

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Febrero de 2022

*Los inversores en un segmento importante del mercado recibieron una incómoda llamada en enero...*

## Análisis Corporativo

*Febrero de 2022*

**Alex Fusté**  
Economista Jefe Global  
+34 673 041 058  
[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

## Incoming Call from: Margin



Remind Me



Message



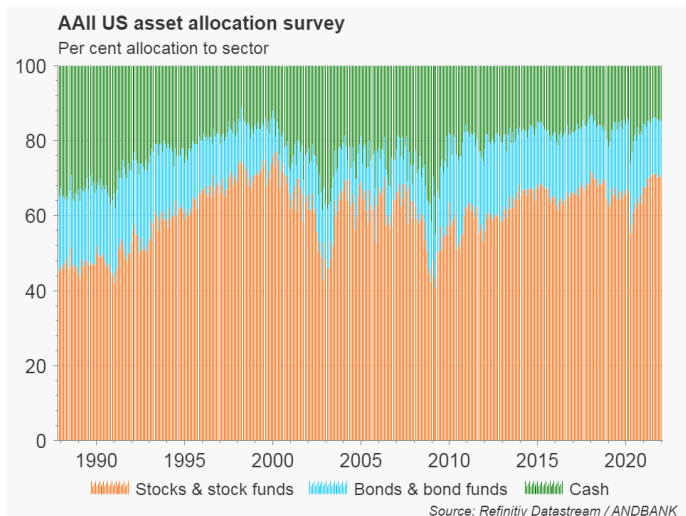
Decline



Accept

## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



Página 2

### RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	4.484	4.500	0,4%	MW	4.950	10,4%
Europe - Stoxx Europe 600	466	519	11,2%	MW/OW	570	22,4%
Euro Zone - Euro Stoxx	457	502	9,8%	MW/OW	552	20,8%
Spain IBEX 35	8.657	9.510	9,9%	MW/OW	10.461	20,8%
Mexico IPC GRAL	51.255	60.000	17,1%	OW	66.000	28,8%
Brazil BOVESPA	111.996	112.500	0,4%	MW/OW	123.750	10,5%
Japan NIKKEI 225	27.285	33.250	21,9%	OW	36.575	34,1%
China SSE Comp.	3.453	4.172	20,8%	OW	4.589	32,9%
China Shenzhen Comp	2.281	2.928	28,4%	OW	3.221	41,2%
India SENSEX	57.809	63.411	9,7%	MW	69.752	20,7%
Vietnam VN Index	1.501	1.866	24,3%	OW	2.053	36,8%
Taiwán SE Weighted Index	17.967	19.065	6,1%	MW/OW		
MSCI EM ASIA	650	743	14,3%	OW	817	25,7%

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

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Fixed Income</b>	US Treasury 10 year Govie	1,93	2,00	1,4%
<b>Core countries</b>	UK 10 year Gilt	1,43	1,50	0,8%
	German 10 year BUND	0,21	0,05	1,5%
	Japanese 10 year Govie	0,21	0,20	0,2%
<b>Fixed Income</b>	Spain - 10yr Gov bond	1,05	0,85	2,7%
<b>Peripheral</b>	Italy - 10yr Gov bond	1,78	1,25	6,0%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,98	0,85	2,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,74	0,50	2,7%
	Greece - 10yr Gov bond	2,29	1,45	9,0%
<b>Fixed Income</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	63,31	60	0,2%
<b>Credit</b>	Credit EUR HY-Itraxx Xover	307,50	275	3,5%
	Credit USD IG - CDX IG	63,69	70	0,8%
	Credit USD HY - CDX HY	355,72	331	4,6%

### RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Fixed Income</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	21,62	20,00	34,6%
<b>EM Europe (Loc)</b>	Russia - 10yr Gov bond (local)	9,37	7,50	24,3%
<b>Fixed Income</b>	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,47	5,10	17,4%
<b>Asia</b>	India - 10yr Gov bond (local)	6,81	6,00	13,3%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	4,90	5,00	4,1%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,71	2,40	5,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	3,72	3,10	8,7%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	2,07	1,90	3,4%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,85	2,75	-5,3%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,64	3,40	-3,5%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,69	1,50	-5,8%
<b>Fixed Income</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	7,62	8,00	4,6%
<b>Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,72	3,75	3,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	11,15	10,50	16,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,12	5,25	4,1%

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	90,9	75,00	-17,5%
	GOLD	1.819,5	1.800	-1,1%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	1,140	1,12	-1,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,35	1,39	2,8%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,84	0,80	-4,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,92	0,93	0,8%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,05	1,04	-1,0%
	USDJPY (price of 1 USD)	115,35	116,00	0,6%
	EURJPY (price of 1 EUR)	131,54	129,92	-1,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	20,63	21,50	4,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	23,51	24,08	2,4%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,26	5,50	4,5%
	EURBRL (price of 1 EUR)	6,00	6,16	2,6%
	USDARS (price of 1 USD)	105,57	175,00	65,8%
	USDINR (price of 1 USD)	74,72	76,00	1,7%
	CNY (price of 1 USD)	6,37	6,35	-0,3%





# EE.UU.

## La Fed ha imprimido un giro drástico a su política pese a que la inflación parece estar tocando techo

### Reserva Federal: giro de política

La publicación del acta de la reunión de diciembre de la Reserva Federal cambió por completo las expectativas del mercado. La Fed no solo reducirá las compras de bonos del Tesoro y de valores procedentes de operaciones de titulización hipotecaria (MBS) a un ritmo más rápido (finalizando probablemente en marzo), sino que también comenzará a reducir su balance mucho antes de lo esperado. Se habla de iniciar el «endurecimiento cuantitativo» (QT) poco después de que la autoridad monetaria comience a subir los tipos de interés (lo que podría suceder ya en el segundo semestre del año).

Además, Jerome Powell, presidente de la Fed, advirtió de que la elevada inflación podría perjudicar la recuperación del mercado laboral, en particular habiendo pasado ya el momento de aplicar estímulos con motivo de la pandemia. Añadió que la normalización se haría antes y más rápido que la última vez (2017-2019). Tras los acontecimientos recientes, el mercado espera ahora cuatro alzas de los tipos de interés oficiales en 2022, esperando los analistas que la primera subida se produzca en la reunión de marzo (no se descarta que la Fed «sorprenda» con una de 50 pb para recuperar la credibilidad). Si la Fed parecía ir rezagada ante los acontecimientos, ahora el riesgo es que se pase de la raya y tenga que dar un frenazo (algo parecido a lo que ya le sucedió en 2019).

Cuanto se ha expuesto es el resultado de una inflación que persiste en niveles elevados más de lo inicialmente esperado y de un mercado laboral próximo al pleno empleo, si no de hecho en pleno empleo (la tasa de desempleo es del 3,9% y las alzas salariales son intensas). El IPC aumentó en diciembre un 7% interanual (noviembre: +6,8% interanual), aún afectado por efectos transitorios, pero con una persistencia inesperada. Las cifras mensuales permiten ser algo más optimistas, al haber descendido por segundo mes consecutivo (+0,5% en diciembre, frente a +0,8% en noviembre y +0,9% en octubre). Confiamos en que las cifras anuales sigan descendiendo en los próximos meses.

### Política: elecciones legislativas a la vista

Las encuestas favorecen por ahora ligeramente a los Republicanos, siguiendo la tendencia histórica por la que el partido gobernante suele salir perdiendo en estas elecciones. El índice de aprobación de Biden supera apenas el 40%, por debajo de Reagan, Clinton y Obama en momentos similares de sus primeros mandatos. Son 469 los escaños que estarán en juego en el Congreso de EE.UU. en las elecciones del 8 de noviembre de 2022.

### Momentum del Mercado

El S&P experimenta un repunte desde los mínimos del 24 de enero, en un período considerado como constructivo ya que ha podido superar dos puntos de ruptura significativos: el 200-DMA y el psicológico 4500. Mientras, el MACD diario subió y cruzó nivel, lo que a menudo indica un cambio de impulso positivo. Si bien el performance del mercado está (y seguirá estando) marcado por lo que pasa en el mundo de la energía, hay una percepción generalizada de que NO se justifica un movimiento de caída significativo por debajo del mínimo intradiario reciente (4222). Todo lo que sea acercarse a ese nivel, es visto por los inversores como un movimiento de ida y vuelta. Habrá que tenerlo en cuenta.

¿Qué hay detrás del momentum? Sin duda, la solidez de las ganancias de algunas de las acciones clave (líderes), ya que en la última semana ha habido resultados que han sonado mucho en el mercado. Lo más destacable es que la tendencia de fundamentales en tecnología es, por lo general, buena, ya que el sector tecnológico registró la mayor sorpresa de BPA con un 8,8 % sobre el EPS previsto (muy por encima del +4.7% de sorpresa del amplio S&P 500). Ya han publicado resultados del 4Q21 el 60% de la capitalización de mercado (S&P 500), con el 78 % de las empresas superando las estimaciones (en ese 4,7% de sorpresa en EPS). Es un buen dato, pues el promedio histórico para el 4Q es que el 70% de empresas publique por encima del guidance (si bien es cierto que el nivel de sorpresa en EPS solía ser del 5.3%). Ya de cara al 2022, los márgenes siguen acaparando la atención, y si bien estos se han revisado a la baja (por los costes), el consenso los mantiene en un saludable 17% (operating margins).

Estrategia: Los inversores seguirán valorando los resultados empresariales, y eso debería ayudar. Habrá especial interés en el informe de empleo de EE. UU., y el ADP (buen barómetro del mercado laboral, y de lo que puede hacer la Fed). Por su puesto, la trayectoria de la política de la Fed, determinada por la inflación, y la energía, seguirá siendo el principal impulsor del mercado. Cabe decir aquí que no esperamos grandes cambios en la Fed ni en la inflación este mes. Sí en cambio, tenemos esperanzas en un desarrollo satisfactorio para la cuestión geopolítica y, por ende, en los precios de la energía (que podrían ir en franco retroceso a posteriori). Si esto ocurre, el mercado probablemente se lo tome de forma muy positiva en una segunda parte del año (o quizás antes, según su predisposición a adelantarse a los acontecimientos). Por esta razón, si bien hemos limitado las posibilidades de pérdida en las carteras (con ventas de vehículos más expuestos al nuevo régimen monetario), no queremos perder la capacidad de las carteras de recuperar el terreno perdido en enero.

Como corolario, utilizaríamos los episodios extremos para ser oportunistas, especialmente en momentos en los que el mercado se mueve hacia territorio de sobreventa.

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo UST 10 años: 2,0%)

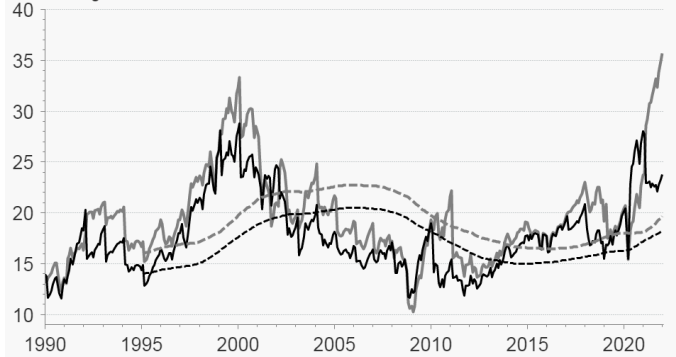
Deuda corporativa (CDX IG): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 70 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (dif. objetivo: 330 pb)

Tipo de cambio (Índice DXY): FAVORABLE al USD

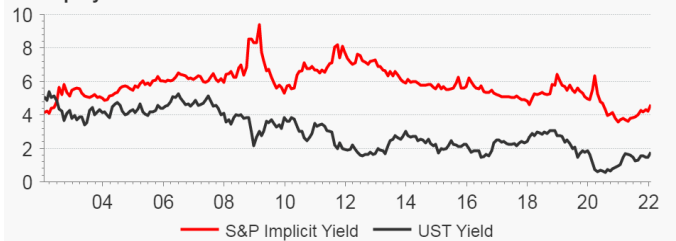
US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

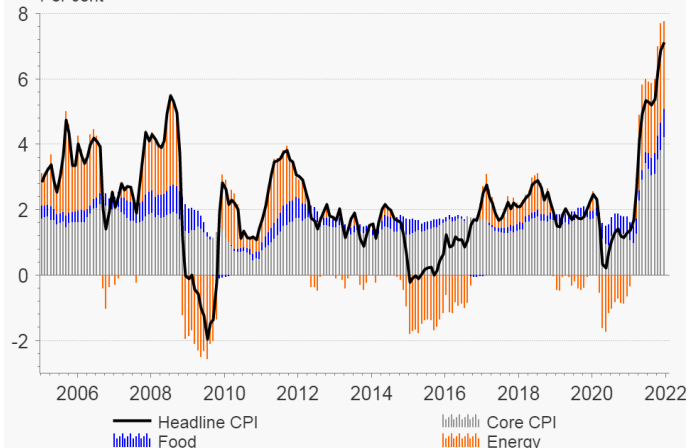
Equity Yield & UST Yield



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

US headline CPI and contributions

Per cent



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## EUROPA

### A pesar de todo, un buen año para el crecimiento económico

#### BCE en 2022: Lagarde abandona el mantra sobre los tipos de interés

En la reunión de diciembre del BCE ya se anunció tanto el final del programa de compras de emergencia pandémica (PEPP) para marzo de 2022 (aunque las reinversiones se ampliarán un año más, hasta finales de 2024) como la ampliación del programa de compra de activos APP (por un importe de 20.000 a 40.000 millones de EUR al mes a partir de marzo). Los efectos *acantilado* se redujeron algo, pero el apoyo del BCE será sin duda menor en 2022, con una emisión neta positiva pero poco voluminosa. En cuanto a los tipos de interés, Lagarde abandonaba en la última reunión del BCE el "mantra" de que era improbable que los tipos subieran en 2022. Los mercados han pasado a adelantar ya más de cuatro subidas de tipos en este año en Europa y más cinco en EE UU. Aunque un dibujo descendente de la inflación en el año continúa siendo escenario base, 2022 es aún "pandémico" en materia de precios y en otros aspectos.

#### Se mantienen los factores económicos tanto positivos como negativos

Las expectativas de crecimiento apenas han cambiado desde diciembre. El crecimiento previsto del PIB de la zona euro supera ligeramente el 4,25%, perfectamente en línea con las últimas cifras ofrecidas por el BCE. La actividad sigue apoyándose en la tasa de ahorro (aprox. 15% de la renta disponible), la recuperación del mercado de trabajo (con una tasa de paro del 7%) y las expectativas de recuperación del sector industrial. Si bien la variante ómicron ha afectado ampliamente a la población europea, llevando a imponer algunas restricciones a la movilidad, los «casos» parecen haber tocado techo en el Reino Unido y parece razonable esperar que en las próximas semanas suceda lo mismo en toda Europa continental. En cuanto a los riesgos, aún no hay señales claras de que estén resolviéndose los cuellos de botella por el lado de la oferta (el 80% de fabricantes alemanes se queja de escasez de suministros), al tiempo que los precios de la energía siguen subiendo, factores estos ambos que también afectan a la inflación.

La inflación volvió a sorprender en diciembre, tanto las cifras de inflación efectivas (IPCA: 5%; inflación subyacente: 2,6% interanual) como las expectativas. El BCE ha revisado significativamente sus previsiones para 2022 (3,2% interanual frente al 1,7% anterior). Esperamos que la inflación descienda al ir avanzando el año, pero también estamos ajustando nuestras previsiones (del 2,2% interanual al 3,3%), con una economía que crece por encima de su tasa tendencial y la posibilidad de que los precios tengan que revisarse al alza (por ejemplo, por la evolución de la energía, la transición verde y las tensiones en las cadenas de suministro). Como nota positiva, los efectos de segunda ronda parecen limitados por ahora y el BCE está exigiendo, para cambiar de opinión respecto a los tipos oficiales, que se produzca una aceleración sostenida de los salarios en lugar de repuntes salariales aislados. En 2022 el alza salarial en Alemania podría ser del 2%-2,3% interanual, siendo claves para 2023 las amplias negociaciones salariales que se celebrarán a finales de 2022.

#### Italia: se rompe el estancamiento y Mattarella es reelegido como presidente

Luego siete votaciones, los más de mil electores decidieron que Sergio Mattarella era la figura para seguir como presidente de la nación por un nuevo período. Detrás de Mattarella se situó Carlo Nordio con 90 votos, al tiempo que el actual primer ministro, y quien tenía aspiraciones de convertirse en presidente, Mario Draghi recibió solamente cinco votos.

#### Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

**Deuda pública.** Quienes buscan mantener el poder adquisitivo de su inversión redujeron drásticamente la sobreponderación en «duración» y bonos de países periféricos en las últimas semanas. Nos atenemos a la mayoría de objetivos, pero apreciamos riesgo en el caso del diferencial italiano, que podría irse a un rango de 120-160 pb frente al Bund.

**Deuda corporativa.** El temor a que se aceleren los programas de «salida» de la política del banco central y la persistente presión al alza sobre las TIR han llevado a los emisores a adelantarse (sobre todo, en grado de inversión sénior) para evitar tener que aceptar, y financiarse, a tipos más altos en el futuro. En el segmento de alto rendimiento la situación es la contraria, con una caída del 70% respecto al año anterior en la emisión de bonos HY de entidades no financieras (2.400 millones). Reiteramos la recomendación de seguir en vencimientos cortos o medios (3-5 años), manteniendo un posicionamiento neutral con sesgo de infraponderación en IG y neutral en HY.

**Mercado de renta variable.** Mantenemos el optimismo sobre las acciones europeas, a las que sostienen el entorno macroeconómico y la confianza inversora, y el posicionamiento en sectores cíclicos (automóviles, bancos, energía) sobre defensivos (sanidad, servicios públicos) y de crecimiento. También preferimos las empresas de elevada capitalización bursátil a las pequeñas y medianas. El principal riesgo que afectaría a nuestro escenario base es una mayor presión de costes (procedente de las materias primas o problemas en las cadenas de suministro) que comprima los márgenes. Tal escenario favorece al mercado español por el mayor peso en el IBEX de empresas cíclicas (Inditex, Amadeus, bancos...), lo que le augura un mejor comportamiento que otros índices europeos.

#### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: 0,2%)

- P. perif.: SOBREP. (IT 1,25%; GR 1,45%); NEUTRAL: (IR 0,50%; ES 0,85%); INFRAP. (PT 0,85%)

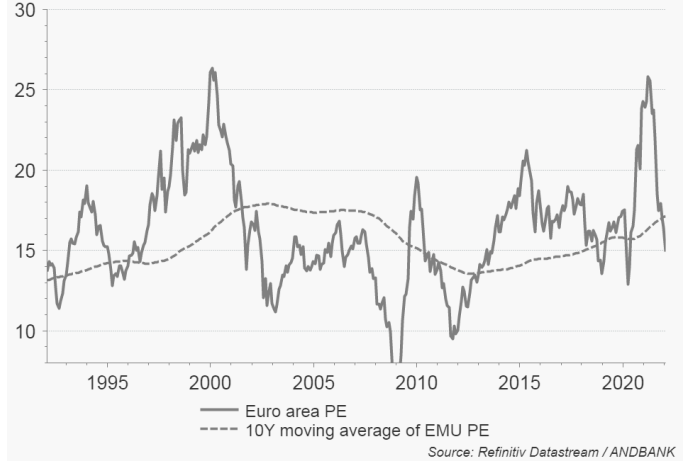
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL-INFRAP. (dif. objetivo: 60 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL (dif. objetivo: 275 pb)

Tipo de cambio (EUR/USD): obj. central 1,12 (comprar USD a 1,14; vender USD a 1,09)

#### Euro area & EU price-to-earnings

Ratio - Forward

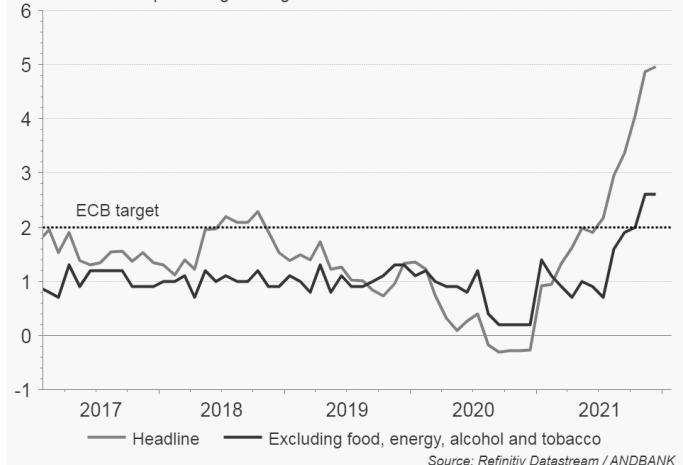


#### Euro STOXX banks Index



#### Euro area inflation

Twelve-month percentage changes





# CHINA

## El deterioro del crecimiento en diciembre podría propiciar una política económica más expansiva

**El PIB del cuarto trimestre registró una brusca desaceleración interanual y los datos de diciembre, si bien permitieron superar la dinámica bajista, no apuntan a una economía vigorosa, lo que podría propiciar unas medidas de política más acomodaticias que impulsarían los activos chinos.**

El dato del PIB del cuarto trimestre, aunque se ralentizó al +4,0% interanual (desde el +4,9% del tercero), superó con todo la cifra del consenso (+3,6% interanual). Respecto al trimestre anterior, el PIB del cuarto fue prometedor, con un aumento del 1,6% (también mejor que la previsión del consenso de +1,1%) que permitió superar la dinámica bajista (el PIB del tercero aportó un magro crecimiento trimestral del +0,2%). Pero hablamos de datos del cuarto trimestre, algo desactualizados ya de cara a conocer la evolución de las políticas monetaria y fiscal. Para saber si habrá un cambio en la política monetaria que mejore el entorno del mercado en China habría que atender a los datos más recientes.

La producción industrial china mejoró en diciembre (+4,3% interanual, frente al +3,7% del consenso y +3,8% del mes anterior), pero la tasa de inversión en activos fijos se moderó (al +4,9% interanual, desde el +5,2% del mes anterior) y la de desempleo se deterioró ligeramente (aumentó en el mes del 5,0% al 5,1%). Las ventas minoristas fueron la gran decepción, con un crecimiento bajo y preocupante de apenas el +1,7% interanual (frente al +3,8% del consenso y +3,9% del mes anterior), el menor crecimiento mensual del año. Las ventas minoristas quedaron lastradas por las de automóviles, alimentación y bebidas y prendas de vestir. El volumen diario de refino de petróleo en China fue en diciembre notablemente menor que en noviembre (-4,7%). La producción bruta de acero disminuyó en 2021 por primera vez en seis años (aunque esto se debió en parte a la mayor presión de las autoridades sobre las industrias más contaminantes).

### El PBoC recorta su tipo de política por primera vez desde abril de 2020 en otra muestra efectiva de una postura oficial más favorable al mercado

El PBoC redujo el tipo oficial de los préstamos a un año en 10 puntos básicos, al 2,85%, su primer recorte desde abril de 2020. También redujo el tipo de las operaciones de repo a siete días al 2,1%; dotó con 700.000 millones de CNY un programa dirigido al mercado de facilidades de crédito municipal a medio plazo (MLF) e inyectó 200.000 millones de CNY (31.500 millones de USD) en operaciones de mercado abierto. Según los analistas, estas medidas indicarían que la economía renquea y que, para tratar de estabilizarla, el gobierno chino quiere reducir significativamente el coste del endeudamiento.

### Crisis inmobiliaria china: comienzan a notarse los efectos de haber suavizado la aplicación de unas reformas duras

Los precios de la vivienda nueva cayeron en diciembre menos que en noviembre gracias a una estabilización de la demanda facilitada por la relajación de restricciones financieras y al apoyo a promotores inmobiliarios. El precio medio cayó un 0,2% en el mes, cuando en noviembre disminuyó un 0,3%. La subida de precios interanual fue del 2,6%, cuando en noviembre fue del 3,0%, con mejores precios en 15 de las 70 ciudades de referencia.

El planificador estatal de China (NDRC) instó a los gobiernos provinciales a minimizar el impacto de las restricciones pandémicas durante las vacaciones del Año Nuevo lunar para facilitar la recuperación del gasto de consumo. En concreto, los gobiernos locales deberían evitar medidas uniformes que se aplicasen a todos de forma indiscriminada.

### La represión del sector financiero, ya prácticamente finalizada, podría dejar de influir tan negativamente en 2022

Según el gobierno, la «limpieza» de aquellos productos, comercializados por gestoras de activos patrimoniales, que no cumplían los requisitos establecidos había «prácticamente finalizado». Cao Yu, vicepresidente de la Comisión Reguladora de Banca y Seguros de China, ratificó que se había avanzado en la tarea, aseveró que el período de transición básicamente había finalizado y que el recurso a productos fiduciarios para financiarse ya había caído un 80%.

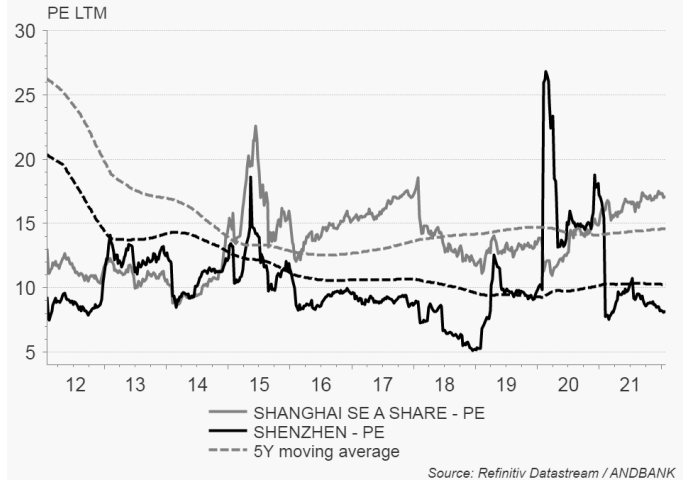
### Ahora bien, las exigencias del presidente Xi contra el desarrollo «no saludable» de la economía digital podrían prolongar la represión en el sector tecnológico

Xi, en un ensayo publicado en el órgano de prensa del Partido Comunista chino, pidió centrarse en áreas clave como circuitos integrados, equipos de comunicaciones y hardware inteligente. China debía «cultivar empresas capaces de competir a nivel internacional y promover clústeres de la industria digital de nivel mundial». También pidió una regulación que evitase «monopolios y la expansión desordenada del capital» en China. «En el curso de un rápido desarrollo, la economía digital china ha revelado algunos rasgos malsanos e irregulares que representan una amenaza para la seguridad económica y financiera nacional». El ensayo de Xi sigue un plan del gabinete ejecutivo cuyo objetivo es aumentar la participación del sector en el PIB nacional impulsando tecnologías como el 6G y grandes centros de datos. El plan destacó la falta de innovación en áreas clave y una débil gobernanza en otras.

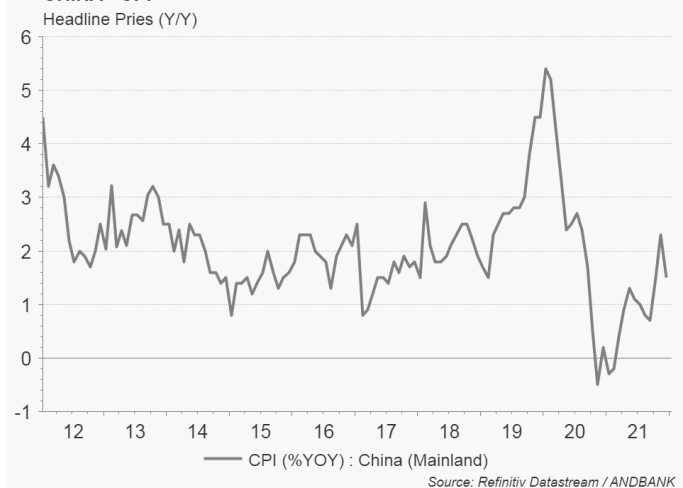
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Shanghái): SOBREPONDERAR  
Renta variable (Shenzhén): SOBREPONDERAR  
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo rendimiento a 10 años: 2,4%)  
Tipo de cambio (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,35)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



CHINA - CPI



USDCNY exchange rate





# JAPÓN

## El BoJ mantiene la configuración de su política, pero ya debate el momento de «orientar» sobre subidas de tipos

### Política monetaria y coyuntura macro: el BoJ básicamente mantiene su política

El banco central (BoJ) mantuvo sin cambios sus tipos objetivo a corto y a largo plazo, al igual que los ajustes de su programa de compra de activos. Los miembros de su Consejo votaron asimismo a favor de ampliar un año la fecha límite de los préstamos en el marco del programa de estímulo del crédito bancario. El comunicado del banco central reiteró la orientación dada al mercado, en el sentido de que se mantendría la política de expansión cuantitativa y cualitativa (QQE) con «control» de la pendiente de la curva de tipos (YCC) hasta que la inflación alcanzase de manera estable el objetivo del 2%. Además, reafirmó que estará muy atento a los efectos de la pandemia y que no dudará en relajar aún más su política de ser necesario. Los responsables de la política monetaria también debatieron el momento en que podrían empezar a preparar al mercado para un eventual aumento de los tipos de interés, algo que, habida cuenta de las alzas generalizadas en los precios y el sesgo más restrictivo adoptado por la Reserva Federal, podría suceder incluso antes de que la inflación alcanzase el 2%. Una subida efectiva de tipos no es, claro está, inminente y el BoJ tiene todos los visos de mantener su política ultra-laxa al menos durante el resto de este año, pero los mercados financieros podrían estar subestimando su disposición a eliminar gradualmente su otrora radical programa de estímulo.

Hubo revisión al alza de las previsiones de crecimiento e inflación para el año fiscal 2022. Según el Informe de Perspectivas, el BoJ mantuvo su valoración de la trayectoria actual de la inflación en el sentido de que el IPC subyacente podría aumentar temporalmente, si bien modificó aspectos importantes. El aumento de los precios de la energía es un factor que sigue muy presente. El BoJ estima que están disipándose los efectos de descuentos anteriores en las tarifas de telefonía móvil y reconoce que existe cierta repercusión en los consumidores del encarecimiento de las materias primas. Este último, y su traslado a los consumidores, se citaron como las principales razones para revisar las previsiones. El comentario sobre la economía eliminó el texto que afirmaba que la situación económica era grave, citando la progresiva atenuación de los efectos de la pandemia. En cuanto a la evolución de la actividad económica, considera que esta aún podría deteriorarse, sobre todo por las incertidumbres asociadas a la pandemia. Pero las perspectivas ahora, en lo que constituye el primer cambio desde 2014, son de estabilidad general de los precios.

El dato definitivo de producción industrial de noviembre fue del +7,0%, frente al +1,8% de octubre, con un aumento mensual de pedidos de maquinaria del +3,4% (frente al +1,3% del consenso y +3,8% del mes anterior). El índice de actividad del sector terciario de noviembre se situó en el +0,4% (frente al +1,0% del consenso y +1,9% del mes anterior).

### Política fiscal: en un escenario optimista habría superávit fiscal primario en 2026

La agencia de noticias Kyodo citó estimaciones de la Oficina del Gabinete japonés según las cuales, en el escenario más optimista, Japón podría lograr un superávit primario en el ejercicio presupuestario 2026. Es decir, un año antes de lo estimado previamente en julio, basándose en que la recaudación fiscal se elevaría a medida que las empresas fueran recuperándose del impacto de la pandemia. Sin embargo, el escenario optimista supone que el PIB seguiría rondando el 2% en términos reales y el 3% en términos nominales; algo, esto último, que sólo ha sucedido una vez en las últimas dos décadas.

### Pandemia: se plantea un cuasi estado de emergencia para el área de Tokio

El gobierno japonés sopesa declarar un estado similar al de emergencia para Tokio y tres prefecturas cercanas en pleno auge del número de «casos» de coronavirus en la región. La capital registró más de 4.000 nuevos casos el domingo, con una tasa de ocupación de camas de hospital próxima al 20%, la referencia para que el gobierno metropolitano solicite al gobierno central tal declaración. Las otras tres prefecturas (Saitama, Chiba y Kanagawa) también registran un aumento en las infecciones.

### La reforma industrial podría impulsar la inversión en tecnologías clave

Según Nikkei, el gobierno se propone lanzar un programa de ayudas dirigidas a facilitar a empresas desarrollar circuitos integrados, baterías de alta capacidad y otros materiales clave que permita garantizar la continuidad en el suministro de productos estratégicos. El gobierno identificará primero una relación de artículos susceptibles de recibir ayudas, que probablemente incluirá tierras raras y productos farmacéuticos. El plan es disponer de un programa operativo durante el ejercicio 2023.

### Geopolítica: EE.UU. y Japón almacenarán juntos munición cerca de Taiwán

Según Nikkei, EE.UU. y Japón están considerando almacenar conjuntamente munición en sus respectivas instalaciones militares en Japón, incluidas las islas cercanas a Taiwán, como preparación ante contingencias. El asunto del uso conjunto de las instalaciones se trató en la reunión «2+2» que celebraron la semana pasada sus respectivos ministros de Asuntos Exteriores y Defensa. Según una fuente, por «uso conjunto» ha de entenderse el almacenamiento de munición y el uso compartido de pistas.

Kyodo citó también unas declaraciones de la secretaria de prensa de la Casa Blanca, Jen Psaki, en el sentido de que el presidente Biden mantendría una reunión virtual con el primer ministro japonés, Fumio Kishida, para estrechar los vínculos entre sus países ante la creciente asertividad de China en la región del Indo-Pacífico. Biden aspira a colaborar con Kishida en pro de su «visión compartida de un Indo-Pacífico libre y abierto», además de a asociarse en tecnologías novedosas y emergentes, en particular a través del Quad (Diálogo de Seguridad Cuadrilateral).

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 0,20%)

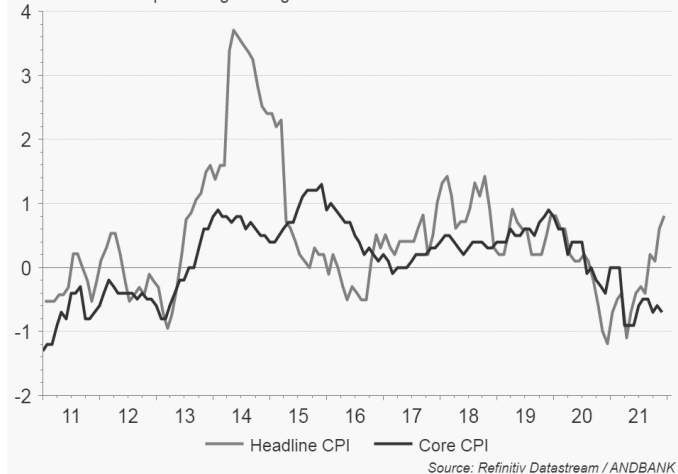
Tipo de cambio (USD/JPY): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 116)

Japan Nikkei 225 price / earnings



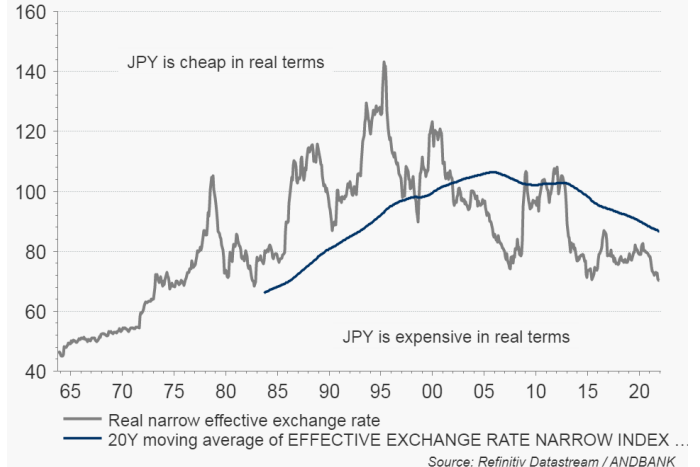
Japan CPI

Twelve-month percentage change



Japan real narrow EER

Index





# INDIA

## La agenda de reformas tendrá continuidad al no haber elecciones a la vista, pero la retirada de algunas de ellas ha minado nuestra confianza

**El mercado de valores parece confiar en que India dará lo mejor de sí; seguimos siendo optimistas a largo plazo, aunque no tanto como antes.**

El mercado bursátil indio ha batido de hecho a los índices principales tanto de mercados desarrollados como emergentes. Tenemos razones para esperar que prosiga este buen desempeño. 1) La base de inversores directos es mucho mayor ahora que en el pasado; en concreto, el doble que a comienzos de 2020. 2) Las entradas de capital de inversión del extranjero, superiores a 24.000 millones de USD, se han canalizado hacia el mercado de renta variable nacional. 3) Este mercado es mucho menos vulnerable a un escenario de reducción de inyecciones de liquidez (*tapering*) o a cualquier perturbación externa, como refleja el fuerte aumento de las reservas de divisas, de 300.000 millones de USD hace 10 años a 560.000 millones en la actualidad. Esta importante posición de reservas de divisas del RBI dota al país de una gran capacidad de defensa de la rupia y, al mismo tiempo, tranquiliza a los inversores extranjeros. Esta fortaleza relativa da muestras de persistencia, como la situación favorable (superávit) de la balanza por cuenta corriente. India parece contar ahora, a diferencia de en 2013, con mecanismos suficientes para afrontar con garantías una eventual fuga de capitales.

### La agenda reformista tiene continuidad, pero su alcance ya no es tan amplio

Al no celebrarse las elecciones generales hasta 2024 no hay contratiempos en forma de presiones electorales que impidan la continuidad de las reformas económicas. Hay, claro, elecciones en algunos estados clave y el Partido BJP del Primer Ministro Modi se enfrenta a partidos regionales fuertes en las próximas elecciones en Punjab, Uttarakhand y Uttar Pradesh (los que eligen el mayor número de delegados al Parlamento nacional). Ahora bien, dada la debilidad de la oposición, el gobierno probablemente mantendrá el poder en la mayoría de esos estados, con la consiguiente continuidad de la política económica en el gobierno y el parlamento nacional.

### Inesperada y lamentablemente el primer ministro Modi derogó la controvertida ley de reforma agrícola

El anuncio supone un giro radical, ya que el gobierno no había tomado ninguna iniciativa para negociar con los agricultores en los últimos meses y los ministros de Modi habían insistido con firmeza en que las leyes beneficiaban a los agricultores y que se descartaba retirarla. Los sindicatos agrícolas lo consideran una gran victoria, pero según los expertos la decisión habría venido forzada por las próximas elecciones estatales en Punjab y Uttar Pradesh, ambos con una gran base de agricultores. Modi afirmó que las leyes agrícolas buscaban fortalecer a las pequeñas granjas, pero «a pesar de varios intentos por explicar sus ventajas a los agricultores, no lo hemos logrado, por lo que el gobierno ha decidido derogar las tres leyes agrícolas». Las nuevas leyes agrícolas habían relajado las normas sobre la venta, el precio y el almacenamiento de productos agrícolas; unas normas que, según los manifestantes, han «protegido» durante décadas a los agricultores indios del libre mercado. Uno de los mayores cambios que promovía la reforma era que estos pudiesen vender sus productos directamente a agentes privados a precios de mercado. La mayoría de los agricultores indios venden actualmente el grueso de la producción en mercados mayoristas controlados por el gobierno (los *mandis*) con un precio mínimo garantizado (los «precios mínimos de apoyo»). Las leyes también permitían a los compradores privados acumular alimentos como arroz, trigo y legumbres para su futura venta, algo que solo los agentes autorizados por el gobierno podían hacer antes. Las reformas dieron a los agricultores la opción de vender fuera de este «sistema *mandi*». Pero, según los manifestantes, las leyes de hecho debilitarían a los agricultores y permitirían a los agentes privados dictar los precios y controlar su destino. El gobierno alegó que era hora de rentabilizar la actividad agrícola y las nuevas leyes lo lograrían. Los partidos de la oposición acogieron con satisfacción la decisión y el líder del partido del Congreso, Rahul Gandhi, la calificó de «victoria contra la injusticia». Algunos líderes agrícolas y economistas que valoraban positivamente las leyes expresaron su decepción por la derogación y calificaron la decisión de «desafortunada» y motivada por intereses políticos. Los miembros del BJP sostuvieron que la decisión de derogarlas no tuvo nada que ver con las urnas y que únicamente buscaba poner fin a las protestas. La verdad sea dicha, el gobierno sabe que el enojo de los agricultores perjudicaría las posibilidades del BJP de ganar unas elecciones cruciales en algunos estados en 2022. Nada se dijo de si existían o no planes de reinstaurar estas leyes de alguna otra forma más adelante.

### India sigue siendo, entre las grandes economías, la que más crece

La recuperación económica india prosigue a intenso ritmo, con un crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre del 20% (el mayor entre las grandes economías). Si bien es cierto que respecto al trimestre anterior se ha producido una contracción, los analistas coinciden en que lo peor de la crisis pandémica ya ha pasado. Entre los factores que explican la expansión hay algunos internos importantes; como el consumo, que vuelve a crecer con fuerza, a tasas no vistas desde 2017. Incluso el crédito bancario ha vuelto a aumentar (+7% interanual), lo que refleja la confianza del sector en la futura marcha de la economía. Pensamos que el sector exterior también contribuirá a impulsar el crecimiento, como refleja el impresionante auge de las exportaciones, que en los primeros nueve meses del año crecieron un 40% (respecto al mismo período del año pasado).

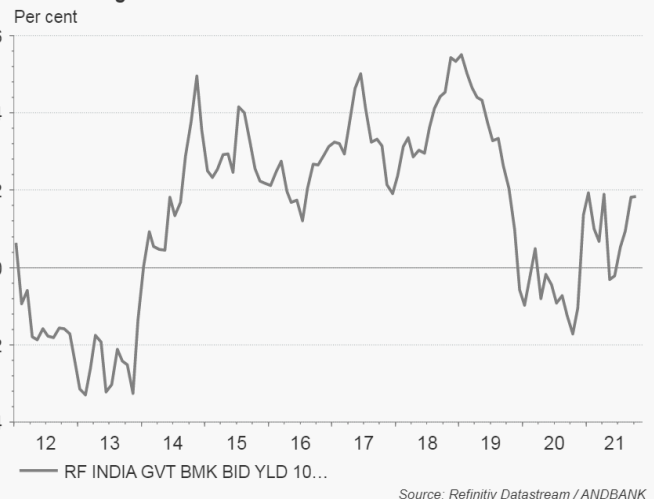
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): NEUTRAL  
 Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo de rendimiento: 6,0%)  
 Deuda corporativa: SOBREPONDERAR  
 Tipo de cambio (INR/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 76)

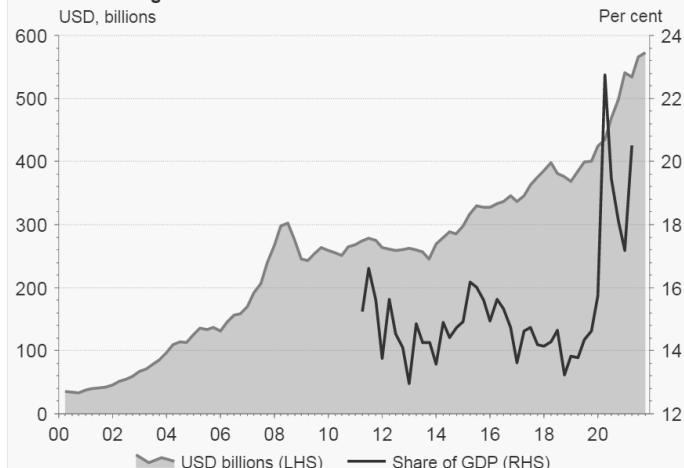
India Datastream index price / earnings



India - 10Y government bond Real Yield



India foreign reserves





# ISRAEL

## La economía atraviesa por un «momento dulce»

### Un escenario favorable para la economía

La variante ómicron está dejando sentir sus efectos en toda la economía israelí, tal como reflejan tres indicadores de alta frecuencia: i) la caída (-6%) en diciembre en el uso de tarjetas de crédito; ii) el notable descenso (-5,5%) en la compra de alimentos; y iii) el hecho de que más del 60% de los fabricantes anuncien disrupciones graves en las líneas de producción por las cifras récord de trabajadores contagiados y en cuarentena.

Sin embargo, las encuestas sobre expectativas de los consumidores y tendencias en el sector empresarial mostraron que sigue prevaleciendo el optimismo. Otros indicadores, empezando por un déficit fiscal que en 2021 se situó en el 4,5% del PIB, inferior con mucho al 6,8% del PIB que esperaba el mercado (gracias al incremento interanual del 30% en los ingresos públicos y a la reducción del gasto vinculado a la pandemia) y otro informe favorable sobre el mercado laboral (tasa de desempleo del 4,1%, desde el 4,6% de noviembre) permiten ser optimistas sobre la evolución de la economía. Pensamos que la economía israelí se halla en un «momento dulce» no solo por contraste con datos previos, sino también debido al incremento de la actividad del sector tecnológico local (las exportaciones de alta tecnología aumentaron un 25% en 2021, lo que representa el 36% del total de exportaciones, frente al 34% de 2020), junto con la reciente aprobación de importantes reformas encaminadas a reducir el coste de vida.

### Inflación y política monetaria

Además de los satisfactorios indicadores ya expuestos, el reducido nivel de la inflación y de los tipos de interés (que no se espera que varíen hasta finales de año) son otros motivos para mantener el optimismo sobre las perspectivas económicas de cara a este año. En 2021 los precios aumentaron un 2,8% (+0,3% en diciembre, impulsados por los del mercado de la vivienda, que lo hicieron el 0,8%), lo que sitúa a Israel en el percentil inferior entre los países desarrollados. En cuanto a la inflación de este año, existe una marcada disparidad entre las expectativas del mercado (implícitas en los tipos de interés exigidos a los bonos con rendimientos reales) y las previsiones de los economistas. El mercado espera un aumento del nivel general de precios próximo al 3% en los próximos 12 meses, mientras que los economistas, según una encuesta del banco central israelí, prevén que será del 2%. Nos inclinamos por sumarnos al consenso de los economistas, siendo así que pensamos que la mayoría de factores inflacionistas son «transitorios» (sí, sabemos que el término ya no está de moda, pero nos ceñimos a los datos). El Banco de Israel piensa que esta brecha se debe principalmente a la prima de riesgo por inflación, por la que los participantes pagan un «seguro» para cubrirse frente a valores de inflación superiores a los anticipados.

Además, ateniéndonos al comunicado más reciente de la institución monetaria, los tipos de interés no deberían modificarse, en su caso, antes de finales de año. Un aumento de los tipos también fortalecería el shekel, que ya muestra tendencia a apreciarse debido al actual excedente en la balanza por cuenta corriente. El bajo nivel relativo de la inflación, unido a una política monetaria (aún) sumamente acomodaticia y una tasa de crecimiento prevista superior al 5%, originan el «momento dulce» que comentábamos antes.

### Mercados bursátiles

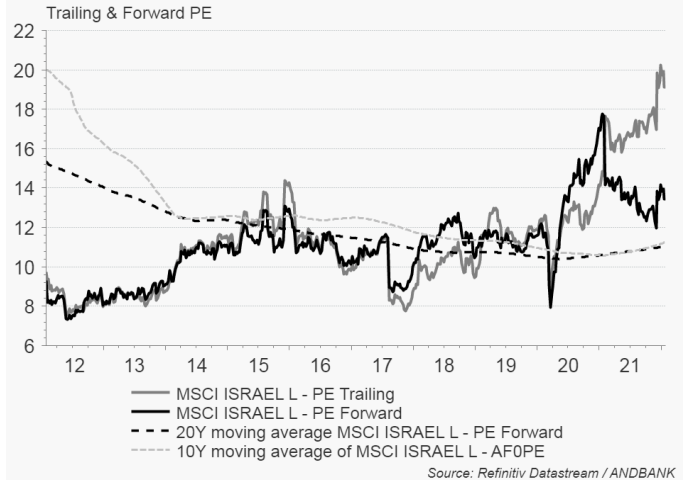
La renta variable inició el año con la misma tendencia al alza que imperó el año pasado. El índice Tel Aviv 125 ganó un 3,7% desde principios de año, liderado por los valores de pequeña y mediana capitalización. Las principales contribuciones al «turbulento» inicio de año procedieron de los mismos valores que ya se habían destacado el año pasado. Las acciones bancarias se revalorizaron un 7% (tras hacerlo un 70% el año pasado) y las acciones inmobiliarias se anotaron un alza del 6,7%. A nuestro juicio ambos sectores cotizan a sus precios objetivo, por lo que su evolución debería estar en línea con la de los principales índices en los próximos meses. La ratio precio/valor contable media de los bancos supera aproximadamente en un 20% su media de largo plazo. La situación de las empresas israelíes cotizadas en el Nasdaq (principalmente tecnológicas) es diferente: casi la mitad de ellas han registrado caídas superiores al 50% en los últimos meses.

Habida cuenta de la saneada situación del consumidor israelí medio, los sectores de distribución minorista y servicios deberían batir al conjunto del mercado, especialmente los títulos de pequeña y mediana capitalización. Esperamos que las empresas de estos sectores registren un crecimiento notable este año. El mercado israelí obtuvo un impulso importante de una fuente inesperada: MSCI, que anunció que se está planteando la inclusión del mercado israelí en el índice MSCI Europe. La decisión debería tomarse para finales de febrero y, en caso de aprobarse, cabe esperar que el mercado israelí reciba abundantes entradas de fondos. En resumen, mantenemos la actitud optimista que adoptamos hace tiempo (noviembre de 2020) ante este mercado y esperamos que siga superando en rentabilidad a la mayoría de mercados desarrollados en 2022.

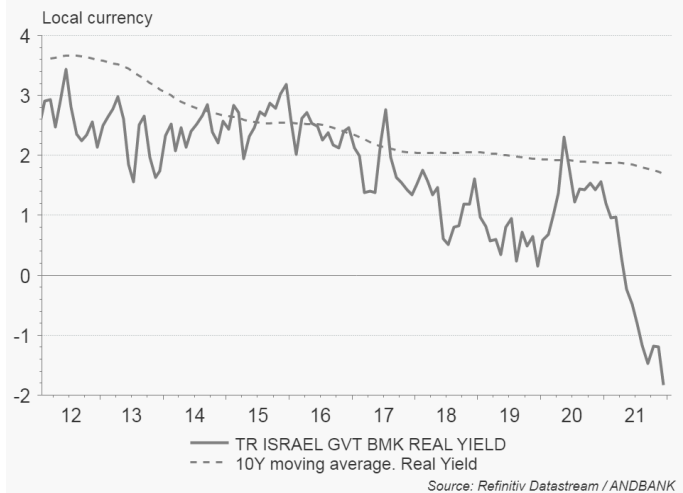
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL-SOPREPONDERAR  
 Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR-NEUTRAL  
 Deuda corporativa: INFRAPONDERAR-NEUTRAL  
 Tipo de cambio (ILS/USD): Caro en términos de TCER.

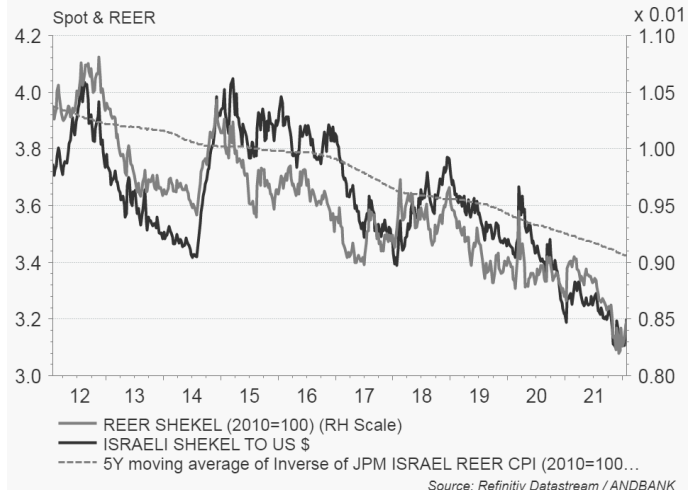
**Israel price-to-earning ratio**



**ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL YIELD 10Y**



**Israel Shekel**







# BRASIL

## Unas vacaciones estivales pasadas por agua

### Todos quieren su parte de los Presupuestos

Al estar en el hemisferio sur, los políticos brasileños disfrutaron de sus vacaciones estivales en enero, durante una pausa en la actividad parlamentaria que dura unos cuarenta días, de mediados de diciembre al 31 de enero. En este periodo el ruido mediático se reduce sustancialmente, lo que no implica que el Gobierno no esté de hecho trabajando. Esta vez, el debate sobre los Presupuestos de 2022, que parecía haberse zanjado a finales del año pasado, ha generado un serio problema al Gobierno. Según comentamos en otra ocasión, era necesario flexibilizar el techo de deuda para acomodar un presupuesto mayor que permitiera dotar de más fondos al Programa Auxilio Brasil. No obstante, en el último momento Bolsonaro solicitó que una parte de los recursos se aplicara a mejorar los salarios de las fuerzas de seguridad (agentes de la policía federal), conocidas por su decidido apoyo al presidente. Sin embargo, esta acción resultó contraproducente cuando otros organismos gubernamentales solicitaron que también se les tuviera en cuenta (por ejemplo, los agentes de aduanas ralentizaron los procedimientos de importación). En 2019 el gasto estimado total en empleados públicos rondaba los 950.000 millones de reales brasileños, por lo que incluso una discreta subida salarial conllevaría un lastre significativo para unos Presupuestos ya muy dados de sí. Los propios colaboradores de Bolsonaro encomendaron a Paulo Guedes, el ministro de Economía, que le convenga de que no se debería favorecer a ningún grupo para evitar otra ronda de preocupaciones sobre los Presupuestos.

### El final del ciclo de subidas de tipos está cerca

En un momento en que muchos países y regiones se adentran en periodos de restricción monetaria, Brasil se acerca al final de su ciclo de subidas de tipos. Tras acumular 725 pb en incrementos en 2021, el Banco Central de Brasil (BCB) previsiblemente volverá a subir los tipos en las próximas dos reuniones, poniendo punto final al ciclo actual en marzo, con un tipo de política del 11,75%. El principal motivo de semejante subida es la inflación de 2021, que ascendió al 10,06%. El BCB perdió el control de la inflación y tuvo que aplicar medidas drásticas para intentar salvar una economía ya debilitada. Aunque las previsiones de la mayoría de los participantes del mercado sobre la inflación para 2022 siguen siendo desoladoras, nuestra opinión es que esta variable de hecho podría ser inferior a lo esperado hacia mediados de año. Se estima que los cambios en el tipo oficial tardan de seis a nueve meses en calar en la economía. En tal caso, de los 725 pb del año pasado, 500 pb aún tendrían que dejar sentir sus efectos en la economía en los próximos seis meses.

Además, el coste de la electricidad fue uno de los componentes que, con los precios del crudo, en mayor medida impulsó la inflación el año pasado (40% de la cifra general). La previsión de escasez de lluvias para el cuarto trimestre de 2021 y el primero de 2022 (temporada de lluvias en el suroeste de Brasil) llevó al Gobierno a poner en marcha las carísimas plantas termoeléctricas. Sin embargo, las previsiones se revelaron erróneas al llover copiosamente en ambos trimestres. En nuestra opinión, las plantas termoeléctricas se cerrarán durante el segundo trimestre de 2022, lo que también debería contribuir a reducir las presiones inflacionistas.

### Elecciones a la vista

Aunque puede parecer algo pronto para empezar a hacer pronósticos sobre las próximas elecciones, deberíamos tenerlas presentes. Los comicios se celebrarán en octubre y, hasta ahora, parece que la segunda ronda se disputará entre Bolsonaro y Lula. Las posibilidades de que un tercer candidato remonte en las encuestas son, por el momento, remotas. Existe una serie de importantes plazos que deben respetarse. El primero es el 31 de marzo, último día para que los cargos políticos actuales renuncien a sus puestos para postularse como candidatos (el presidente y el vicepresidente son los únicos que pueden mantener su cargo). Pasada esa fecha estarán más claros los candidatos. Con todo resulta importante destacar que los nombramientos de los candidatos oficiales no se efectúan hasta la primera semana de agosto, y desde marzo hasta entonces pueden pasar muchas cosas.

### Evolución de la pandemia

Enero marcará el primer aniversario del inicio del programa de inoculación. A pesar de haberse retrasado en hacerlo, la reputación de Brasil como país que busca vacunar a su población se ha reafirmado. Las encuestas revelan que más del 90% de la población brasileña quiere inocularse, y las estadísticas muestran que, a la fecha, casi el 70% de la población ya ha recibido al menos dos dosis. Sobre esta base, en el tercer trimestre se comenzó a inocular a los adolescentes, en diciembre arrancó la campaña de la dosis de refuerzo y en enero se ha empezado a vacunar también a los niños de entre 5 y 12 años. Esto sitúa a Brasil en las primeras posiciones por vacunación a escala mundial y podría ejercer un efecto positivo en la economía a corto plazo.

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Deuda soberana en BRL: SOBREPONDERAR (rend. obj. del 10,50%. dif.: 850 pb)

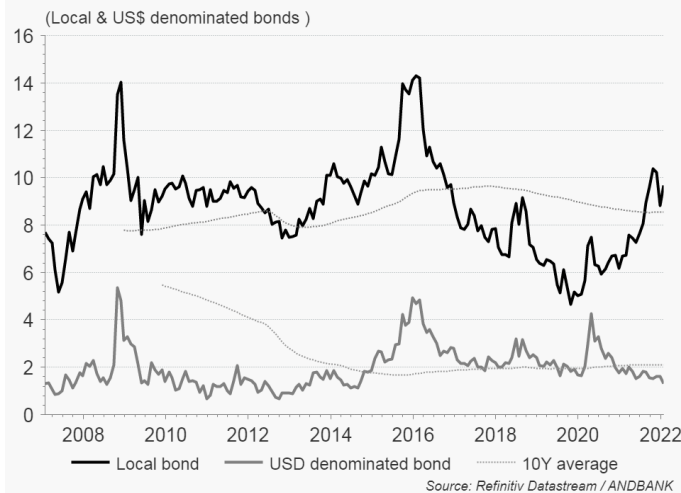
Deuda soberana en USD: NEUTRAL (rend. obj. del 5,25%. dif.: 325 pb)

Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL-SOBREPOND. (objetivo a medio plazo: 5,50)

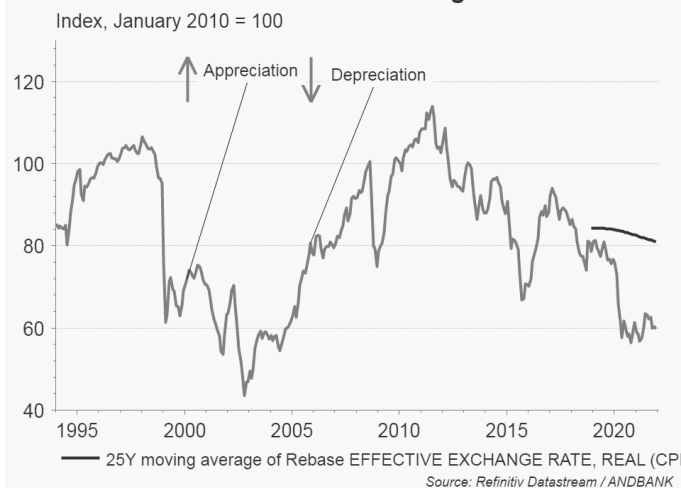
**Brazil MSCI Index price-to-earning**



**BRASIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST**



**Brazil real broad effective exchange rate**





# MÉXICO

## Pese a la incertidumbre sobre el banco central, la actual cotización de los activos mexicanos nos parece atractiva

### Banco central

La última reunión del año del Banco de México se saldó con una sorprendente subida de 50 pb en el tipo de referencia, que cerró el año en el 5,50%. Tampoco en esta ocasión hubo unanimidad (4-1), con el miembro disidente (favorable al Gobierno) votando a favor de una subida de un cuarto de punto. Los riesgos de inflación elevada y estancamiento del crecimiento económico siguen siendo las principales menciones que hace el Comité de Política Monetaria de Banxico. Las perspectivas para 2022 son inciertas debido a los cambios en la composición del órgano de gobierno; si bien de entrada presentaría un sesgo más «acomodaticio», para conocer el posicionamiento de la nueva gobernadora (Victoria Rodríguez Ceja) habrá que esperar a la primera reunión del año (10 de febrero). Los tipos a plazo de la TIIE (tasa de interés interbancaria de equilibrio, relacionada con la financiación) anticipan subidas de entre 200 pb y 250 pb en respuesta al escenario de subidas de tipos protagonizado por la mayoría de bancos centrales del mundo. En cambio, los analistas esperan 150 pb de incrementos durante el año.

### Inflación y actividad económica

Las previsiones de inflación tienden al alza tras alcanzar 7,4% a finales de 2021. El nivel estimado para 2022 se elevó hasta una horquilla de entre el 4% y el 4,5%, acercándose al objetivo a largo plazo del banco central (3%) para finales de 2023. Las perspectivas de crecimiento han caído, situándose entre el 3% y el 3,5%, más cerca de la tasa media a largo plazo. Se espera un impulso positivo derivado de la recuperación en EE.UU. y las exportaciones, pero los niveles de inversión pública y privada y del gasto de consumo lastrarán el crecimiento. Debido a la reciente ola de la variante ómicron, los «semáforos» que utiliza el Gobierno para controlar la pandemia volvieron a modificarse sin que ello conllevara, por el momento, efectos sobre la movilidad o la actividad económica. Moody's (A-), S&P (BBB) y Fitch (BBB-) confirmaron la calificación crediticia de la deuda pública mexicana denominada en moneda local. Fitch, que la clasifica un escalón por encima del grado de inversión, mejoró sus perspectivas de negativas a estables.

### Política

Con el inicio del año se han reavivado las preocupaciones sobre las cuestiones políticas. A finales de 2021 se presentó una propuesta de ley para reformar los artículos 25, 27 y 28 de la Constitución con el fin de situar a CFE (compañía estatal de suministros públicos) en el epicentro del sector eléctrico. De aprobarse la reforma se eliminarían los incentivos para las inversiones actuales y futuras en el sector de la energía limpia. En la actualidad se están desarrollando en México más de 50 proyectos por un importe que supera los 6.000 millones de dólares. La nueva propuesta de ley no solo merma la inversión privada y mina el Estado de derecho, sino que sienta las bases para que EE.UU. y Canadá puedan presentar una demanda entre Estados. El Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC) incorpora una lista de reservas que detalla qué sectores productivos están reservados al Estado, y el litio no está incluido (la reforma designa el mineral como un recurso natural estratégico y no otorgará más concesiones para su explotación).

Si bien las probabilidades de que se apruebe la propuesta de ley son reducidas en este momento, el resultado dependerá de cómo se posicionen los legisladores que en las pasadas elecciones se oponían al partido del presidente, pero que en algunos casos han moderado su postura. Por otro lado, el presidente seguirá adelante con el plan de llevar a cabo una consulta sobre su propia destitución, si bien el Instituto Nacional Electoral (INE) ha afirmado que, debido a los recientes recortes presupuestarios, carece de los recursos necesarios para realizar el referéndum.

### Mercados financieros

**Renta variable.** Como nota positiva, el contexto político se presenta más tranquilo, dado que no se celebrarán elecciones en 2022, al tiempo que la coyuntura macroeconómica parece estable. Como en el resto de mercados de renta variable del mundo, el principal riesgo reside en la reversión de las políticas fiscales y monetarias expansivas aplicadas durante los dos últimos años. En el ámbito nacional, la aprobación de la reforma eléctrica o complicaciones inesperadas en el ámbito político podrían afectar al mercado bursátil. Mantenemos un posicionamiento optimista ante la renta variable (cotización objetivo del índice MEXBOL a 12 meses: 59.000 puntos).

**Renta fija y tipos de cambio.** Mantenemos la decisión de no alargar la «duración» de la cartera de deuda en pesos en vista de la perspectiva de subida de los tipos de referencia y de la menor liquidez derivada de una menor proporción de inversores extranjeros. En cuanto a la deuda denominada en dólares, pensamos que el diferencial se mantendrá el resto del año en niveles similares a los actuales.

En fechas recientes ha disminuido la volatilidad cambiaria, habiendo cotizado el peso en las últimas semanas en una horquilla de 20,30-20,60 unidades por dólar. La divisa mexicana se beneficiará de la política restrictiva del banco central del país, por lo que su tipo de cambio objetivo para este año se sitúa en 21,5 pesos por dólar.

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

Deuda soberana en BRL: INFRAPONDERAR (dif. 600 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (dif. 175 pb)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 21,5)

Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MXN/USD Real Effective Exchange Rate

x 0.01 Index



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## Se ha alcanzado un entendimiento con el FMI

**A corto plazo la visión mejora, pero a largo plazo hará falta mucho más para recuperar la confianza del inversor extranjero.**

Luego de largas y duras negociaciones, Argentina y el Fondo Monetario Internacional (FMI) llegaron a un acuerdo sobre las condiciones del nuevo programa entre ambas partes. El presidente, Alberto Fernández, dio a conocer la noticia con un mensaje grabado en el que manifestó que con el acuerdo el país puede poner orden en el presente y construir un futuro y que se logró sin incluir políticas de austeridad. En conferencia de prensa posterior al anuncio del Presidente, el Ministro de Economía, Martín Guzmán, brindó más detalles del contenido del nuevo programa. Los puntos más relevantes son los siguientes: i) reducir gradualmente el déficit fiscal primario, a 0,9% del PIB en 2024 desde 3% este año, apoyándose principalmente en el crecimiento para alcanzar las metas; ii) Las metas fiscales van acompañadas de una reducción gradual del financiamiento monetario al 1% del PIB en 2022, 0,6% en 2023 y nulo en 2024; iii) Las tasas reales positivas también forman parte del programa, con el objetivo de aumentar el financiamiento del mercado interno; iv) la inflación continúa siendo vista como un fenómeno multicausal con acuerdos de precios que tienen un papel importante en el programa antiinflacionario; v) Por el lado externo, se descartó la devaluación del tipo de cambio oficial y el gobierno se compromete a acumular 5 mil millones de dólares en reservas; vi) No se incluyen reformas a la seguridad social ni a la legislación laboral, excluyéndose también la privatización de empresas públicas.

Minutos después del anuncio, el FMI emitió un comunicado en su mayor parte en línea con lo expresado por Guzmán. La principal diferencia parece estar en el papel que jugará la reducción de los subsidios a la energía en el ajuste fiscal. Mientras Guzmán subrayó que no habría cambios con relación a lo anunciado en materia tarifaria, el FMI afirma que el entendimiento con Argentina implica la reducción de los subsidios energéticos para ajustar el gasto público. Así lo destacó también la directora general adjunta, Gita Gopinath, a través de las redes sociales. Como ha sido hasta ahora durante el gobierno actual, esto conducirá a discusiones dentro de la coalición gobernante.

El programa será una Facilidad Ampliada del Fondo (EFF, por sus siglas en inglés), pero con el acuerdo actual que solo cubre los próximos dos años y medio (diez revisiones trimestrales). Argentina recibirá hasta 4.500 millones de dólares del Fondo (con desembolsos en cada una de las revisiones condicionadas al logro de ciertos objetivos) ya que el nuevo acuerdo incluye la prórroga de los vencimientos restantes del acuerdo anterior y los pagos de capital realizados por Argentina hasta la fecha. bajo el programa anterior. Ahora el entendimiento debe reflejarse en un acuerdo final entre Argentina y el personal del FMI. El siguiente paso es la discusión y aprobación en el congreso argentino (no esperamos que la oposición se oponga al acuerdo) y finalmente en el directorio del FMI.

Tal como lo esperaban los participantes del mercado, el acuerdo está lejos de incluir un ambicioso programa de reformas (señalado como algo positivo por Guzmán), con un gobierno haciendo el mínimo esfuerzo de política para llegar a un acuerdo y evitar un escenario donde se profundizarían los desequilibrios macro, considerando también unas condiciones financieras mundiales menos benévolas y la sequía en curso (que afectan a las entradas de divisas). La firma del acuerdo es sin duda algo positivo, pero surgen dudas sobre la fortaleza política del actual gobierno para cumplir con lo prometido..

### Política monetaria: un paso en la dirección adecuada

Unos días antes del anuncio del acuerdo, el Banco Central subió la tasa de interés de referencia al 40% (+200 pb), su primera subida después de 21 meses, pero aún por debajo del objetivo de tasa real positiva acordado con el FMI. El BCRA también emitió una nueva LELIQ a 180 días con una tasa del 44% con el objetivo de aumentar la duración de los pasivos remunerados..

### Inflación: sin indicios de alivio

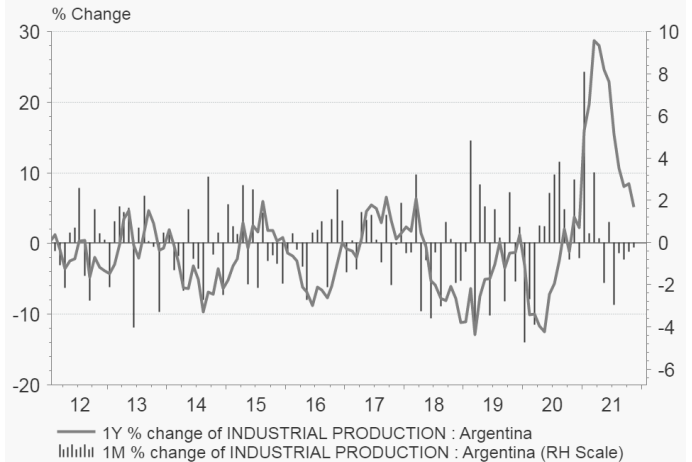
La inflación argentina aumentó a 3,8% intermensual en diciembre (+2,5% intermensual en noviembre), por encima de las previsiones (+3,4% intermensual BCRA REM) y a su nivel más alto en ocho meses, a pesar de las congelaciones de precios de aproximadamente 1.400 productos en noviembre. La inflación de doce meses se ubicó en 50,9% AaA en el mes. El IPC subyacente se mantuvo elevado en 4,4 % intermensual (vs +3,3 % intermensual en noviembre), evidencia de una fuerte inflación subyacente. 2022 será desafiante, con economistas pronosticando un aumento de precios del 54,8% (encuesta REM del BCRA) impulsado por precios más altos de los servicios públicos y ajustes en el tipo de cambio debido a una depreciación más rápida de la paridad móvil. La actividad económica se expandió +1,7% intermensual en noviembre (-0,9% intermensual en octubre) por encima de las expectativas de los analistas y +3,7% por encima del nivel previo a la pandemia (febrero de 2020), aunque todavía por debajo del pico de noviembre de 2017 (-4,2%)..

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

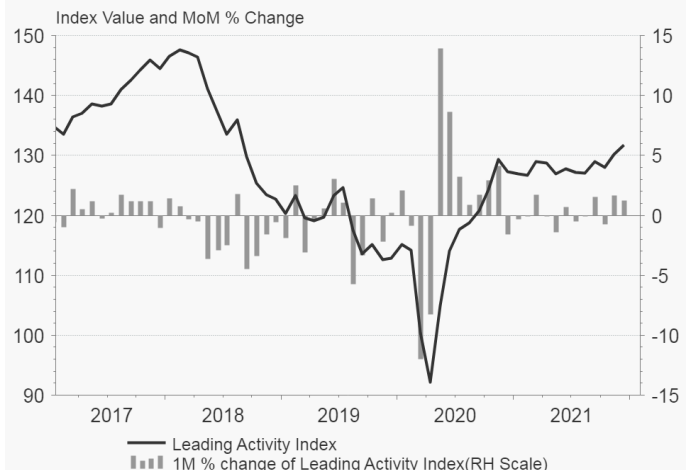
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2022: 200)

Argentina industrial production



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - LEADING INDICATOR



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Argentina foreign reserves



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2022	EPS Growth 2022	PE ltm EPS 2021	E[PE] ltm Year end 2022	Spread PE trailing vs fw	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	225,0	7,7%	21,45	20,00	0,93	4.484	4.500	0,4%	<b>MW</b>	4.950	10,4%
Europe - Stoxx Europe 600	30,5	4,3%	15,93	17,00	1,07	466	519	11,3%	MW/OW	570	22,4%
Euro Zone - Euro Stoxx	29,5	4,3%	16,15	17,00	1,05	457	502	9,8%	MW/OW	552	20,8%
Spain IBEX 35	634,0	1,8%	13,89	15,00	1,08	8.652	9.510	9,9%	MW/OW	10.461	20,9%
Mexico IPC GRAL	4.000,0	10,6%	14,17	15,00	1,06	51.255	60.000	17,1%	<b>OW</b>	66.000	28,8%
Brazil BOVESPA	15.000,0	4,1%	7,77	8,00	1,03	111.996	112.500	0,4%	<b>MW/OW</b>	123.750	10,5%
Japan NIKKEI 225	1.750,0	6,8%	16,65	19,00	1,14	27.285	33.250	21,9%	<b>OW</b>	36.575	34,1%
China SSE Comp.	309,0	13,6%	12,69	13,50	1,06	3.453	4.172	20,8%	<b>OW</b>	4.589	32,9%
China Shenzhen Comp	122,0	25,8%	23,51	24,00	1,02	2.281	2.928	28,4%	<b>OW</b>	3.221	41,2%
India SENSEX	2.757,0	17,6%	24,65	23,00	0,93	57.809	63.411	9,7%	<b>MW</b>	69.752	20,7%
Vietnam VN Index	109,8	27,9%	17,48	17,00	0,97	1.501	1.866	24,3%	<b>OW</b>	2.053	36,8%
Taiwán SE Weighted Index	1.271,0	-2,7%	13,76	15,00	1,09	17.967	19.065	6,1%	MW/OW		
MSCI EM ASIA	49,5	7,7%	14,14	15,00	1,06	650	743	14,3%	<b>OW</b>	817	25,7%

ANDBANK ESTIMATES

## ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

### Perspectiva de riesgo. Valoración de Andbank: 0,5 (en un rango de $\pm 7$ )

**Agregado (neutral).** Atendiendo a los flujos, la confianza inversora y el posicionamiento del mercado mantendríamos una posición neutral con un sesgo favorable hacia aquellos mercados cuyos niveles de valoración fueran menos exigentes.

**Posicionamiento de mercado (neutral).** La asignación de activos sigue poniendo el énfasis en la renta variable. La señal del ratio *Put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) se normalizó algo tras el insatisfactorio comportamiento del mercado estadounidense. El índice *Skew* (una medida del riesgo «de cola» del S&P 500) se situó en niveles consistentemente altos el último año, reflejando con ello los exigentes niveles de valoración de los mercados en la actualidad.

**Análisis de flujo (neutral, con sesgo de sobreponderación).** Interesantes flujos en acciones de EE.UU., pero vemos un giro hacia acciones de valor y defensivas. Advertimos flujos positivos en China debido a las expectativas de acomodación que suscita el PBoC.

**Encuestas y análisis de opinión (neutral).** La reciente volatilidad ha generado cierto nerviosismo, cayendo la confianza inversora de elevada a neutral.



## ENERGÍA – PETRÓLEO

### Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 70-80 USD/barril

(Comprar por debajo de 70 USD; vender por encima de 80 USD.)

#### Factores a corto plazo

**(Positivo para el precio) – Los rebeldes hutíes de Yemen, respaldados por Irán, han reivindicado el ataque del fin de semana en Emiratos Árabes Unidos.** Según la CNBC, los rebeldes hutíes de Yemen, que cuentan con el respaldo de Irán, se responsabilizaron de los incendios en las inmediaciones de instalaciones de almacenamiento de los EAU que podrían haber sido causados por ataques con aviones no tripulados. Según el artículo, los EAU se ha retirado en gran medida de los enfrentamientos en Yemen, aunque conserva una influencia significativa en fuerzas yemeníes a las que ha ayudado a armar y ha entrenado para enfrentarse a los hutíes.

**(Positivo para el precio) – Caben nuevas interrupciones en el suministro debido a la insatisfacción en los campos petrolíferos del este de Libia.** Según Platts, si bien la producción de crudo libio ha quedado en poco más de 1 millón de barriles de petróleo diarios (Mbd) tras los recientes parones por mantenimiento de oleoductos y por las incursiones de las milicias, las fuentes sugieren que el grupo del Ejército Nacional de Libia (LNA) podría organizar un bloqueo de los campos petrolíferos y puertos orientales del país en plena disputa sobre atrasos en los pagos por parte del gobierno central en Trípoli. El artículo apunta que los trabajadores de las terminales petroleras que procesan cerca de 1 Mbd están muy alineados con el LNA y siguen esperando a que el Gobierno de Unidad Nacional respaldado por la ONU les abone los salarios. El artículo añade que el aplazamiento de las elecciones nacionales (que estaban previstas para el 24 de diciembre) podría provocar un resurgimiento en las tensiones entre los grupos que controlan las regiones orientales y occidentales del país.

**(Positivo para el precio) – Rusia puede tener dificultades para elevar sus cuotas de producción.** Según Bloomberg, Rusia sería otro miembro más de la alianza OPEP+ que se enfrenta a dificultades para llevar su producción a niveles más altos. El artículo señala que Rusia aumentó la producción de forma bastante constante en cada mes de 2021, pero que en noviembre los pozos activos, inactivos y cerrados del país habían vuelto en gran medida a sus niveles previos a la pandemia, y que las grandes petroleras rusas no han estado recientemente muy dispuestas a impulsar la perforación. El artículo añade que los productos refinados rusos ya han alcanzado sus máximos recientes en el boyante mercado físico asiático.

**(Positivo para el precio) – Los perforadores de Alaska no dejan de enfrentarse a cuestiones relacionadas con aspectos ESG en sus intentos por asegurarse financiación.** Según Platts, Alaska va camino de registrar una de sus temporadas de perforación de invierno más pausadas de los últimos años, teniéndolo cada vez más difícil sus empresas –pequeñas y grandes– para obtener financiación debido a que los inversores no dejan de presionar sobre su impacto ambiental y cuestiones relacionadas con los pueblos indígenas. El artículo señala que la industria petrolera de Alaska ha tratado de promover el mensaje de que lleva décadas cumpliendo y excediendo los criterios ESG, y añade que la industria también ha estado afrontando desafíos relacionados con las cadenas de suministro y la pandemia.

**(Neutral para el precio) – La fuerte demanda en el mercado físico del petróleo sostiene los precios.** Según Bloomberg, los mercados físicos de petróleo se están recalentando, con intensos aumentos en todo el mundo en lo que va de año en el coste de los cargamentos dirigidos a las refinerías de petróleo de Asia en los próximos dos o tres meses. Según el artículo, estos precios se mantienen altos por el optimismo que suscita la variante ómicron y por los contratiempos para la demanda que representan los Juegos Olímpicos de Invierno y el Año Nuevo chinos, que desaparecerán cuando los barriles lleguen a la región. Sin embargo, algunos consideran que esta perspectiva peca de optimista, ya que la incertidumbre sobre el virus está conduciendo a confinamientos y a restringir los desplazamientos.

**(Negativo para el precio) – China liberará crudo de sus reservas estratégicas alrededor del Año Nuevo lunar.** Según Reuters, China liberará petróleo de sus reservas estratégicas alrededor de las festividades del Año Nuevo lunar, que comienzan el 1 de febrero, en el marco de un plan coordinado por EE.UU. y otros grandes consumidores de petróleo para reducir los precios mundiales. Según las fuentes, la cantidad liberada dependería del precio del crudo: un volumen mayor en el caso de que el petróleo superase los 85 USD/barril y uno menor si rondase los 75 USD/barril. China acordó liberar reservas a raíz de las iniciativas del gobierno de Biden en noviembre después de que la escasez de suministros llevara los precios mundiales del petróleo a máximos de varios años.

**(Negativo para el precio) – Las importaciones de crudo por parte de China aumentaron en diciembre un 20% interanual, si bien la demanda de petróleo china se ha vuelto menos clara en las últimas semanas.** Platts informó de que las importaciones de crudo por China aumentaron un 20% interanual, hasta alcanzar en diciembre los 10,91 Mbd, impulsadas por las refinerías independientes, que agotaron las nuevas cuotas de importación de crudo asignadas en noviembre. También fue el segundo aumento mensual después del mínimo de 39 meses de 8,94 Mbd que marcó en octubre. Sin embargo, Reuters hizo notar que las importaciones anuales de crudo por China cayeron por primera vez desde 2001. La situación de la demanda nacional de petróleo se ha vuelto menos clara en las últimas semanas, y los datos de movilidad indican grandes caídas en varias regiones motivadas por el reciente aumento en los contagios por coronavirus (Bloomberg). También según Platts, el gobierno ha exigido a las refinerías chinas independientes que reduzcan la producción antes de los JJ.OO. de Invierno, que se celebrarán el próximo mes, con miras a mantener controladas las emisiones.

#### 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 saudíes 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

**Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.700-1.900 USD/onza**  
(Comprar por debajo de 1.700 USD; vender por encima de 1.900 USD.)

### Factores positivos para el oro

**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 ratio oro/paladio pasó a situarse en 0,959, pero sigue muy por debajo de su media de 20 años de 1,85x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio... o que el paladio es incluso más caro que el oro.

### Factores neutrales para el oro

**El oro ha dejado de ser el único 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 un escenario disruptivo como el mencionado. 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, hasta ahora considerábamos la oferta relativa de UST como prácticamente ilimitada, lo que favorecía al oro en cuanto activo antifrágil por excelencia. Sin embargo, ya no anticipamos un suministro ilimitado de UST; antes bien, tras conocer las intenciones de la Fed, preveamos una oferta muy limitada respecto a la fuerte demanda que pueda suscitar (demanda típica de bancos centrales terceros en un entorno de expansión y recuperación económica). Por eso el UST puede llevarse la palma y volver a destronar al oro como activo antifrágil. Si bien son malas noticias para el oro, no cambia el hecho de que la oferta de oro también será muy limitada durante la próxima década.

### Factores negativos para el oro

**El oro está caro respecto a la plata.** La ratio oro/plata subió a 80,62x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 66,65 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con la plata.

**Ratio entre oro y petróleo.** La ratio, aunque cayó a 20,23x, supera todavía con creces su media de los últimos 20 años de 18,25 veces. Considerando nuestro valor razonable por fundamentales para el petróleo WTI de 70 USD/barril, y suponiendo que la utilidad funcional de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería rondar 1.300 USD/oz para que esa ratio continuara cerca de su media secular.

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,21069 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 1.473 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales aún supera con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.064 USD/oz.

**Los tres riesgos para el recorrido alcista del oro que se han identificado ya no parecen tan distantes. ¿De qué riesgos se trata?** 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... hasta 2011, cuando el USD comenzó a fortalecerse. Por lo tanto, las únicas cuatro amenazas para el mercado alcista del oro parecen ser: 1) tipos nominales más altos; 2) apreciación del USD; 3) aumento de los tipos reales; 4) pérdida de impulso. Cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, por lo que parece razonable emitir cierta señal de alarma en el sentido de que el metal áureo ha perdido totalmente su impulso. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su capacidad efectiva de afectar al oro en estos momentos.

**- Riesgo nº. 1: Tipos nominales más altos (riesgo ALTO).** Aunque hace apenas unos meses parecía imposible imaginar alzas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, esta posibilidad cobra creciente plausibilidad cada día que pasa.

**- Riesgo nº. 2: Apreciación del USD (riesgo MEDIO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente, provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (negativo para el oro). Con una visión a más largo plazo, no preveamos un salto del saldo por cuenta corriente que impulse drásticamente 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. Sin embargo, una Fed más decidida en su estrategia de salida (*tapering*) podría provocar cierta escasez de dólares, lo que tendría un efecto muy negativo en el precio del oro.

**- Riesgo nº. 3: Tipos reales más altos (riesgo BAJO).** La única forma en que los países de la OCDE podrían experimentar un aumento en los tipos de interés reales (que han caído en todo el mundo) sería por el colapso de la tasa de inflación o una abrupta subida de los tipos de interés de política de los bancos centrales. Un resultado deflacionario como ese podría desencadenarse por un colapso permanente de los precios de la energía, de los precios inmobiliarios o incluso del renminbi. Pocas señales tenemos de que tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo, por lo que la única forma de que este riesgo (un aumento de los tipos de interés reales) se materialice es a través de un aumento de los tipos de interés oficiales. Algo que únicamente parece que pueda ocurrir en EE.UU. Con eso y con todo, los tipos de interés reales continuarán en territorio negativo durante todo 2022.

**- Riesgo nº. 4: Impulso (riesgo ALTO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía durante bastante tiempo. El precio del oro lleva un tiempo sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011, cuando la nueva riqueza creada en mercados emergentes, donde la afinidad por el oro es alta, impulsó al alza la cotización del oro. Si los mercados emergentes volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos una opinión clara sobre Asia, lastrada como está por una China inmersa en una especie de campaña dirigida a reprimir algunos de sus sectores más productivos.



DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

**Análisis de flujos**

Perspectivas (de la respectiva moneda frente al USD) según el análisis por la Z de Altman.

USD frente a las demás divisas: NEUTRAL para el USD en el corto plazo.

EM currencies / USD: LIGERAMENTE FAVORABLE versus el USD en el corto plazo.

EUR/USD: NEUTRAL para el EUR en el corto plazo.

USD/JPY: NEUTRAL para el JPY en el corto plazo.

GBP/USD: NEUTRAL para el GBP en el corto plazo.

USD/CHF: LIGERAMENTE NEGATIVA para el CHF en el corto plazo.

USD/BRL: NEUTRAL para el BRL en el corto plazo.

USD/MXN: LIGERAMENTE POSITIVA para el MXN en el corto plazo.

RUB: NEUTRAL.

AUD: FAVORABLE.

CAD: NEUTRAL.

USD/ARS: NEGATIVA.

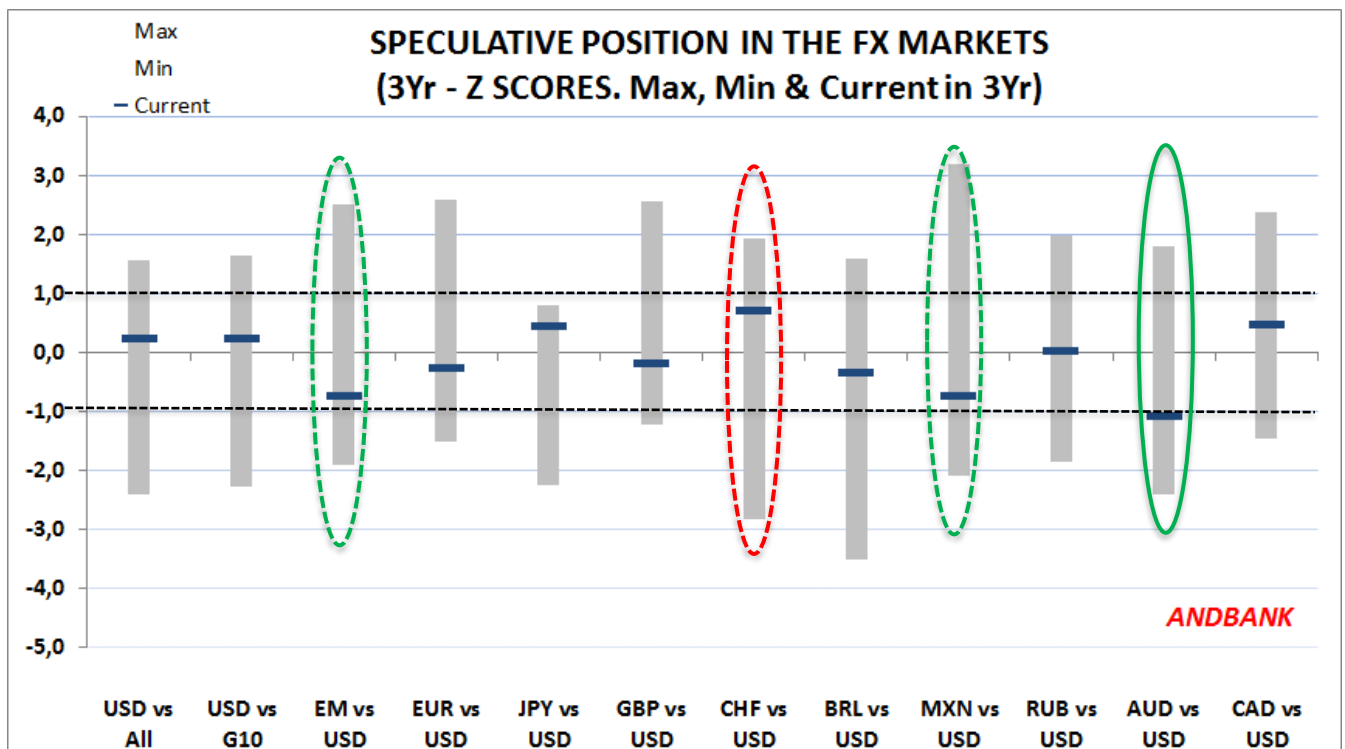
USD/INR: NEUTRAL.

CNY: NEUTRAL.

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	10,34	-9,14	32,1	-28,2	5,8	0,24
USD vs G10	10,56	-8,91	32,7	-25,4	6,7	0,22
EM	0,23	0,23	3,9	-1,2	1,3	-0,74
EUR	4,19	4,41	23,4	-8,6	6,8	-0,27
JPY	-6,61	0,09	0,6	-15,0	-8,4	0,43
GBP	-2,00	1,32	4,3	-6,5	-1,5	-0,19
CHF	-1,12	0,18	0,8	-6,0	-2,3	0,71
BRL	-0,25	-0,24	0,7	-0,8	-0,1	-0,34
MXN	0,02	0,25	3,3	-1,5	1,0	-0,75
RUB	0,46	0,22	1,2	-0,3	0,5	0,03
AUD	-5,69	0,78	6,1	-6,6	-1,6	-1,10
CAD	1,44	2,31	6,1	-5,0	0,2	0,48

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

ANDBANK



ANDBANK

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 16

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	-4,9%	-5,9%	4.484	4.500	0,4%
	Europe - Stoxx Europe 600	-3,6%	-4,5%	466	519	11,3%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-3,9%	-4,5%	457	502	9,8%
	SPAIN - IBEX 35	-1,2%	-0,7%	8.653	9.510	9,9%
	MEXICO - MXSE IPC	-3,4%	-3,8%	51.255	60.000	17,1%
	BRAZIL - BOVESPA	7,9%	6,8%	111.996	112.500	0,4%
	JAPAN - NIKKEI 225	-3,3%	-5,2%	27.285	33.250	21,9%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-3,2%	-5,1%	3.453	4.172	20,8%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-6,6%	-9,9%	2.281	2.928	28,4%
	INDIA - SENSEX	-4,6%	-0,9%	57.809	63.411	9,7%
	VIETNAM - VN Index	0,6%	0,0%	1.501	1.866	24,3%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-3,0%	-2,4%	650	743	14,3%
	<b>Fixed Income</b>	US Treasury 10 year Govie	-1,4%	-3,2%	1,93	2,00
<b>Core countries</b>	UK 10 year Gilt	-2,0%	-3,6%	1,43	1,50	0,8%
	German 10 year BUND	-2,0%	-3,1%	0,21	0,05	1,5%
	Japanese 10 year Govie	-0,5%	-1,1%	0,21	0,20	0,2%
	<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-3,2%	-4,0%	1,05	0,85
	Italy - 10yr Gov bond	-3,2%	-4,9%	1,78	1,25	6,0%
	Portugal - 10yr Gov bond	-3,1%	-4,1%	0,98	0,85	2,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	-3,2%	-4,1%	0,74	0,50	2,7%
	Greece - 10yr Gov bond	-5,9%	-8,2%	2,29	1,45	9,0%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,4%	-0,4%	63,31	60	0,2%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-1,5%	-1,8%	307,50	275	3,5%
	Credit USD IG - CDX IG	-0,3%	-0,4%	63,69	70	0,8%
	Credit USD HY - CDX HY	-1,4%	-1,6%	355,72	331	4,6%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	16,3%	13,0%	21,62	20,00	34,6%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-4,9%	-6,9%	9,37	7,50	24,3%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,0%	-0,5%	6,47	5,10	17,4%
	India - 10yr Gov bond (local)	-1,5%	-2,2%	6,81	6,00	13,3%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,8%	-1,0%	4,90	5,00	4,1%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,8%	0,6%	2,71	2,40	5,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	-0,9%	3,72	3,10	8,7%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	-1,4%	2,07	1,90	3,4%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-1,5%	1,85	2,75	-5,3%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-1,8%	-3,7%	2,64	3,40	-3,5%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,6%	0,1%	0,69	1,50	-5,8%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,9%	0,3%	7,62	8,00	4,6%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-2,4%	-4,3%	3,72	3,75	3,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	3,9%	-5,8%	11,15	10,50	16,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,5%	-3,3%	5,12	5,25	4,1%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	11,9%	20,8%	90,9	75,00	-17,5%
	GOLD	-0,1%	-0,5%	1.819,5	1.800	-1,1%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	0,3%	0,3%	1,140	1,12	-1,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,6%	0,1%	1,35	1,39	2,8%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,0%	0,2%	0,84	0,80	-4,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,1%	1,2%	0,92	0,93	0,8%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,4%	1,6%	1,05	1,04	-1,0%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,1%	0,2%	115,35	116,00	0,6%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,4%	0,5%	131,54	129,92	-1,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	1,2%	0,7%	20,63	21,50	4,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	1,6%	1,0%	23,51	24,08	2,4%
	USDBRL (price of 1 USD)	-5,5%	-5,5%	5,26	5,50	4,5%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-5,2%	-5,2%	6,00	6,16	2,6%
	USDARS (price of 1 USD)	2,0%	2,8%	105,57	175,00	65,8%
	USDINR (price of 1 USD)	1,3%	0,3%	74,72	76,00	1,7%
	CNY (price of 1 USD)	-0,1%	0,2%	6,37	6,35	-0,3%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION





PRINCIPALES APORTACIONES

**Together  
Everyone  
Achieves  
More**



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



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



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



**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



**Marcus Vinicius de Macedo**  
Brazil: Bonds, Equity & FX  
+55 11 3095-7045



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



**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.