

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Julio de 2021

Análisis corporativo

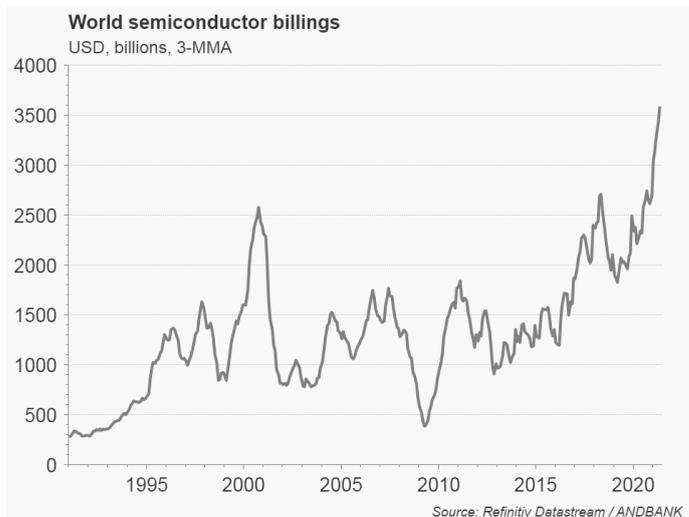
Julio de 2021

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



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



Página 2

RENTA VARIABLE

INDEX	CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Recomm	Exit Point	Max. Risk Premium	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	4.320	4.386	1,5%	MW/OW	4.825	1,10	11,7%
Europe - Stoxx Europe 600	456	465	2,0%	MW	511	1,10	12,2%
Euro Zone - Euro Stoxx	454	462	1,6%	MW	508	1,10	11,8%
Spain IBEX 35	8.932	9.957	11,5%	MW/OW	10.953	1,10	22,6%
Mexico IPC GRAL	50.377	53.310	5,8%	OW	58.641	1,10	16,4%
Brazil BOVESPA	125.666	127.322	1,3%	UW	140.054	1,10	11,4%
Japan NIKKEI 225	28.707	29.321	2,1%	MW/OW	32.253	1,10	12,4%
China SSE Comp.	3.520	3.601	2,3%	MW	3.961	1,10	12,5%
China Shenzhen Comp	2.397	2.549	6,3%	MW/OW	2.804	1,10	17,0%
India SENSEX	52.344	57.195	9,3%	OW	62.914	1,10	20,2%
Vietnam VN Index	1.417	1.547	9,2%	OW	1.702	1,10	20,1%
MSCI EM ASIA	747	785	5,1%	MW	863	1,10	15,6%

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	US Treasury 10 year Govie	1,46	1,80	-1,3%
Core countries	UK 10 year Gilt	0,72	0,80	0,0%
	German 10 year BUND	-0,21	0,25	-3,9%
	Japanese 10 year Govie	0,04	0,25	-1,7%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,39	0,85	-3,3%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	0,80	1,00	-0,8%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,35	0,85	-3,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,15	0,65	-3,9%
	Greece - 10yr Gov bond	0,82	1,85	-7,4%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	46,56	55	-0,3%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	230,50	250	1,2%
	Credit USD IG - CDX IG	47,80	63	0,2%
	Credit USD HY - CDX HY	273,57	287	2,5%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	16,81	17,00	15,3%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	7,16	6,60	11,6%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,52	5,50	14,7%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	6,04	5,50	10,4%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,99	4,75	-2,1%
	China - 10yr Gov bond (local)	3,08	2,60	6,9%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	3,24	4,25	-4,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,55	2,50	-6,1%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,54	2,50	-6,2%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,00	2,90	-5,2%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,39	1,35	-7,3%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	7,02	6,80	8,8%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,09	3,55	-0,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	9,20	8,80	12,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,04	4,55	0,0%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Commodities	Oil (WTI)	75,1	60,00	-20,1%
	GOLD	1.774,8	1.900	7,1%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,183	1,19	0,6%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,37	1,41	2,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,86	0,84	-2,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,93	0,89	-4,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,10	1,06	-3,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	111,62	108,00	-3,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	132,02	128,52	-2,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	20,02	21,00	4,9%
	EURMXN (price of 1 EUR)	23,68	24,99	5,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,05	5,30	5,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	5,97	6,31	5,6%
	USDARS (price of 1 USD)	95,76	140,00	46,2%
	USDINR (price of 1 USD)	74,86	74,00	-1,1%
	CNY (price of 1 USD)	6,48	6,25	-3,6%





COYUNTURA MACROECONÓMICA

EE.UU.

La curva de tipos se aplanan tras previsiones menos acomodaticias. El entorno continúa favoreciendo a la renta variable.

La pandemia se contiene, pero el objetivo de plena vacunación se retrasa

El porcentaje de población que ha recibido la pauta completa de la vacuna es ahora del 45,4% y, el de aquellos a quienes se ha inyectado al menos una primera dosis, del 53,6% (ambas cifras se han incrementado en 7 p.p. respecto al mes pasado). El 77,3% de la población de 65 años y más está plenamente vacunada, lo que ha conducido a una disminución de las hospitalizaciones y de las tasas de mortalidad.

Política fiscal

El plan de infraestructuras del gobierno de Biden se topó con resistencias en el Senado. El gobierno propuso un plan de infraestructuras cuyo coste rondaba 2 billones de USD, pero el Senado solo aprobó el gasto ligado a infraestructuras tradicionales, considerando innecesario el asociado a las no tradicionales (vehículos eléctricos, energías renovables y banda ancha). Desde entonces las no tradicionales han ido ganando apoyos en ambos partidos un plan de infraestructuras que se dotaría con casi 1 billón de USD. El mayor escollo para que se aprobase un proyecto de ley de infraestructuras más amplio con el respaldo de ambos partidos es su financiación, ya que los Republicanos se oponen a elevar (del 21% al 28%) el tipo fiscal nominal que grava los beneficios de las empresas y, los Demócratas, a vincular el impuesto sobre los carburantes a la inflación.

El dato de inflación general es alto, pero las expectativas comienzan a ceder

La cifra del IPC de mayo, alta otro mes más (+0,6%), llevó la inflación interanual al +5%. Estuvo impulsada por mayores precios de camiones y automóviles de segunda mano (+7,3%), que representaron aproximadamente una tercera parte del alza mensual, y por los de sectores sensibles a la evolución de la pandemia, como tarifas aéreas (+7,0%) o de estacionamiento (+1,3%) y ropa (+1,2%). El resto de la inflación general (excluidos sectores afectados por la pandemia) supuso 0,35 p.p. (de estos, 0,24 p.p. rentas de alquiler), dando muestras de fortaleza subyacente. Los ingresos salariales medios por hora aumentaron el 1,9% interanual (ocio, restaurantes y hoteles, el +3,7% interanual), lamentándose las empresas de la escasez de mano de obra. La respuesta de algunos gobiernos estatales fue comenzar a suprimir prestaciones por desempleo, habiendo declarado el gobierno federal que dejaría de proporcionar ayudas entre el tercer y cuarto trimestres de 2021. Esta medida se propone incentivar la vuelta al trabajo de la población desocupada que, por beneficiarse de estas ayudas, elige no hacerlo.

La Reserva Federal estadounidense

La Fed mantuvo la orientación de su política, con los tipos de interés sin cambios y las compras de activos en 120.000 millones de USD al mes. El comunicado informativo apenas ha cambiado desde abril: sigue expresando que la inflación estaría impulsada en gran parte por «factores transitorios», pero admitiéndose ya que había dejado de estar «persistentemente por debajo» del objetivo a largo plazo del FOMC del 2% (la frase está ahora en pasado). El protagonismo lo tuvo el «diagrama de puntos», que sorprendió por la magnitud del cambio, ya que ahora el punto medio corresponde a dos previsiones de tipos de interés más altos para finales de 2023 (cuando antes no se preveía ninguna). Powell afirmó que la reunión de junio podría considerarse como un «hablar de que hablaremos» en moderar gradualmente la oferta monetaria (*tapering*), reiterando que el progreso económico aún quedaba «muy lejos» y se anunciaría con anticipación para garantizar que el proceso fuera «ordenado, metódico y transparente».

Mercado de renta fija y curva de rendimientos

Los precios de los bonos reaccionaron enérgicamente al anuncio de la Fed, pero al final de la semana la curva de rendimientos se había aplanado significativamente, con los rendimientos de los valores con vencimientos a más largo plazo cayendo bruscamente de nuevo al 1,44% (al hacerlo en 10,1 puntos básicos las expectativas de inflación). Por otro lado, los rendimientos a 5 años terminaron la semana con un aumento de 13,6 pb, hasta el 0,87%. En conjunto, eso dejó la curva de rendimientos entre los bonos a 5 y 30 años en los niveles de finales de septiembre, después del mayor aplanamiento semanal de la curva (-26,1 pb) en casi diez años. Seguimos infraponderados en duración, con un objetivo de final de año del 2%.

Los diferenciales de la renta fija privada y de los bonos de alto rendimiento alcanzaron el nivel objetivo que preveíamos para final de año, ya que repuntaron al hacerlo casi todas las clases de activos de riesgo gracias a los estímulos fiscal, monetario y de vacunación. Los tres estímulos persisten, avalando un estrechamiento adicional de los diferenciales. Sin embargo, los tres serán menos fuertes en el segundo semestre del año que en el primero, además de que el nivel de valoración está ahora más ajustado que a principios de año. Consideramos que es probable que entremos en un período en el que el rango de variación será limitado durante un tiempo, por lo que mantenemos sin cambios el objetivo del diferencial para final de año.

Mercado de renta variable

En lo que llevamos de 2021 el S&P 500 acumula una subida del 13,27% y, el Nasdaq, del 10,09%. El nivel actual del S&P 500 es de 4.225 puntos. En mayo el subíndice de acciones de valor (S&P 500 Value) ganó un 2,41%, mientras que el de crecimiento (S&P 500 Growth) perdió un 0,89%. Mantenemos un posicionamiento neutral ante los distintos sectores y elevamos el punto de salida a 4.812 puntos.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (S&P): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo UST 10 años: 1,80%)

Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL-INFRAPOND. (diferencial objetivo: 115 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPOND. (diferencial objetivo: 330 pb)

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL

US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

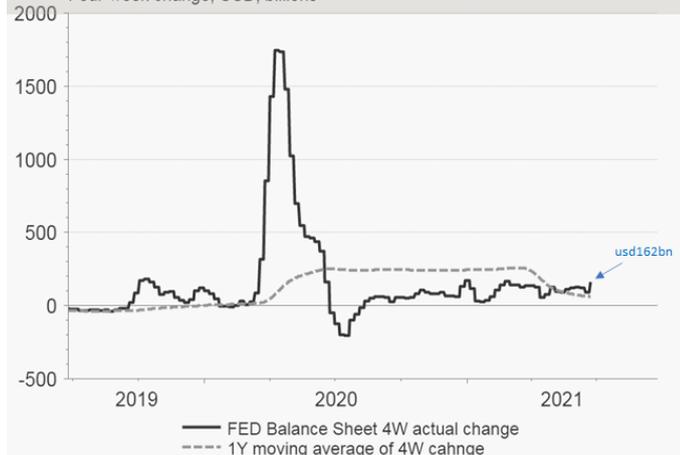
Equity Yield & UST Yield



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Federal Reserve balance sheet

Four-week change, USD, billions



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



EUROPA

Se mantiene el apoyo del BCE; recuperación rápida de la economía e inflación más alta, pero contenida.

Europa recupera terreno en el proceso de vacunación

Los «casos» de positivos en tests disminuyen en toda Europa (salvo Reino Unido, donde se extiende la variante delta del coronavirus) al desplegarse rápidamente el proceso de vacunación (el 57,4% de adultos ha recibido al menos una dosis). Buenas noticias para el turismo al arrancar la temporada estival, pues Europa permite entrar a los ciudadanos de EE.UU. (incluso a los no vacunados). Algunos contratiempos derivados de la variante delta (dominante en Portugal, con focos en Alemania, Francia y España) han provocado que se retrase la reapertura del Reino Unido.

Desde consideraciones macroeconómicas, las encuestas siguen siendo favorables, con mejoras notables y lógicas en el sector servicios (PMI junio: 58; mayo: 55,2). La inflación continúa sorprendiendo al alza (+2% interanual), si bien en niveles significativamente inferiores a los de EE.UU., y sin presiones salariales apreciables. Por fin ha comenzado a llegar la financiación del programa de fondos de recuperación pandémica (NGEU) y en los próximos meses, a medida que los recursos se distribuyan entre los miembros de la UE (el primer tramo del 13% se desembolsará en 2021), irán llegando noticias positivas. En el ámbito de las relaciones exteriores, la visita de Biden a Europa señaló el retorno de la diplomacia estadounidense, coordinándose mejor ambas ahora ante China.

En Alemania, de cara a las elecciones a canciller en septiembre, las últimas encuestas revelan mayor intención de voto para CDU/CSU (que, tras una fuerte caída, superaría a los Verdes). Además, una reciente elección estatal (donde CDU obtuvo el 37% del voto, +7% respecto a la anterior) confirmó lo que podría haber sido una reacción exagerada de las encuestas tras la designación del líder de CDU y la lentitud en la vacunación. En la actualidad las principales opciones pasan por formar coaliciones que combinen partidos de centro-derecha y centro-izquierda. Por lo que respecta a las políticas, lo relevante (en concreto, en lo que afecta a la posición fiscal alemana) es el peso relativo de los partidos de centro-izquierda y centro-derecha en cualquier coalición nacida de las elecciones de septiembre.

BCE: ¿nos vemos en septiembre?

La reunión del BCE de junio hizo buenas las expectativas, tanto por la revisión al alza de las previsiones macroeconómicas como por el mantenimiento hasta septiembre del ritmo de compras actual (80.000 millones mensuales). Ahora se prevén más crecimiento en 2021-2022 y precios más altos. Aunque Lagarde descartó plantear una moderación de la oferta monetaria por «prematura e innecesaria», no hubo unanimidad y sí más voces que abogaron por otra postura destacando los riesgos de inflación (Alemania, Países Bajos, Austria). Septiembre, con las nuevas previsiones macroeconómicas, el programa de financiación NGEU plenamente operativo y la inmunidad colectiva, podría dar ocasión a reducir las compras mensuales. También sería el momento de la Revisión Estratégica del BCE, donde parece haber habido avances, con algunas fuentes apuntando a una convergencia hacia la meta «simétrica» de inflación del 2%. Aunque hubo avances (por ejemplo, se resolvió la prolongada disputa sobre Airbus/Boeing), aún persisten áreas de desacuerdo (es el caso del acero europeo).

Mercado de renta fija: deuda pública y deuda empresarial

Deuda pública. Los mercados de renta fija, que se habían abonado a la continuidad del apoyo del BCE con rendimientos a la baja, registraron más volatilidad tras endurecerse la postura de la Fed en la última reunión del FOMC. Efectos indirectos y la correlación con los valores del Tesoro estadounidense deberían impulsar los rendimientos europeos al alza durante el año. Nos ceñimos a nuestros niveles objetivo previos.

Deuda corporativa. Sin cambios significativos, los diferenciales continúan estrechándose. Desde el BCE se indicó que era prematuro hablar de la eliminación gradual del programa de compras de emergencia pandémica (PEPP). Pensamos que cualquier ampliación de diferenciales sería limitada, ya que las compras del BCE seguirán respaldando la cotización de la renta fija, compensándose las menores compras en el marco del PEPP con las del programa de compras de deuda del sector empresarial (por un importe máximo mensual de 5.000 millones de EUR). Por nuestra parte, mantenemos el posicionamiento neutral ante la deuda corporativa de grado de inversión (IG) y alto rendimiento (HY), expresando una preferencia por esta última e inclinándonos por los valores calificados con BB y por la deuda subordinada.

Mercado de renta variable

La dinámica de crecimiento del BPA probablemente esté tocando techo, pero no debería sorprender dado que rondó niveles máximos históricos. Esto no debería interpretarse como negativo para las acciones, ya que la actividad tiene visos de mantener su vigor en el futuro previsible. Si bien muchos están preocupados por un posible estrangulamiento de los márgenes, pensamos que las perspectivas de los márgenes de beneficio seguirán siendo probablemente satisfactorias. Por lo que respecta a los sectores, el escenario de tipos de interés actual continúa favoreciendo a los cíclicos, pero cabe esperar un retorno de las acciones defensivas a la vuelta del verano.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: +0,25%)

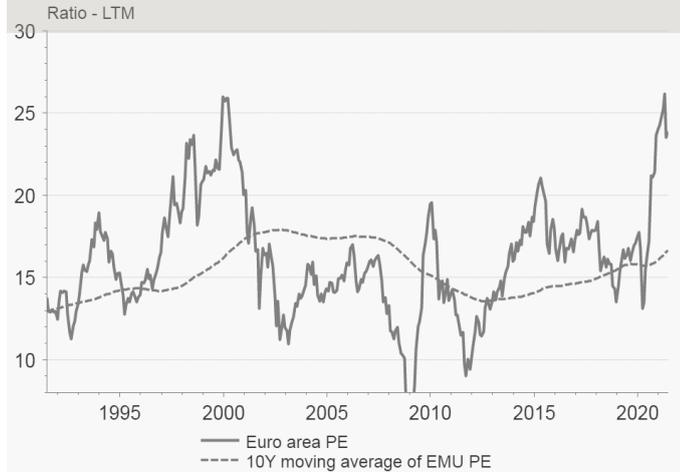
- P. perif.: NEUTRAL (IT 1,0%); INFRAP. (ES 0,85%; PT 0,85%; IR 0,65%; GR 1,85%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL-INFRAP. (dif. objetivo: 55 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL-SOBREP. (dif. objetivo: 250 pb)

Tipo de cambio (EUR/USD): objetivo 1,19 (comprar USD a 1,23; vender USD a 1,16)

Euro area & EU price-to-earnings



Euro STOXX banks Index



Euro area inflation





COYUNTURA MACROECONÓMICA

CHINA

Su beligerancia global y posición belicista frente a Taiwán no beneficiarán a sus activos financieros

Banco central de China (PBoC): postura de su política monetaria

El tipo de interés preferente de los préstamos a un año se mantuvo inalterado en 3,85%, que era la cifra del consenso. También se mantuvo sin cambios, en 4,65%, en línea con lo esperado por el consenso, el tipo preferente a 5 años.

Covid-19: China supera los mil millones de dosis de vacunas inoculadas

Según *China Daily*, el país ha inyectado más de mil millones de dosis de vacunas contra el coronavirus, 20 millones de ellas en un solo día. Beijing estimó que habría que inocular a alrededor del 80% de la población para lograr la inmunidad colectiva, que podría alcanzarse para fin de año. Aunque China ha administrado 72,3 dosis por cada 100 residentes, según FTVaccineTracker, todavía está muy por detrás de Israel, Reino Unido y EE.UU.

La ciudad industrial de Dongguan ha lanzado un programa de pruebas masivas tras registrar sus dos primeras infecciones de la variante delta, habiéndose ordenado también a los residentes no abandonar la ciudad. La gran región de Guangdong ha comunicado 168 infecciones desde el 21 de mayo, un 90% de ellas en su capital, Guangzhou.

Geopolítica: relaciones China-Occidente

Estados Unidos-China. Según declaró la Casa Blanca, «China corre el riesgo de quedar aislada en la búsqueda del origen del SARS-CoV-2». Los comentarios del asesor de Seguridad Nacional de EE.UU., Jake Sullivan, apuntaron a que China se arriesgaría al aislamiento internacional si no permitiera en su territorio una investigación «real» sobre los orígenes del coronavirus. Aun cuando afirmó que EE.UU. no se planteaba lanzar en ese momento amenazas ni formular ultimatos, no descartó otras respuestas si China incumpliese sus obligaciones. El regulador estadounidense (FCC) se propone prohibir productos de Huawei y otras empresas de electrónica chinas, Hikvision entre ellas, lo que incluye cámaras de vigilancia que utilizan escuelas estadounidenses vinculadas a abusos de derechos humanos en el oeste de China. La orden de la FCC prohibiría las ventas en Estados Unidos de determinados equipos para empresas y podría obligar a escuelas y otros clientes estadounidenses a reemplazar sus sistemas de cámaras. La orden ha entrado en un período de revisión previo a la decisión final.

Taiwán retirará personal de su oficina en Hong Kong. Taipéi comenzó a retirar personal después de que funcionarios de Beijing exigieran al personal que firmara un documento respaldando la reclamación territorial de Beijing sobre Taiwán. El gobierno taiwanés declaró que en la oficina tan solo permanecería personal local después de que Beijing «estableciera repetidamente condiciones políticas no razonables» para los visados del personal en Hong Kong. Añadió que el personal taiwanés no firmará ninguna declaración de «una sola China». Un grupo de legisladores estadounidenses, de ambos partidos, prepara un proyecto de ley, a favor de Taiwán y en contra de China, dirigido a impulsar lazos entre Estados Unidos y Taiwán. Dicho proyecto de ley no aboga por un cambio fundamental en la tradicional «ambigüedad estratégica», sino que pide a la Casa Blanca que mejore la disuasión frente al conflicto e insista en la cooperación con los aliados.

El control de Beijing sobre Hong Kong continúa endureciéndose. La líder de Hong Kong, Carrie Lam, afirmó que «Hong Kong busca fortalecer su posición como centro financiero internacional a través de una mayor integración con China». También dijo que Beijing había ayudado a restablecer la estabilidad en la ciudad, contribuyendo a la reforma financiera de la Gran China, y que la apertura inyectaría un nuevo vigor a la economía de Hong Kong. Además, un asesor del director del periódico pro democracia *Apple Daily*, Jimmy Lai, que ha sido encarcelado, manifestó que el periódico se verá obligado a cerrar en cuestión de días al haber congelado las autoridades sus activos amparándose en la recién introducida ley de seguridad nacional. Next Digital, propietario del periódico, decidirá el lunes el siguiente paso tras la congelación de sus líneas de crédito. La medida se produce pocos días después de que la policía irrumpiera en las oficinas del periódico y arrestara a varios ejecutivos.

China-Australia. El gobierno australiano declaró que presentaría una queja formal ante la OMC por la imposición de aranceles «antidumping» por China a las importaciones de vino australiano. China respondió a la prohibición de Canberra a que Huawei participase en redes 5G en Australia y a la apelación australiana a una investigación internacional sobre los orígenes del Covid imponiendo aranceles que duplicaron o triplicaron el precio en China del vino australiano, haciendo ese mercado inviable para los exportadores.

El Ministerio de Comercio chino busca nuevas herramientas con las que enfriar los mercados de materias primas y productos básicos

China seguirá liberando sus reservas estatales de cobre, aluminio y zinc para estabilizar los precios y aliviar presiones por el lado de los costes. El portavoz del NDRC afirmó que «medidas recientes para reforzar la supervisión del mercado y aliviar cuellos de botella en la producción han comenzado a enfriar la actividad especulativa en los mercados de materias primas y productos básicos».

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (Shanghái): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Renta variable (Shenzhén): NEUTRAL

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo rendimiento a 10 años: 2,60%)

* Tipo de cambio (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,25)

CHINA SSE & Shenzhen Index - PE Ratio



China - 10Y Government Bond Real Yield



USDCNY exchange rate





JAPÓN

El millón de dosis diarias, al alcance. Los inversores nacionales recuperan el apetito por el riesgo.

Reformas: duplicar los ejecutivos extranjeros con miras a impulsar la inversión

El gobierno se propone duplicar los altos ejecutivos extranjeros en el país para 2030, para lo que elevará a unos 200.000 (desde los 95.000 de 2019) los visados para extranjeros que quieran desempeñar cargos directivos en el país. Al incorporar a un mayor número de directivos y técnicos extranjeros Japón aspira también a duplicar para esa fecha la inversión extranjera directa hasta los 80 billones de yenes (726.000 millones de USD).

Coyuntura: los fabricantes mantuvieron el optimismo en junio

El índice de confianza de fabricantes Tankan de Reuters se elevó de 21 en mayo a 22 en junio. Los componentes de equipos de transporte y productos metálicos fueron los que más mejoraron; en cambio, los subsectores de materiales se mantuvieron por lo general sin cambios o se debilitaron. El índice no manufacturero cayó de +2 en mayo a 0 en junio. Los minoristas sufrieron un marcado deterioro, seguidos de transportes, servicios públicos y otros servicios. Ahora bien, las fuertes expectativas de un repunte en estos sectores llevaron al índice de perspectivas hasta +10 para septiembre. El dato del IPC general de mayo fue del -0,1% interanual, frente al -0,2% del consenso y el -0,4% del mes anterior. Si se excluyen alimentos frescos y energía, el dato interanual fue del -0,2%, frente al -0,3% del consenso y el -0,2% del mes anterior.

Pandemia: las empresas japonesas refuerzan el proceso de vacunación

Bloomberg destacó que el gobierno ha solicitado la ayuda de los principales empleadores para acelerar el proceso de vacunación frente al coronavirus. Toyota, SoftBank y Nomura se cuentan entre aquellos que podrán inocular a sus empleados en los centros de trabajo a partir del lunes, lo que permitiría cubrir a alrededor del 10% de los 126 millones de residentes de Japón. El despliegue de la vacunación se ha acelerado desde mayo y se espera que esta medida permitirá alcanzar el objetivo de un millón de inyecciones diarias para final de junio. El gobierno decidió levantar el estado de emergencia en nueve de sus prefecturas, aunque siete áreas, incluidas Tokio y Osaka, permanecerán en estado de cuasi-emergencia hasta el 11 de julio. El primer ministro, Yoshihide Suga, declaró que el gobierno adoptará un enfoque flexible, reforzándose las contramedidas si aumentasen las infecciones o si hubiera indicios de eventual colapso en los sistemas médicos.

Diplomacia y objetivos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG)

Tokio se comprometió en la cumbre del G-7 a eliminar este año la financiación al carbón extranjero. Japón, Australia y Alemania acordaron constituir una asociación tecnológica con miras a alcanzar el objetivo de emisiones netas cero de carbono para 2050. Esto incluye producir gas natural licuado, cuyas emisiones son menores; hidrógeno limpio y tecnologías de captura y almacenamiento de carbono (*The Guardian*). Si bien Japón reafirmó su compromiso con unas emisiones netas cero para 2050, Australia solo dijo que buscaría lograrlo lo antes posible, preferiblemente para 2050.

Política monetaria: el BoJ deja inalterados sus principales tipos de política

Según el comunicado, los miembros del consejo votaron 8-0, con una abstención, a favor de ampliar en seis meses, hasta el final de marzo de 2022, la duración del programa especial de apoyo financiero frente al coronavirus. La votación para mantener sin cambios los tipos objetivo a corto y a largo plazo se aprobó por 7 a 1. Como novedad, se debatió la creciente importancia de los problemas asociados al cambio climático y apuntó a la futura introducción de una nueva medida de financiación para facilitar los esfuerzos del sector empresarial en esta área. Probablemente se lanzará este año, en sustitución del actual programa para sostener las bases del crecimiento económico.

Actividad de inversores nacionales: retornó el apetito por el riesgo

En la semana que finalizó el 12 de junio los inversores nacionales continuaron siendo compradores netos de acciones extranjeras, por importe de 105.300 millones de yenes, y de deuda externa a largo plazo, por importe de 411.000 millones de yenes (en la misma semana del mes anterior las compras netas ascendieron a 600.200 millones de yenes).

Noticias destacadas del sector empresarial

Hitachi planea invertir 300.000 millones de yenes (2.700 millones de dólares) en I+D en el sector médico-sanitario y buscar oportunidades de fusiones y adquisiciones. Concentrará la inversión en campos donde se puedan utilizar tecnologías de análisis de datos, como la valoración del riesgo de contraer determinadas enfermedades y el desarrollo de fármacos regenerativos.

Honda Motor detendrá la producción del automóvil de celda de combustible Clarity este año en el marco de medidas más amplias para ir eliminando los modelos de menor rendimiento. Honda también ha decidido dejar de fabricar el Legend, así como el vehículo utilitario deportivo de lujo Odyssey. El fabricante se centrará en vehículos eléctricos para avanzar hacia su objetivo de vender únicamente vehículos con cero emisiones para 2040.

Mizuho Financial Group comunicó que el presidente y director ejecutivo del Grupo, Tatsufumi Sakai, y otros diez cargos ejecutivos asumirán recortes salariales por una serie de fallos de sistemas que afectaron a Mizuho Bank a principios de este año, afectando a muchos de sus cajeros automáticos. Satoshi Ishii, vicepresidente de Mizuho Bank y jefe de tecnología y sistemas de información del grupo financiero, asumirá un recorte del 40% en su remuneración, y los otros ocho ejecutivos aceptarán recortes salariales del 10% al 20%, tanto uno como otros durante cuatro meses.

Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (N225): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 0,25%)

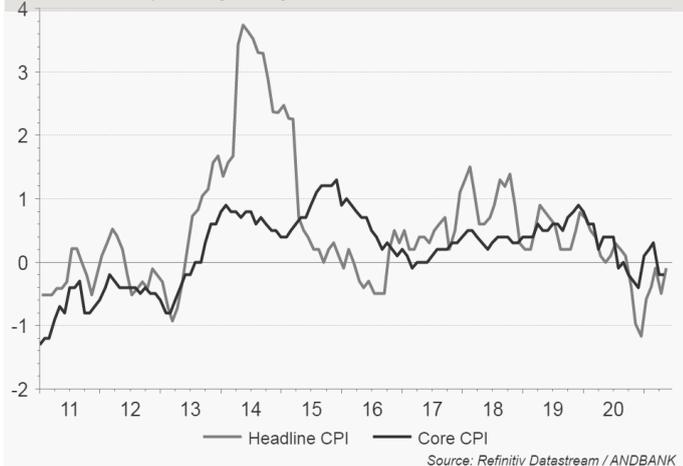
Tipo de cambio (USD/JPY): NEUTRAL-SOBREP. (objetivo a medio plazo: 108)

Japan Nikkei 225 price / earnings



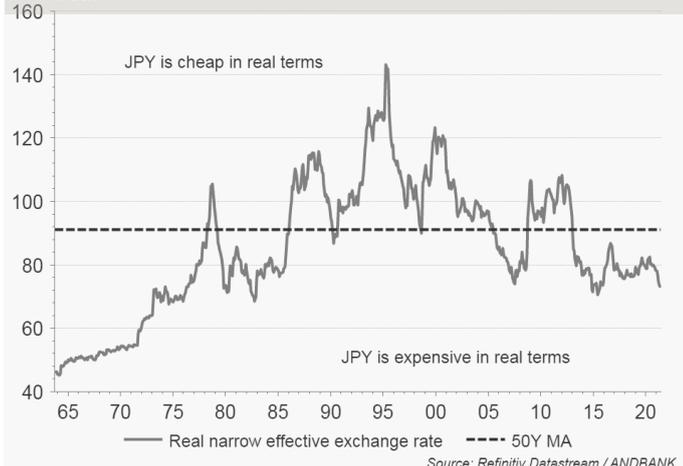
Japan CPI

Twelve-month percentage change



Japan real narrow EER

Index





INDIA

Mantenemos el optimismo sobre este mercado pese a persistir innegables problemas en el país

Las infecciones diarias caen y los casos clínicos remiten gradualmente

Tras el fuerte resurgimiento de las infecciones en abril, el pico infeccioso parece ya superado, habiendo caído el número de casos diarios de 400.000 a 310.000. Esta mejora también podría reflejarse en un descenso del número de casos clínicos (que han pasado de 3,7 millones a 3,4 millones). En cuanto al número de muertes diarias de Covid la mejora aún no se ha materializado, pero la serie parece estar alcanzando una meseta, habiéndose estabilizado en torno a los 4.000 fallecidos por día.

La razón de que el mercado indio se sostenga pese a la grave crisis pandémica

Unos 20 estados han impuesto restricciones que afectan al 80% de la población. Con todo, los mercados financieros y los activos indios han logrado evitar una corrección, con la renta variable cerrando el período en los niveles de partida y la moneda firme frente al USD. La razón es que el gobierno se ha resistido a las presiones para cerrar totalmente la economía.

El motivo de que sigamos siendo optimistas sobre el mercado indio

Aparte de lo que ven los inversores está lo que no se ve, que nos parece más favorable: 1) el objetivo de crecimiento del PIB del 12% fijado a principios de año obviamente no se alcanzará debido a las restricciones aplicadas en abril. Ahora bien, si el pico pandémico se produjera a mediados de mayo (como pensamos), el efecto base favorable persistiría durante gran parte del año y se podría alcanzar un crecimiento del 10% en el ejercicio 2021-22. Si el pico de la pandemia se produjera más tarde (junio), el crecimiento sería del 8%. Somos optimistas sobre la posibilidad de que el pico suceda en mayo.

Siendo India el segundo país del mundo con más infecciones en términos absolutos, y el tercero en fallecimientos, sorprende que el mercado de valores siga rondando máximos históricos. Esto responde a que las importantes desinversiones de activos indios por los fondos extranjeros (las mayores desde marzo de 2020) quedaron compensadas por las entradas de inversores nacionales (principalmente aseguradoras y fondos de inversión). Los inversores locales parecen estar ya pensando en la superación de la pandemia en India y en los efectos que tendrán todas las medidas de reforma (en el sector industrial, agrícola, financiero; del mercado laboral; tributaria) tomadas en los últimos meses y años, que pintan un panorama más prometedor para el país.

Aun cuando la calificación de solvencia crediticia de la India puede sufrir una revisión a la baja, el mercado de deuda local podría encajarlo bien, dado que está orientado sobre todo hacia el inversor nacional. De la misma forma, la estabilidad de la rupia, gracias al respaldo de los casi 600.000 millones de USD en reservas de divisas en el RBI, confiere una gran capacidad de absorber perturbaciones externas.

Obviamente, persisten problemas en India

Los trabajadores migrantes están retornando a sus hogares en zonas rurales sin haberse hecho «tests» y podrían ser un vehículo de transmisión del virus. No existe al respecto coordinación entre los distintos niveles de gobierno y el proceso de vacunación, debido a su lentitud, aún no está dando los resultados esperados. Al ritmo actual, al final de año tan solo estará vacunado el 40% de la población, lo que expondría al país a otra ola tras la actual. Dicho esto, la información es que el proceso de vacunación podría acelerarse bastante a partir de junio (gracias a la disponibilidad de la vacuna rusa Sputnik V).

Los datos del primer trimestre superarán el 10% (y también la referencia interanual será buena), pero las restricciones de abril deprimirán los datos del segundo trimestre en junio. Unos 7,5 millones de personas perdieron sus trabajos en abril, y podrían llegar a ser 20 millones en el segundo trimestre. Para compensarlo, el gobierno planea distribuir sacos de grano a más de 800 millones de personas y el Banco de la Reserva de India (RBI) está relanzando los programas de alivio de préstamos e inyecciones de liquidez, si bien algunos analistas piensan que podría no ser suficiente.

¿Podrá esta economía recuperar el crecimiento estructural? O, más importante, ¿podrán las empresas recuperar sus niveles de beneficios récord? Conviene recordar que el año pasado, pese a la pandemia, las empresas registraron muy buenos resultados porque lograron recortar costes a un ritmo superior al de la caída de la facturación. Ahora, sin embargo, la capacidad de recortar gastos no es la misma, lo que dificulta mantener los márgenes. Los recortes salariales, sumados a la destrucción de empleo, limitarán la recuperación de las ventas. Lo que implicará también contención en los actuales niveles de valoración y la evolución de los PER. Con todo, si el gobierno persevera en la agenda de reformas, el problema de las ventas podría ser temporal, lo que haría que India siguiera contándose entre los países con más potencial de las economías emergentes.

Perspectivas de los mercados financieros

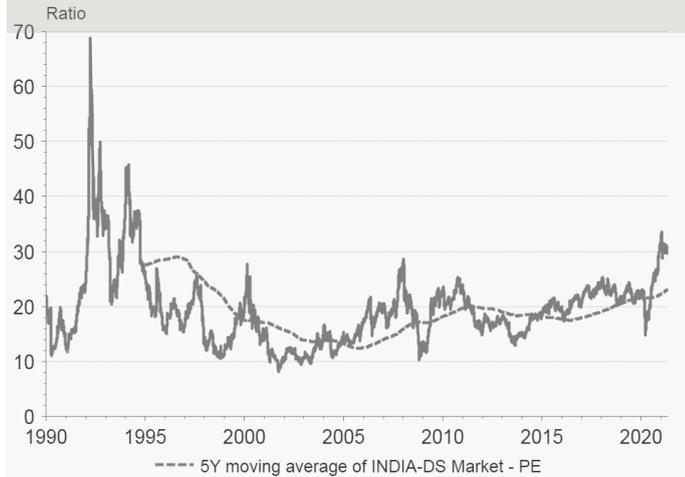
Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo de rendimiento: 5,5%)

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 74)

India Datastream index price / earnings



India - 10Y government bond Real Yield



India foreign reserves





COYUNTURA MACROECONÓMICA

ISRAEL

Qué cabe esperar en materia económica del nuevo gobierno israelí

La noticia más significativa procedente de Israel es la formación del nuevo gobierno, con Naftali Bennett como primer ministro hasta septiembre de 2023. Aun cuando la nueva coalición depende de una mayoría muy frágil (60-59) cuya base es heterogénea (ocho facciones), hay cierta sensación de optimismo entre los inversores al preverse una mayor estabilidad política. Las esperanzas están puestas en la pronta aprobación de unos nuevos presupuestos del Estado después de casi tres años sin ellos, esperándose que aborden algunos problemas importantes, en particular los precios de la vivienda.

Coyuntura económica

El PIB de Israel registró en el primer trimestre de 2021 una caída anualizada del 6,5%, que responde principalmente al menor volumen de automóviles importados (-86%) por efecto de cambios tributarios, lo que provocó una contracción del 3,2% en el consumo privado. Excluyendo este componente, el consumo privado habría crecido un 7,2% y la caída del PIB en términos anualizados habría sido del 2,5%. Otro factor importante a la caída fue el consumo público (-23%) debido al fuerte aumento en el cuarto trimestre de 2020 motivado por la compra de equipos médicos para afrontar la pandemia. Como nota positiva, se aprecia una mejora en las exportaciones de bienes y servicios (+15%). El IPC de Israel registró en mayo un alza del +1,5% interanual (+0,4% intermensual), siendo la primera vez en dos años que alcanza el objetivo del gobierno (1%-3%). El alza de mayo se explica principalmente por frutas y verduras, que aumentaron +3,4% en el mes, y calzado y confección, que lo hizo un 2%. La tasa de desempleo tiende a bajar a medida que abren más empresas y aumenta la contratación, previéndose la eliminación de los subsidios de desempleo para finales de junio. La tasa de desempleo, excluidos los desempleados por la pandemia, es del 5,1% e, incluyéndolos, del 9,8%, lo que representa una disminución respecto del 10,6% del mes pasado.

Mercado de renta variable

La bolsa israelí mantuvo la tendencia al alza, bien que a menor ritmo que en los últimos meses. Apenas hubo reacción al nuevo gobierno y los inversores extranjeros siguieron siendo su principal fuente de actividad (incluye 63 empresas, de ellas 44 de tecnología admitidas a cotización en el TASE este año). Entre los valores que encabezaron las subidas estuvieron los bancarios (+3%), principalmente por el repunte de la actividad económica y, en concreto, de la hipotecaria. Bank Mizrahi, líder nacional en préstamos hipotecarios, se apreció casi un 4% tras presentar un plan estratégico para los próximos cinco años cuyo objetivo era lograr una rentabilidad del 14,5% sobre su capital (está entre los mejores valores locales en cartera). Las acciones inmobiliarias se revalorizaron un 2,5% tras el impresionante resultado del último año (+61%), consecuencia del escaso parque de viviendas en venta y de una cifra de viviendas en construcción inferior a la media, que ejercieron presión al alza sobre sus precios. Se trata sin duda del mayor desafío al que en el ámbito económico se enfrenta el nuevo gobierno pero, mientras este no aplique medidas para moderar precios, constructores, prestamistas hipotecarios y otros participantes en la industria sacarán partido de la situación. Aunque somos muy optimistas sobre las perspectivas a largo plazo de la economía israelí, pensamos que el mercado se desacelerará, por lo que adoptamos ya una postura algo más prudente.

Mercado de renta fija

La tendencia de los bonos con rendimientos reales, tanto en deuda soberana como de empresas, a registrar considerables plusvalías tuvo continuidad en mayo y principios de junio, respaldada por las altas cotizaciones de las materias primas y la disminución de la tasa de desempleo. Sin embargo, un IPC inferior a lo esperado en mayo (0,4% frente al 0,5%) atenuó esas ganancias. Seguimos pensando que las principales razones del aumento de la inflación son temporales y probablemente conducirán a una moderación de la curva de tipos-plazos. Aun así, y en contra de la tendencia mundial, el rendimiento del bono a 10 años con tipos nominales siguió aumentando probablemente debido a la moderación en el suministro de liquidez al sistema financiero por el banco central israelí.

El diferencial de rendimiento de los bonos con grado de inversión (IG) sigue siendo reducido, habiendo rondado los mínimos históricos de la deuda corporativa israelí (tanto en los valores como rendimientos reales como los nominales). Seguimos recomendando un posicionamiento meditado en el mercado de deuda de empresas. El diferencial de crédito medio en el índice TelBond60 vinculado al IPC se ha reducido a 95 pb, desde los 99 pb de finales de mayo y niveles anteriores a la pandemia de 120-125 pb. En el caso del TelBond Shikli50 no vinculado al IPC, el diferencial medio se ha estrechado a 93 pb, desde 109 pb a finales de mayo y niveles del diferencial anteriores a la pandemia de 130-135 pb.

Perspectivas de los mercados financieros

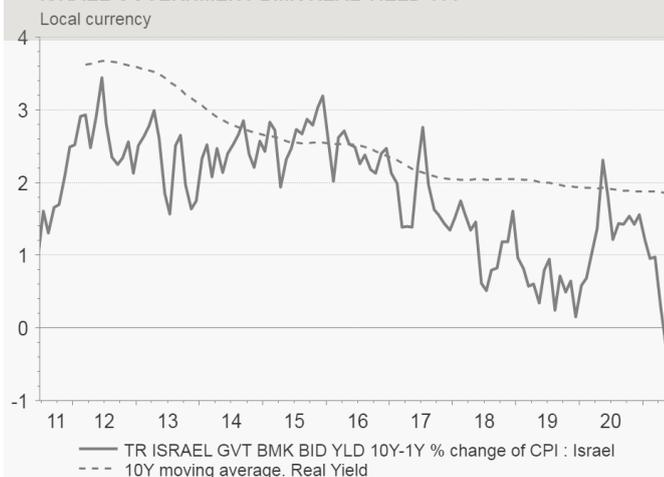
- Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
- Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento real negativo)
- Deuda corporativa: NEUTRAL (postura regida por la prudencia)
- Tipo de cambio (ILS/USD): ILS levemente «caro» en términos de TCER

Israel price/earnings, Datastream index



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL YIELD 10Y



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



BRASIL

El buen dato de PIB lleva los mercados a máximos, lo que aconsejaría infraponderar la renta variable.

El PIB del primer trimestre sorprendió favorablemente

El PIB del primer trimestre de 2021 (+1,2%) superó con creces las expectativas (0,8%–1,0%), retornando a niveles prepandémicos y llevando a nuevos máximos las previsiones del banco central de Brasil para 2021 (3,6%–4,6%). La mayoría de los analistas atribuyen esta diferencia al aguante de las empresas durante la segunda ola de coronavirus que afectó a Brasil en el trimestre. La agroindustria y las manufacturas aguantaron mejor que durante la primera ola en 2020, gracias a lo aprendido en la adaptación al trabajo desde casa, la gestión de existencias y las sólidas exportaciones. La industria de servicios, que depende mucho más de la interacción personal, aún registró un trimestre negativo. El mes pasado el mercado bursátil creció un 5,5% y el BRL se apreció por encima del 6% (lo que implica una rentabilidad en USD alrededor del 12%).

La inflación acumulada ascendió en mayo al 8,06% e impulsó al alza la previsión para 2021, que ahora se sitúa en el 5,9%, muy por encima del objetivo del 3,75% y 55 pb por encima del límite superior del rango objetivo ($\pm 1,50\%$). Esto, a su vez, está presionando al Banco Central de Brasil (BCB) para que acelere el ritmo de normalización de los tipos de interés con miras a reconducir la inflación al rango objetivo. El BCB elevó su tipo de referencia (+75 pb) por tercera vez este año, situándolo en el 4,25% (25 pb por debajo del nivel prepandémico), y apuntó a otro alza en la próxima reunión. La encuesta Focus del BCB sugería una tasa Selic de fin de año del 6,50% (frente a 6,25% antes de la reunión del COPOM). Esta cifra, que aún está lejos de los tipos superiores al 10% del pasado, debería permitir a Brasil ir resarcándose del crecimiento perdido en la última década.

Pandemia

Como se indicó en su momento, aunque la segunda ola pandémica cedió, el número de casos y fallecimientos se ha estabilizado en un nivel más alto que después de la primera. Brasil, habiendo superado ya el medio millón de muertes, se sitúa sólo por detrás de EE.UU. a nivel mundial, y sólo por detrás de India en nuevos casos registrados. El proceso de vacunación del país ha obtenido resultados mediocres: el 32% de la población ha recibido una dosis y sólo el 11,8% está completamente vacunada. En tono más positivo, y por experiencia de campañas de vacunación pasadas, la agencia de salud pública (SUS) podría inocular hasta a 2,4 millones de personas al día. Además, Brasil está a punto de recibir nuevas remesas de vacunas en el tercer trimestre, lo que permitirá acelerar la campaña. Muchos estados brasileños están revisando sus programas de vacunación con la idea de haber inculcado una primera dosis a toda su población al final del tercer trimestre.

Investigación sobre la gestión de la pandemia

La Comisión de Investigación Parlamentaria (CPI), impulsada por el Senado de Brasil, continúa entrevistando a funcionarios públicos, médicos y ejecutivos de la industria de vacunas que de una forma u otra trataron con el gobierno federal durante la pandemia. Aunque no hubo nada llamativo que destacar, hubo indicios de negación estructural de la severidad o duración de la pandemia. La CPI sobre la gestión de la pandemia ha reunido pruebas de que el gobierno federal de Brasil efectivamente decidió no comprar vacunas cuando la industria se las ofreció en 2020. Aún es pronto para saber si la CPI acabará con una presentación formal de cargos, pero lo que está bien claro es que el gobierno ha perdido apoyos en el Congreso y entre la población, lo que podría afectar a la reelección de Bolsonaro. Para mejorar sus posibilidades electorales, el presidente está tratando de elevar la ayuda del programa "Bolsa Familia" de 190 a 300 reales, tensando una vez más la relación con Paulo Guedes.

Rezando por la lluvia

Brasil genera el 90% de su energía a partir de plantas hidroeléctricas y el resto principalmente de térmicas, con una pequeña fracción de energía nuclear. Siendo así, depende en gran medida del régimen pluvial para estabilizar sus costes de producción de energía. El país atraviesa por su peor sequía de las últimas nueve décadas, lo que impactará con fuerza en los niveles de las reservas de agua. En consecuencia, tendrá que reducir la producción de energía para ahorrar agua, lo que encarecerá la energía y afectará directamente a la inflación. Dependiendo de la severidad de la sequía podrían imponerse restricciones de agua en las grandes ciudades, pudiendo llegar a afectar también a la producción agrícola en algunas áreas. En Brasil la temporada de lluvias terminó en mayo y hasta septiembre no volverán, por lo que hasta entonces se seguirán muy de cerca el consumo de agua y las previsiones de lluvia.

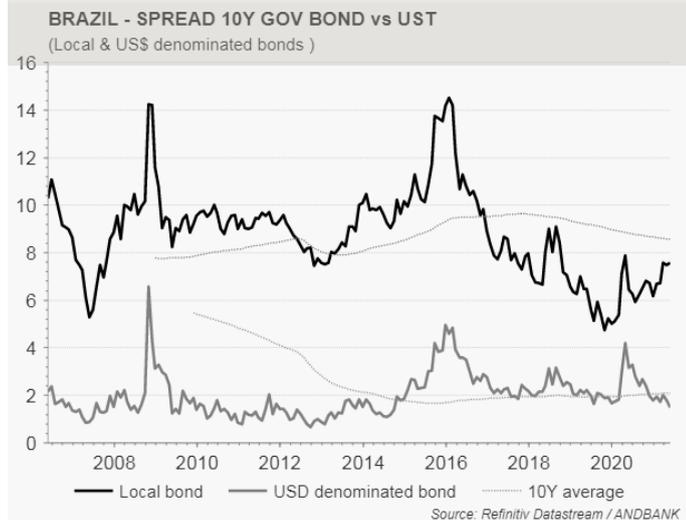
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (iBovespa): INFRAPONDERAR

Deuda soberana en BRL: SOBREPONDERAR (rend. obj.: 8,80%; dif.: 700 pb)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL-INFRAP. (rend. obj.: 4,55%; dif.: 275 pb)

Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,30)





MÉXICO

La menor incertidumbre después de las elecciones favorece a la renta variable

Movimiento por sorpresa del Banco Central

La decisión del banco central de México (Banxico) de elevar su tasa de referencia +25 pb (del 4% al 4,25%) marcó la primera subida desde el final de 2018. Esta medida sorprendió al mercado, ya que el banco central había calificado el alza de la inflación de transitoria; pero Banxico se decidió por la subida aludiendo a la magnitud de los tipos y al tiempo prolongado en que han estado afectando a la inflación, lo que representaría un riesgo para el proceso de formación de precios. El escenario inflacionario se complicó tras publicarse las cifras del IPC del primer semestre (+6,02% interanual), que revelan un continuo aumento en la inflación subyacente (+4,58% interanual vs +4,37% al final de mayo) y una inflación general impulsada por los precios agrícolas (+8,42% interanual) y de la energía (+13,36% interanual). Banxico apunta a una meta de inflación del 3%, con un rango de $\pm 1\%$. La redacción del comunicado de la autoridad monetaria parece dejar la puerta abierta a nuevas subidas este año (en el que habrá cuatro reuniones más). En cuanto a la gobernanza de Banxico, López Obrador designó al actual ministro de Finanzas, Arturo Herrera, como nuevo gobernador una vez que finalice su mandato a final de año el actual gobernador, Alejandro Díaz de León.

Cifras fiscales

Los datos de abril mostraron una nueva caída en los ingresos tributarios, aunque la recaudación aumentase en algunos impuestos. La posición fiscal se mantiene equilibrada, pero no cabe descartar efectos negativos derivados de las políticas de gasto en programas sociales y empresas como Pemex y CFE (energía eléctrica). S&P ratificó la calificación crediticia de BBB para los bonos soberanos mexicanos a largo plazo en moneda extranjera, si bien mantuvo la perspectiva negativa por el deterioro de las finanzas públicas, que han de afrontar complejos desafíos fiscales relacionados con Pemex. La agencia de rating prevé que, tras repuntar en 2021, el crecimiento se desacelerará al resultar lastrada la inversión por dificultades para hacer negocios (algunas antiguas, pero otras asociadas a políticas recientes).

Política y gestión de la pandemia

La coalición gobernante perdió en las elecciones legislativas la mayoría cualificada de dos tercios que tenía en el Congreso, quedando mermada la capacidad del gobierno para aprobar modificaciones constitucionales. No obstante, la coalición del presidente se mantiene como principal fuerza política, con una mayoría simple únicamente con los votos de Morena y una mayoría absoluta (50+1) con aliados, lo que confiere al gobierno libertad en asuntos presupuestarios. López Obrador se centrará en elevar la recaudación fiscal con unos tipos impositivos más altos y una mejor supervisión de las grandes empresas, que según las autoridades tributan menos de los que debieran. Al mismo tiempo, Morena obtuvo 11 gobernaciones estatales (de las 15 en juego), haciéndose con 17 de los 32 estados, si bien perdió la mitad de los alcaldes de la capital. Ante las próximas elecciones presidenciales (2024) no existe en la actualidad ninguna oposición fuerte, y los últimos resultados parecen más que nada atribuibles a disputas en el seno de la coalición gobernante (por ejemplo, la gestión del colapso del metro en Ciudad de México).

Actualmente ningún estado se encuentra en confinamiento y la actividad prosigue con normalidad en 19 de los 32 estados. El 14% de la población mexicana está ya plenamente vacunada y el 23% ha recibido al menos una dosis.

Mercados financieros: el entorno interno y externo favorece a la renta variable

Renta variable. Como nota positiva, el contexto global continúa favoreciendo a los activos de riesgo, con mayor afluencia de capital extranjero al mercado bursátil. Han mejorado las perspectivas de crecimiento en EE.UU., y también lo ha hecho el entorno político al materializarse la pérdida de la mayoría cualificada de Morena. Persisten varios riesgos internos: i) presupuestos en septiembre y reforma y fiscal; ii) tasas de interés más altas por el aumento de la inflación; iii) menor IED debido a la errática política energética. Refuerzo del posicionamiento en los sectores de materiales (Cemex) y consumo (Walmart) como resultado de mayores remesas y del efecto positivo del crecimiento estadounidense. La cotización objetivo a 12 meses del consenso para el índice bursátil de México (IPC) se sitúa en 55.000 puntos; actualmente está en 50.500 puntos.

Renta fija y tipo de cambio. El rendimiento del bono estadounidense a 10 años en 1,50% sitúa el diferencial con el bono mexicano en un mínimo de 140 pb, por debajo de la media de los últimos 12 meses de 180 pb. Nuestra perspectiva sobre la deuda soberana en USD sigue siendo negativa. La sorpresiva subida de tipos de interés de Banxico provocó una apreciación del peso del 2%, que alcanzó el nivel de 19,8 pesos por dólar. Mantenemos el objetivo de 21 pesos por dólar para 2021, con una perspectiva negativa para este cruce cambiario.

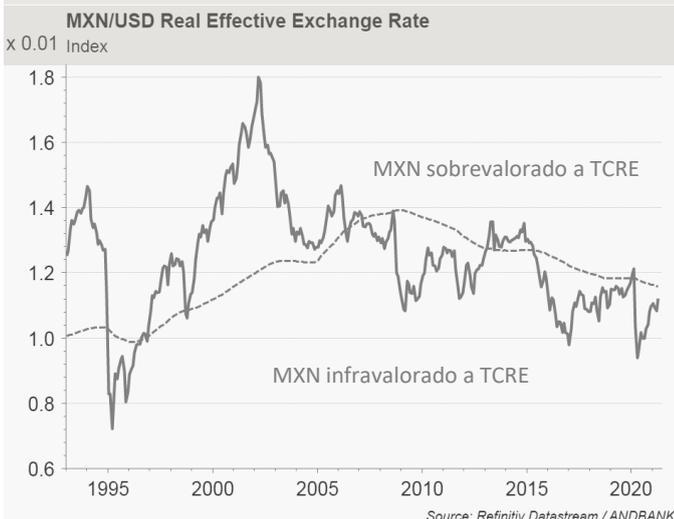
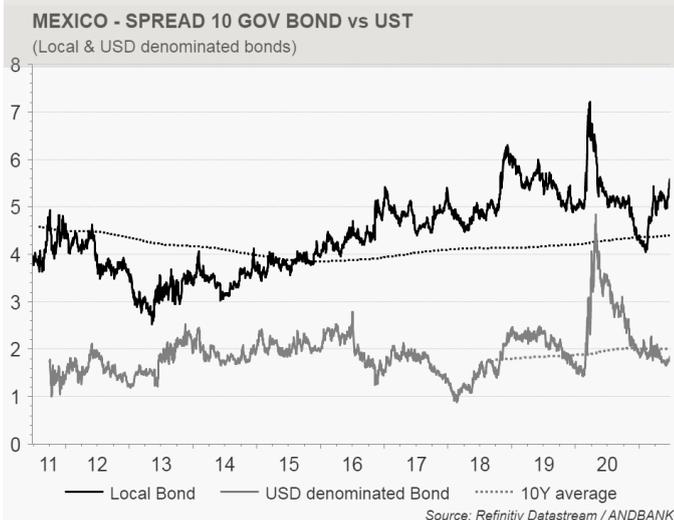
Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

Deuda soberana en MXN: SOBREPONDERAR (rend. obj.: 6,80%; dif.: 500 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 3,55%; dif.: 175 pb)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 21)





ARGENTINA

La atención se desplaza hacia la situación política

Fuentes de financiación

Con las elecciones legislativas acercándose (las primarias el 12 de septiembre y las generales el 14 de noviembre), la política comienza a dominar la agenda. Con índices de aprobación del treinta y pocos por ciento y casi una quinta parte de los votantes indecisos (en su mayoría, peronistas), el gobierno decidió implementar un conjunto de medidas para impulsar el apoyo electoral: i) ampliar el gasto social, ii) revalidar aumentos salariales muy por encima del 29% de inflación implícito en los presupuestos de 2021, iii) aumentar la renta disponible reduciendo impuestos y congelando tarifas, iv) incrementar el gasto en infraestructuras.

Argentina logró un acuerdo con los países agrupados en el Club de París para evitar un evento de incumplimiento tras no abonar a tiempo los 2.400 millones de USD que adeuda (30/05). El país pagará 430 millones de USD de principal en dos cuotas iguales (21 de julio y 22 de febrero) y dispondrá de tiempo hasta marzo de 2022 para acordar con el Club una reestructuración permanente.

En cuanto a las negociaciones con el FMI, el portavoz del FMI, Gerry Rice, señaló que FMI y autoridades argentinas continúan trabajando en el nuevo programa de apoyo pero sin cronograma específico por el momento. Asimismo, el subsecretario del Tesoro estadounidense, Wally Adeyemo, trató con el ministro de Economía de Argentina, Martín Guzmán, el nuevo programa del FMI. Tras la conversación, en un comunicado se afirmó que «...un marco de política económica sólido para Argentina que brinde una visión para el crecimiento del empleo del sector privado contaría con el apoyo de Estados Unidos». La subdirectora de Gabinete, Cecilia Todesca, replicó que Argentina tenía un programa, pero que el problema era que al mercado no le gustaba.

Solo el 8,5% de la población ha recibido la pauta de vacunación completa y el 34,3% ha recibido una dosis, ya que el gobierno está dando prioridad a inocular la primera dosis al mayor número posible de personas.

Provincia de Buenos Aires: las diferencias se acortan

La Provincia de Buenos Aires (PBA) anunció una nueva ampliación de la invitación a sus bonistas para canjear la deuda. La oferta es la misma que la de abril del año pasado, pero las partes se están acercando (pese al aumento en la confrontación verbal), según los detalles revelados por PBA y los tenedores de bonos (la diferencia en VAN ronda los 2-4 USD). El ingrediente que falta para cerrar el trato parece ser la voluntad política. La provincia del Chaco se convirtió en la novena provincia en alcanzar un acuerdo con los acreedores (93,34% de aceptación) para reestructurar su deuda. La Rioja y Tierra del Fuego son las otras provincias, además de PBA, aún en procesos de reestructuración.

Inflación: desaceleración mayor de lo esperado

El IPC general aumentó +3,3% en el mes de mayo (+48,8% interanual), una cifra inferior a la anticipada en la encuesta de consenso del Banco Central (+3,6% mensual) y bastante por debajo de la cifra de abril (+4,1%). La inflación en lo que va de año se sitúa en +21,5%. La inflación subyacente también se desaceleró al +3,5% en mayo (+4,6% en abril), reflejando todavía fuertes presiones inflacionarias subyacentes. Las tarifas reguladas aumentaron +3,8% en el mes, mientras que los precios estacionales sólo lo hicieron +1,5%. La desinflación parece ser resultado del menor ritmo de devaluación del peso argentino en los últimos meses, así como de la contracción de los agregados monetarios.

La actividad económica se contrajo en marzo un 0,2% (cifra desestacionalizada), desde -0,9% mensual en febrero. Respecto al año pasado, la actividad creció un 11,4% (dato favorecido por efectos de base). La economía se mantiene un 10% por debajo de su pico de finales de 2017. La tendencia a la baja en los precios de las materias primas agrícolas (con una caída de la cotización de la soja por encima del 10% en las últimas semanas) es una señal de advertencia para Argentina, ya que los precios más altos son los que permitieron al gobierno aumentar sus reservas en los últimos meses.

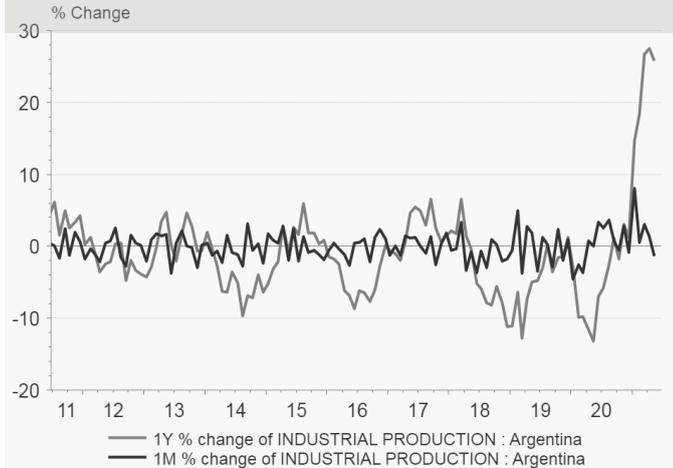
La brecha entre el tipo de cambio paralelo del Blue Chip Swap (BCS) y el tipo de cambio oficial, que comenzó a ampliarse desde finales de abril, asciende ahora a casi el 75% (tipo oficial: 95,4 ARS por dólar; BCS: 167,5 ARS por dólar).

Perspectivas de los mercados financieros

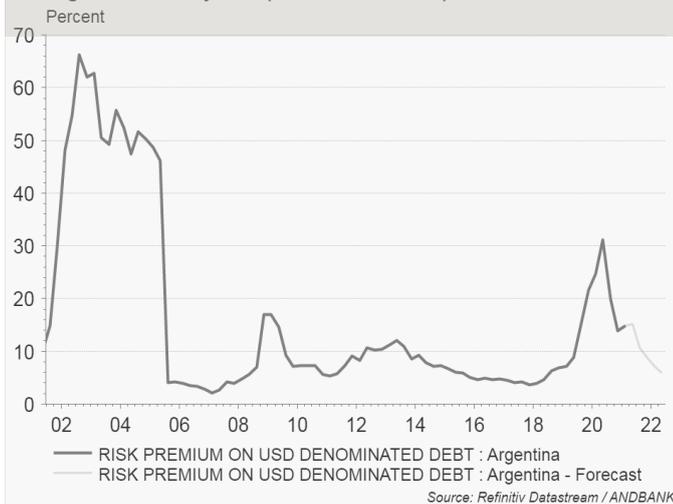
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): PONDERACIÓN NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): INFRAPONDERAR (objetivo para final de 2021: 140)

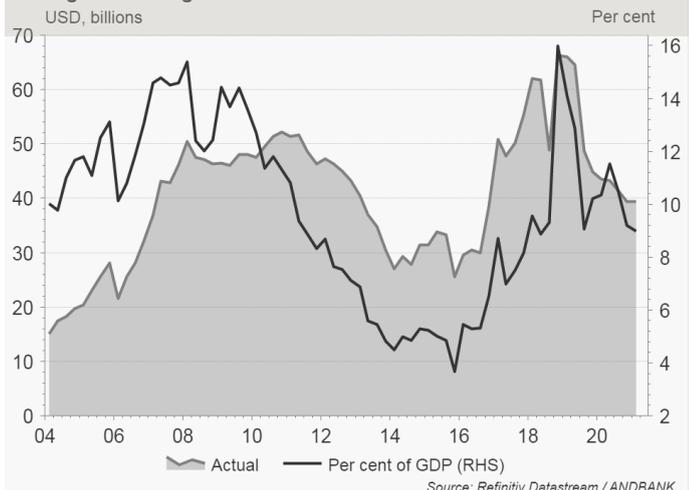
Argentina industrial production



Argentina Country Risk (Oxford Economics)



Argentina foreign reserves





ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2021	Projected EPS 2022	EPS Fw 12 months	EPS Growth 2021	Projected EPS Growth		PE	Target PE	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Recomm	### Entry Point	Exit Point	Max. Risk Premium	E[Perf] to Exit point
					Andbank 2022	EPS 2021										
USA S&P 500	188,7	210,0	199	35,8%	5,00%		22,89	22,00	4.320	4.386	1,5%	MW/OW	### 4.825		1,10	11,7%
Europe - Stoxx Europe 600	24,9	26,8	25,8	44,4%	5,00%		18,30	18,00	456	465	2,0%	MW	### 511		1,10	12,2%
Euro Zone - Euro Stoxx	24,4	26,9	25,7	51,1%	5,00%		18,61	18,00	454	462	1,6%	MW	### 508		1,10	11,8%
Spain IBEX 35	490,0	616,0	553	115,9%	5,00%		18,23	18,00	8.932	9.957	11,5%	MW/OW	### 10.953		1,10	22,6%
Mexico IPC GRAL	3.300,0	3.578,0	3.439	102,5%	5,00%		15,27	15,50	50.377	53.310	5,8%	OW	### 58.641		1,10	16,4%
Brazil BOVESPA	12.175	12.077	12.126	497,4%	5,00%		10,32	10,50	125.666	127.322	1,3%	UW	### 140.054		1,10	11,4%
Japan NIKKEI 225	1.468,0	1.618,0	1.543	43,2%	5,00%		19,56	19,00	28.707	29.321	2,1%	MW/OW	### 32.253		1,10	12,4%
China SSE Comp.	272,0	304,0	288	22,9%	5,00%		12,94	12,50	3.520	3.601	2,3%	MW	### 3.961		1,10	12,5%
China Shenzhen Comp	103,5	123,0	113	19,2%	5,00%		23,16	22,50	2.397	2.549	6,3%	MW/OW	### 2.804		1,10	17,0%
India SENSEX	2.500,0	2.699,0	2.600	55,0%	5,00%		20,93	22,00	52.334	57.195	9,3%	OW	### 62.914		1,10	20,2%
Vietnam VN Index	82,4	99,6	91	37,6%	10,00%		17,20	17,00	1.417	1.547	9,2%	OW	### 1.702		1,10	20,1%
MSCI EM ASIA	46,5	51,5	49	30,9%	10,00%		16,05	16,00	747	785	5,1%	MW	### 863		1,10	15,6%

ANDBANK ESTIMATES

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Perspectiva de riesgo: Valoración de Andbank: -0,5 (en un rango de ±7)

Agregado (neutral). Los últimos datos se han mantenido estables, salvo las cifras de flujos de fondos, que se revirtieron para bien. Tras la intensa corrección provocada por el temor a un aumento de la inflación, esperábamos que se normalizaran. La valoración general se sitúa en territorio neutral.

Posicionamiento de mercado (neutral, con sesgo de sobreponderación). El posicionamiento se mantuvo estable; la asignación de activos a renta variable está en niveles neutrales en las carteras. La señal del ratio *Put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica un nivel de cobertura de las carteras un tanto bajo, estable de un mes a otro. Por último, el nivel actual del índice *Skew* (una medida del riesgo «de cola» del S&P 500), que permanece estable, refleja temor a una intensa corrección bajista en las cotizaciones.

Análisis de flujo (sesgo de sobreponderación). La fuerte entrada neta de fondos en renta variable estadounidense indica una dinámica positiva ante las expectativas de una menor inflación. La UE también se benefició de las entradas de fondos, mientras que China registró salidas.

Encuestas y análisis de opinión (sesgo de infraponeración). Los inversores mantienen un nivel de confianza elevado; nos atenemos a nuestra postura contraria.

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	429,01	469,25	451,66	452,32	-0,15%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	Lateral bearish	338,57		430,03		486,45	452,05	7,61%
	Ibex	.IBEX	Lateral	7.663,50	9.676,00	8.426,00	9.886,20	9.717,40	9.030,60	7,61%
	S&P	.SPX	Lateral bearish	3.209,00		4.056,88		4.571,26	4.166,45	9,72%
	Japón	.N225E	Lateral	24.448,00	38.957,00	27.385,00	29.685,41	32.817,46	28.010,93	17,16%
	China	.SZSC	Lateral bullish	1.744,00	3.156,96	2.212,21	2.511,97	2.441,00	2.396,20	1,87%
	India	.BSESN	Lateral bullish	35.987,00		50.375,77			52.344,45	
	Brasil	.BVSP	Lateral bullish	90.147,00		117.630,62			128.405,35	
	México	.MXX	Lateral bullish	35.652,42	50.603,00	48.781,00	51.772,37	52.714,31	50.319,57	4,76%
	OTROS	Oil West Texas	WTCLc1	Bullish	34,49	76,90	66,60	76,90	76,90	71,27
Gold		XAU=	Lateral bearish	1.659,00	2.072,49	1.755,81	1.916,40	1.897,13	1.763,34	7,59%
Treasury 10Y USA		US10YT=RR	Lateral	0,5040%	1,9730%	1,2099%	1,7070%		1,4423%	
Bund 10Y Germany		DE10YT=RR	Lateral bearish	-0,9090%	-0,1420%	-0,2490%	0,1020%		-0,2045%	

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: 55-65 USD/barril.

Comprar por debajo de 55 USD; vender por encima de 65 USD.

Factores a corto plazo

(Negativo para el precio) – Rusia considera proponer incrementos de producción. Según Bloomberg, Rusia podría proponer, en la reunión de los miembros de la alianza OPEP+ del 1 de julio, aumentos adicionales de producción a partir de agosto. El artículo añade que Rusia prevé que el actual déficit de oferta global persistirá a medio plazo, una previsión que está en consonancia con la de la Agencia Internacional de Energía, que de hecho ha instado a la OPEP+ a reforzar la oferta a medida que vaya repuntando la demanda. Reuters parece insinuar que la sugerencia de elevar la producción también podría proceder de otros miembros de la OPEP+, lo que significaría que cabría encontrar una base de entendimiento común, ya que el líder de facto de la OPEP, Arabia Saudita, ha sido por lo general más reticente a aumentar la producción.

(Negativo para el precio) – Las importaciones de crudo del Mar del Norte por China probablemente disminuirán tras el reciente repunte. Según Platts, las importaciones chinas de crudo del Mar del Norte y de África aumentaron en mayo, pero la tendencia difícilmente se mantendrá con un diferencial Brent-Dubai que ronda los 3 USD/barril. Las importaciones desde el Reino Unido y Noruega crecieron alrededor del 34% en el período de enero a mayo y, las procedentes de Angola, un 12% en lo que va de año. Los operadores del mercado aprecian más atractivo en futuros cargamentos de crudo estadounidenses vinculados al WTI.

(Neutral-positivo para el precio) – Las elecciones presidenciales en Irán podrían afectar tanto al acuerdo nuclear como a la producción nacional de crudo. El nuevo gobierno hereda una industria petrolera aquejada de años de subinversión, con la producción en mayo de 2,43 millones de barriles de petróleo diarios (Mbpd) inferior a la anterior a las sanciones, que fue de casi 4 Mbpd en mayo de 2018. La victoria del conservador Ebrahim Raisi, ex presidente del Poder Judicial iraní, podría permitir al país concentrarse en desarrollar su industria petroquímica y de refino con miras a reducir unas exportaciones de crudo que están expuestas a sanciones. La capacidad de refino nacional ronda actualmente los 2,2 Mbpd, si bien son muchas las instalaciones necesitadas de reparaciones y mejoras. El resultado de las elecciones podría afectar al acuerdo nuclear, que sigue en el limbo, ignorándose si el vencedor tendrá un mandato más claro para cerrar un acuerdo. Raisi no parece particularmente amigable con Occidente, aunque ha manifestado su compromiso con el Plan de Acción Integral Conjunto (JCPOA). Según los analistas, un acuerdo podría llevar sus exportaciones de los 600.000 bpd de mayo a 1,5 Mbpd en diciembre.

(Neutral para el precio) – Irán sostiene que su regreso al acuerdo nuclear depende de decisiones de Estados Unidos. El portavoz del gobierno iraní, Ali Rabiei, declaró que Estados Unidos debe tomar una «decisión política» sobre si quiere que Irán retorne al acuerdo nuclear de 2015, afirmando que se ha elaborado un «texto claro» que implica el levantamiento de las sanciones a Teherán. Bloomberg señala que Rabiei sugirió que las conversaciones internacionales podrían prolongarse más allá de agosto, afirmando que, si no se alcanzase un acuerdo en lo que queda del mandato del actual presidente Rouhani (quien ha apostado su carrera política al éxito del acuerdo), las negociaciones las llevaría el gobierno de Raisi, un clérigo conservador que ha expresado hostilidad hacia Occidente.

(Neutral para el precio) – Estados Unidos rechaza la apelación de Maduro a un alivio de las sanciones. El gobierno de Biden rechazó la petición del presidente Maduro de que levantara las sanciones al país y pusiera fin a la «demonización» de Venezuela. Un portavoz del Departamento de Estado ratificó que la posición de Estados Unidos sobre la falta de legitimidad de Maduro no ha cambiado desde que Biden asumió el cargo, y que Guaidó, el líder de la Asamblea Nacional, sigue considerándose como el presidente interino.

(Negativo para el precio) – Libia reabre la carretera costera en un intento por reunificar el territorio. Según Bloomberg, de cara a una conferencia internacional que se celebrará el miércoles en Berlín para ultimar los detalles de las próximas elecciones nacionales, el gobierno interino de Libia ha reabierto su carretera costera en un intento por acercar sus territorios oriental y occidental tras años de guerra civil. Añade que la medida llega después de que en marzo se reanudaran los vuelos entre la ciudad occidental de Misrata y el bastión oriental de Bengasi. Esta información alienta la posibilidad de que se normalice la producción y el país alcance su pleno potencial exportador.

(Positivo para el precio) – Los inventarios de EE.UU. continúan en sus mínimos de los últimos tres años, mientras los productores se demoran en aumentar la producción. Pese al continuo aumento de la demanda en EE.UU. en los últimos meses, los productores del oeste de Texas no están poniendo más plataformas en operación, lo que mantiene el suministro aún un 15% por debajo del pico del año pasado. Esta dinámica podría llevar a que la cotización del WTI acabase superando la del Brent, lo que no sucede desde hace cinco años. Los productores de petróleo de esquisto están ateniéndose a su compromiso de mantener la disciplina al invertir, en un momento en el que las refinerías intentan hacerse con barriles nacionales que en otro caso se exportarían; algo que también ha elevado los precios, al haberse situado las reservas en superficie en Cushing en su nivel más bajo de los últimos tres años. Las refinerías también están operando a su mayor ritmo desde septiembre de 2019, contribuyendo con ello a sostener el WTI. No obstante, puede haber indicios de una recuperación de la producción, ya que el último dato semanal del Ministerio de Energía refleja un incremento de 200.000 bpd en la producción nacional, que se ha situado en un nivel que hacía más de un año que no alcanzaba.

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 (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 saudí y Rusia para estrangular el mercado mundial de la energía les ha funcionado bien para lograr un alza considerable en el precio, ha sido a costa de perder cuota de mercado, de forma que los productores de la OPEP ya no pueden sencillamente determinar el precio sin sufrir un coste. En la década de 1970 o a principios de la década de 2000, el cártel de exportadores acordó recortar la producción y este enfoque funcionó bien, ya que la principal competencia se daba entre los productores de petróleo convencional (sobre todo entre la OPEP y los productores no pertenecientes a la OPEP). Hoy en día, la mayor amenaza para cualquier productor de petróleo convencional proviene de productores no convencionales y de otras fuentes alternativas de energía. En teoría, la menor producción de energía a partir de petróleo convencional debería quedar fácilmente compensada por una rápida alza en la producción a partir de petróleo de esquisto.



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 (+45% en los últimos dos años) ha merecido escasos titulares. El mercado total del sector del metal precioso 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 la cotización del 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 podrían experimentar un aumento en los tipos reales sería 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. Nuestra visión optimista sobre el mundo emergente es que recreará un ciclo propenso al oro, como el experimentado en 2001-2011. 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 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, aunque a su valor ajustado en relación con la plata. La ratio entre oro y plata está en 67,99x, prácticamente en su media de los últimos 20 años de 66,29 veces, lo que indicaría que el oro apenas está ligeramente 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 1.843 USD/oz. Por su parte, la ratio oro/paladio está en 0,60, muy por debajo de su media de 20 años de 1,84x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio... o que el paladio está más caro incluso que el oro.

Factores negativos para el oro

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,15768 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 1.633 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.020 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.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, situada en 28,29, supera con creces su promedio de los últimos 20 años de 17,83x. Considerando nuestro valor razonable por fundamentales para el petróleo WTI de 60 USD/barril, y suponiendo que la utilidad funcional de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.069 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: 1,19 (comprar USD a 1,23 dólares por euro; vender USD a 1,16 dólares por euro) [EUR Neutral por Z de Altman]

USD/JPY: Objetivo: 108; **EUR/JPY:** Objetivo: 128,5 [JPY Neutral por Z de Altman]

GBP/USD: Objetivo: 1,41; **EUR/GBP:** Objetivo: 0,84 [GBP Neutral-negativo por Z de Altman]

USD/CHF: Objetivo: 0,89; **EUR/CHF:** Objetivo: 1,06 [CHF Negativo por Z de Altman]

USD/MXN: Objetivo: 21; **EUR/MXN:** Objetivo: 25 [MXN Positivo por Z de Altman]

USD/BRL: Objetivo: 5,30; **EUR/BRL:** Objetivo: 6,31 [BRL Negativo por Z de Altman]

USD/ARS: Objetivo: 140

USD/INR: Objetivo: 74

CNY: Objetivo: 6,25

RUB: NEUTRAL

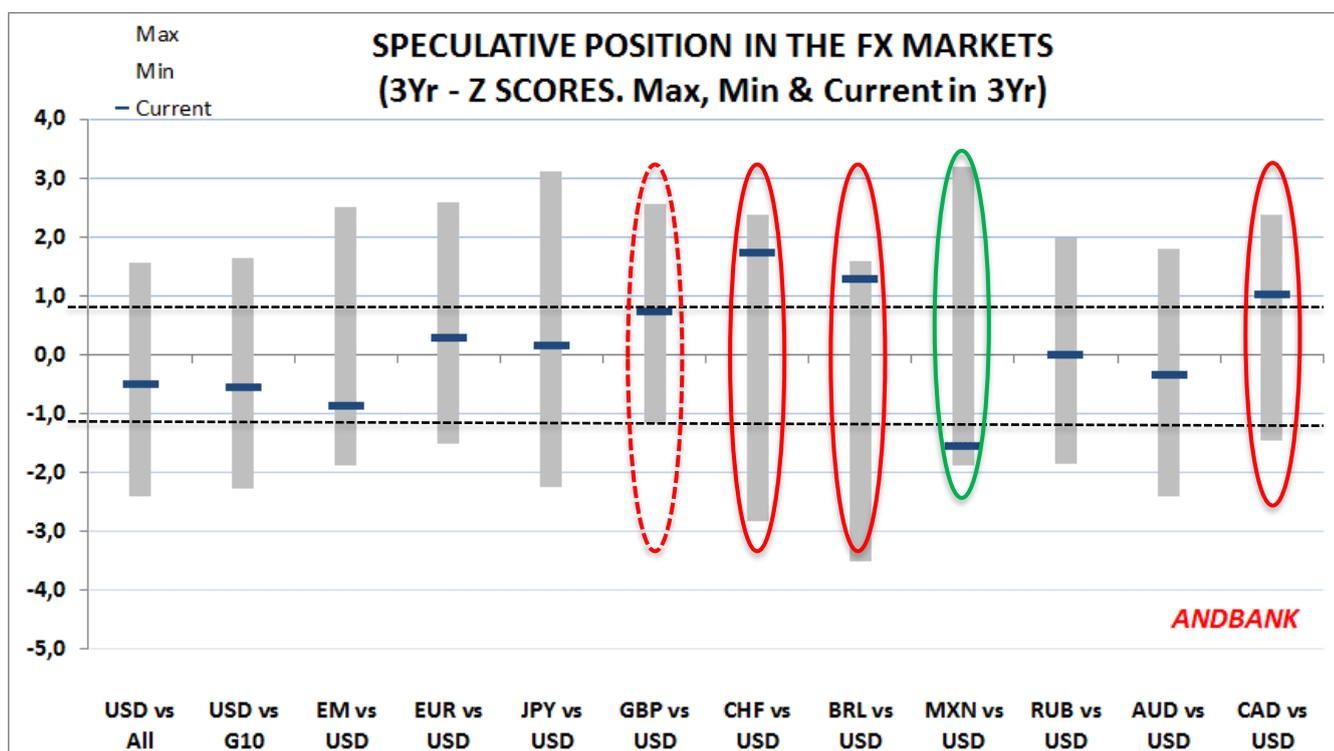
AUD: NEUTRAL

CAD: NEGATIVO

- 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	-13,04	4,01	32,1	-35,3	-2,7	-0,50
USD vs G10	-13,03	3,95	32,7	-35,6	-1,9	-0,56
EM	0,01	-0,06	3,9	-1,0	1,3	-0,87
EUR	13,29	-2,64	25,1	-8,6	10,6	0,27
JPY	-6,09	-0,32	6,1	-15,0	-6,9	0,14
GBP	1,56	-1,15	4,3	-6,5	-0,6	0,74
CHF	1,85	2,01	2,0	-6,0	-1,8	1,73
BRL	0,37	0,26	0,7	-0,8	-0,2	1,29
MXN	-0,70	-0,49	3,3	-0,7	1,1	-1,55
RUB	0,35	0,16	1,2	-0,3	0,3	-0,01
AUD	-1,33	-1,26	6,1	-5,2	-0,3	-0,36
CAD	3,51	-0,20	6,1	-5,0	0,7	1,03

ANDBANK



ANDBANK

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 16

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*	
Equity	USA - S&P 500	2,7%	15,0%	4.320	4.386	1,5%	
	Europe - Stoxx Europe 600	1,0%	14,2%	456	465	2,0%	
	Euro Zone - Euro Stoxx	0,4%	14,3%	454	462	1,6%	
	SPAIN - IBEX 35	-2,7%	10,6%	8.932	9.957	11,5%	
	MEXICO - MXSE IPC	-0,7%	14,3%	50.377	53.310	5,8%	
	BRAZIL - BOVESPA	-3,0%	5,6%	125.666	127.322	1,3%	
	JAPAN - NIKKEI 225	-0,8%	4,6%	28.707	29.321	2,1%	
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-2,2%	3,3%	3.520	3.601	2,3%	
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-0,2%	4,8%	2.397	2.549	6,3%	
	INDIA - SENSEX	0,9%	9,6%	52.340	57.195	9,3%	
	VIETNAM - VN Index	5,7%	28,4%	1.417	1.547	9,2%	
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,2%	4,7%	747	785	5,1%	
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	1,2%	-3,9%	1,46	1,80	-1,3%	
Core countries	UK 10 year Gilt	0,7%	-4,1%	0,72	0,80	0,0%	
	German 10 year BUND	0,1%	-3,3%	-0,21	0,25	-3,9%	
	Japanese 10 year Govie	0,3%	-0,2%	0,04	0,25	-1,7%	
	Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,5%	-2,8%	0,39	0,85	-3,3%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	0,7%	-2,0%	0,80	1,00	-0,8%	
	Portugal - 10yr Gov bond	0,7%	-2,9%	0,35	0,85	-3,6%	
	Ireland - 10yr Gov bond	0,2%	-3,9%	0,15	0,65	-3,9%	
	Greece - 10yr Gov bond	-0,2%	-1,3%	0,82	1,85	-7,4%	
	Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,1%	0,0%	46,56	55	-0,3%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,6%	1,3%	230,50	250	1,2%	
	Credit USD IG - CDX IG	0,1%	0,0%	47,80	63	0,2%	
	Credit USD HY - CDX HY	0,6%	1,8%	273,57	287	2,5%	
	Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	11,1%	-28,0%	16,81	17,00	15,3%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	0,8%	-7,2%	7,16	6,60	11,6%	
	Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,7%	-2,4%	6,52	5,50	14,7%
Asia (Local currency)	India - 10yr Gov bond (local)	0,2%	1,7%	6,04	5,50	10,4%	
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,1%	-6,7%	3,99	4,75	-2,1%	
	China - 10yr Gov bond (local)	0,3%	2,1%	3,08	2,60	6,9%	
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	-3,3%	3,24	4,25	-4,8%	
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,3%	-3,2%	1,55	2,50	-6,1%	
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	-5,3%	1,54	2,50	-6,2%	
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,1%	-2,2%	2,00	2,90	-5,2%	
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,1%	-0,8%	0,39	1,35	-7,3%	
	Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-3,3%	-11,5%	7,02	6,80	8,8%
	Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,4%	-2,6%	3,09	3,55	-0,6%
Brazil - 10yr Govie (Loc)		0,5%	-14,8%	9,20	8,80	12,4%	
Brazil - 10yr Govie (USD)		-0,4%	-3,2%	4,04	4,55	0,0%	
Commodities		Oil (WTI)	9,1%	54,8%	75,1	60,00	-20,1%
	GOLD	-7,0%	-6,4%	1.774,8	1.900	7,1%	
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-3,1%	-3,2%	1,183	1,19	0,6%	
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-3,0%	0,5%	1,37	1,41	2,6%	
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,2%	-3,7%	0,86	0,84	-2,0%	
	USDCHF (price of 1 USD)	3,3%	4,7%	0,93	0,89	-4,3%	
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,0%	1,4%	1,10	1,06	-3,7%	
	USDJPY (price of 1 USD)	1,9%	8,1%	111,62	108,00	-3,2%	
	EURJPY (price of 1 EUR)	-1,3%	4,6%	132,02	128,52	-2,7%	
	USDMXN (price of 1 USD)	0,7%	0,7%	20,02	21,00	4,9%	
	EURMXN (price of 1 EUR)	-2,4%	-2,3%	23,68	24,99	5,5%	
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,5%	-2,8%	5,05	5,30	5,0%	
	EURBRL (price of 1 EUR)	-3,7%	-5,9%	5,97	6,31	5,6%	
	USDARS (price of 1 USD)	1,0%	13,9%	95,76	140,00	46,2%	
	USDINR (price of 1 USD)	2,6%	2,5%	74,86	74,00	-1,1%	
	CNY (price of 1 USD)	1,6%	-0,6%	6,48	6,25	-3,6%	

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 17

**Together
Everyone
Achieves
More**



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



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



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



Idan Azoulay
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



Marcus Vinicius de Macedo
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.