disminuido, mientras que las expectativas de inflación tienden al alza. La encuesta Focus realizada por el Banco Central de Brasil, con más de 100 participantes del mercado, muestra un deterioro en las previsiones de PIB, entre los informes de 30 de julio y 17 de septiembre, del 5,3% al 5,0% para 2021 y del 2,1% al 1,6% para 2022. En cuanto a la inflación, las previsiones para 2021 pasaron del 6,8% al 8,3%; y para 2022, del 3,8% al 4,1%. Tal y como se esperaba, este incremento de la inflación llevó al banco central a aumentar una vez más el tipo de interés de referencia, esta vez al 6,25% (una subida de 100 puntos básicos, y acumulada de 425 puntos básicos respecto al inicio de 2021). Los mercados están ajustando sus perspectivas, ya que entienden que el nivel de ruido político limitará la capacidad del Gobierno para negociar con el Congreso cualquier proyecto favorable desde un punto de vista fiscal o de crecimiento.

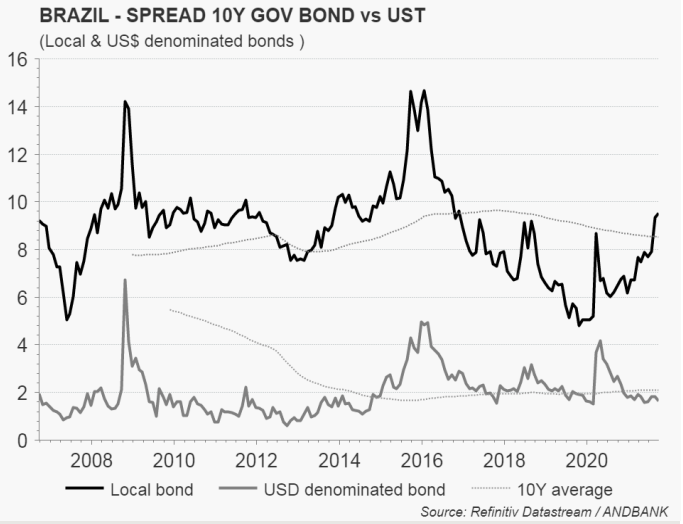
Campaña de vacunación

Como noticia alentadora, en Brasil ha cobrado fuerte impulso la campaña de vacunación y un 68% de su población está vacunada con al menos una dosis, lo que sitúa al país en noveno lugar del mundo, superando a EE.UU. y muy cerca de Israel. Por supuesto, habida cuenta de que se han priorizado las vacunas para administrar la primera dosis, únicamente el 38% de la población está totalmente vacunada, lo que sitúa a Brasil en 38ª posición mundial. No obstante, si el ritmo actual se mantiene, Brasil podrá haber vacunado a toda su población (excluidos menores) para principios de diciembre, lo que constituye una buena noticia.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL
Deuda soberana en BRL: NEUTRAL (rend. obj.: 8,80%; dif.: 700 pb)
Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 4,55%; dif.: 275 pb)
Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,30)





MÉXICO

Presupuestos prudentes para 2022 y una política monetaria más restrictiva

Banco central: más subidas en el horizonte

El banco central de México (Banxico) decidió, en un proceso muy polarizado, elevar el tipo de referencia al 4,50% (25 pb), con dos subidas más previstas para este año, la primera en la reunión de septiembre (25 pb). Se confirmaron las perspectivas negativas sobre la inflación para el horizonte en el que la política monetaria del banco central es eficaz, con un balance de riesgos para el crecimiento que también sigue siendo negativo y el temor a que los niveles actuales de inflación se prolonguen durante el resto del año.

Cifras económicas y fiscales

Las perspectivas de crecimiento para 2021 aumentaron de la mano de una previsiones más optimistas para la recuperación económica en EE.UU. y como resultado del efecto de base generado por la caída del PIB en 2020. Las perspectivas para los próximos años reflejan un regreso a la tendencia de crecimiento, mucho más cercana a la media de los últimos años (en torno al 2%). La inflación subió hasta el 5,87% interanual a mediados de septiembre (5,59% interanual en agosto), permaneciendo así por encima del objetivo a largo plazo de Banxico (3% más o menos un punto porcentual) durante seis meses. La presión sigue procediendo de los sectores de servicios y mercancías que forman parte del subíndice de inflación subyacente. Las perspectivas del mercado apuntan a que la inflación cerrará 2021 en un nivel cercano al 6% interanual.

Política y gestión de la pandemia

Se presentaron los Presupuestos para 2022, sobre los que el Secretario de Hacienda, Ramírez de la O, señaló que la recuperación económica se consolidará el próximo año y que se tuvieron en cuenta tres prioridades para la elaboración del programa: i) prudencia fiscal; ii) apoyo para el gasto social; iii) apoyo para proyectos prioritarios del Gobierno. En cuanto a los impuestos sobre los ingresos, se presentaron dos nuevos regímenes simplificados para personas físicas y jurídicas, mientras que para los gastos se prevé un aumento real del 1,5% interanual. Según los Presupuestos, el saldo primario se situará entre el 0% y el 0,4%, con una reducción déficit consolidado del 3,3% al 2,9%.

El Gobierno buscará usar los derechos especiales de giro (DEG) del FMI para pagar la deuda de Pemex (20% del PIB en la actualidad), que resulta más cara. Un mes después de que el FMI asignara a México 12.000 millones de dólares en DEG, el Tesoro compró 7.000 millones de dólares de las reservas internacionales de Banxico. La operación no está necesariamente relacionada con la asignación de los DEG, pero se produjo después de que López Obrador dijera que el Gobierno utilizaría los recursos del FMI para recomprar la deuda de Pemex.

El semáforo epidemiológico ya no es una referencia para la adopción de decisiones de política económica. Hasta la fecha se han administrado un total de 94 millones de dosis, un 33,2% de la población tiene la pauta completa y, el 48,29%, al menos una dosis.

Mercados financieros: mantenemos el optimismo sobre la renta variable

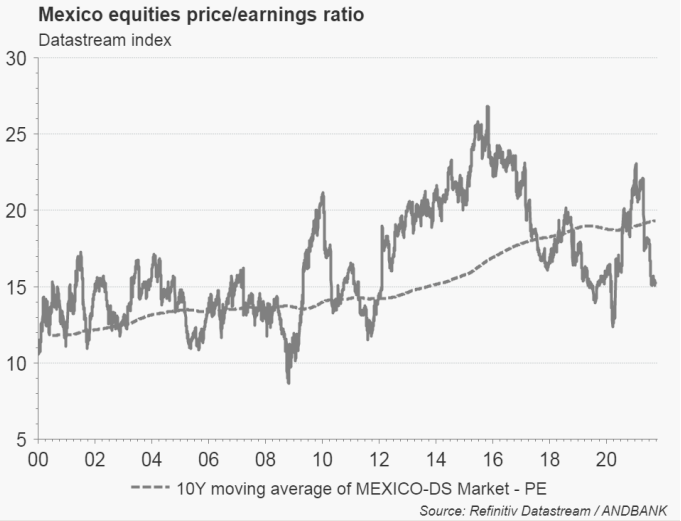
Renta variable. El entorno mundial sigue siendo propicio al mercado bursátil, ya que la recuperación de la economía estadounidense favorece al sector de materiales (Cemex) y a las empresas relacionadas con el consumo, que se benefician del aumento de las remesas (Walmex, por ejemplo). Por otro lado, el aumento de la inflación y de los tipos podría resultar ventajoso para las empresas del sector financiero.

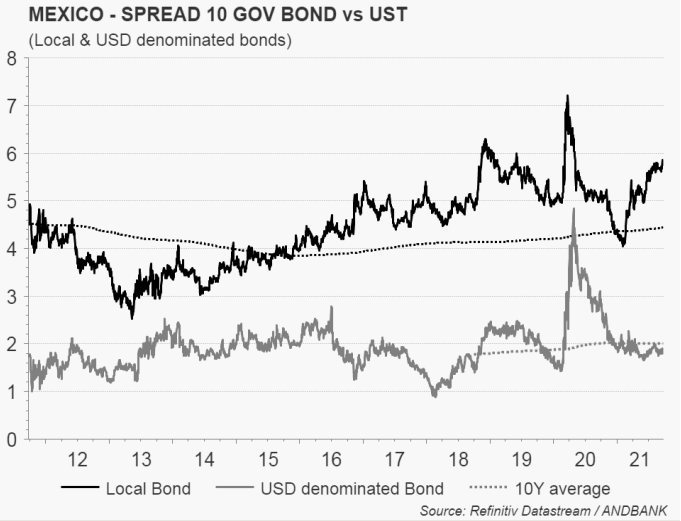
Renta fija y tipo de cambio. El diferencial entre los bonos emitidos en moneda local y los bonos del Tesoro de EE.UU. aumentó a 580 pb debido a la mayor pendiente de la curva del peso respecto al dólar, después de que Banxico subiera los tipos de interés tras el repunte de la inflación. Esperamos un diferencial similar para finales de año. En el caso de los bonos mexicanos denominados en dólares, el diferencial se redujo a 164 pb después de que el rendimiento del bono estadounidense a 10 años cayera de nuevo a 1,30%, manteniéndose en negativo con un objetivo de diferencial de 175 pb para final de año.

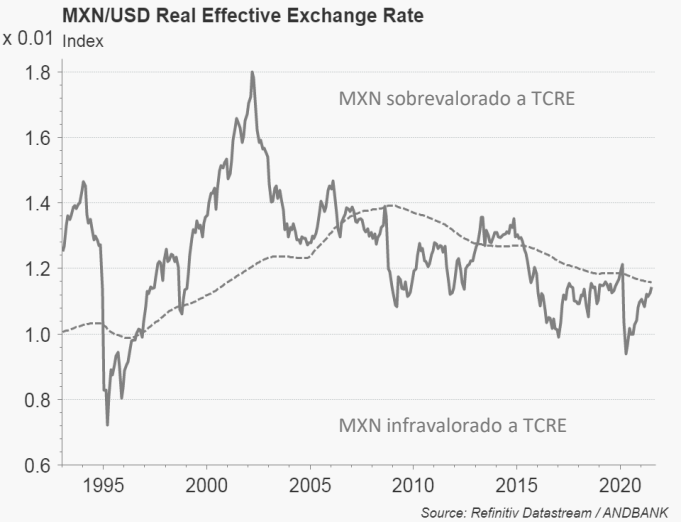
La volatilidad del tipo de cambio fue limitada y, en las últimas semanas, el peso cotizó en una horquilla de 19,85–20 pesos por dólar. En el segundo semestre debería pesar más la coyuntura externa, especialmente la evolución relativa de las políticas monetarias.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR
Deuda soberana en MXN: SOBREPONDERAR (dif.: 475 pb)
Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (dif.: 175 pb)
Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 20,5)







ARGENTINA

Las elecciones primarias provocan una crisis de Gobierno

Aunque el propósito de las primarias es elegir candidatos de cada partido político, también hacen las veces de encuesta de ámbito nacional. Los resultados revelan un drástico voto de castigo al Gobierno. A escala nacional, la coalición opositora Juntos por el Cambio (JPC) venció a la coalición en el poder, Frente de Todos (FDT), por 9 pp (40% frente a 31%). Para los peronistas, se trata de 17 pp menos que en las elecciones de 2019, mientras que JPC mantiene niveles similares. La polarización ha aumentado, candidatos tanto de izquierda como de derecha han obtenido resultados mejores de lo esperado y la votación parece más una protesta contra el Gobierno que un apoyo a JPC. La participación fue la más baja (67%) desde la recuperación de la democracia en 1983. En la carrera hacia el Senado la atención se centra en un número limitado de provincias en las que se disputan los escaños (8 de un total de 24). Si los resultados se repiten en noviembre, FDT perdería 4 senadores y, más importante, también la mayoría en el Senado (tendría 35 senadores, cuando se necesitan 37), lo que le obligaría a negociar con otros partidos (principalmente los provinciales) para conseguir sacar adelante proyectos de ley. El Gobierno también corre el riesgo de perder su mayoría simple en la Cámara Baja, ya que FDT tiene 117 escaños, solo uno más más que JPC, según sondeos de la prensa. La pérdida de la provincia de Buenos Aires probablemente supuso el mayor revés para la coalición gobernante (38% para JPC y 33,7% para FDT), dado que la provincia ha sido históricamente un bastión del peronismo y representa 35 de los 127 escaños de la Cámara Baja en disputa.

¿Qué cabe esperar de las elecciones de noviembre? Parece poco probable que FDT pueda recuperarse. El aumento de la participación probablemente conducirá a un mayor porcentaje de votos para JPC si se repite el patrón de las últimas tres elecciones. Dado que JPC ha celebrado primarias competitivas en 18 provincias, podría sufrir una fuga de votos en noviembre, pero la buena dinámica ayudará a mitigar ese riesgo.

Remodelación del Gobierno tras la dura carta de CFK

Después de los resultados de las elecciones primarias, comenzó una feroz disputa en el seno de la coalición gobernante. Todo empezó con fuertes críticas contra el presidente por parte de funcionarios cercanos a Cristina Fernández de Kirchner (CFK), lo que provocó la dimisión no oficial de ministros kirchneristas. El momento de más tensión llegó con la publicación de una carta de CFK en la que recordaba al presidente que fue ella (y solo ella) quien le propuso a candidato presidencial en 2019 con la convicción de que era lo mejor para el país, pidiendo al presidente que honrara esa decisión. Asimismo, criticó la austeridad presupuestaria aplicada por el Gobierno, que, en su opinión, penalizaba la actividad económica y la sociedad y ha sido la principal causa de la derrota electoral. El resultado final fue la sustitución de varias figuras clave del Gobierno. Juan Manzur, gobernador de la provincia de Tucumán, es el nuevo Jefe de Gabinete, y la anterior persona en esta posición, Santiago Cafiero, es ahora Ministro de Asuntos Exteriores. Aníbal Fernández (histórico kirchnerista) se ha incorporado al Gobierno como Ministro de Seguridad y se han acometido cambios en Agricultura (Julián Domínguez), Educación (Jaime Perzyck) y Ciencia y Tecnología (Daniel Filmus). Por el momento no ha habido cambios en el equipo económico. El nuevo Gobierno tiene más peso político, pero está también más alineado con CFK.

Acontecimiento positivo: concluye la reestructuración de la deuda provincial

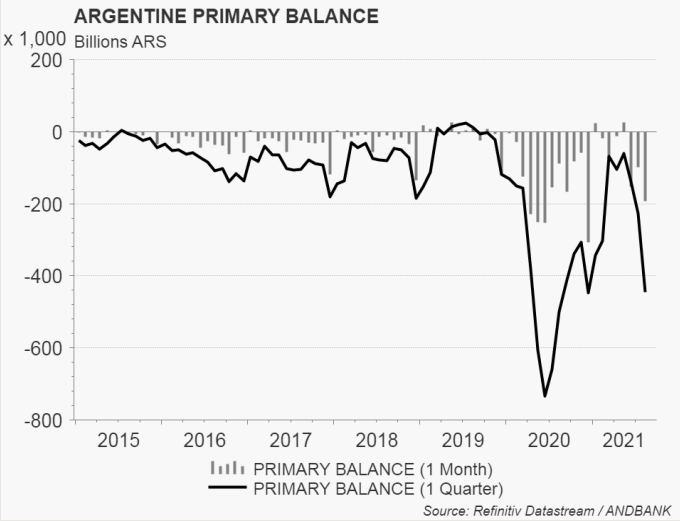
La provincia de Buenos Aires contó con el apoyo de los acreedores para canjear o sustituir el 97,66% (en dos series, no se alcanzaron los porcentajes de CAC) de su deuda por valor de 7.100 millones de dólares estadounidenses, poniendo fin a una situación de impago que ya duraba 16 meses. La provincia de La Rioja también llegó a un acuerdo con sus principales acreedores (63,7% pendiente) y se espera que concluya su reestructuración en los próximos días. Estas fueron las dos únicas provincias que permanecieron en situación de impago.

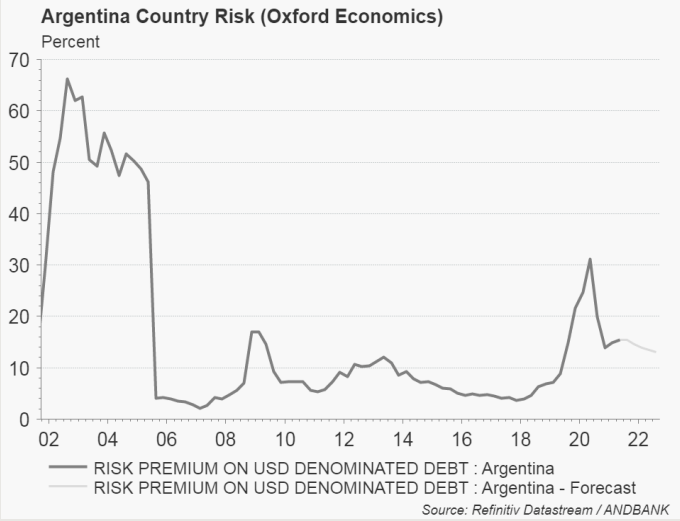
El IPC sigue ralentizándose, pero la inflación subyacente aún supera la general

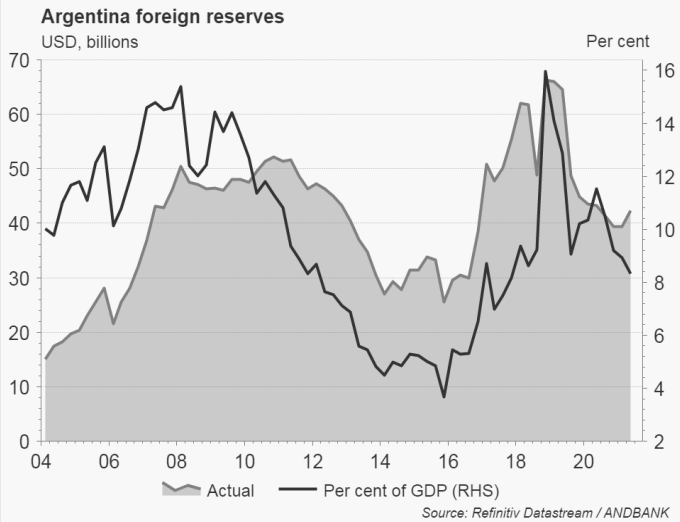
El IPC se desaceleró aún más en agosto, hasta el 2,5% (+51,4% interanual), por debajo de las expectativas del mercado (encuesta del BCRA: 2,8% interanual) y por debajo del 3% de julio. Los precios de alimentación explican la desaceleración de la inflación general (1,5% en agosto frente al 3,4% de julio). Si desglosamos las cifras por componentes, se observa que los precios estacionales y las tarifas reguladas (+0,6% y +1,1% en el mes, respectivamente) explican el descenso de la inflación general, ya que la inflación subyacente continúa siendo elevada, del 3,1% en el mes, a pesar de la caída de los precios de los alimentos.

Perspectivas de los mercados financieros

Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL
Tipo de cambio (USD/ARS): INFRAPONDERAR







ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis fundamental

Index	EPS 2020	Projected EPS 2021	Projected EPS 2022	EPS Fw 12 months	Target PE EPS nxt 12m	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Recomm	Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	139	188,7	210,0	205	22,00	4.443	4.499	1,3%	MW	4.949	11,4%
Europe - Stoxx Europe 600	17	27,2	28,3	28,0	18,00	455	503	10,5%	MW/OW	554	21,6%
Euro Zone - Euro Stoxx	16	26,9	28,2	27,8	18,00	458	501	9,4%	MW/OW	551	20,3%
Spain IBEX 35	227	500,0	616,0	586	18,00	8.908	10.550	18,4%	OW	11.605	30,3%
Mexico IPC GRAL	1.630	3.400,0	3.815,0	3.708	15,50	51.599	57.476	11,4%	OW	63.224	22,5%
Brazil BOVESPA	2.038	12.175	12.077	12.102	10,50	113.583	127.074	11,9%	MW	139.781	23,1%
Japan NIKKEI 225	1.025	1.468,0	1.618,0	1.579	19,00	30.184	30.008	-0,6%	UW	33.009	9,4%
China SSE Comp.	221	272,0	304,0	296	12,50	3.602	3.697	2,6%	UW	4.067	12,9%
China Shenzhen Comp	87	103,5	123,0	118	22,50	2.402	2.655	10,5%	MW	2.920	21,6%
India SENSEX	1.613	2.500,0	2.699,0	2.648	23,00	59.668	60.898	2,1%	MW/OW	66.988	12,3%
Vietnam VN Index	60	82,4	99,6	95	17,00	1.339	1.618	20,8%	MW/OW	1.780	32,9%
MSCI EM ASIA	36	46,5	51,5	50	16,00	683	804	17,8%	MW/OW	884	29,6%

ANDBANK ESTIMATES

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Perspectiva de riesgo. Valoración de Andbank: 1 (en un rango de ±7)

Agregado (neutral, con sesgo de sobreponderación). El posicionamiento y la confianza inversora son neutrales. El flujo de fondos invita claramente al optimismo. La valoración general se sitúa este mes en territorio ligeramente positivo.

Posicionamiento de mercado (neutral). La asignación de activos a renta variable ha aumentado en las carteras. La señal del ratio *Put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica, al haber disminuido respecto al mes pasado, un menor nivel de cobertura de las carteras. Por su parte, el nivel actual del índice *Skew* (una medida del riesgo «de cola» del S&P 500), situado en 150, refleja que el temor a una intensa corrección bajista en las cotizaciones sigue muy presente.

Análisis de flujo (sesgo de sobreponderación). Las entradas netas elevadas de fondos en renta variable estadounidense indican una tendencia positiva en la renta variable. También los mercados emergentes se beneficiaron de estos flujos.

Encuestas y análisis de opinión (neutral). La confianza inversora acabó normalizándose en torno al nivel neutral.

ANÁLISIS TÉCNICO

Escenario de tendencias. Soportes y resistencias

	Name	Refinitiv Ticker	View 1 month	Principal Support 12M	Principal Resistance 12M	Support 1 month	Resistance 1 month	Target (TA) 12M	@	Return to Target (TA)
INDICES	Euro Stoxx Index	.STOXXE	Lateral bearish	375,63	469,25	437,06	475,48	451,66	462,83	-2,41%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	Lateral bearish	338,57		430,03	476,16	486,45	461,84	5,33%
	Ibex	.IBEX	Lateral bearish	7.663,50	9.676,00	8.252,00	9.055,50	9.717,40	8.760,90	10,92%
	S&P	.SPX	Lateral bearish	3.209,00		4.233,00	4.545,85	4.571,26	4.432,99	3,12%
	Japón	.N225E	Lateral bullish	24.448,00	38.957,00	29.128,00	33.344,00	32.817,46	30.500,05	7,60%
	China	.SZSC	Lateral bearish	1.744,00	3.156,96	2.330,85	2.511,97	2.441,00	2.446,05	-0,21%
	India	.BSESN	Lateral bullish	35.987,00		53.290,00			59.015,89	
	Brasil	.BVSP	Lateral bearish	90.147,00		107.319,15	121.974,21		111.439,37	
	México	.MXX	Lateral bearish	35.652,42	50.603,00	50.268,45	53.400,27	52.714,31	51.307,71	2,74%
OTROS	Oil West Texas	WTCLc1	Lateral	34,49	76,90	61,65	76,90	76,90	72,02	6,78%
	Gold	XAU=	Bearish	1.659,00	2.072,49	1.684,37	1.832,40	1.897,13	1.754,16	8,15%
	Treasury 10Y USA	US10YT=RR	Lateral	0,5040%	1,9730%	1,2099%	1,4280%		1,3625%	
	Bund 10Y Germany	DE10YT=RR	Lateral bullish	-0,9090%	-0,1420%	-0,4560%	-0,1420%		-0,2805%	

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%.

ENERGÍA – PETRÓLEO

Opinión fundamental (WTI). Banda objetivo: 60-70 USD/barril.

Comprar por debajo de 60 USD; vender por encima de 70 USD.

Factores a corto plazo

***(Negativo para el precio)* – El reciente aumento del precio del petróleo se explica por factores temporales.** Los directores de compras están reponiendo sus inventarios de crudo tras las interrupciones provocadas por huracanes. Los *hedge funds*, por su parte, compraron 41 millones de barriles netos en los seis contratos principales en la semana hasta el 14 de septiembre, elevando con ello las compras totales en las tres últimas semanas, tras el huracán Ida, a 116 millones de barriles. En términos netos, las compras de la semana pasada incluyeron 27 millones de barriles de WTI y 19 millones de barriles Brent. La tendencia alcista se mantiene fuerte, sin ser excepcional, aunque la tendencia bajista casi ha desaparecido: el nivel de posiciones cortas en los seis contratos no era tan bajo desde el 19 de diciembre.

***(Negativo para el precio)* – Auge de las exportaciones de combustibles y productos petroquímicos pese a las estrictas sanciones de EE.UU.** La imposición de sanciones en 2018 a la industria del petróleo y gas de Irán paralizó su exportación de crudo, pero no las ventas de combustibles y productos petroquímicos, ascendiendo las exportaciones de estos productos en 2020 a casi 20.000 millones de USD (una cifra que dobla la de sus exportaciones de crudo). El artículo señala que estas exportaciones se han revelado mucho más difíciles de rastrear y que hay más compradores de productos refinados que importadores capaces de procesar crudo iraní. Y añade que esta dinámica puede dejar a Irán bien posicionado para ampliar sus ventas rápidamente en Asia y Europa en caso de que EE.UU. levantase las sanciones.

***(Negativo para el precio)* – Una supervisión más estricta de las refinerías independientes en China podría limitar la dinámica de las importaciones chinas.** Según Platts, China ha estado endureciendo la inspección de las refinerías independientes en los últimos años, con duras medidas para acabar con irregularidades fiscales y el comercio ilícito de cuotas, lo que ha obligado a algunas a reducir la utilización de su capacidad productiva o incluso a plantearse suspender la actividad. El artículo señala que esto probablemente afectará de alguna manera a los volúmenes de importación de crudo en el corto plazo, puesto que las refinerías más pequeñas pugnan por sobrevivir, pero considera que la ampliación general de la capacidad de refino debería acabar contrarrestando esos efectos en el largo plazo.

***(Negativo para el precio)* – Los ambiciosos objetivos climáticos de Biden pasan a segundo plano ante la realidad política.** Si bien el gobierno de Biden se comprometió en abril a reducir a la mitad las emisiones de gases de efecto invernadero de EE.UU. para 2030 y, por tanto, a recortar la producción de energía a partir de fuentes fósiles, los Demócratas se plantean recortar los objetivos y las inversiones en energías *verdes* en la redacción del proyecto presupuestario que están consensuando los grandes partidos, por un importe que ascendería a 3,5 billones de USD. Si Washington incumpliese su compromiso para noviembre, cuando las potencias mundiales se reúnan en la cumbre climática convocada en Glasgow otros países podrían ser reacios a asumir sus propios compromisos. El gobierno de Biden retomó los compromisos del acuerdo de París sobre el clima, pero no ha dejado de respaldar múltiples proyectos de infraestructuras de petróleo y gas y ha acelerado la tramitación de permisos de perforación en este campo.

***(Neutral para el precio)* – El ministro del Petróleo de los Emiratos Árabes Unidos (EAU), Suhail Al-Mazrouei, declaró que la OPEP y sus aliados no tenían necesidad de modificar el actual acuerdo de producción.** Al-Mazrouei afirmó que el mercado seguirá equilibrado hasta el final del primer trimestre de 2022, con un precio del petróleo ligeramente por encima de los 70 dólares el barril, si la OPEP+ mantiene el plan de incorporar 400.000 bpd de producción cada mes. El grupo se reúne el 4 de octubre para decidir cuál será el nivel de producción a partir de noviembre.

***(Neutral para el precio)* – El ministro del Petróleo de Irak coincide en prever que el precio rondará los 70 USD/barril en el primer trimestre de 2022,** manteniéndose equilibrado el mercado por el constante aumento de la oferta de la OPEP+ y por la continuidad de la recuperación de la demanda tras la pandemia. También afirmó, con todo, que aún era pronto para saber si la OPEP+ se atendría en su próxima reunión del 4 de octubre al plan de aumentar en 400.000 bpd la producción de crudo en noviembre, ya que la semana pasada la AIE revisó a la baja la demanda de petróleo prevista para 2021 en 110.000 bpd, dejándola en 5,2 Mbpd; aun así, elevó la previsión de demanda para 2022 hasta los 99,4 Mbpd (desde 96,2 Mbpd).

***(Positivo para el precio)* – Teherán sustituye a su principal negociador nuclear por un crítico del acuerdo de 2015.** Según Bloomberg, Irán sustituyó a su principal negociador internacional Abbas Araghchi por Ali Bagheri Kani, alto diplomático nuclear entre 2007 y 2013 durante la presidencia de Mahmoud Ahmadinejad, partidario de la línea dura, y que mantuvo infructuosas conversaciones nucleares con Occidente. El artículo señala que no está claro si Bagheri Kani asumirá el papel de Araghchi en las conversaciones nucleares que venían celebrándose en Viena (y que se suspendieron tras la elección en junio del presidente Raisi, de la línea dura) con el objetivo de que Irán retornase al pacto de 2015 en materia de energía nuclear.

***(Positivo para el precio)* – El centro-izquierda se impone en las elecciones noruegas, suscitándose incertidumbre sobre el futuro de la industria petrolera.** La oposición de centro-izquierda ganó, según se esperaba, las elecciones en Noruega, según confirmó el primer ministro conservador Solberg, previéndose que el líder laborista Store se convertirá en el nuevo primer ministro. Sin embargo, según Reuters, Store tendrá que formar gobierno de coalición, probablemente con los partidos del Centro y los Socialistas, y la política petrolera bien podría ser un punto contencioso en la negociación. En efecto, Store, cuyo partido aboga por una transición que reduzca gradualmente la producción de petróleo, podría tener que convencer a sus posibles socios para que transigiesen con sus objetivos de limitar la exploración.

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 (de modo que el coste de oportunidad de las fuentes alternativas de energía continúe 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

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 siempre han de 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).

El oro está barato respecto al paladio: La relación oro / paladio está en 0,76, muy por debajo de su promedio de 20 años de 1,84x, lo que sugiere que el oro es muy barato en relación con el paladio, o que el paladio es incluso más caro que el oro

Factores negativos para el oro

El oro es caro en relación con la plata. El ratio oro / plata está en 77,15x, por encima de su promedio de 20 años de 66,43 veces, lo que sugiere que el oro es caro en relación con la plata. Para que esta relación alcance su promedio de largo plazo, asumiendo que la plata tiene un precio más ajustado que el oro (lo cual es muy probable), entonces el precio del oro debería ascender a US $ 1.506 / oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, situada en 23,15, supera con creces su promedio de los últimos 20 años de 18,09x. Considerando nuestro valor razonable por fundamentales para el petróleo WTI de 65 USD/barril, y suponiendo que la utilidad funcional de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.175 USD/oz para que esa relación continuara cerca del promedio de largo plazo.

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,17816 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 1.485 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.035 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.180 USD/onza.

Las tres amenazas identificadas que podrían terminar con el repunte del oro no parecen ya tan distantes: ¿Cuáles son estas tres amenazas? El rally del oro en el periodo 1976-80 terminó cuando las tasas cortas de Estados Unidos se elevaron para frenar la inflación, lo que provocó una subida del USD. En el rally del oro de 1985-88 terminó cuando Alemania se retiró del acuerdo Accord Plaza y las tasas estadounidenses comenzaron a subir las tasas (lo que provocó una subida también del dólar estadounidense). En el período 2001-11 (en el que el precio del oro se disparó de $ 300 a $ 1.800 / oz), las políticas de "armas y mantequilla" para los emergentes del presidente George W. Bush impulsaron un aumento de los mercados emergentes, que se convirtieron en nuevos compradores de oro. Esto terminó en 2011, cuando el USD comenzó a fortalecerse. Por lo tanto, las únicas cuatro amenazas para el mercado alcista del oro parecen ser: 1) Tasas nominales más altas. 2) USD más fuerte. 3) Una subida de tipos reales. 4) una pérdida de impulso o momentum. Pero, ¿cuán real y peligroso es cada uno de estos riesgos hoy, y que podrían poner fin abruptamente al rally del oro?

Riesgo Nº1. Tasas nominales más altas (RIESGO MEDIO): Aunque hace unos meses parecía imposible pensar en alzas de tasas por parte de las autoridades monetarias, esta es una posibilidad que va ganando terreno cada día que pasa.

Riesgo Nº2. Un USD más fuerte (RIESGO MEDIO): El saldo de la cuenta corriente de EE. UU. ha ido mejorando gradualmente, lo que ha provocado una escasez de dólares y un aumento de su precio (negativo para el oro). Con una visión a más largo plazo, no prevemos un salto en el saldo de la cuenta corriente de EE. UU. que impulse drásticamente al USD. Más bien, el saldo (déficit) podría permanecer estable en alrededor del 2% del PIB y mantener al USD bien apoyado pero estable, lejos de un fuerte repunte que podría terminar con el mercado alcista del oro. Sin embargo, una FED más decidida en su estrategia de salida (Tapering) podría provocar una cierta escasez del USD, lo que tendría un efecto muy negativo en el precio del oro.

Riesgo Nº3. Un aumento de las tasas reales (BAJO RIESGO): Incluso si las tasas nominales suben, la única forma en que los países de la OCDE pudieran experimentar un aumento de las tasas reales sería a través del colapso de la tasa de inflación. ¿Pero cómo? Un resultado tan deflacionario podría ser provocado por un colapso permanente del precio de la energía, un colapso de los bienes raíces o incluso un colapso del renminbi. Hay pocos indicios de que se estén produciendo estos choques en este momento. Teniendo esto en cuenta, parece que un aumento de las tasas reales no es una amenaza inmediata.

Riesgo Nº4. Mirando la historia, el mercado alcista del oro generalmente se alimenta de su propio impulso durante bastante tiempo, y solo termina cuando enfrenta tasas nominales más altas, un aumento en las tasas reales, o un USD más fuerte. Me parece razonable dar una pequeña alarma. o señal de que podríamos estar cerca de un giro en la tendencia del oro (hacia la baja), ya que el oro ha perdido totalmente su impulso, y con él, un momentum que se refuerza a sí mismo. Una visión constructiva podría ser que, tal vez, el mundo emergente podría recrear un ciclo propenso al oro, como el experimentado en 2001-2011. En el período 2001-2011, fue la nueva riqueza que se estaba creando en los mercados emergentes, con una fuerte afinidad por el oro, lo que hizo subir los precios del oro. Por el contrario, en la década 2011-2020, la mayor parte de la riqueza mundial se ha creado en EE. UU. (Por personas con escaso interés en el oro) y el crecimiento de los mercados emergentes ha sido mucho más moderado. Si los mercados emergentes vuelven a prosperar, liderados por Asia, esto podría ser un viento de cola para el oro. Pero de momento no tenemos una opinión clara sobre Asia, arrastrada por China, y amenazada por una posible escasez de dólares (fruto del Tapering).

TIPOS DE CAMBIO

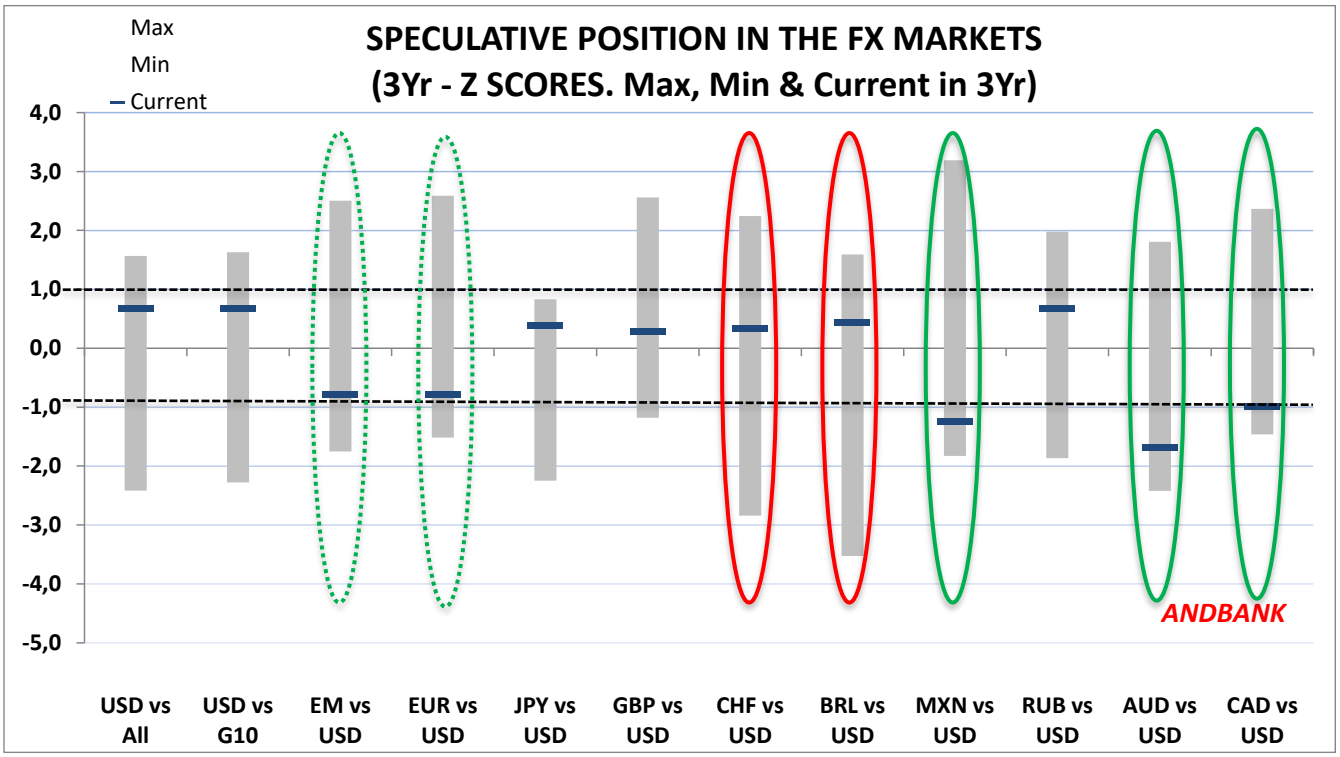
Análisis de flujos y objetivos fundamentales

EUR-USD: Target 1.19 (Buy USD at 1.23, Sell USD at 1.16).
USD-JPY: Target 110; **EUR-JPY**: Target 131,3 (Neutral the JPY using Z-Score)
GBP-USD: Target 1.42; **EUR-GBP**: Target 0.84 (Neutral-Negative the GBP using Z-Score)
USD-CHF: Target 0.93; **EUR-CHF:** Target 1.10 (Neutral the CHF using Z-Score)
USD-MXN: Target 20,5; **EUR-MXN:** Target 24,4 (Positive the MXN using Z-Score, but negative using a fundamental approach)
USD-BRL: Target 5.30; **EUR-BRL:** Target 6.31 (Neutral the BRL using Z-Score)
USD-ARS: Target 140
USD-INR: Target 74
CNY: Target 6.35
RUB: NEUTRAL
AUD: POSITIVE
CAD: POSITIVE

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	13,45	5,03	32,1	-28,2	0,8	**0,68**
USD vs G10	13,71	5,18	32,7	-25,4	1,7	**0,68**
EM	0,26	0,16	3,9	-0,8	1,3	**-0,79**
EUR	1,77	-1,85	23,4	-8,6	9,0	**-0,79**
JPY	-6,42	1,19	0,6	-15,0	-8,0	**0,37**
GBP	-0,02	1,42	4,3	-6,5	-0,8	**0,29**
CHF	-1,25	-1,81	1,8	-6,0	-1,9	**0,33**
BRL	0,11	-0,14	0,7	-0,8	-0,1	**0,44**
MXN	-0,47	0,12	3,3	-0,7	1,0	**-1,24**
RUB	0,62	0,18	1,2	-0,3	0,4	**0,68**
AUD	-6,19	-2,08	6,1	-6,2	-0,7	**-1,69**
CAD	-2,18	-2,64	6,1	-5,0	0,6	**-1,00**

ANDBANK

Positive
Neutral-Positive
Neutral-Negative
Negative



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

TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Equity	USA - S&P 500	-1,9%	18,3%	4.443	4.499	1,3%
	Europe - Stoxx Europe 600	-3,6%	15,9%	456	503	10,5%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-2,8%	16,9%	458	501	9,4%
	SPAIN - IBEX 35	0,5%	11,5%	8.911	10.550	18,4%
	MEXICO - MXSE IPC	-1,9%	17,1%	51.599	57.476	11,4%
	BRAZIL - BOVESPA	-5,1%	-4,6%	113.583	127.074	11,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	8,6%	10,0%	30.184	30.008	-0,6%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	2,1%	3,7%	3.602	3.697	2,6%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-1,6%	3,1%	2.402	2.655	10,5%
	INDIA - SENSEX	4,9%	25,8%	59.668	60.898	2,1%
	VIETNAM - VN Index	0,8%	21,3%	1.339	1.618	20,8%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,1%	-4,3%	683	804	17,8%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,9%	-4,2%	1,53	1,80	-0,6%
	UK 10 year Gilt	-3,4%	-6,3%	1,00	0,80	2,6%
	German 10 year BUND	-2,0%	-3,5%	-0,19	**0,00**	-1,7%
	Japanese 10 year Govie	-0,4%	-0,4%	0,07	0,25	-1,4%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-1,3%	-3,2%	0,44	0,60	-0,8%
	Italy - 10yr Gov bond	-1,9%	-2,3%	0,85	0,75	1,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	-1,5%	-2,7%	0,33	0,60	-1,8%
	Ireland - 10yr Gov bond	-2,1%	-4,2%	0,17	0,40	-1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	-1,0%	-1,1%	0,81	1,60	-5,5%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,1%	-0,1%	48,94	55	-0,2%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-0,3%	1,4%	242,69	250	1,7%
	Credit USD IG - CDX IG	-0,1%	-0,1%	50,90	68	0,0%
	Credit USD HY - CDX HY	-0,3%	1,8%	291,90	298	2,7%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-8,7%	-33,6%	17,88	17,00	24,9%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,6%	-6,8%	7,29	6,60	12,8%
Fixed Income Asia (Local curncy)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	1,2%	6,25	**5,10**	15,5%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,4%	1,7%	6,23	6,00	8,0%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-2,6%	-10,0%	4,49	4,75	2,4%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,0%	4,6%	2,87	**2,40**	6,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-1,7%	-4,2%	3,43	4,25	-3,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-2,0%	-4,9%	1,80	2,50	-3,8%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,2%	-5,3%	1,56	2,50	-5,9%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-2,8%	-3,1%	2,16	2,90	-3,8%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-1,0%	0,42	1,35	-7,1%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-1,9%	-12,0%	7,24	7,55	4,7%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,8%	-2,7%	3,18	3,55	0,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-5,6%	-28,0%	11,06	9,80	21,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-2,4%	-5,6%	4,45	4,55	3,6%
Commodities	Oil (WTI)	10,2%	57,2%	76,3	60,00	-21,3%
	GOLD	-4,1%	-8,5%	1.735,2	1.900	9,5%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-1,0%	-4,4%	1,168	1,19	1,9%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,1%	-0,5%	1,36	1,42	4,0%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,1%	-4,0%	0,86	0,84	-2,1%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,2%	4,9%	0,93	0,93	-0,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,2%	0,3%	1,08	1,10	1,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	1,3%	7,9%	111,39	110,37	-0,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,4%	3,1%	130,11	131,34	0,9%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,5%	1,8%	20,23	20,50	1,3%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-0,5%	-2,6%	23,61	24,40	3,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	4,0%	3,8%	5,39	5,30	-1,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	3,0%	-0,7%	6,30	6,31	0,2%
	USDARS (price of 1 USD)	1,0%	17,1%	98,43	140,00	42,2%
	USDINR (price of 1 USD)	1,1%	1,5%	74,10	74,00	-0,1%
	CNY (price of 1 USD)	-0,1%	-1,0%	6,46	6,35	-1,6%

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

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION

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.