

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Julio de 2022

Análisis Corporativo

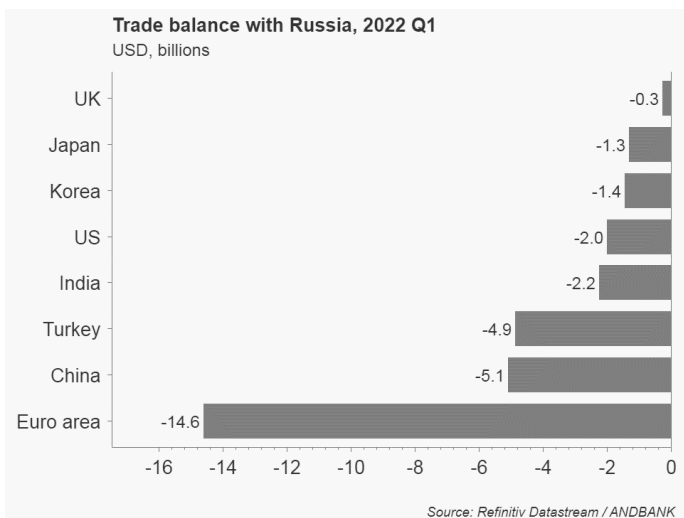
Julio de 2022



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

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point
USA S&P 500	3.845	4.363	13,5%	MW-OW	4.799
Europe - Stoxx Europe 600	413	477	15,3%	OW	524
Euro Zone - Euro Stoxx	385	466	21,0%	OW	512
Spain IBEX 35	8.083	9.532	17,9%	OW	10.485
Mexico IPC GRAL	47.722	60.519	26,8%	OW	66.571
Brazil BOVESPA	98.719	112.500	14,0%	MW	123.750
Japan NIKKEI 225	26.491	29.652	11,9%	MW-OW	32.617
China SSE Comp.	3.364	3.430	2,0%	MW	3.773
China Shenzhen Comp	2.228	2.432	9,2%	MW/OW	2.675
India SENSEX	54.178	69.119	27,6%	OW	76.031
Vietnam VN Index	1.166	1.684	44,3%	OW	1.852
Taiwán SE Weighted Index	14.336	18.512	29,1%	MW/OW	20.364
MSCI EM ASIA	536	631	17,8%	OW	694

ANDBANK ESTIMATES

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

Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
US Treasury 10 year Govie	2,95	3,50	-1,4%
UK 10 year Gilt	2,15	1,75	5,3%
German 10 year BUND	1,28	1,75	-2,5%
Japanese 10 year Govie	0,24	0,25	0,2%
Spain - 10yr Gov bond	2,36	2,75	-0,8%
Italy - 10yr Gov bond	3,35	3,55	1,8%
Portugal - 10yr Gov bond	2,37	2,75	-0,7%
Ireland - 10yr Gov bond	1,88	2,50	-3,1%
Greece - 10yr Gov bond	3,54	3,95	0,3%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	123,56	80	2,4%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	612,13	400	12,3%
Credit USD IG - CDX IG	98,26	90	1,2%
Credit USD HY - CDX HY	558,91	475	8,1%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Turkey - 10yr Gov bond (local)	18,10	20,00	2,9%
Russia - 10yr Gov bond (local)	9,15	14,00	-29,7%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	7,21	6,00	16,9%
India - 10yr Gov bond (local)	7,35	7,25	8,2%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	6,92	6,20	12,7%
China - 10yr Gov bond (local)	2,83	2,40	6,3%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	4,14	3,50	9,3%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	2,68	3,75	-5,9%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	2,83	3,75	-4,5%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	3,17	4,25	-5,5%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,17	2,25	-7,5%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	8,96	9,30	6,2%
Mexico - 10yr Govie (USD)	5,22	5,40	3,8%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	13,20	13,00	14,8%
Brazil - 10yr Govie (USD)	6,77	6,75	6,9%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Oil (WTI)	99,2	100,00	0,8%
GOLD	1.742,0	1.800	3,3%
EURUSD (price of 1 EUR)	1,020	1,05	2,9%
GBPUSD (price of 1 GBP)	1,20	1,27	5,4%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,85	0,83	-2,3%
USDCHF (price of 1 USD)	0,97	0,93	-4,2%
EURCHF (price of 1 EUR)	0,99	0,98	-1,4%
USDJPY (price of 1 USD)	135,91	128,00	-5,8%
EURJPY (price of 1 EUR)	138,72	134,40	-3,1%
USDMXN (price of 1 USD)	20,53	20,75	1,1%
EURMXN (price of 1 EUR)	20,93	21,79	4,1%
USDBRL (price of 1 USD)	5,43	5,25	-3,3%
EURBRL (price of 1 EUR)	5,54	5,51	-0,5%
USDARS (price of 1 USD)	126,36	175,00	38,5%
USDINR (price of 1 USD)	79,09	76,00	-3,9%
CNY. (price of 1 USD)	6,70	6,65	-0,8%





EE.UU.

Las expectativas de inflación caen significativamente, pero las cifras mensuales no dan tregua a la Fed

Reserva Federal

La Fed subió el tipo de interés 75 pb por primera vez desde 1994 tras revelarse la inflación más rígida de lo esperado (la horquilla de tipos objetivo se sitúa ahora en 1,5%-1,75%). El mercado reaccionó con un fuerte alza en los rendimientos y con un satisfactorio repunte bursátil, ya que el presidente de la Fed, Jerome Powell, afirmó que subidas de esa magnitud no eran normales ni esperaba que se convirtieran en habituales después de que el mercado hubiera reflejado plenamente en las cotizaciones los 75 pb. Sin embargo, más tarde no descartó explícitamente alzas superiores a 75 pb. Habida cuenta de que no hacía mucho que había descartado por completo una subida tal para esta reunión, lo que hoy podría parecer la senda modal para la política de tipos podría cambiar rápidamente. Antes de la conferencia de prensa de Powell el comunicado y los puntos del diagrama estaban más o menos en línea con lo que el mercado había anticipado antes de la reunión. Pero la Fed está dibujando ahora un escenario principal que se asemeja mucho más a un «aterrizaje forzoso», con una revisión del desempleo hasta el 4,1% para finales de 2024. La inflación, medida por el PCE, se revisó casi un punto porcentual al alza para este año, hasta el 5,2%, previéndose una inflación del 2,6% para finales de 2023

En la conferencia de prensa Powell reiteró la determinación de la Fed de reducir la inflación y admitió que se estaba volviendo cada vez más difícil hacerlo sin poner en riesgo un «aterrizaje suave» de la economía (la recesión, dijo, «no es en absoluto el resultado que esperamos, pero no deja de ser una posibilidad»). Todo indicaría que no podrá contenerse la demanda sin que aumente más el desempleo. Y apuntó que se requeriría un aumento de la oferta, aludiendo a perturbaciones que la afectan como la guerra, el desbocado precio del petróleo y cadenas de suministro expuestas a los cierres económicos en China con la justificación de la pandemia. Sin una expansión de la oferta la economía tendría un aterrizaje «duro». Una expansión de la oferta se centró en el ritmo adecuado de las futuras subidas de tipos. Powell explicó que el Comité de Política Monetaria (FOMC) se apartó de sus comunicados previos, en los que invariablemente apuntaba a subidas de 50 pb, en reacción al IPC y al indicador de expectativas de inflación de la Universidad de Michigan, que fueron superiores a lo esperado. La senda de subidas de tipos dependerá de la trayectoria mensual del nivel general de precios, lo que de hecho convertirá cada dato de inflación que vaya publicándose en un evento «activo» en el corto plazo.

Inflación y actividad económica

La cifra mensual de inflación de los precios al consumo superó la previsión del consenso un mes más, con un IPC interanual del +8,6% en mayo cuando se esperaba que se mantendría en torno a la cifra interanual del mes anterior (+8,3%). Desde la FOMC se ha hecho continua referencia a que la serie mensual debía desacelerarse para tener evidencia clara y convincente de que la inflación estaba estabilizándose y retornando al objetivo; evidencia que no muestran estos datos, que registran un aumento de la inflación mensual de 1 punto porcentual, lo que supera en 0,7 p.p. la cifra esperada. Como nota positiva, las expectativas de inflación del mercado han ido reduciéndose, con el rendimiento de los bonos de EE.UU. a 5 años con rendimientos reales cayendo desde el máximo de marzo de 3,70% al 2,83% actual.

Los analistas se han centrado en el mercado inmobiliario en busca de señales indicativas de una posible recesión futura. Los datos mensuales flojearon en mayo, tanto inicios de vivienda (-14,4%) como licencias de construcción (-7%), con caídas superiores a lo esperado, al tiempo que el tipo de las hipotecas fijas a 30 años subió al 5,8% (habiendo marcado un máximo del 6%), su nivel más alto desde noviembre de 2008, cuando a principios de año estaba en 3,25%. Las mayores cuotas hipotecarias, unidas a precios más altos y a unos aumentos salariales por debajo de la inflación, comienzan a hacer mella en las tasas de ahorro (4,4% en abril, la más baja desde la Gran Recesión). El indicador económico adelantado del *Conference Board* cayó un 0,4% en mayo (lo mismo que hizo en abril), lo que sugiere un crecimiento renqueante en el futuro, con la previsión de PIB basada en indicadores en tiempo real del Banco de la Reserva Federal de Atlanta (GDPNow) apuntando a un crecimiento cero de la economía en el segundo trimestre de 2022, siendo la tendencia en los datos compatible con que la economía registrase una contracción por segundo trimestre consecutivo.

Mercados financieros

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. El rendimiento de los bonos del Tesoro con vencimiento a 10 años alcanzó el 3,5% tras la decisión de la Fed, cayendo al 3,15% en los días siguientes. La curva que refleja la diferencia de rendimientos entre los bonos del Tesoro a 10 y 2 años, actualmente en 10 pb, volvió a invertirse (un día) tras haberlo hecho en abril (tres días).

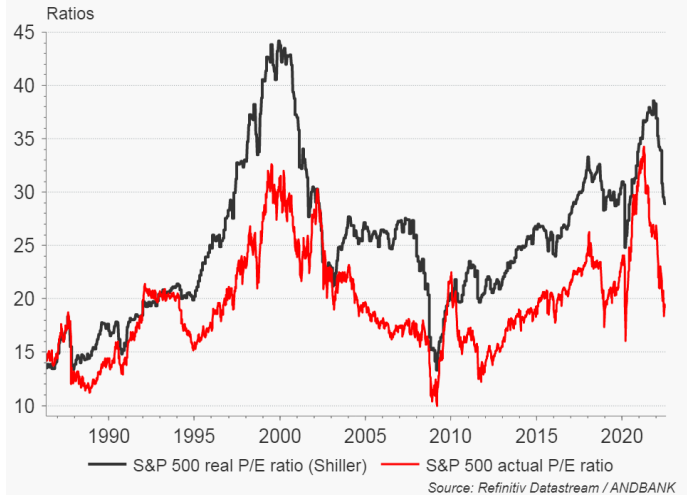
Los diferenciales de los bonos de más calidad crediticia (IG) continuaron ampliándose en junio y se sitúan ahora en 100 pb, ofreciendo algunos bonos IG rendimientos del 4%-5%, con una duración limitada. El segmento de bonos corporativos de alto rendimiento (HY) también registró un aumento de diferenciales, que alcanzaron los 575 pb, casi 100 pb más que el mes pasado. Fitch ha revisado al alza la tasa de incumplimientos en el segmento HY en 25 pb, situándola en 1,25%-1,75% para finales de 2023, pero dejando inalterada (en el 1%) su previsión para 2022 (en lo que va de año la tasa de incumplimiento efectiva ha sido del 0,6%).

Renta variable. Las estrategias que apuestan por el potencial de revalorización previsiblemente se destacarán en rentabilidad sobre el resto si persiste el actual escenario inflacionario, pero la caída significativa en la cotización de varias empresas de crecimiento está brindando también algunas oportunidades interesantes. Insistimos en la recomendación de mantener la cartera equilibrada entre empresas de valor/cíclico y de «crecimiento de calidad». También mantenemos una división neutral entre valores de gran capitalización bursátil y sus homólogos de pequeña capitalización.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (UST 10 años, rendimiento objetivo: 3,5%)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 90 pb)
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (diferencial objetivo: 475 pb)
Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

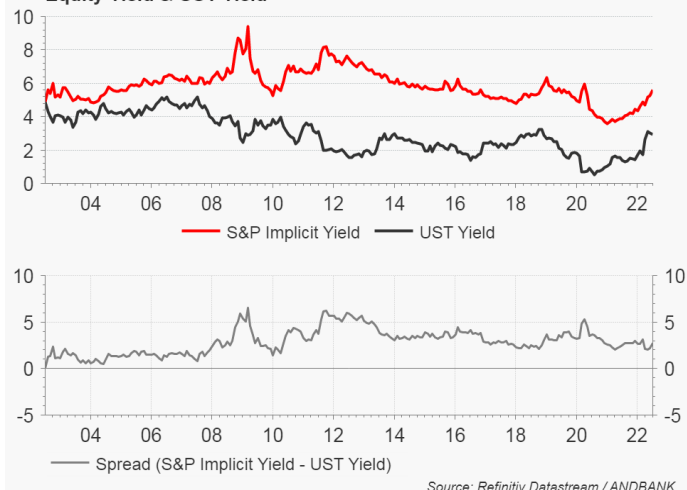
US measures of price / earnings



UST 10Y YIELD



Equity Yield & UST Yield



Spread (S&P Implicit Yield - UST Yield)

Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

EUROPA

El BCE, además de a la inflación, se enfrenta también a la fragmentación de la zona euro

Ralentización de la inflación en lugar de estanflación

El último cuadro macroeconómico del BCE sigue la tónica de las previsiones «de primavera» de la Comisión Europea: mayor inflación y menor crecimiento. Los precios volvieron a sorprender al alza, tanto la inflación general como subyacente (cifras interanuales del 8,2% y 4% en mayo, respectivamente), sin dar muestras apenas de alivio. Además, la inflación se generaliza (el 75% de componentes de la cesta ha aumentado) y dista mucho de limitarse a artículos importados. Siendo así, el objetivo del BCE del 2% se ha pospuesto de 2023 a 2024. En cuanto a 2022, no se prevén ahora que los máximos cedan antes de octubre. Los riesgos salariales, hasta ahora contenidos, no deben pasarse por alto. El crecimiento del PIB, aún por encima del potencial, se ha reducido drásticamente y sigue siendo dispar. En el lado favorable está el levantamiento de las restricciones impuestas durante la pandemia, la robustez de los mercados de trabajo, el ahorro forzoso remanente y las ayudas fiscales. Mientras tanto, la perspectiva a corto plazo se ve empañada por el desplome de la confianza de los consumidores, una mayor inflación y las restricciones de oferta. En el supuesto de que se encarecieran más las materias primas o se interrumpiera el suministro de gas ruso la zona euro enfilaría una recesión.

Un BCE beligerante ante la inflación: «cueste lo que cueste»

«Opcionalidad, flexibilidad, gradualidad y dependencia de los datos» serán las referencias del BCE en la senda de la normalización. Como se esperaba, el programa de compra de activos (APP) terminará en junio, mientras que las reinversiones se mantendrán al menos hasta el final de 2024. Las condiciones de liquidez serán a partir de ahora «favorables» en vez de «amplias». La orientación proporcionada al mercado para anclar las expectativas de evolución de los tipos deparó la mayor sorpresa: el BCE subirá 25 pb en julio, aplicará otra subida mayor (+50 pb) en septiembre si la perspectiva de inflación persiste o empeora y, después, se atenderá a los datos, pero las alzas de tipos se consideraron necesarias. El nuevo escenario debería incluir ahora subidas en cada reunión hasta el final de 2022: 25 pb en julio, octubre y diciembre, más 50 pb en septiembre. En total, 125 pb en 2022, con más en 2023, cabiendo la posibilidad de que se adelanten las subidas de tipos. La creciente fragmentación obligó a una reunión de emergencia del BCE. Además del amplio compromiso verbal de la gran mayoría de los miembros (alentador pero insuficiente), el mercado exigía un plan específico, diferente a los existentes y al conocido apoyo del programa de reinversión flexible del PEPP. Empieza a concretarse un eventual plan de compras anti-fragmentación: baja condicionalidad y la posibilidad de esterilización (compra de bonos periféricos con venta de bonos de países del núcleo y seminúcleo de la zona euro).

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

Deuda pública. Revisamos al alza el objetivo de rendimiento para el bono alemán del 1,25% al 1,75%, dándole validez hasta el primer semestre de 2023, y acercándolo al tope superior de lo que podría considerarse el tipo de interés terminal del BCE (tradicionalmente: 1-2%). Cabe esperar un aplanamiento de la curva a medida que los tipos comiencen a subir. En cuanto a los diferenciales de los países periféricos de la zona euro, aunque el cambio de postura del BCE (con un nuevo respaldo) hasta ahora los ha contenido, ajustamos ligeramente la prima italiana a 180 pb para reflejar el riesgo político ante la proximidad de las elecciones de 2023.

Deuda corporativa. La reunión de emergencia del BCE reveló que los bonos corporativos no tendrían un papel fundamental entre las nuevas herramientas, por lo que en estos momentos es difícil afirmar que el BCE seguirá comprándolos. En un mes el rendimiento de los bonos corporativos europeos IG de mayor calidad ha pasado del 2,5% al 3,5% (un nivel inédito desde 2012). Observaremos los resultados empresariales del 2Q para comprobar si los temores sobre el crecimiento son infundados o si las empresas están logrando «capear la tormenta». Nuestra recomendación es mantener la prudencia, sin dejar de analizar oportunidades concretas que pudieran surgir para incorporarlas a las carteras (especialmente en HY).

Mercado de renta variable. La expansión de múltiplos de valoración (PER) que se registró en 2021 quedó en nada, cotizando todos los mercados principales a un PER a 12 meses inferior al de enero de 2020. Mientras, ha habido grandes mejoras en las estimaciones del beneficio por acción (BPA) de las empresas europeas, con previsiones del consenso para el ejercicio 2022 de revalorización del MSCI Europe del 8% desde enero (aportando la contribución principal el mercado británico, con estimaciones de +16%). Si la recesión no llega a materializarse (nuestro escenario principal para este año) quizás sea el momento de elevar en las carteras, con miras a los próximos meses, la exposición a aquellos valores que se benefician del momento del ciclo económico. Atendiendo a niveles de valoración, los múltiplos son atractivos, cotizando el sector cíclico a un PER de 7x y una relación precio-valor contable (PBV) de 0,7x para una rentabilidad sobre recursos propios (ROE) del 10%. En la zona euro las industrias más favorecidas en este escenario serían automoción, industria, comercio minorista, turismo e incluso banca.

Nuestro mercado favorito entre los de Europa sigue siendo el británico. El FTSE100 aún cotiza a un PER a 12 meses de solo 10,5x (comparado con ACWI-ex-US, ronda un mínimo de 20 años) y a su elevada exposición a materias primas y sectores defensivos. La renta variable española es otra forma de potenciar la rentabilidad a través de segmentos cíclicos del mercado en los próximos meses. Con la recuperación de la movilidad en Europa y un BCE cada vez más sensible a la periferia, España podría estar entre los más favorecidos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): SOBREPONDERAR

Renta variable (IBEX español): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 1,75%)

- P. perif.: SOBREP. (IT 3,55%; GR 4,05%); NEUTR. (ES 2,75%; PO 2,75%; GR 4%); UW IE 2,75%

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 80 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): SOBREPONDERAR (dif. objetivo: 400 pb)

Tipo de cambio (EUR/USD): objetivo 1,05 (comprar USD a 1,07, VENDER USD A 1,02)

Euro area & EU price-to-earnings

Ratio - Forward



— Euroarea PE
— Europe PE

Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Euro STOXX banks Index



— EURO STOXX BANKS E

Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

STOXX 600 - EPS

1Y % Change



— STOXX 600 - Trailing EPS (% Change YoY)

Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



CHINA

El tono de los mercados chinos mejora y sus índices baten a homólogos de la región

Índices chinos: las acciones de crecimiento superan a las de valor, las energéticas flaquean y las inmobiliarias destacan en rentabilidad sobre el resto

Los mercados de Gran China mejoran el tono a medida que van implementándose sucesivas medidas fiscales de apoyo. Mientras la tendencia de los activos de crecimiento mejora, la de los de valor empeora, en una aparente inversión de roles respecto a meses anteriores. También asistimos recientemente a una caída de las acciones de petróleo y gas de China continental. En cambio, las relacionadas con activos inmobiliarios se destacaron sobre el resto en rentabilidad. Yuan y renminbi también están afianzándose. Los operadores en divisas compraron yuanes tras decidir el Banco central de China (PBoC) mantener estable el tipo preferencial de préstamo (LPR), a modo de voto de confianza en que Beijing no se propone devaluar la moneda por temor a provocar salidas de fondos. En suma, parece que las acciones de Gran China destacan en rentabilidad, siguiendo un patrón que se ha repetido desde mediados de marzo por el que los inversores apuestan a que los sucesivos programas de estímulo fiscal de Beijing alcanzarán sus objetivos sin tener que recurrir a medidas de relajación monetaria.

Economía: la actividad económica se desploma en mayo en Beijing y Shanghái

La economía de la región de Pekín acusó en mayo el confinamiento impuesto a raíz de la pandemia y registró la mayor caída interanual de las ventas minoristas de todas las provincias chinas (-26%), solo por detrás de Shanghái (-37%). La producción industrial también cayó en Pekín (-40%) y Shanghái (-28%), habiéndose contraído en esta última la inversión en activos fijos en lo que llevamos de año un 21,2%.

Las sanciones de EE.UU. propiciaron el desarrollo de la industria de chips china

Diecinueve de las empresas de semiconductores que más crecieron en el mundo en los últimos cuatro trimestres eran chinas, en fuerte contraste con las ocho del año anterior. Un crecimiento que responde al impulso de Beijing hacia la autosuficiencia, al haber tenido los clientes chinos que recurrir a proveedores nacionales para garantizar el desarrollo normal de las operaciones.

Banco central de China y política monetaria: LPR sin cambios, como se esperaba

El PBoC mantuvo efectivamente inalterado el tipo preferente de la facilidad de préstamo a 1 año en 3,70% y a 5 años en 4,45%. Quienes formulan las políticas posiblemente temieran una depreciación del yuan y fugas de capitales si se embarcasen en una mayor relajación monetaria en un momento en el que otras economías importantes están endureciendo su política.

Geopolítica: EE.UU. revisa los aranceles impuestos a China; según Yellen, algunos carecen de sentido estratégico

La Casa Blanca está planteándose eliminar algunos aranceles impuestos a China en el marco de su lucha contra la inflación. Yellen, la secretaria del Tesoro de EE.UU., afirmó que varios aranceles sobre productos chinos heredados del ex presidente Trump «no tienen ningún sentido estratégico». El Departamento del Tesoro ha sancionado a varias empresas de Hong Kong y China por ayudar a exportar productos petroquímicos de Irán. El subsecretario del Tesoro declaró que «EE.UU. seguirá limitando las exportaciones de petróleo iraní mediante sanciones al seguirse sin un acuerdo desde que Estados Unidos se retirase del acuerdo nuclear con Irán».

La política de «covid cero» lleva a empresas de EE.UU. y Europa a replantearse su actividad en China

Según FT, alrededor de una cuarta parte de las empresas europeas que operan en China están replanteándose sus operaciones en pleno desplome de la confianza empresarial. Una encuesta realizada por la Cámara de Comercio de la Unión Europea en China puso de manifiesto que el 23% estaba considerando trasladar sus inversiones existentes o previstas fuera de China. En el caso de EE.UU., su embajador en China estima que la estrategia de «covid cero» se mantendrá hasta principios de 2023, habiendo constatado renuencia en las empresas estadounidenses a invertir en China mientras no se suavicen las restricciones.

Beijing se congratula del descenso de «casos» en China continental, mientras las autoridades de Macao detectan una bolsa local de contagios

Shanghái tan sólo detectó dos casos sin cuarentena en las pruebas masivas del fin de semana, disipando los temores a que la ciudad pudiera volver al confinamiento. Beijing detectó cinco nuevos casos el domingo, su cifra más baja en tres meses. Shenzhén detectó nuevos casos, menos de 10, el fin de semana, activando una ronda de pruebas masivas que continuó el lunes.

En cuanto a Macao, el lunes 20 fue su segundo día de pruebas masivas (a 650.000 residentes) tras cerrar los colegios públicos y servicios gubernamentales, si bien se permitió la apertura de casinos. En el fin de semana se detectaron 31 casos de transmisión local, el mayor brote en la ciudad desde hacía ocho meses. Es previsible que los casinos prácticamente no obtengan ingresos la semana que viene.

Energía: importación récord de petróleo ruso en mayo, pero la enorme capacidad de refino china sigue ociosa

Hacia 19 meses que las importaciones chinas de petróleo procedente de Rusia no superaban a las de Arabia Saudita, lo que sucedió en mayo al incrementarse un 55% interanual el volumen de crudo ruso (8,42 millones de toneladas). Los volúmenes de crudo saudí aumentaron un 9% interanual, pero disminuyeron respecto al mes anterior. Ahora bien, se estima que una tercera parte de la capacidad de refino de petróleo china está ociosa al no haberse recuperado aún la demanda interna de su caída tras el confinamiento y los cierres de actividad.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

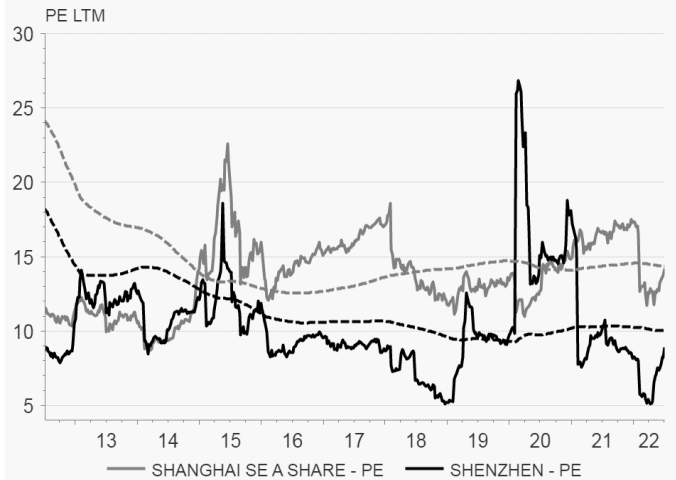
Renta variable (Shanghái): NEUTRAL

Renta variable (Shenzhén): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,4%)

Tipo de cambio (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,65)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



China benchmark government bonds



USDCNY exchange rate





JAPÓN

El BoJ reafirmó su intención de realizar operaciones de compra de JGBs a tipo fijo. Bajo riesgo de recesión.

La confianza inversora en el mercado japonés se ha revelado vulnerable

La actitud predominante sigue siendo de aversión al riesgo, al temerse que un endurecimiento agresivo de la política monetaria por la Fed pudiera poner en riesgo el crecimiento económico. El yen tendió por lo general a debilitarse, retornando al rango de 135 yenes por dólar, aunque la debilidad del dólar alivió la presión. El rendimiento de los bonos japoneses tendió a ser mayor debido a la presión alcista en TIR de los rendimientos de los bonos estadounidenses.

La inquietud por la inflación no deja de ir a más

La encuesta de opinión de Nikkei/TV Tokyo reflejó un desplome en la aprobación del gobierno del primer ministro Fumio Kishida, que cayó del 66% de la anterior encuesta de mayo al 60%; con eso y con todo, esta cifra supera el 59% de aprobación a la fecha de la formación del gobierno en octubre. El 64% de los encuestados está incómodo con la reciente inflación en Japón, provocada por el encarecimiento de las materias primas y el debilitamiento del yen, y el 46% quiere que el BoJ ponga fin a su política de relajación extrema.

Política: sin cambios a la vista, con una popularidad preelectoral récord del PLD

La encuesta de Kyodo puso de manifiesto que el PLD cuenta con el mayor apoyo de cara a las elecciones a la Cámara de Consejeros convocada para el 10 de julio, con una intención de voto del 27,3%, muy por delante de los partidos de oposición. En segundo lugar se sitúa el Partido de la Innovación de Japón, con el 7,7%, seguido del Partido Democrático Constitucional de Japón con el 7,0%. Aun así, el 34,2% de los encuestados no ha decidido a qué partido votará. La campaña electoral comienza oficialmente el miércoles.

Política monetaria: el primer ministro aboga por mantener la política ultra relajada

En un debate por videoconferencia entre los líderes de los partidos políticos, celebrado antes de las elecciones a la cámara alta, Kishida sostuvo que la política monetaria debía decidirse «de una manera integral» y no solo con la reciente depreciación del yen en mente. El comentario del primer ministro reveló su apoyo a la decisión ya adoptada por el BoJ de mantener una postura de intensa flexibilización. El líder del Partido Constitucional Democrático de Japón, Kenta Izumi, afirmó que el banco central debía modificarla a fin de evitar que el yen se depreciara aún más. El BoJ, por su parte, decidió mantener inalterados sus objetivos de tipos a corto y largo plazo, haciendo con ello buenas las expectativas, pese a intensas especulaciones de que la debilidad del yen podría provocar algún tipo de respuesta (aunque solo fuera verbal). No hubo mención específica al tipo de cambio, salvo una breve referencia a los riesgos para las perspectivas. El BoJ reafirmó su intención de comprar JGBs a un tipo fijo del 0,25% todos los días hábiles. La orientación ofrecida al mercado también mantuvo ese sesgo de relajación. De hecho, el BoJ intensificó las operaciones de compra de bonos el 14 de junio y también se ofreció a aumentar las compras de bonos japoneses a lo largo de su curva de tipos-plazos, subrayando con ello su determinación de mantener un tope para los rendimientos después de que el tipo a 10 años superara el límite superior del 0,25%.

La confianza de los inversores japoneses aún flaquea

Los residentes fueron vendedores netos de acciones extranjeras (138.200 millones de yenes, frente a unas compras netas por importe de 742.200 millones de yenes la semana anterior) y vendedores netos de deuda extranjera a largo plazo por importe de 867.200 millones de yenes (frente a ventas netas por importe de 830.700 millones de yenes la semana anterior).

Datos macroeconómicos: el riesgo de recesión se mantiene bajo

Buenas noticias por el lado de los pedidos de maquinaria en abril (+10,8%, frente al consenso de FactSet de -1,2%; mes anterior: +7,1%). El índice de actividad del sector terciario creció en abril un +0,7% (mes anterior: +1,7%). Más recientemente, el índice de confianza de fabricantes de Tankan de junio aumentó a +9 (mes anterior: +5) y el subíndice del sector de servicios se mantuvo estable en un elevado +13. El índice amplio de actividad no manufacturera del segundo trimestre fue de +3,4 (trimestre anterior: -7,4) y el índice industrial general mejoró a -0,9, desde -7,5 del trimestre anterior.

Tipo de cambio: casi la mitad de las empresas estima perjudicial la caída del yen

Según una encuesta de Tokyo Shoko Research, el 46,7% de las empresas encuestadas opinó que la debilidad del yen perjudicaba su negocio; alrededor del 21,7% estimó que tuvo efectos tanto positivos como negativos, y para el 28,5% no tuvo ningún impacto. Solo el 3% afirmó que la depreciación del yen le beneficiaba. Muchos esperaban que prosiguiera la caída del yen mientras los inversores siguieran atentos a la divergencia de políticas entre el BoJ y la Fed.

Tecnología: Japón fabricará chips con tecnología puntera de 2 nm a partir de 2025

Según Nikkei, Japón colaborará con EE.UU. en sentar las bases para fabricar semiconductores con tecnología de 2 nanómetros ya en el año fiscal 2025. Tokio y Washington colaborarán en el marco de una asociación bilateral de tecnología de semiconductores, ocupándose empresas privadas de ambos países de las investigaciones sobre diseño y producción en masa. El centro de investigación conjunta y producción en masa se formará entre los años fiscales 2025 y 2027.

Pandemia y reapertura de fronteras

Japón reabrió las fronteras a los turistas extranjeros, dando el primer paso para aumentar el turismo entrante y ayudar a revertir su economía al disminuir la inquietud por la pandemia de Covid-19. En un primer momento el gobierno está limitando las entradas de turistas a visitas guiadas de 98 países y regiones que se considera que tienen mínimo riesgo de infección. La relajación de la restricción de entrada sigue una pauta que duplica el límite de llegadas diarias y permite prescindir de tests o pruebas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo: 0,25%)

Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 128)

Japan Nikkei 225 price / earnings



Japan benchmark government bonds



Japan LIBOR-OIS spread





INDIA

Aun cuando el futuro inmediato se presenta brillante, las perspectivas a largo plazo no están tan claras

Los factores que impulsaron el fuerte crecimiento en 2021

El gobierno ha aumentado la inversión pública, tras haber retirado el apoyo monetario y haber eliminado —presionado por la inflación mundial— unas condiciones financieras relajadas. Algo que indudablemente tendrá efectos no deseados en el largo plazo. Los anuncios sobre los presupuestos del Estado central indio desestabilizaron los mercados de bonos, impulsando sus rendimientos al alza (hasta niveles no vistos desde julio de 2019). Esta estrategia oficial puede entenderse desde la idea de que tiene sentido priorizar el crecimiento, ya que una consolidación fiscal excesiva en fase temprana de recuperación sería contraproducente.

Tal estrategia de crecimiento no es sostenible: podrá impulsar el apetito inversor a corto plazo, pero debe redefinirse para que sea sostenible a largo plazo

Si bien los objetivos de gasto público establecidos para este año son consistentes con el presupuesto que presentó la ministra de Finanzas, Nirmala Sitharaman, cuando presentó su plan quinquenal de crecimiento basado en el déficit, el hecho es que el déficit previsto para 2022 vuelve a ser peligrosamente alto (6,4% del PIB), algo tanto más sorprendente por cuanto sigue a un año (el pasado) en el que veníamos de un déficit del 6,9% (en gran parte debido a gastos relacionados con la pandemia). De cara al futuro el Gobierno no se plantea reducir significativamente el déficit al menos hasta 2025, cuando prevé situarlo en el 4,5% (cifra que sigue siendo excesivamente elevada). Los días en que India quiso imponerse un techo legal de déficit presupuestario del 3% pertenecen ya al pasado. Quizás el único aspecto positivo de toda esta cuestión fiscal o presupuestaria, y del actual modelo de crecimiento, es que el gobierno quiere cambiar la estructura del gasto, que pasaría de basarse en pagos por transferencias y subsidios a hacerlo en la inversión productiva, especialmente en infraestructuras de transporte. India destina 7.500 billones de INR en gasto de inversión en activos fijos para el ejercicio presupuestario 2023 (un aumento de 1.500 billones de INR, o del 25%, sobre la cifra del ejercicio 2022). Dado que el aumento en el gasto público general es de 1.750 billones de INR (+5% interanual), un incremento en el gasto de inversión en activo fijo de 1.500 billones de INR representa el 85% del aumento del gasto público. Por tanto, el grueso del nuevo gasto irá a proyectos como autopistas, trenes, terminales de carga y viviendas asequibles. Al mismo tiempo, el proyecto de ley sobre subsidios los reduce a 3.200 billones de INR, un recorte del 25%. Esto podría impulsar la economía y el mercado de valores en el corto y medio plazo, pero sólo si previamente no genera tensiones en el coste del endeudamiento por efecto del deterioro del perfil fiscal, como acabará sucediendo si el país continúa recurriendo a esta vía fiscal.

El modelo de crecimiento basado en un gasto público intensivo en capital podría augurar dificultades fiscales

El endeudamiento bruto en el mercado que previsiblemente se necesitará para financiar el déficit fiscal e ir reembolsando la deuda aumentará un 30%, hasta los 15.000 billones de INR (200.000 mill. de USD). Algo que podría resultar todo un reto en un entorno de disminución de la liquidez, tanto en India como en el extranjero. ¿Cómo financiar este crecimiento? El gobierno prevé asimismo un aumento del 10% en la recaudación fiscal, de 27.600 millones de INR. Los ingresos fiscales también dependerán de los avances en privatizar el patrimonio del Estado. El gobierno logró finalmente vender la aerolínea Air India y el 31 de marzo espera sacar al mercado Life Insurance Corporation of India. Aun así tan sólo espera recaudar 800.000 millones de INR en el ejercicio fiscal 2022 (la mitad de lo previsto) y unos 700.000 millones de INR en privatizaciones. La combinación de gasto generoso, endeudamiento elevado e ingresos modestos presenta un panorama preocupante a los inversores en bonos. Con el objetivo de déficit del 6,4% en el ejercicio 2023, el rendimiento del bono de referencia a 10 años se disparó al 6,85 % (el nivel más alto desde julio de 2019) y parece claro que superará el 7% en los próximos meses. Los mercados también quedaron decepcionados por que Sitharaman no intentase incluir el mercado de bonos indio en índices de deuda internacionales (lo que habría atraído unos 40.000 millones de USD de capital extranjero, seguidos de entradas anuales de fondos que rondarían los 20.000 millones de USD).

Al primar el crecimiento, el gobierno está apostando todo a una sola carta

Obviamente el gobierno piensa que gastar más para impulsar el crecimiento es la mejor manera de controlar la deuda. La ratio deuda/PIB saltó al 90% durante la pandemia, casi 20 p.p. Pero el alto crecimiento del PIB nominal significa que esa ratio, pese a los elevados déficits fiscales, está ahora disminuyendo. Los mercados bursátiles reaccionaron favorablemente al enfoque de priorizar el crecimiento.

El gobierno prevé un crecimiento real del PIB del 8-8,5% en el año fiscal 2023 y la economía india bien podría crecer del 6% al 8% en los próximos dos años. El PIB superó recientemente su nivel previo a la pandemia, pero el PIB per cápita es inferior al de entonces, con menos personas con trabajo (como en la mayoría de países). El gobierno apuesta a que destinar voluminosos fondos a inversión pública generará empleo, reactivará la inversión privada e impulsará el ahora débil consumo de los hogares. Si no sucediera así, la historia de la recuperación de la India habría durado más bien poco.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR
 Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 7,25%)
 Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
 Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 76)

India Datastream index price / earnings



EPS (Trailing & Forward)



India benchmark government bonds





ISRAEL

De camino a las urnas... ¡otra vez!

Economía y política

La coalición, liderada por Naftali Bennett y que ha durado un año, cayó tras perder la mayoría en la Knéset (Parlamento) y, en consecuencia, Israel celebrará comicios en septiembre por quinta vez en cuatro años. El cinco veces primer ministro Benjamín Netanyahu es el favorito en los sondeos de opinión, pero no está claro que el partido Likud pueda conseguir mayoría en el Parlamento para formar Gobierno (la previsión es que el partido obtendría aproximadamente 35 de los 61 escaños necesarios para la mayoría).

Las recientes turbulencias no deberían afectar a los mercados, ya que la experiencia pasada pone de manifiesto que los inversores se muestran indiferentes ante los asuntos políticos. Los últimos sondeos revelan que no se espera ningún cambio importante tras las elecciones, lo que explica la indiferencia de la opinión pública, que considera los acontecimientos políticos como meros «juegos de poder». Si bien algunas reformas (en particular, aquellas relacionadas con la reducción del coste de la vida) se retrasarán, estos acontecimientos no deberían impedir la continuidad de la satisfactoria tendencia de la economía. En el pasado el sistema institucional de Israel hizo posible que la economía funcionara correctamente durante campañas electorales, registrando crecimiento en condiciones de incertidumbre.

Política monetaria e inflación

De momento ninguno de los principales organismos e instituciones ha revisado sus previsiones de crecimiento para 2022, que se mantienen en torno al 5% (4,8% según la última previsión de la OCDE). A nuestro juicio, la economía israelí no podrá evitar las consecuencias negativas de las recientes turbulencias en la economía mundial. Aunque aún es pronto para calibrar el alcance de estos efectos, no nos sorprendería que las previsiones de crecimiento se rebajaran 100 pb en meses venideros.

La inflación en mayo fue del 4,1% interanual, por encima del límite superior del rango objetivo (1%-3%) por cuarto mes consecutivo, pero todavía muy por debajo de la inflación media de la OCDE (7,5%). El dato mensual fue del 0,6% (previsión: 0,7%), inferior al de abril (0,8%), debido principalmente a los componentes de frutas frescas (13,8%) y ropa y calzado (2,2%).

Los mercados de renta fija no han esperado a que las instituciones oficiales revisen sus datos, ya que las curvas de rendimientos comenzaron a aplanarse considerablemente en las últimas semanas. La pendiente que refleja la diferencia de rendimiento entre los tramos a 2 y 5 años de la curva de tipos-plazos se redujo del 1,1% al 0,85% y, la del tramo de 2 a 10 años, desde más del 1% al 0,7%. En nuestra opinión, estos movimientos son reflejo de un probable escenario de expectativas de menor crecimiento para la economía. Pensamos que el reciente movimiento de la pendiente refleja plenamente la revisión a la baja de la tasa de crecimiento prevista, por lo que recomendamos ampliar la *duración* (a 3,5-4 años).

El Banco de Israel subió los tipos de interés en mayo 40 pb, del 0,35% al 0,75%, en el marco de una decisión respaldada por los seis miembros que fijan los tipos. La subida se esperaba, pero la mayoría de los analistas preveía un aumento menor. El comunicado de la institución hizo hincapié en la solidez de la economía, en la rigidez de un mercado laboral cercano al pleno empleo y en su compromiso de alcanzar tanto los objetivos de estabilidad como de crecimiento, de modo que la previsión es de un aumento gradual de los tipos.

El mercado espera ahora que los tipos de interés se situarán en 2,6% en los próximos doce meses. Estimamos que el ciclo de endurecimiento monetario terminará antes y no creemos que los tipos de interés lleguen a superar el 2%. Las expectativas de inflación derivadas de los mercados de capitales han descendido considerablemente en los últimos meses (del 3,8% al 3,1%) y, si nuestra previsión de un descenso de la inflación a principios de 2023 se materializa, el ciclo restrictivo probablemente terminará antes de lo que en la actualidad se anticipa.

Mercado bursátil y de deuda corporativa

El índice Tel Aviv 125 ha caído un 3,2% en los últimos meses, lastrado sobre todo por el sector inmobiliario (y sus segmentos), que perdió casi un 6%. El inmobiliario, uno de los sectores con peor comportamiento, se ha dejado un 22% desde principios de año. Al reciente aumento de los rendimientos, que aceleró la tendencia descendente del sector, hay que añadir la tensión asociada a los nuevos límites impuestos por el Banco de Israel a los préstamos inmobiliarios.

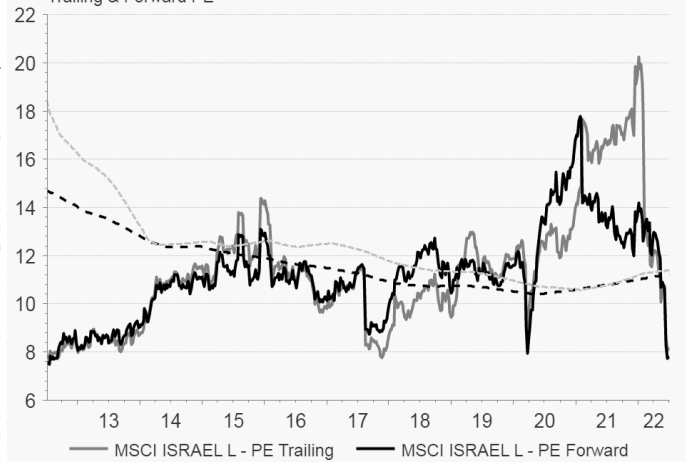
Seguimos opinando que el mercado israelí presenta niveles de valoración razonables. El PER a 12 meses es de 12 veces; y la prima de riesgo, del 4,9%, es una de las más bajas de los países desarrollados. Recomendamos mantener empresas que operan a escala doméstica (comercio minorista, servicios, bancos), ya que creemos que la mayor solidez del consumidor medio israelí beneficiará a esos negocios.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK YIELD 10Y

Local currency



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel domestic credit to the private sector

Twelve-month percentage change



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



BRASIL

¿A qué viene tanto temor a un poco de inflación?

Brasil y la inflación mundial

La inflación mundial ha dominado la mayoría de las conversaciones sobre inversión, no solo a escala internacional, sino también nacional. Seguimos pensando que la inflación aumentará en todo el mundo y que varios países subirán los tipos de interés para contenerla. En Brasil, en concreto, nos encontramos ya al final del proceso de subida de tipos de interés por un banco central sumamente agresivo que ha llevado los tipos a un nivel que no se esperaba al inicio del proceso, pasando del 2,0% al 13,25% en 15 meses (+50 pb en la última reunión). Como era de esperar tras una política tan agresiva, las últimas cifras de inflación publicadas muestran que esta podría haber tocado ya techo (+0,47% en mayo, frente a +1,06% en abril). No obstante, los mercados internacionales siguen siendo una preocupación y la inflación continúa muy lejos del objetivo de la institución monetaria (3,5%), por lo que cabe esperar una o dos subidas de menor entidad en las próximas reuniones (75 pb más previstos). El contexto de altos tipos de interés es muy favorable para la evolución del real, además del comportamiento sumamente negativo que tuvo la moneda en años anteriores. En la actualidad, resulta muy costoso apostar contra el real.

A pesar de que la renta variable mundial ha entrado en una fase bajista y de un entorno general negativo para los mercados bursátiles, Brasil ha mostrado un buen rendimiento según el índice Ibovespa en comparación con otros mercados emergentes, y el flujo de capital extranjero durante el año es muy alentador. Utilizando parámetros de análisis de la renta variable, como el PER, las acciones brindan precios atractivos a los inversores con un horizonte temporal de medio plazo, al tiempo que, obviamente, presentan mayor riesgo y volatilidad a corto plazo.

Bolsonaro tiene mucho que resolver antes del inicio de la campaña

A medida que se acercan las elecciones y el inicio de la campaña oficial, Bolsonaro tiene que lidiar con multitud de titulares negativos en la prensa nacional. Petrobras está sumido en un tsunami de acusaciones de falta de patriotismo. La empresa estatal, como muchas otras empresas de todo el mundo, está ajustando sus precios en función de la fluctuación de los precios internacionales del petróleo, por lo que, con el aumento derivado de la guerra de Ucrania, hizo lo que tenía que hacer. Sin embargo, la inflación es una consecuencia directa de esa acción y resulta perjudicial para cualquier Gobierno que aspira a la reelección. Dado que el Gobierno brasileño mantiene una participación mayoritaria en Petrobras, Bolsonaro ha estado intentando que la compañía revisase su política de precios con miras a mitigar de algún modo las fluctuaciones internacionales. El consejero delegado, Jose Mauro Coelho, dimitió tras solo 40 días en el cargo debido a presiones políticas y será sustituido por Caio Paes de Andrade (el cuarto durante el mandato de Bolsonaro), que según el presidente cambiará el Consejo de Administración y revisará la política de precios del combustible. Se han barajado muchas ideas diferentes. Están las opciones que afectan a la rentabilidad de la empresa, lo que crea un problema con los accionistas privados y genera un efecto dominó en el mercado bursátil en general, y, por otro lado, están aquellas que afectan a la situación presupuestaria del país, como bajar o recortar los impuestos a los productos del petróleo, lo que origina problemas para la inflación, los tipos y la moneda.

En otro golpe de mala suerte, justo después de que Bolsonaro defendiera, en la Cumbre de las Américas, lo bien que su Gobierno ha estado protegiendo la Amazonía, se divulgó la noticia de que un periodista inglés y un activista indígena brasileño habían desaparecido en la selva, apareciendo muertos 10 días después. La zona en la que desaparecieron es un lugar conocido por el tráfico de drogas y las operaciones de minería ilegal. Los investigadores todavía están evaluando si sus muertes están relacionadas con alguna de estas actividades, pero la historia generó conmoción en Brasil y sin duda mella el discurso de Bolsonaro sobre la protección de la selva.

Por último, el Programa Auxilio Brasil —con que Bolsonaro relanzó el Programa Bolsa Familia de Lula, y que debía ser la fórmula mágica para que las clases bajas cambiaran su voto a Bolsonaro— no está funcionando tan bien. En el lanzamiento del programa (noviembre de 2021) se atendió a 3,2 millones de familias que esperaban la prestación, lo que se consideró una victoria para el Gobierno. Sin embargo, desde abril de 2022 ya hay otros 2,8 millones de familias esperando, una posibilidad que el Gobierno no había previsto. Si bien ninguno de estos asuntos es imputable exclusivamente a Bolsonaro, para un presidente que busca la reelección estas situaciones, junto con la inflación galopante, dificultarán mucho una campaña centrada en los logros. Dado que Lula dejó el Gobierno con una tasa de aprobación de la población cercana al 80%, el recuerdo de la población de cómo vivían con Lula y cómo viven con Bolsonaro podría ser decisivo en los comicios.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Ibovespa): NEUTRAL

Deuda soberana en BRL: SOPREPONDERAR (rendimiento objetivo: 13%; dif.: 950 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,75%; dif.: 325 pb)

Tipo de cambio (BRL/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 5,25)

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Brazil CPI

Twelve-month percentage changes



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



MÉXICO

Políticas ortodoxas y heterodoxas para controlar la inflación

Banco central

En su última reunión el Banco de México (Banxico) aceleró el ritmo de subida de los tipos de interés y aumentó el tipo objetivo en 75 pb para situar el tipo de política monetaria en el 7,75% (una decisión unánime y en línea con las estimaciones), tratando así de reforzar su reputación y contener las expectativas a largo plazo. Desde entonces se espera una política monetaria más restrictiva por parte de la institución (nivel del 10,25% para finales de año implícito en los precios del mercado y del 9% según las encuestas a analistas), con aumentos de 75 pb previstos en las reuniones de septiembre y noviembre. En cuanto a las perspectivas de inflación de Banxico, la autoridad prevé un nivel superior al objetivo a largo plazo (3% ± un punto porcentual) para 2022 (7,5% interanual) y 2023, y la inflación no alcanzará el objetivo del 3% hasta el primer semestre de 2024.

Inflación y actividad

Las perspectivas de inflación a largo plazo han aumentado tras alcanzar un nivel del 7,88% (por encima de las previsiones) en la primera quincena de junio. Lo más preocupante es que la inflación subyacente mantuvo su sesgo alcista y supera en más de 447 pb el objetivo a largo plazo del banco central (7,47% interanual), con un aumento del 11,7% interanual en alimentos y bebidas. Tanto Banxico como analistas privados han revisado al alza su previsión para 2022 y estiman que la inflación subyacente alcanzará el 7,5% interanual a final de año (desde el 6,40% interanual anterior). El presidente López Obrador confirmó que el Gobierno está trabajando en una nueva estrategia para reducir los precios de los alimentos y apuntalar el reciente programa de control de precios de 24 bienes de la cesta de productos básicos negociado con las principales empresas del sector alimentario.

Las perspectivas de crecimiento han caído drásticamente: la estimación media del consenso de analistas se sitúa en el 1,8%. Como dato positivo, la actividad creció en abril un 1,1% (+1,3% interanual), por encima de las estimaciones (0,8%) y del dato de marzo (0,4%). Si la tendencia se mantiene en los meses siguientes, podríamos asistir a un reajuste de las expectativas.

Política presupuestaria

Los ingresos públicos crecieron un 6% a finales de abril como resultado de un aumento del 43% en los ingresos petroleros y un incremento testimonial (+0,1%) en los ingresos no petroleros. Pese a la disminución de los ingresos relacionados con el impuesto sobre los carburantes, los ingresos fiscales crecieron un 4,5% gracias a la recaudación del impuesto especial sobre la renta en el mes correspondiente. La política de subvención a los precios de la gasolina representa 12 pesos por litro de gasolina de bajo octanaje, equivalente al 36% del precio sin subvenciones, y ha generado una merma del 46% en la recaudación del impuesto especial que se le impone (lo que también ha contribuido a mantener la inflación controlada). Los gastos se han mantenido por debajo de lo presupuestado y han disminuido en términos anuales (0,2%) en 2022, lo que se traduce en un déficit primario del 0% y una relación deuda/PIB del 48,5% (100 pb por debajo del nivel de 2021).

Mercados financieros

Renta variable. Perspectivas positivas debido al aumento de las remesas y la mayor movilidad, que ha favorecido al sector turístico. Destacan el consumo, los servicios y las exportaciones, con un aumento de la confianza de los consumidores. La valoración actual del índice brasileño también favorece las expectativas favorables sobre la clase de activo (PER de 12,5 frente a la media de 12 meses de 13,8). Como contrapartida, destacamos la presión sobre los mercados emergentes como consecuencia de la política monetaria restrictiva de la Fed y la reciente volatilidad de los mercados financieros mundiales, que también incrementa los riesgos de una ralentización económica mundial o una recesión. La cotización objetivo del índice a 12 meses se establece en 62.000 puntos (actualmente está en 47.800 puntos).

Renta fija y divisas. El diferencial entre los bonos en pesos y los del Tesoro estadounidense (a 10 años) cayó de 600 a 590 pb, al tiempo que la curva volvió a aplanarse. Mantenemos un nivel estimado para el diferencial en un rango con un punto medio en 580 pb, por lo que a corto plazo podría tener un valor limitado. Con este mismo razonamiento, con respecto al bono en dólares, el diferencial volvió a situarse por encima de los 200 pb. Los riesgos de recesión han ejercido un mayor impacto en el bono en dólares, y esta presión podría continuar durante el resto del año, por lo que ajustamos el objetivo del diferencial a 190 pb desde los 180 pb anteriores.

La volatilidad del tipo de cambio aumentó entre mayo y junio, si bien la moneda mexicana sigue mostrando solidez y ha sido –a pesar de la apreciación del dólar– una de las que mejor se ha comportado durante el año: pasó de 19,50 a finales de mayo a 20 a mediados de junio y cotiza actualmente en torno a 20. Esperamos un nivel de cierre de 21 pesos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

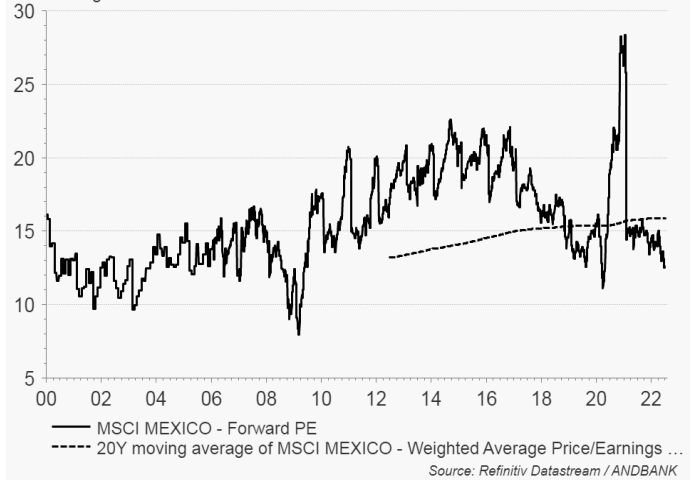
Deuda soberana en MXN: SOBREPONDERAR (dif.: 580 pb)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL (dif.: 190 pb)

Tipo de cambio (MXN/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 20,75)

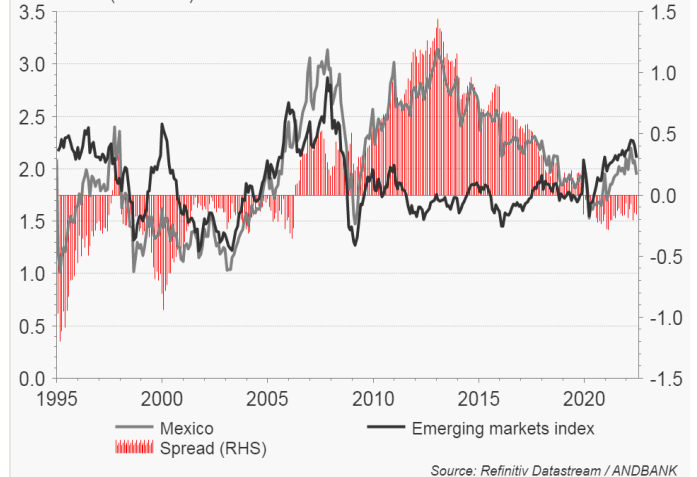
Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



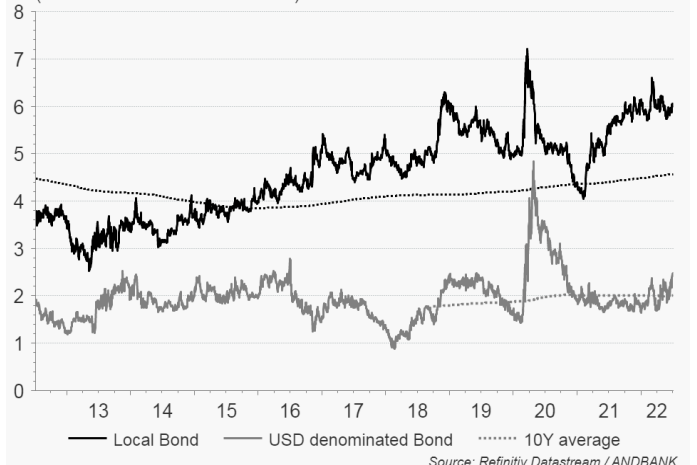
Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

Déficit presupuestario: el «pecado original»

Deuda denominada en moneda nacional: presión sobre la deuda indicida al IPC

En las dos últimas semanas la evolución del mercado de bonos CER (ajustados a la inflación) ha sido el centro de todas las miradas. Los bonos de los tramos medio y largo de la curva cayeron más de un 20% en pocos días y algunos títulos pasaron de presentar tipos reales por poco positivos a tipos superiores al 10% ante la creciente incertidumbre sobre la sostenibilidad de la carga de la deuda. En un momento dado, el Banco Central de la República Argentina intervino comprando bonos y ayudando de este modo a estabilizar los precios. En el último año la deuda CER ha sido la principal fuente de financiación del Gobierno argentino.

El ministro de Economía, Martín Guzmán, repitió en varias entrevistas que el Gobierno cumplirá las obligaciones contraídas en su deuda denominada en pesos. En el programa acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), Argentina se compromete a reducir la financiación monetaria del déficit, para lo cual se requiere un acceso fluido a la deuda denominada en pesos (debido a la falta de voluntad de volver a los mercados internacionales). El gran problema, como en la mayor parte de la historia reciente del país, es que la expansión del déficit presupuestario no hace sino acrecentar las dudas sobre la capacidad del Gobierno para garantizar que la situación no degenera en mayor oferta monetaria y, con ello, en un nuevo impulso inflacionista.

Ante el aumento de la inflación y la dinámica de los precios en el mercado CER, la institución monetaria se vio obligada a aumentar su tipo de política monetaria en 300 pb, hasta el 52%. El tipo efectivo anualizado es ahora del 66,5%, con tipos reales positivos si los comparamos con la inflación de los últimos 12 meses (60,7%), pero negativos si atendemos a las expectativas para diciembre de 2022 (72,6%).

FMI: primera revisión aprobada

El Fondo informó que se habían cumplido todos los objetivos cuantitativos del programa para el primer trimestre del año. Tras esta primera revisión (de un total de diez durante el programa de 30 meses), Argentina recibirá 4.000 millones de dólares para pagar su deuda. FMI y Gobierno acordaron mantener inalterados todos los objetivos anuales del acuerdo: déficit presupuestario primario (2,5% del PIB), financiación monetaria (no más del 1% del PIB) y acumulación de reservas internacionales netas (aumento neto de 5.800 millones de dólares). No obstante, para tener en cuenta el efecto de perturbaciones externas y los patrones estacionales del gasto y las importaciones, es necesario modificar los objetivos trimestrales. Los nuevos objetivos aún no se han revelado.

La probabilidad de que el Gobierno cumpla los objetivos anuales parece casi nula. Desde el punto de vista presupuestario, el menor crecimiento económico y el aumento de los precios de la energía (y, por ende, de las subvenciones) conducirán a un resultado primario por encima del objetivo, lo que también ejercerá presión sobre el objetivo de financiación monetaria. El ministro Guzmán está impulsando un proyecto de ley de tributación de los «beneficios extraordinarios», pero resulta poco probable que se apruebe en el Congreso. En cuanto a la acumulación de reservas, pese a contar con una relación de intercambio en máximos históricos, las compras netas fueron limitadas, lo que probablemente conllevará más restricciones a los importadores.

Política: la dimisión de Kulfas, un duro golpe para el presidente

El ministro de Desarrollo Productivo, Matías Kulfas, se vio obligado a dimitir tras una sucesión de acusaciones cruzadas entre el ministro y la vicepresidenta, Cristina Fernández de Kirchner, en una nueva ronda de luchas internas entre las dos facciones de la coalición de Gobierno.

Kulfas denunció que hubo corrupción en una licitación (diseñada por funcionarios cercanos a la vicepresidenta) para suministrar tuberías de acero para la construcción de un gasoducto entre el campo petrolífero de Vaca Muerta (Neuquén) y la provincia de Buenos Aires, un proyecto muy necesario para el desarrollo de la producción de gas. Kulfas era probablemente el ministro más cercano a Alberto Fernández.

Inflación: el dato mensual cae, pero se mantiene la presión alcista

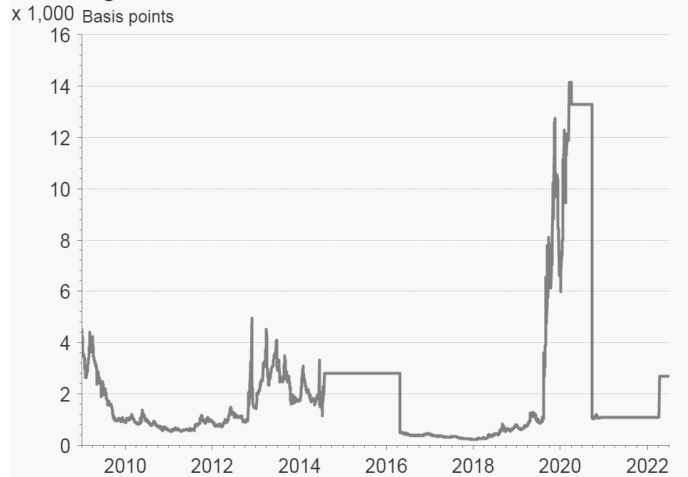
El IPC avanzó en mayo un 5,1%, por debajo de lo esperado (+5,2%) y, como se anticipaba, por debajo del dato del mes anterior (6,0%). Con el dato de mayo, la inflación anual alcanzó el 60,7% interanual y el 29,3% en lo que va de año (21,5% en 2021). La inflación subyacente cayó al 5,2%, frente al 6,7% de abril. Los precios regulados fueron los que más avanzaron en el mes (+5,7% frente al 3,9% en abril) debido a los aumentos en los seguros médicos privados y los carburantes. Los precios estacionales quedaron parcialmente compensados, ya que solo crecieron un 3,3% en el mes. Como mencionamos anteriormente, las mayores necesidades presupuestarias y las menores tasas de refinanciación de la deuda pueden conllevar una mayor oferta monetaria en lo que queda de año, lo que ejercerá una mayor presión sobre los precios.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

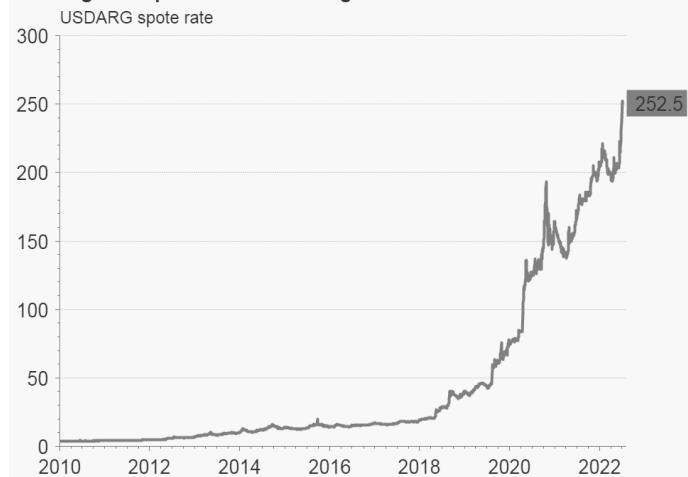
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2022: 175)

Argentina 5Y CDS



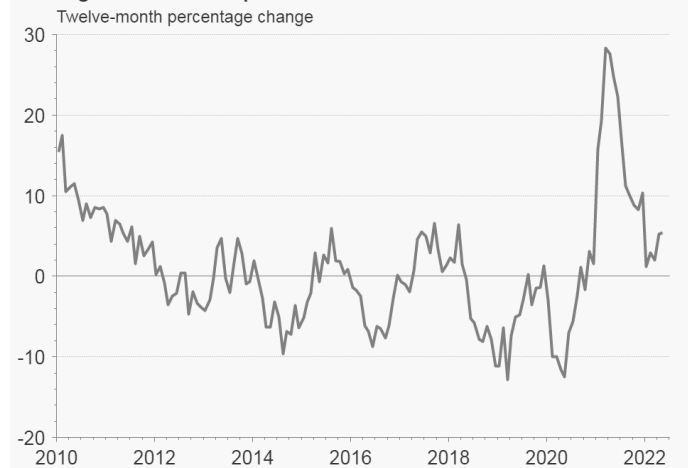
Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Argentine peso to USD exchange rate



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Argentina industrial production



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



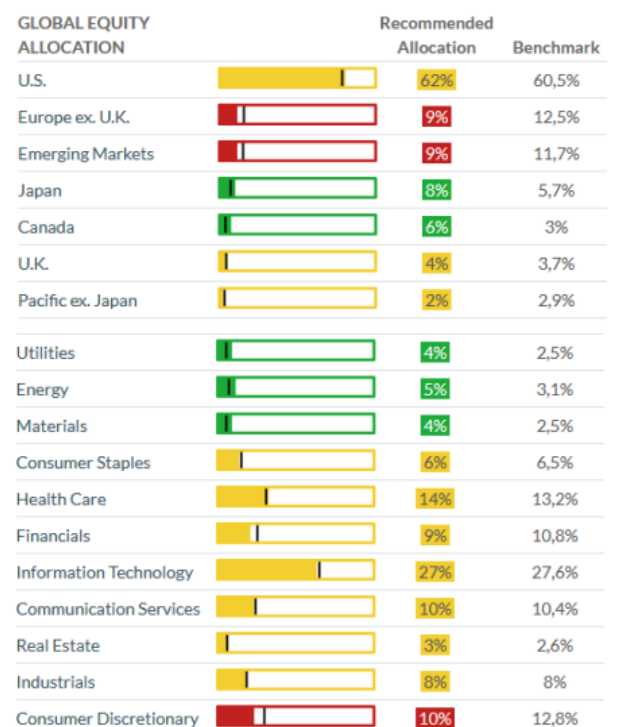
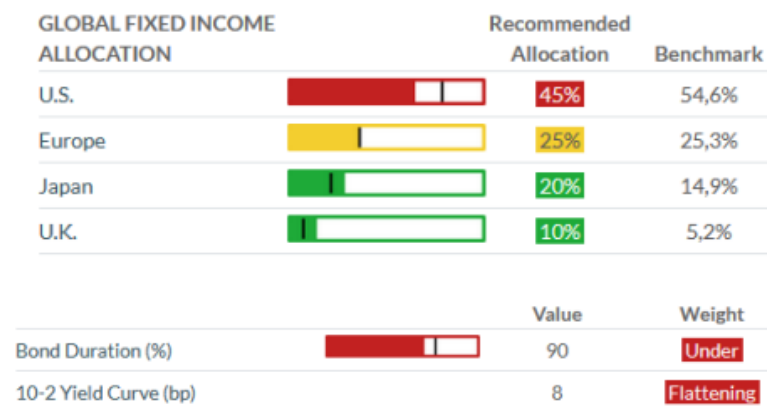
RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2022	Projected EPS 2023	EPS Fw 12 months	EPS Growth 2022	E [PE] ltm Year End	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point
USA S&P 500	225,0	246,0	236	7,7%	18,50	3.845	4.363	13,5%	MW-OW	4.799
Europe - Stoxx Europe 600	30,5	33,0	31,8	4,3%	15,00	413	477	15,5%	OW	524
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	33,0	31,1	2,5%	15,00	385	466	21,1%	OW	512
Spain IBEX 35	634,0	725,0	681	1,8%	14,00	8.071	9.532	18,1%	OW	10.485
Mexico IPC GRAL	4.000	4.200	4.103	10,6%	14,75	47.722	60.519	26,8%	OW	66.571
Brazil BOVESPA	15.000	15.000	15.000	4,1%	8,00	98.719	112.500	14,0%	MW	123.750
Japan NIKKEI 225	1.810	1.894	1.853	3,7%	16,00	26.491	29.652	11,9%	MW-OW	32.617
China SSE Comp.	310,2	374,0	343	32,5%	10,00	3.364	3.430	2,0%	MW	3.773
China Shenzhen Comp	120,3	149,0	135	24,0%	18,00	2.228	2.432	9,2%	MW/OW	2.675
India SENSEX	2.760	3.236	3.005	18,8%	23,00	54.178	69.119	27,6%	OW	76.031
Vietnam VN Index	105,1	134,6	120	19,5%	14,00	1.166	1.684	44,3%	OW	1.852
Taiwán SE Weighted Index	1.423	1.425	1.424	12,3%	13,00	14.336	18.512	29,1%	MW/OW	20.364
MSCI EM ASIA	47,2	53,6	50	8,3%	12,50	536	631	17,8%	OW	694

ANDBANK ESTIMATES

Ned Davis: 13 indicadores para decidir si invertir en renta variable o renta fija, así como para orientar la exposición sectorial y geográfica.



13 Indicators to choose between Stocks or Bonds (or Neutral):

	Stock/Bond Indicators	jun-22	may-22	abr-22
TREND	Stock/Bond Ratio Trend Model	Stocks	Stocks	Stocks
	Stock/Bond Ratio Trend	Stocks	Stocks	Stocks
TECHNICALS	Stock/Bond Overbought/Oversold Indicator	Neutral	Neutral	Neutral
	% Of Stocks Above 10Wk & 40Wk Moving Averages	Bonds	Bonds	Bonds
	% Markets Above 10Wk & 40Wk Moving Averages	Bonds	Bonds	Bonds
	Stock Momentum	Bonds	Bonds	Bonds
	Bond Momentum	Bonds	Bonds	Bonds
YIELDS	Corp. Bond Yield - Stock Earnings Yield	Bonds	Bonds	Neutral
	Yield Curve	Stocks	Stocks	Stocks
SENTIMENT	NDR Global Consumer Sentiment Composite	Stocks	Stocks	Stocks
	NDR Global Business Sentiment Composite	Neutral	Neutral	Neutral
ECONOMY	OECD G7 Leading Indicator Index	Bonds	Bonds	Bonds
	Crude Oil Momentum	Bonds	Bonds	Bonds



ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 90-110 USD/barril

(Comprar por debajo de 90 USD; vender por encima de 110 USD.)

Factores a corto plazo

(Factor bajista para el precio) – China sigue aumentando las compras de petróleo ruso en lo que supone una reconfiguración mundial de facto de los suministradores de energía. Esto deja más crudo disponible a los exportadores árabes, que podrían reconducirlo hacia Europa. En cualquier reconfiguración de fuentes y proveedores de energía suele producirse una guerra de precios, lo que podría abaratar la energía. Las importaciones chinas de petróleo ruso se incrementaron un 29% en mayo (+55% interanual), hasta un récord de 8,42 millones de toneladas (aprox. 2 millones de bpd), con un valor total de 5.800 millones de USD, más del doble que el año anterior. Según los analistas de S&P Global Market Intelligence, los fletes marítimos de crudo ruso a China también aumentaron en mayo por cuarto mes consecutivo y volverían a hacerlo en junio. La noticia sigue a otra en la que Bloomberg informa de que Beijing ha entablado recientemente conversaciones con Moscú para incrementar las compras y reabastecer sus inventarios estratégicos.

(Factor bajista para el precio) – Las exportaciones marítimas rusas alcanzaron un máximo de tres años en junio. Según Platts, las exportaciones rusas de crudo por mar hasta la primera quincena de junio no eran tan altas desde mayo de 2019, 576.000 bpd más que los niveles de enero y febrero, hasta 3,88 Mbpd. China y Rusia representan ahora casi un 30% del crudo ruso fletado, con un crecimiento combinado que supera en 1 Mbpd los niveles anteriores a la guerra. La producción rusa aumentó en 600.000 bpd en mayo, situándose el déficit de producción en 300.000 bpd (muy inferior al déficit de 1,1 Mbpd de meses anteriores). El ministro de Energía, Novak, afirmó que se dan las condiciones para un nuevo repunte de la producción en julio.

(Factor bajista para el precio) – Las exportaciones saudíes no eran tan altas desde hace casi dos años; aumentan los inventarios. Según Platts, Arabia Saudita exportó 7,38 Mbpd en abril (marzo: 7,23 Mbpd), su nivel más alto desde los 10,24 Mbpd de abril de 2020. Los inventarios de petróleo de Arabia Saudita también aumentaron en más de 4 millones de barriles en el mes debido a la desaceleración en las compras por refinerías, lo que podría ser una fuente importante de presión para colocar petróleo en el extranjero, contribuyendo a moderar los precios internacionales.

(Factor bajista para el precio) – Las importaciones europeas de petróleo ruso comienzan a remontar. Europa y Turquía absorbieron un total de 1,84 Mbpd de crudo ruso en la semana del 13-19 de junio, el tercer aumento consecutivo y el mayor en casi dos meses. El aumento se atribuyó a Litasco, unidad comercial del mayor productor de Rusia, que lleva barriles a las refinerías de la empresa; Turquía también aumentó las compras. Por su parte, los fletes marítimos rusos a China e India siguieron aumentando, si bien Rusia aún no ha encontrado ningún otro comprador importante en Asia.

(Factor bajista para el precio) – La Secretaria del Tesoro, Yellen, afirmó que prosiguen las conversaciones sobre cómo limitar el precio de las exportaciones de petróleo de Rusia. Yellen afirmó que los aliados siguen buscando el modo de mermar los ingresos energéticos de Rusia previniendo efectos indirectos en la economía mundial. Las conversaciones se centran en establecer precios máximos o precios especiales, además de las medidas ya adoptadas por EE.UU., la UE y el Reino Unido. Yellen también rechazó restablecer el oleoducto KeystoneXL, argumentando que no resolvería los problemas energéticos a corto plazo.

(Factor bajista para el precio) – Los países productores de energías fósiles tarde o temprano se verán tentados de monetizar cuanto antes sus reservas sacando mucho producto al mercado, provocando un exceso de oferta y una caída del precio. Aunque no tenga mayor importancia en sí misma, la victoria de Petro en las elecciones presidenciales de Colombia y su promesa de eliminar gradualmente el petróleo y el carbón es un ejemplo de lo que está sucediendo a nivel mundial en muchos otros países, y que ejerce una creciente presión sobre los países productores. Petro se integró en una plataforma que propugnaba eliminar gradualmente el petróleo y el carbón; afirmó que suspendería de inmediato la exploración de petróleo, pero que continuaría produciendo en yacimientos ya perforados, dándose 12 años para gestionar la transición. Colombia produce actualmente 700.000 bpd.

(Factor alcista para el precio) – La OPEP+ cumplió con creces (+256%) en mayo los recortes planificados, provocando una grave insuficiencia de producción. Los países de la OPEP+ produjeron en mayo 2,7 Mbpd menos del volumen objetivo, lo que eleva el «cumplimiento» de los recortes del 220% de abril al 256% en mayo. La producción rusa fue la más deficitaria (con casi 1,3 Mbpd por debajo de su cuota), aunque comienza a recuperarse, habiendo pasado de 9,16 Mbpd en abril a 9,27 Mbpd en mayo. La OPEP+ atribuyó la insuficiencia de producción a las sanciones rusas y problemas de producción en varios miembros. La producción de junio probablemente seguirá afectada por el último bloqueo al petróleo libio, aunque Libia sigue exenta de su cuota. El Gobierno estadounidense ha presionado a la OPEP+ para que aumente la producción a fin de no perjudicar la recuperación económica mundial. Pero muchos productores de la OPEP+ carecen de capacidad para bombear más debido a una inversión insuficiente, una tendencia acelerada por la pandemia.

Factores a largo plazo

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

(Negativo para el precio) – Los crecientes problemas medioambientales llevarán a endurecer más la legislación sobre niveles de producción. El valor de las reservas de los países productores depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para la OPEP es el de asentarse sobre abundantes «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

El oro está barato respecto al paladio. La ratio oro/paladio cayó a 0,93, 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 está incluso más caro que el oro.

Factores neutrales para el oro

El oro dejará 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 de Nivel 1») ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en tal escenario disruptivo. 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. En este sentido, hemos de decir que hasta ahora considerábamos ilimitada la oferta de UST, lo que favorecía al oro como activo antifrágil por excelencia. Sin embargo, ya no nos parece que exista tal ilimitación; antes bien, una vez conocidas las intenciones de la Fed, prevemos una oferta muy limitada en comparación con la fuerte demanda que pueda haber de UST (demanda típica de otros bancos centrales en un entorno de recuperación y expansión económica). Por esa razón el UST puede volver a destronar al oro como activo antifrágil y llevarle la delantera, lo que son malas noticias para el oro. Ahora bien, esto no quita para que la oferta de oro también continúe siendo muy limitada durante la próxima década.

Factores negativos 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 paga cupón– ha quedado neutralizada al «ofrecer» tipos negativos numerosos títulos de deuda global (cuyo valor nominal agregado supera los 13 billones de USD).

El oro está caro respecto a la plata. La ratio Oro/Plata se elevó a 90,85x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 66,99 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con 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 1.282 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, que cayó a 17,17x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,37 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a medio plazo para el petróleo WTI de 100 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.837 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,24073 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 1.547 USD/oz. Por tanto, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.078 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.337 USD/onza.

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... y duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011. 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. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su «peligrosidad» o capacidad efectiva de atajar en seco el repunte del oro.

A la luz de lo anterior, y sabiendo que cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, y que el alza solo termina al enfrentarse a tipos nominales más altos, una apreciación del USD o mayores tipos reales, parece razonable emitir cierta señal de alarma en el sentido de que **podríamos estar cerca de un giro (a la baja) en la tendencia del oro**, ya que el metal áureo ha perdido totalmente su impulso, y también porque la posibilidad de una subida de tipos de interés se ha vuelto más probable con el inminente inicio por parte de la Fed de una moderación gradual del nivel de liquidez (*tapering*).

- **Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo MEDIO).** Aunque hace apenas unos meses parecían impensables subidas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, la posibilidad cobra creciente plausibilidad cada día que pasa.

- **Riesgo n.º 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 prevemos un salto en el 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 perjudicaría mucho al precio del oro.

- **Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO).** Incluso si los tipos nominales subiesen, la única forma en que los países de la OCDE podrían experimentar un aumento en los tipos de interés reales sería por el colapso de la tasa de inflación. 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 tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir un riesgo inmediato.

- **Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** 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. 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 EE.UU. (por personas con escaso interés en el oro), y con un crecimiento en mercados emergentes mucho más moderado. Si estos 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 absorta en una especie de nihilismo existencial.



DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

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

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

Divisas de países de mercados emergentes: NEUTRAL para las monedas de ME en el corto plazo

EUR/USD: Objetivo: 1,05 (comprar USD a 1,07, vender a 1,02). Z-Score Analysis: Ligeramente Positiva para el EUR

USD/JPY: Objetivo: 128; **EUR/JPY:** Objetivo: 134. Z-Score Analysis: Ligeramente Negativa para el JPY.

GBP/USD: Objetivo: 1,27; **EUR/GBP:** Objetivo: 0,83. Z-Score Analysis: Ligeramente Positiva para la GBP.

USD/CHF: Objetivo: 0,93; **EUR/CHF:** Objetivo: 0,98. . Z-Score Analysis: Ligeramente Negativa para el CHF.

USD/BRL: Objetivo: 5,25; **EUR/BRL:** Objetivo: 5,51. Z-Score Analysis: Negativa para el BRL.

USD/MXN: Objetivo: 20,75; **EUR/MXN:** Objetivo: 21,8. Z-Score Analysis: favorable para el MXN..

USD/ARS: Objetivo: 175. NEGATIVA.

USD/INR: Objetivo: 76. NEUTRAL.

CNY: Objetivo: 6,60. NEUTRAL.

RUB: NEUTRAL-POSITIVA.

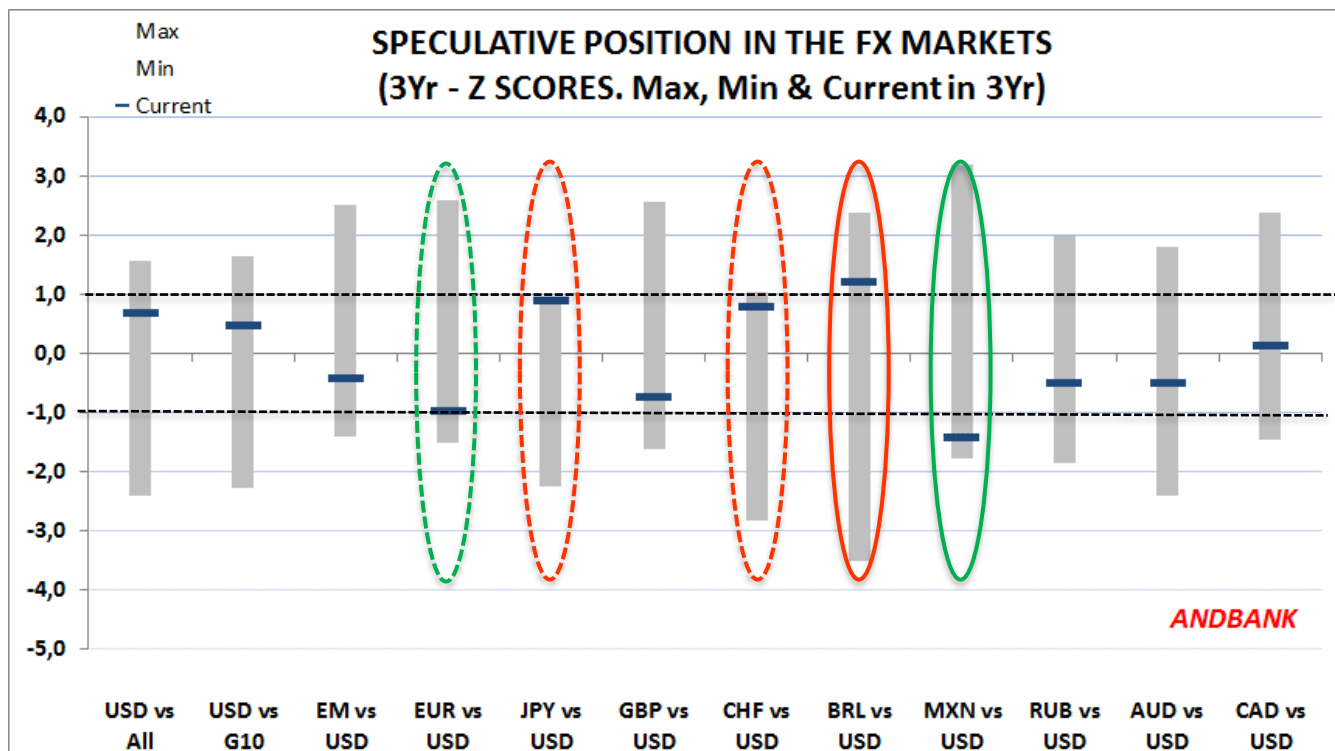
AUD: NEUTRAL-POSITIVA.

CAD: 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	0,00	0,00	32,1	-28,2	3,2	0,69
USD vs G10	13,98	-1,95	32,7	-25,4	6,1	0,46
EM	0,00	0,00	3,9	-0,8	1,5	-0,44
EUR	-1,39	-8,41	23,4	-8,6	7,6	-0,98
JPY	-4,83	4,35	0,6	-15,0	-8,4	0,87
GBP	-4,04	1,79	4,3	-6,5	-1,9	-0,75
CHF	-1,12	1,54	0,2	-6,0	-2,4	0,79
BRL	0,70	-0,26	1,0	-0,8	0,0	1,20
MXN	-0,35	-1,25	3,3	-0,7	1,2	-1,43
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,4	-0,51
AUD	-2,97	0,52	6,1	-6,6	-1,2	-0,51
CAD	0,71	1,26	6,1	-5,0	0,4	0,12

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

ANDBANK



ANDBANK



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 16

<i>Indices</i>	<i>Performance Last month</i>	<i>Performance YTD</i>	<i>Current Price</i>	<i>Fair Value</i>	<i>Expected Performance to Fair Value*</i>
USA - S&P 500	-7,6%	-19,3%	3.845	4.363	13,5%
Europe - Stoxx Europe 600	-6,7%	-15,3%	413	477	15,4%
Euro Zone - Euro Stoxx	-9,3%	-19,6%	385	466	21,1%
SPAIN - IBEX 35	-8,7%	-7,3%	8.075	9.532	18,0%
MEXICO - MXSE IPC	-4,8%	-10,5%	47.722	60.519	26,8%
BRAZIL - BOVESPA	-10,3%	-5,8%	98.719	112.500	14,0%
JAPAN - NIKKEI 225	-5,2%	-8,0%	26.491	29.652	11,9%
CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	3,8%	-7,6%	3.364	3.430	2,0%
CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	7,5%	-12,0%	2.228	2.432	9,2%
INDIA - SENSEX	-1,7%	-7,0%	54.178	69.119	27,6%
VIETNAM - VN Index	-9,7%	-21,5%	1.166	1.684	44,3%
MSCI EM ASIA (in USD)	-6,1%	-19,6%	536	631	17,8%
US Treasury 10 year Govie	0,4%	-10,8%	2,95	3,50	-1,4%
UK 10 year Gilt	0,7%	-9,0%	2,15	1,75	5,3%
German 10 year BUND	0,1%	-11,8%	1,28	1,75	-2,5%
Japanese 10 year Govie	0,0%	-1,4%	0,24	0,25	0,2%
Spain - 10yr Gov bond	0,5%	-14,3%	2,36	2,75	-0,8%
Italy - 10yr Gov bond	0,6%	-17,0%	3,35	3,55	1,8%
Portugal - 10yr Gov bond	0,7%	-15,1%	2,37	2,75	-0,7%
Ireland - 10yr Gov bond	0,0%	-13,1%	1,88	2,50	-3,1%
Greece - 10yr Gov bond	1,9%	-17,7%	3,54	3,95	0,3%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,9%	-2,3%	123,56	80	2,4%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	-4,7%	-10,1%	612,13	400	12,3%
Credit USD IG - CDX IG	-0,3%	-1,5%	98,26	90	1,2%
Credit USD HY - CDX HY	-2,0%	-6,8%	558,91	475	8,1%
Turkey - 10yr Gov bond (local)	37,0%	50,5%	18,10	20,00	2,9%
Russia - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	-1,8%	9,15	14,00	-29,7%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-1,5%	-3,9%	7,21	6,00	16,9%
India - 10yr Gov bond (local)	1,9%	-3,9%	7,35	7,25	8,2%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	-1,2%	-15,2%	6,92	6,20	12,7%
China - 10yr Gov bond (local)	0,0%	0,8%	2,83	2,40	6,3%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,7%	-2,8%	4,14	3,50	9,3%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,9%	-5,5%	2,68	3,75	-5,9%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,6%	-8,7%	2,83	3,75	-4,5%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,5%	-7,0%	3,17	4,25	-5,5%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,7%	-3,5%	1,17	2,25	-7,5%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,4%	-7,3%	8,96	9,30	6,2%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-2,1%	-14,9%	5,22	5,40	3,8%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-1,4%	-18,0%	13,20	13,00	14,8%
Brazil - 10yr Govie (USD)	-4,0%	-14,6%	6,77	6,75	6,9%
Oil (WTI)	-16,9%	32,0%	99,2	100,00	0,8%
GOLD	-5,9%	-4,7%	1.742,0	1.800	3,3%
EURUSD (price of 1 EUR)	-4,6%	-10,2%	1,020	1,05	2,9%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-4,6%	-11,2%	1,20	1,27	5,4%
EURGBP (price of 1 EUR)	-0,1%	1,2%	0,85	0,83	-2,3%
USDCHF (price of 1 USD)	-0,1%	6,5%	0,97	0,93	-4,2%
EURCHF (price of 1 EUR)	-4,8%	-4,4%	0,99	0,98	-1,4%
USDJPY (price of 1 USD)	2,5%	18,1%	135,91	128,00	-5,8%
EURJPY (price of 1 EUR)	-2,3%	6,0%	138,72	134,40	-3,1%
USDMXN (price of 1 USD)	4,8%	0,2%	20,53	20,75	1,1%
EURMXN (price of 1 EUR)	-0,1%	-10,1%	20,93	21,79	4,1%
USDBRL (price of 1 USD)	11,5%	-2,5%	5,43	5,25	-3,3%
EURBRL (price of 1 EUR)	6,3%	-12,5%	5,54	5,51	-0,5%
USDARS (price of 1 USD)	4,2%	23,1%	126,36	175,00	38,5%
USDINR (price of 1 USD)	1,9%	6,2%	79,09	76,00	-3,9%
CNY (price of 1 USD)	0,5%	5,5%	6,70	6,65	-0,8%

struments, the expected performance refers to a 12 month period

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 17

**Together
Everyone
Achieves
More**



Alvaro Millán
US: Equity, Bonds & Corporates
+1 305 702 0601



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



Marian Fernández
Europe: Rates, Macro & ECB
+34 639 30 43 61



Idan Azoulay
Israel: Rates, Corporate bonds & Equities
+972 3 6138218



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



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.