

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Abril de 2022

...The leopard closely evaluates the herd of gnus, seeking to identify the weakest animal - one with an injury, or perhaps a young calf. The leopard then tries to separate this gnu from the rest of the herd, so it can go in for the quick kill...



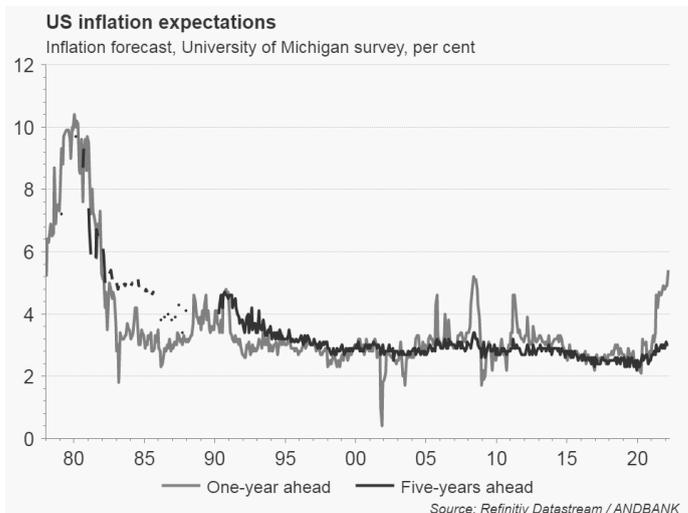
Análisis Corporativo

Abril de 2022

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

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



Página 2

RENTA VARIABLE

INDEX	Current Fair Value	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point	E[Perf] to Exit point	
CURRENT PRICE	(EPS 12 month fw)	Fair Value				
USA S&P 500	4.532	4.600	1,5%	MW	5.060	11,7%
Europe - Stoxx Europe 600	455	466	2,5%	MW-UW	513	12,7%
Euro Zone - Euro Stoxx	434	449	3,6%	MW-UW	494	13,9%
Spain IBEX 35	8.366	8.876	6,1%	MW-UW	9.764	16,7%
Mexico IPC GRAL	55.672	60.715	9,1%	OW	66.787	20,0%
Brazil BOVESPA	118.602	112.500	-5,1%	UW	123.750	4,3%
Japan NIKKEI 225	27.944	27.688	-0,9%	MW	30.457	9,0%
China SSE Comp.	3.215	3.641	13,3%	MW/OW	4.005	24,6%
China Shenzhen Comp	2.097	2.338	11,5%	MW/OW	2.572	22,7%
India SENSEX	57.593	58.854	2,2%	MW	64.740	12,4%
Vietnam VN Index	1.483	1.794	20,9%	OW	1.973	33,0%
Taiwán SE Weighted Index	17.520	17.749	1,3%	MW/OW	19.524	11,4%
MSCI EM ASIA	597	609	2,0%	OW	670	12,2%

ANDBANK ESTIMATES

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

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	2,50	2,75	0,5%
Core countries	UK 10 year Gilt	1,71	1,75	1,4%
	German 10 year BUND	0,59	0,60	0,5%
	Japanese 10 year Govie	0,25	0,25	0,2%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	1,45	1,60	0,2%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	2,09	2,20	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,33	1,60	-0,8%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,16	1,10	1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	2,79	2,80	2,7%
Fixed Income	Credit EUR IG - Itraxx Europe	80,12	80	0,3%
Credit	Credit EUR HY - Itraxx Xover	358,48	375	2,6%
	Credit USD IG - CDX IG	72,08	80	1,5%
	Credit USD HY - CDX HY	367,84	375	4,4%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	25,07	20,00	65,6%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	13,56	14,00	10,0%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,68	5,60	15,3%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	6,83	6,80	7,1%
(Local currcy)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	5,55	4,80	11,6%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,80	2,30	6,8%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	3,85	3,30	8,2%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	2,03	3,00	-5,7%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	2,40	3,40	-5,6%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,92	3,90	-4,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,92	1,90	-6,9%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	8,61	8,55	9,0%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,12	4,50	1,0%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	11,38	11,25	12,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,49	6,00	1,4%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Commodities	Oil (WTI)	109,5	100,00	-8,7%
	GOLD	1.932,4	1.800	-6,9%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,095	1,12	2,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,32	1,39	5,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,83	0,80	-3,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,93	0,93	-0,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,02	1,04	1,8%
	USDJPY (price of 1 USD)	123,72	116,00	-6,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	135,55	129,92	-4,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	20,06	21,50	7,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	21,97	24,08	9,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	4,74	5,50	16,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	5,19	6,16	18,6%
	USDARS (price of 1 USD)	110,38	175,00	58,5%
	USDINR (price of 1 USD)	76,23	76,00	-0,3%
	CNY (price of 1 USD)	6,37	6,35	-0,3%





EE.UU.

La Fed se atiene al guion, pero su diagrama de puntos refleja perspectivas más restrictivas de lo anticipado.

Fed: ha llegado el día

La Reserva Federal subió los tipos de interés a corto plazo por primera vez desde 2018 con un alza, descontada ya por el mercado, de 25 pb. La señal derivada del *diagrama de puntos* indica que la Fed subirá tipos hasta en siete ocasiones más este año tras la última lectura de IPC en Febrero del 7,9%, y un consenso que prevé un IPC para el conjunto del año en el 6,2%. Según el FOMC, la economía está muy fuerte y el mercado laboral está extremadamente tensionado, lo que implica que los salarios seguirán aumentando al encontrar los empleadores dificultades para cubrir las vacantes. Sin embargo, la Fed señaló que las perspectivas económicas se mantienen «muy inciertas» debido a la guerra en Ucrania. La Fed probablemente recurrirá pronto a otro instrumento: la reducción de su ingente balance, cuyo activo asciende a 9 billones de USD; es decir, a una operación de ajuste cuantitativo (QT). El programa de compras de deuda finalizó este mes y Powell manifestó que el FOMC había avanzado al respecto en su reunión de esta semana. Aunque no hubo anuncios, el FOMC espera comenzar a reducir su balance en una próxima reunión, (programada para el 3-4 de mayo), habiendo sugerido que el nuevo proceso de QT se hará a un ritmo «más rápido que la última vez».

Inflación y otros datos macroeconómicos

Persiste la elevada inflación (pasó del 7,5% interanual en enero al 7,9% interanual en febrero) y el conflicto en Ucrania contribuirá a que siga en niveles altos, pero la mayoría de los principales componentes que subieron el año pasado (alquiler de vehículos, transporte, hoteles, vehículos nuevos, etc.) deberían, en nuestra opinión, suavizarse a medio plazo, ya que los precios en los sectores con más peso en el IPC (alimentación, vivienda, ropa, atención médica y educación) han registrado consistentemente subidas inferiores a la media. En el cuarto trimestre de 2021 los diversos paquetes de ayuda ante la pandemia aprobados desde 2020 habían llevado el PIB de EE.UU. a rozar el 6%. Sin estas medidas de estímulo la economía previsiblemente crecerá un 2% en 2022. El indicador basado en encuestas a directores de compras (PMI) del sector manufacturero que elabora el ISM se situó en febrero en 58,6 (frente al 58 esperado y el 57,6 anterior) y, el PMI no manufacturero, en 56,5 (frente al 61 esperado y el 59,9 anterior). Las cifras de empleo publicadas fueron bien robustas, con un descenso del desempleo al 3,8%, desde el 4% del mes anterior, y 678.000 empleos creados (frente a los 400.000 previstos).

Política

En cuanto a la política nacional, aunque la legislación aprobada en materia de infraestructuras por importe de un billón de dólares supuso un gran logro en el primer año de Biden, su agenda sigue en lo esencial estancada. Los índices de aprobación de Biden se han desplomado desde el verano pasado y todo apunta a que los Republicanos recuperarán el control del Congreso. Estados Unidos ha impuesto amplias sanciones económicas a Rusia; entre otras, restricciones al acceso a tecnología, la prohibición de transacciones con el Banco Central de Rusia, la prohibición de que aeronaves y aerolíneas rusas entren en el espacio aéreo de EE.UU., sanciones financieras a oligarcas y prohibición de importaciones de petróleo, GNL y carbón.

Mercados financieros

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. Otro mes negativo para la renta fija, con el rendimiento de los bonos del Tesoro con vencimiento a 10 años superando el 2,10%, tras haber retrocedido al 1,74% con la invasión de Ucrania. La curva de tipos-plazos de los valores estadounidenses siguió aplanándose y la diferencia entre los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 y 2 años se redujo a 20 pb (cuando comenzó el año rondando los 80 pb), lo que sugiere que una Fed demasiado agresiva podría complicar aún más la situación de la economía. El diferencial crediticio de la deuda corporativa con grado de inversión (IG) ha seguido ampliándose, en unos 10 pb desde la última revisión, y ronda los 80 pb. La cotización de los bonos de más calidad crediticia sigue dejando que desear en 2022 debido a los mayores tipos y la mayor sensibilidad del índice a la evolución de estos («duración»). El segmento de alto rendimiento (HY) también registró una ampliación de diferenciales, marcando un récord por encima de los 400 pb. Pese a haber disminuido, los valores HY siguen batiendo a los IG. Aun habiéndose ampliado el diferencial del índice, de hecho no se ampliaron entre los bonos con calificaciones BB y B, una ampliación que suele producirse ante eventos crediticios. Revisamos al alza nuestros objetivos para ambas categorías de deuda (80 para IG y 375 para HY) al tiempo que mantenemos un posicionamiento neutral ante ambas, con un sesgo de sobreponderación en el caso de HY.

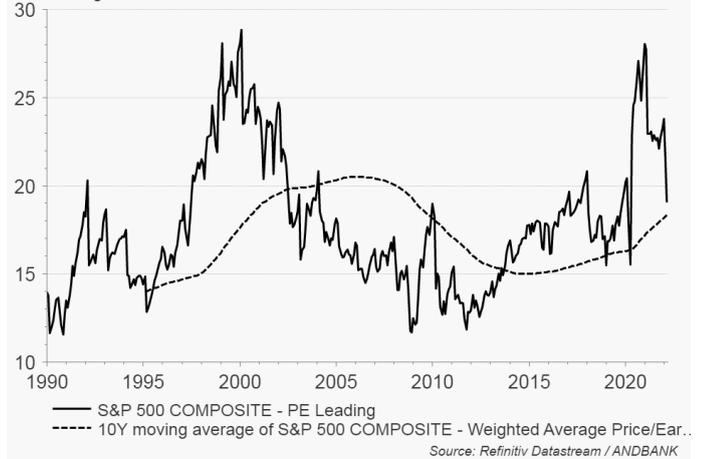
Renta variable. Los beneficios empresariales del cuarto trimestre de 2021 fueron un 9,5% superiores a lo esperado (frente a la media del 18,9% de cuartos trimestres anteriores), rondando el crecimiento de las ventas el 15,6% interanual y, el del resultado neto, el 30,1% interanual. Las previsiones de BPA para el primer trimestre de 2022 se revisaron a la baja (-1,2%), mientras que las del segundo semestre del año se elevaron (3T.2022: +1,5%; 4T.2022: +2,6%). El mayor crecimiento de los beneficios se registró en el sector de la energía, siendo el de compañías de suministros públicos el único que se contrajo. Como en meses previos, la recomendación es mantener una cartera equilibrada entre los estilos de valor/cíclico y crecimiento (empresas de «crecimiento de calidad»). También mantenemos un posicionamiento neutral ante empresas de gran capitalización bursátil y sus homólogas de pequeña capitalización. Debido al crecimiento de los beneficios empresariales y a la caída de las cotizaciones, el PER del S&P500 ha disminuido más del 12%. La impresión es que, en el futuro, el mercado estadounidense compensará el impacto negativo de costes más altos y márgenes más estrechos. En general, mantenemos un posicionamiento neutral con un sesgo de sobreponderación.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

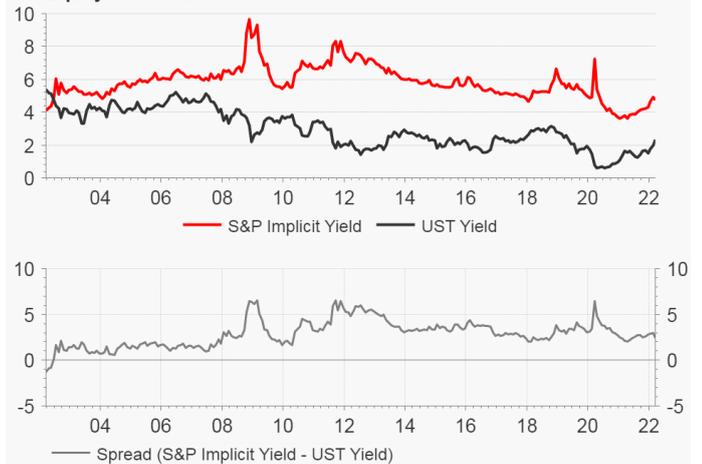
Renta variable (S&P): NEUTRAL
Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo UST 10 años: 2,75%)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 80 pb)
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (dif. objetivo: 375 pb)
Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE

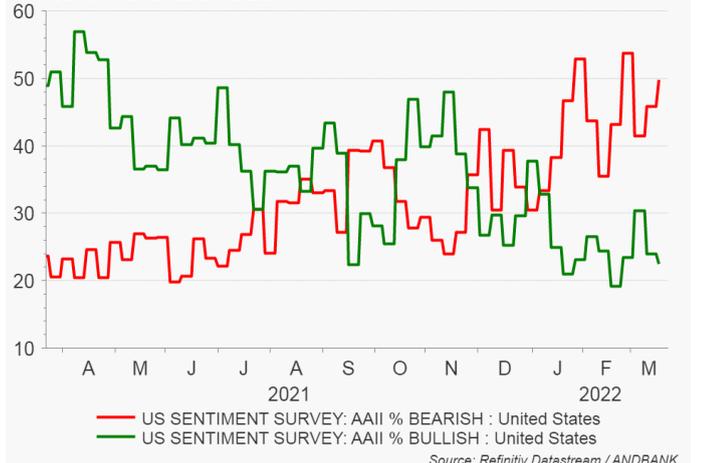


Equity Yield & UST Yield



US RETAIL INVESTOR SENTIMENT

AAII Investor Sentiment Index





EUROPA

La cuestión es cuánto se deteriorará la economía como consecuencia de la guerra en Ucrania

Estimaciones de crecimiento e inflación

Europa será la región más afectada por la guerra en Ucrania. En el caso de la actividad económica, el impacto negativo más probable en el PIB de 2022 será de 0,5-1 puntos porcentuales (pasaría del 4,2% al 3,2-3,7% interanual); y la inflación podría elevarse en otros 2 p.p. (del 3,3% al 5,2% interanual). Los factores de incertidumbre asociados a la guerra en Ucrania dificultan las previsiones, restándoles fiabilidad. El BCE ha esbozado otros escenarios menos favorables, con mayor impacto en el crecimiento de 2022 (que sería del 2,3-2,5% interanual) y en la inflación (que se situaría en un rango del 5,9-7% interanual). El escenario más adverso es aquel en el que Rusia deja de suministrar gas a Europa; sería una pérdida relativamente soportable para Rusia comparada con la congelación de sus activos en el extranjero, pero llevaría a Alemania y a Europa a una recesión, ya que alrededor del 40% de las importaciones europeas de gas proceden de Rusia. Los líderes europeos han pergeñado un plan para reducir la dependencia del gas ruso (RePower EU preveía eliminar gradualmente esa dependencia de los combustibles rusos para 2027) y se confía en una mayor flexibilidad fiscal, aunque por ahora no se ha aprobado ningún programa de mutualización de deuda.

Flexibilidad y opcionalidad del BCE para afrontar el nuevo escenario

El BCE, además de la esperada finalización de su programa de compras de emergencia pandémica (PEPP), presentó un calendario mensual acelerado para el de compra de activos (APP): 40.000 millones de € en abril, 30.000 millones de € en mayo y 20.000 millones de € en junio. La continuidad de las compras de activos en 3Q dependerá de los datos. La impresión es que el APP finalizaría en el tercer trimestre. La normalización de la política monetaria está siendo más rápida de lo anunciado en diciembre, con un BCE presionado por la inflación. Inicialmente se preveía el despegue de los tipos de interés para poco después de finalizar QE, pero la nueva redacción deja más margen: ahora los tipos se elevarían gradualmente algún tiempo después de haber finalizado QE. Con todo, las compras de APP finalizarán en verano, y esperamos la primera subida de tipos del BCE para el 4T.2022 (si el conflicto y las sanciones perduran, quizás ya en 3T.2022) y al menos otra de 25 pb en la siguiente reunión del BCE. Los prerrequisitos para subir los tipos se han cumplido: os tipos implícitos ya están descontando para este año un aumento de 40 pb a partir de septiembre.

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

Deuda pública. Ya se esperaba un menor respaldo monetario y ahora nos enfrentamos, además, a mayores necesidades financieras en los próximos años para hacer frente a la crisis energética y humanitaria en Europa y al aumento del gasto militar. Quizás, el único aspecto positivo es que la crisis servirá como catalizador para profundizar en la integración de la UE, siendo más probable una capacidad permanente de endeudamiento conjunto de la UE. Nos atenemos a nuestros objetivos para el bono alemán y para los diferenciales de los países periféricos de la zona euro.

Deuda corporativa. La volatilidad y tensión por el conflicto entre Rusia y Ucrania y la preocupación por el encarecimiento de las materias primas se han dejado sentir en la evolución del mercado crediticio europeo. El conflicto entraña mucha incertidumbre, pero gran parte del daño ya está reflejado en las cotizaciones, cotizando algunos diferenciales tasas de incumplimiento del 4% (cuando el mercado apostaba por que, a lo sumo, se duplicaría del 1% al 2%). Los datos fundamentales de las empresas parecen firmes y estables, pero hemos de tener en cuenta el efecto de los mayores costes energéticos en sus resultados, en particular en el segmento de alto rendimiento. Por sectores, el mejor comportamiento lo hemos visto en petróleo y gas (sin cambios en los diferenciales desde el inicio de la guerra) y en atención médica (con un aumento de 5 pb). En cambio, los más perjudicados fueron comercio minorista, ocio y viajes y productos químicos. Hemos revisado los diferenciales objetivo tanto para el segmento de categoría de inversión (de 65 pb a 80 pb) como para el de alto rendimiento (de 300 pb a 375 pb), recomendando un posicionamiento neutral-infraponderado en ambos.

Mercado de renta variable. Dado que hemos entrado en un nuevo escenario en el que el conflicto y las sanciones se están acelerando, esperamos algunas revisiones a la baja en los beneficios en próximas semanas. Los precios del mercado reflejan este cambio en las expectativas de resultados, con unos niveles de valoración que podrían resultar algo exagerados si el conflicto se resolviese antes de lo esperado.

Nos parece que ahora es un buen momento para relajar el componente cíclico de las carteras y ser más neutrales en sectores como materiales básicos y energía, que han estado cotizando precios difíciles de mantener sin dañar la economía. Nos ceñimos a nuestra recomendación de valores y sectores defensivos. La sobreponderación en los índices británico y español frente al del núcleo de la zona euro se mantiene, incluso tras su recuperación. Pese a haber sido anteriormente más prudentes que el consenso, estableceremos nuestros objetivos para un crecimiento nulo de los beneficios.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: NEUTRAL-INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: 0,60%)

- P. perif.: SOBREP. (IT 2,20%; GR 2,80%); NEUTRAL: (ES 1,60%; IR 1,10%); INFRAP. (PT 1,60%)

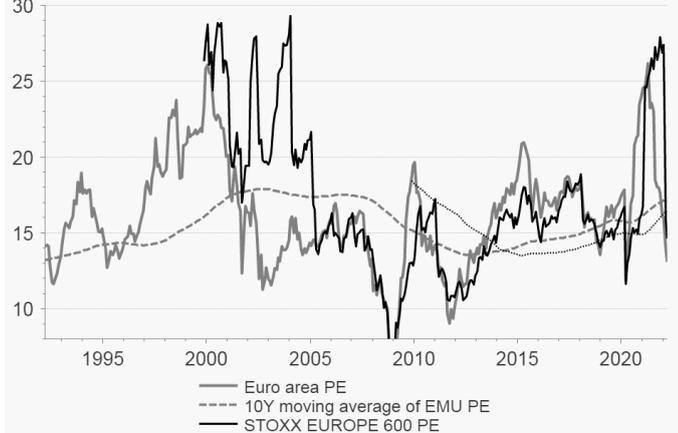
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL-INFRAP. (dif. objetivo: 80 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL-INFRAP. (dif. objetivo: 375 pb)

Tipo de cambio (EUR/USD): objetivo 1,12 (comprar USD a 1,15; vender USD a 1,08)

Euro area & EU price-to-earnings

Ratio - Forward



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

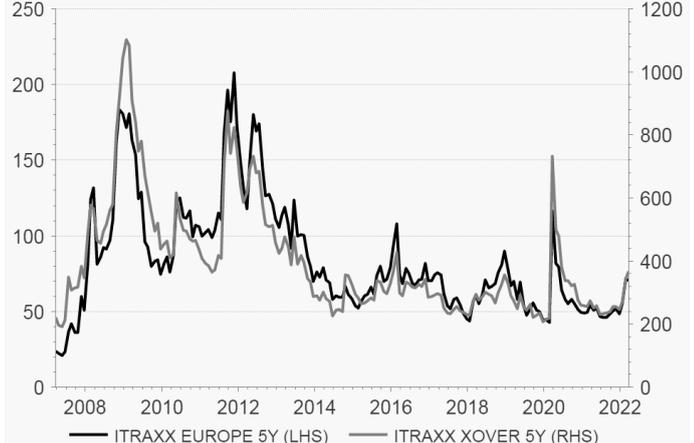
Euro STOXX banks Index



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

EUR Corporate Bond Market

IG & HY



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



CHINA

Caída bursátil ante las sanciones de EE.UU., el aumento de casos de Covid y la pausa en la relajación del PBoC

Pandemia: China confina a más de 45 millones de personas

El episodio de ventas generalizadas en el mercado, pese a los buenos datos económicos publicados se debió a que las autoridades cerraron la provincia de Jilin, se decretó el confinamiento de la ciudad de Shenzhén, y ahora el cierre de Shanghai durante como mínimo una semana. Las restricciones incluyen la orden de trabajar desde casa y el cierre de fábricas, incluido el importante centro tecnológico de la ciudad, lo que llevó a fabricantes como los proveedores de Apple, Foxconn y Unimicron Technology Corp a suspender la actividad temporalmente. El centro financiero de Shanghai también cierra complejos de oficinas. «La economía de China podría volver a resultar gravemente afectada», afirmó una nota de analistas de Nomura. «Con el empeoramiento de la pandemia y la determinación de Beijing de mantener su estrategia de “Covid cero”, el objetivo de crecimiento del PIB de China de “alrededor del 5,5%” este año se está volviendo menos realista». El coste económico podría estar cerca del 1% del PIB.

Tipos y liquidez: la razón del PBoC para mantener inalterado el tipo oficial

El PBoC decidió mantener sin cambios los tipos de sus facilidades de préstamo a medio plazo a un año en 2,85%, desafiando las expectativas de que los reduciría. Las ventas bursátiles se produjeron pese a datos que mostraban que la economía china se había reavivado en los dos primeros meses de 2022, superando todos los indicadores clave las expectativas de los analistas. Los datos indican que las políticas oficiales de respaldo han comenzado a notarse en la economía, aunque las perspectivas macroeconómicas para los próximos meses sigan siendo difíciles. En cuanto a la liquidez, el PBoC, al haberse materializado contratiempos para el crecimiento, la aumentó inyectando en el sistema financiero el martes por la mañana 100.000 millones de CNY, justo cuando aumentaron los “casos” de Covid y los confinamientos, mientras la caída del mercado inmobiliario no daba muestras de detenerse. La inyección, superior a lo esperado por el consenso, siguió a la decisión del banco central chino de mantener estables los tipos en 2,85%, cuando las expectativas eran que los recortaría 5-10 pb. China Securities Journal publicó un artículo de un influyente economista que sostenía que el PBoC reducirá los tipos para estabilizar la economía, restando importancia a que un estrechamiento del diferencial de rendimiento entre China y EE.UU. pudiera crear problemas.

Producción industrial, ventas minoristas e inversiones superan las previsiones

Producción industrial en enero-febrero: +7,5% interanual (consenso; +3,9%; mes anterior: +4,3%). Ventas minoristas: +6,7% interanual (consenso; +3,0%; mes anterior: +1,7%). Inversión en activo fijo (en lo que va de año): +12,2% (consenso; +5,0%; mes anterior: +4,9%). En el lado negativo, el sector inmobiliario siguió desacelerándose, del 4,4% al 3,7%, con una caída de las ventas del 19,3% y superior al 10% en licencias de obra nueva. Las operaciones de transporte por carretera siguen retrasándose al someterse a los conductores a requisitos más estrictos, lo que está reduciendo significativamente la eficiencia operativa de estos servicios de transporte en las principales ciudades portuarias. Según Shipper AP Moller-Maersk, también estarían resultando afectados los puertos interiores.

Política: Beijing afirma querer evitar sanciones de EE.UU. por la guerra de Rusia

Bloomberg transmitió comentarios del ministro de Relaciones Exteriores de China, Wang Yi, en el sentido de que China quería evitar verse afectada por las sanciones impuestas por Estados Unidos con ocasión de la guerra de Rusia: «China no es parte de la crisis». Beijing podría alentar a sus principales bancos a cumplir las sanciones de EE.UU. y a cuidarse de ayudar a Moscú a eludir controles de exportación de tecnologías clave en los casos en que EE.UU. pudiera amenazar de manera creíble con sanciones secundarias. El asesor de seguridad nacional de EE.UU., Jake Sullivan, y el principal diplomático de China, Yang Jiechi, sostuvieron una reunión de siete horas, que EE.UU. describió como «intensa», pero que no condujo a resultados concretos. Sullivan advirtió a Beijing del aislamiento que afrontaría si apoyaba a Rusia. Un día antes funcionarios de EE.UU. manifestaron que pensaban que Moscú había pedido a Beijing equipo militar para apoyar la invasión de Ucrania, al existir indicios de que Rusia se quedaba sin ciertos tipos de armas, sugiriendo que «China se aprestaba a ayudar». La embajada china en EE.UU. afirmó que no estaba al tanto de tal solicitud de ayuda. Algunos medios de comunicación respaldados por Beijing han repetido afirmaciones de que EE.UU. estaría tratando de propagar patógenos a través de animales desde un laboratorio biológico ucraniano.

Regulaciones: represión del sector tecnológico y exclusión de cotización bursátil de empresas chinas en EE.UU.

La Agencia del Ciberespacio china afirmó que las empresas dedicadas a juegos en línea y a la transmisión en vivo de audio y video debían establecer un «modo juvenil» para proteger a los menores. Las plataformas también debían limitar el tiempo o el gasto diario de los menores y realizar evaluaciones periódicas sobre protección para proporcionar un «ambiente sano» en Internet. JPMorgan Chase & Co. rebajó la calificación de 28 acciones chinas admitidas a cotización en EE.UU. y Hong Kong el lunes, provocando una caída inmediata del índice Nasdaq Golden Dragon China de casi un 12%. «Las acciones de Internet chinas nos parecen poco atractivas en un horizonte de 6-12 meses, con una perspectiva de cotización impredecible, dependiente de la percepción que tenga el mercado de los riesgos geopolíticos de China, la recuperación macroeconómica y el riesgo regulatorio de Internet.» El tecnológico Hang Seng perdió un 17% después de que la SEC identificara empresas chinas que serán excluidas de cotización si no permiten acceder a los documentos de auditoría.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Shanghai): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
Renta variable (Shenzhén): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo rendimiento a 10 años: 2,3%)
Tipo de cambio (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,35)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



CHINA - CPI



China benchmark government bonds





JAPÓN

A pesar de las presiones inflacionistas, las autoridades se centraron en los riesgos de recaída de la economía

Pandemia: medidas de cuasi emergencia podrían levantarse la próxima semana

El gobierno está considerando levantar el cuasi estado de emergencia que impuso con motivo de la pandemia en 18 prefecturas cuando expire la próxima semana, ya que la cifra de infectados en esas áreas ha ido disminuyendo. Los criterios de evaluación se relajaron la semana pasada, alegando el aumento en el número de personas inoculadas, el bajo riesgo de enfermedad grave que presenta la variante ómicron y la necesidad de reanudar ya plenamente las actividades económicas. Japón se prepara para ofrecer a los adultos una cuarta dosis de la vacuna a partir del verano.

Economía: revisión a la baja del PIB del 4T.2021; se dispara la tasa de desempleo a largo plazo

El PIB revisado del 4T.2021 anualizado fue del +4,6% intertrimestral (consenso: 5,6%; dato preliminar: +5,4%). En términos intertrimestrales, el PIB creció en el cuarto trimestre un +1,1% (consenso: +1,4; dato preliminar: +1,3%). El índice económico adelantado de enero se desaceleró a 103,7 (mes anterior: 104,7); el índice de condiciones actuales de la encuesta Economy Watchers de febrero se mantuvo estable (37,7; dato del mes anterior: 37,9), y el índice de perspectivas mejoró a 44,4 (mes anterior: 42,5).

Nikkei citó datos oficiales que indican que la pandemia ha asestado un duro golpe al mercado laboral japonés, habiendo aumentado el número de personas que llevan sin trabajo durante al menos un año a los niveles más altos desde la gran crisis financiera provocada por el colapso de Lehman Brothers hace más de una década. El desempleo de larga duración llegó a 640.000 personas en el 4T.2021, un 31% más que antes de la pandemia. El Ministerio de Trabajo estima que los subsidios de retención de empleo del gobierno a los empleadores ayudaron a reducir la tasa de desempleo en unos 2,6 p.p., si bien también se tradujo en un aumento de los trabajadores de baja.

Nikkei examinó los cambios en el mercado laboral a mediados de la carrera profesional, con un número creciente de trabajadores que cambian trabajos seguros en grandes empresas por nuevas oportunidades en nuevas empresas. Ambi, sitio web de inserción laboral, muestra que el número de trabajadores que se pasaron a nuevas empresas desde negocios bien establecidos se multiplicó por más de siete veces en el período de tres años comprendidos entre el primer semestre del año fiscal 2018, superando con creces el aumento general en los cambios de ocupación de 3,8 veces. Estos cambios a mitad de carrera representaron el 21,4% de todos los cambios de trabajo realizados a través del sitio web de Ambi, aproximadamente 13 puntos más que tres años antes.

Inflación: el CGPI aumenta, pero el IPC nacional sigue extremadamente bajo

El CGPI (índice de precios de bienes corporativos) de febrero subió a +9,3% interanual (consenso: +8,6%; cifra revisada del mes anterior: +8,9%). El IPC general se mantiene a nivel nacional en +0,5% interanual, mientras que el IPC interanual, excl. componentes de alimentación y energía, sigue en un mínimo de -1,9% marcado en enero. En plena crisis de Ucrania, hacia 14 años que el precio del trigo importado no era tan elevado.

Banco central: la crisis de Ucrania obliga al BoJ a mantener una postura más moderada a pesar de las presiones inflacionistas

Un alto funcionario del BoJ afirmó que Japón previsiblemente evitará la estanflación. El director de asuntos monetarios del BoJ, Seiichi Shimizu, declaró en una comparecencia ante el Parlamento que «es poco probable que Japón caiga en la estanflación» a pesar de la certeza de que la inflación se acelerará debido al fuerte encarecimiento de las materias primas. Shimizu reiteró la opinión del BoJ de que la economía se recuperará según vaya disminuyendo el impacto de la pandemia en el consumo de servicios. La crisis de Ucrania plantea riesgos de crecimiento para la economía japonesa, obligando al BoJ a mantener una postura más moderada en política monetaria. Incluso con una inflación que se acercará o incluso superará su objetivo del 2% en los próximos meses, los responsables de formular las políticas estarían más atentos a los riesgos de recaída de la economía.

Crisis de Ucrania: Japón duda en unirse a EE.UU. en prohibir la importación de petróleo ruso

Kyodo citó al primer ministro Kishida, quien declaró, después de que EE.UU. prohibiera las importaciones de petróleo y otras materias primas energéticas rusas, que Japón se coordinará estrechamente con las naciones del G7 y sopesará, antes de tomar medidas punitivas contra Rusia, la necesidad de garantizar un suministro estable de energía y la seguridad nacional. Según Kishida, el presidente Biden entiende que otras naciones aliadas no puedan unirse sin más a EE.UU. e imponer una prohibición similar para castigar a Rusia por invadir Ucrania.

Noticias de empresas

Foxconn reunirá a 100 empresas japonesas de vehículos eléctricos. Nikkei informó de que se espera que unas 100 empresas japonesas participen en el desarrollo conjunto de vehículos eléctricos encabezado por Foxconn, incluidos proveedores cercanos a Toyota Motor, lo que sugiere que el proyecto tendrá un impacto significativo en el conjunto de la industria automotriz. Desde que se lanzó el programa en abril del año pasado el número total de empresas participantes a nivel mundial se ha incrementado en un 70%, mientras que el número de empresas japonesas se ha multiplicado por cinco.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): NEUTRAL

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

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

Japan Nikkei 225 price / earnings



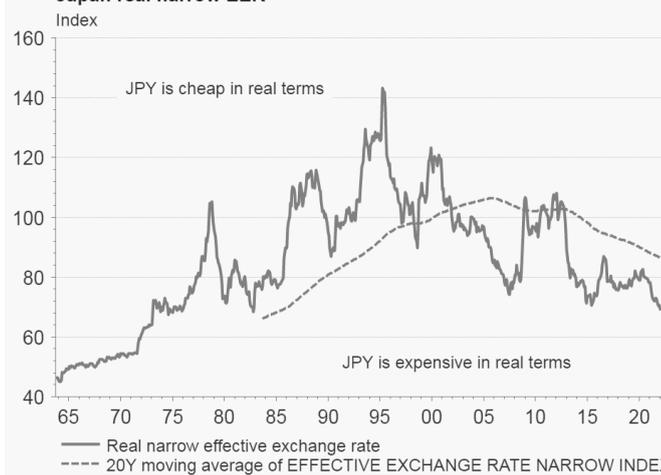
Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan benchmark government bonds



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



INDIA

El futuro inmediato será brillante, pero 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 —presionado por la inflación mundial— eliminado unas condiciones relajadas. Algo que indudablemente tendrá efectos no deseados en el largo plazo. Los anuncios sobre los presupuestos del Estado 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). Cabe afirmar que los días en que India quiso imponerse un techo legal de déficit presupuestario del 3% quedan ya en el 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 ha presupuestado 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). Considerando 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 podrá impulsar la economía y el mercado de valores en el corto y medio plazo, pero sólo a condición de que previamente no genere tensiones en el coste del endeudamiento por efecto del deterioro del perfil fiscal, como sucederá 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 mil. 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).

El gobierno está apostando todo a una sola carta al primar el crecimiento

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 puntos porcentuales. 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 sigue sucediendo en la mayoría de los 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): NEUTRAL

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

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 76)

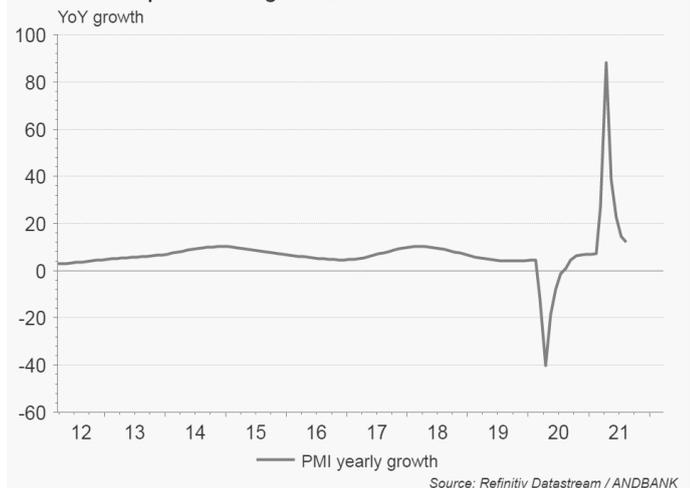
India Datastream index price / earnings



India - 10Y government bond Real Yield



India composite leading indicator





ISRAEL

La economía registra una evolución favorable, con unos efectos de la guerra previsiblemente limitados

Economía e inflación

Los informes definitivos de las cuentas nacionales de Israel pusieron de manifiesto un crecimiento superior al estimado. El PIB creció en 2021 el 8,1%, superando estimaciones de crecimiento previas del 7%. Cabe destacar dos elementos principales: el primero es el gasto de consumo personal, cuyo impresionante incremento del 11,7% cabe atribuir, en parte, a la recuperación tras la pandemia. El componente que más contribuyó al mismo fue la solidez de los consumidores israelíes, que se benefician de un entorno económico propicio gracias al elevado nivel de empleo, el aumento de los salarios reales y el pujante sector tecnológico. Además, el aumento del 10,9% de la inversión en inmovilizado sienta las bases para el crecimiento futuro. Dos partidas destacan dentro de la inversión en inmovilizado: la inversión realizada en maquinaria, que aumentó un 11,3%, y la inversión en tecnologías de la información y comunicaciones, que se disparó un 21,9%. El más que considerable crecimiento de ambas partidas permitirá crecer más en el futuro. Para el año en curso se espera una satisfactoria tasa de crecimiento de alrededor del 5%.

La inflación alcanzó en febrero el 3,5% interanual, superando las expectativas (+3,3% interanual) y situándose por segundo mes consecutivo por encima del objetivo del banco central (del 1% al 3%). Los componentes que más contribuyeron a elevarla fueron frutas y verduras frescas (+5,3% interanual), transporte y mantenimiento de apartamentos. El Banco de Israel espera que el alza en los precios empiece a menguar en los próximos meses, hasta situarse en torno al 2% en el segundo trimestre.

Medidas de política monetaria

La probabilidad de que el banco central israelí instrumente subidas de tipos de interés ha aumentado de forma considerable, descontándose actualmente en el mercado de tipos a plazo un tipo de interés a un año del 1,25%. Cabe señalar que el consenso a principios de año apuntaba a que no se producirían subidas hasta finales de año. Al igual que en la mayoría de los mercados de renta fija del mundo, los rendimientos han subido, pero la pendiente de la curva apenas ha variado. Se supone que el Banco de Israel esperará a que la Reserva Federal suba sus tipos al menos al 0,5% antes de hacer lo propio, con miras a evitar la apreciación del shekel. En la reunión de febrero de la institución, los seis miembros del Comité de Política Monetaria votaron a favor de mantener el tipo de interés de referencia en el 0,1%.

Si bien la curva de rendimientos israelí es una de las más pronunciadas de los mercados occidentales, hemos cambiado nuestra perspectiva y adoptamos una postura prudente, manteniendo una duración corta-media, en vista de las implicaciones que la guerra en Europa del Este puede tener para la inflación. Los diferenciales de los bonos corporativos han aumentado ligeramente pero, habida cuenta de la solidez financiera del sector empresarial, no esperamos, en caso de haberla, que la ampliación sea importante.

Mercado de valores

Los índices bursátiles de Tel Aviv (TLV35 y TLV125) descendieron el mes pasado un 1% y siguen batiendo a la mayoría de los mercados del mundo. Los informes financieros de 2021 publicados por el sector bancario la semana pasada reflejaron un comportamiento impresionante, con rentabilidades sobre fondos propios en el rango del 12%-16%. Los resultados se beneficiaron de la mayor actividad económica y la liberación de reservas. Pese a estos resultados, las acciones bancarias se depreciaron un 7,5%, lo que eleva ligeramente su atractivo después de la revalorización del 70% que registraron en 2021.

En nuestra opinión hay dos sectores que pueden sacar partido de la guerra en Europa. El primero es el de defensa. Elbit Systems (ESLT), que desarrolla sistemas electrónicos y electroópticos principalmente para aviones, será probablemente uno de los principales beneficiarios del incremento en los presupuestos de defensa en todo el mundo. Otra empresa que cabe destacar es Rada (RADA), que desarrolla y fabrica sistemas de radar para aviones.

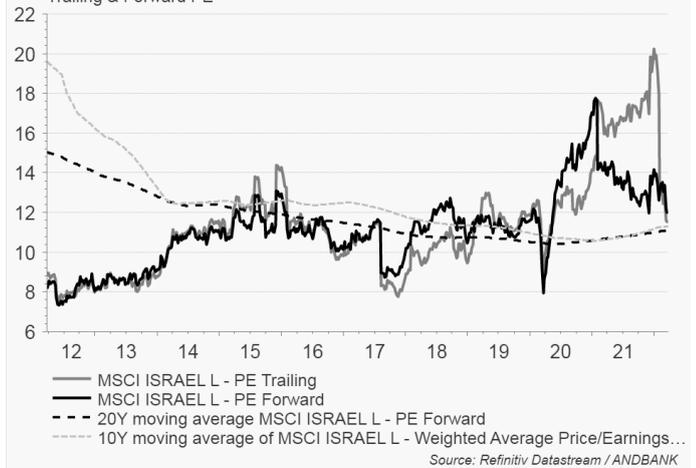
Las empresas de energías alternativas también deberían contarse entre las beneficiadas de la nueva postura del mundo occidental de evitar la compra de productos energéticos fósiles de países gobernados por regímenes totalitarios. Un entorno en el que deberían prosperar empresas como Solgreen, Energix y otras similares. También cabe mencionar a Solaredge (SEDG), uno de los principales proveedores de inversores de sistemas fotovoltaicos. A los dos sectores mencionados anteriormente añadiríamos las compañías de ciberseguridad, como Check Point (CHKP) y Palo Alto (PANW), que también están en condiciones de beneficiarse de la situación.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL
 Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR
 Deuda corporativa: INFRAPONDERAR
 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 REAL YIELD 10Y

Local currency



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



BRASIL

El conflicto entre Rusia y Ucrania puede interpretarse como un reto... y también como una oportunidad

Impacto a corto plazo del conflicto entre Rusia y Ucrania

La mayor preocupación del mundo antes de que Rusia invadiera Ucrania eran la inflación y el endurecimiento de las políticas monetarias, y la «operación especial rusa» no ha hecho sino empeorar las cosas. Se esperaba que remitieran la inflación provocada por la recuperación de la pandemia y sus efectos sobre la dinámica de la cadena de suministro, pero el reciente aumento de los precios de las materias primas parece haber pospuesto el momento en que podrían materializarse esas expectativas.

A corto plazo esta evolución penalizará a todos sin distinción. Brasil ya está sufriendo sus efectos al haberse disparado el precio del petróleo en los mercados internacionales, con los precios locales de la gasolina y el diésel alcanzando máximos históricos. Tanto el Gobierno como Petrobras, la petrolera estatal, están tratando de resolver el problema, cada uno a su manera. Petrobras lo tiene difícil: al ser una empresa cotizada con un 36% de propiedad privada, esos accionistas tienen un interés legítimo en que la compañía repercuta cualquier aumento de precios a los consumidores, mientras que el Gobierno, que posee el 64% restante, tiene otros intereses, que incluyen mantener la inflación y, en último término, la opinión pública bajo control. La empresa anunció importantes subidas de precios de la gasolina (+18,8%) y del diésel (+24,9%). El presidente Bolsonaro criticó la subida de precios y sostuvo que Petrobras había comunicado un nivel «absurdo» de beneficios, pero también afirmó que no interferiría en la política de precios de la empresa. El Gobierno central está presionando para que el Congreso apruebe una legislación que permita reducir los precios de los combustibles. En los medios de comunicación se han barajado todo tipo de ideas, desde congelar los precios hasta subvenciones directas, e incluso la eliminación de impuestos. Todo ello de cara a aliviar en alguna medida la inflación en el país, cuya última cifra (febrero) refleja un aumento del +1,01% mensual y del +10,54% interanual.

En las últimas encuestas ha mejorado ligeramente la posición del presidente, al haberse estabilizado las cifras de Lula y apuntar cierta mejora las suyas, por lo que Bolsonaro no está dispuesto a dejar que una inflación desbocada sea una preocupación en la mente de los electores justo antes de la campaña presidencial. Las escasas noticias positivas proceden de las materias primas agrícolas. Habida cuenta de que Brasil es uno de los mayores productores agrícolas del mundo, el aumento de los precios de los cereales constituye una buena noticia para las exportaciones brasileñas. La mayor preocupación de la agroindustria en Brasil era la esperanza de que lloviera el año pasado, pero, como ya comentamos ampliamente aquí, nunca se materializó. Otra preocupación era el efecto de la menor producción de fertilizantes por parte de Rusia, pero Brasil se ha asegurado ya los fertilizantes necesarios para las cosechas de invierno y primavera. Las cosechas de verano no se plantarán hasta octubre, lo que, según otros productores de fertilizantes, les dará tiempo suficiente para aumentar su producción.

Brasil, ¿alternativa viable a Rusia como destino de inversión a largo plazo?

Putin bien podría haber arrinconado a Rusia, y a los oligarcas que lo apoyan, ante la complejidad de las sanciones impuestas por Gobiernos extranjeros contra el país. Por si fuera poco, la cantidad de «sanciones corporativas» infligidas a la población rusa es inaudita. En un futuro previsible ningún Gobierno o empresa hará negocios en Rusia, lo que conlleva que tendrán que hacerlo con otros países, y ahí es donde entra Brasil.

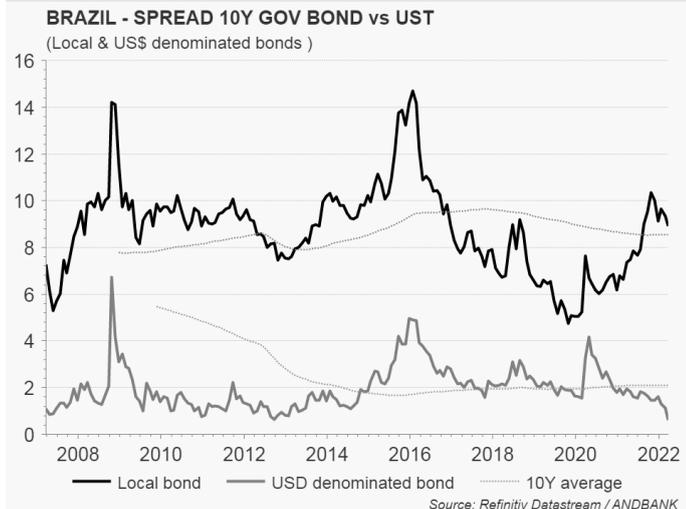
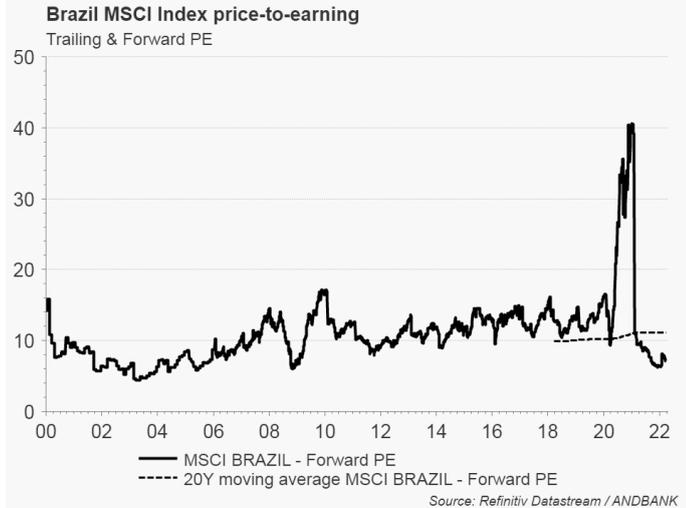
Existen diferencias notables entre Brasil y Rusia, pero desde el punto de vista de los inversores a escala mundial ambos forman parte de los países BRICS, tienen enormes territorios, son grandes productores y exportadores de materias primas y se encuentran entre las diez mayores poblaciones (léase: consumidores) del mundo. Parece razonable que quepa considerar Brasil una alternativa en este sentido. Puede que aún sea pronto para confirmarlo pero, como ya hemos mencionado, Brasil ha atraído mucha atención últimamente, alcanzando los flujos de entrada de inversores extranjeros niveles máximos de los últimos años.

El ruido político local aumentará

El 1 de abril se cerrará el plazo de 30 días en el que los miembros del Congreso pueden cambiar de partido sin sufrir importantes sanciones. Después de esa fecha debería quedar claro qué tipo de acuerdos políticos se están fraguando. En general, ese día se considera como el inicio de la campaña electoral. Se da prácticamente por descontado que Gerardo Alckmin, exgobernador de São Paulo, de centro-izquierda, completará la candidatura de Lula da Silva en calidad de vicepresidente.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): INFRAPONDERAR
 Deuda soberana en BRL: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 11,25%. dif.: 850 pb)
 Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR. (rend. obj.: 6,00%. dif.: 325 pb)
 Tipo de cambio (BRL/USD): INFRAPOND (objetivo a medio plazo: 5,50)





MÉXICO

El conflicto ucraniano eleva los ingresos, pero también las subvenciones para paliar la carestía de la energía

Banco central

La primera reunión del año se saldó con una subida de 50 puntos básicos que situó el tipo de política monetaria en el 6%. La votación volvió a estar dividida, con un miembro (favorable al Gobierno) que votó a favor de un aumento de tan solo un cuarto de punto. Los riesgos que plantean una inflación elevada y un crecimiento económico anémico siguen constituyendo las principales observaciones del Comité de Política Monetaria del Banco de México (Banxico). Tras la decisión, la incertidumbre sobre el sesgo de la nueva Gobernadora (Victoria Rodríguez Ceja) quedó de momento aparcada, ya que esta votó en consonancia con la perspectiva más pesimista sobre el nivel de inflación. Los tipos a plazo de la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) anticipan subidas adicionales de hasta 300 puntos básicos como respuesta al escenario. Las expectativas de los analistas apuntan a una subida de 150-200 puntos básicos para el resto del año.

Inflación y actividad

Las perspectivas de inflación siguen al alza (7,34% interanual en febrero, frente al 7,01% de enero). La inflación subyacente mantuvo su sesgo alcista y se sitúa más de 350 puntos básicos por encima del objetivo a largo plazo del banco central. El nivel estimado de precios por Banxico para 2022 se elevó al 4% a finales de año, convergiendo al objetivo a largo plazo de la institución (3%) a finales de 2023 o principios de 2024. Las perspectivas de crecimiento se han reducido de forma drástica. En promedio, la estimación pasó del 3% al 2%, mientras que Banxico rebajó su previsión principal sobre el PIB del 3,2% al 2,4%. Se espera un impulso positivo procedente de las exportaciones gracias a la recuperación de EE.UU., pero la inversión pública y privada, junto con el consumo, ralentizarán la actividad económica.

Contexto político y política presupuestaria

El aumento de los precios del petróleo y de la gasolina a escala mundial hace prever notables desviaciones presupuestarias: (1) los ingresos aumentarán gracias al incremento de las exportaciones de petróleo. El presupuesto se confeccionó con un precio de 55 dólares el barril, (el precio global medio YTD está en usd86,5, con el consiguiente incremento de USD22bn-24bn) en ingresos fiscales; (2) aumentarán también los gastos, reflejando el incremento del coste de adquisición de los productos refinados (como gasolinas y gas licuado de petróleo); y (3) subvenciones presupuestarias para la gasolina y el diésel de cara a limitar el aumento excesivo de los precios. En la actualidad la gasolina de bajo octanaje cuenta con una subvención (a través del impuesto especial sobre productos y servicios) de 5,50 pesos por litro, y se ha concedido una ayuda adicional de 3,90 pesos por litro. De este modo, el aumento de los ingresos por exportaciones de petróleo podría quedar contrarrestado por las mayores subvenciones. Los Criterios Generales de Política Económica se actualizarán en abril, lo que podría proporcionar más información sobre este particular. En cuanto al proyecto de ley para modificar los artículos de la Constitución relativos al sector energético (que se propone situar a CFE como epicentro del sector eléctrico), mantenemos la opinión de que resulta muy poco probable que se apruebe el proyecto original en su versión actual, pero no descartamos que se pueda avalar una reforma menos exhaustiva si se eliminan los artículos más polémicos. La incertidumbre sobre este proyecto ha paralizado la inversión en energías renovables.

Mercados financieros

Renta variable. La rentabilidad en lo que va de año continúa en terreno positivo, lo que supone una rentabilidad superior a la de la mayoría de los mercados bursátiles. Como se ha mencionado anteriormente, la evolución favorable de la economía estadounidense y la menor incertidumbre política están impulsando el índice general al alza, mientras que la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento y el endurecimiento de la política monetaria serían los principales lastres en estos momentos. Mantenemos una postura optimista en este nivel (cotización objetivo a 12 meses para el índice de 60.000 puntos).

Renta fija y tipos de cambio. El diferencial entre los bonos mexicanos denominados en pesos y los bonos del Tesoro de EE.UU. (a 10 años) alcanzó niveles máximos (650 pb), mientras la curva sigue aplanándose. En cuanto al bono en dólares, el diferencial volvió a subir entre febrero y marzo, alcanzando 194 pb, por encima de nuestro nivel objetivo para finales de año. En cuanto a la deuda en pesos, somos conscientes de que en este momento podría estar cotizando a niveles atractivos, pero seguimos reticentes a elevar la duración ante la perspectiva de una política monetaria más restrictiva a corto plazo.

El tipo de cambio ha mostrado volatilidad a lo largo del año, pero siempre en el rango de 20,50-21,50 pesos por dólar. Preveemos que el cambio con el dólar se situará en la mitad de esa horquilla a finales de año.

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: 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

La oposición, al rescate

Acuerdo con el FMI: acuerdo de última hora con la oposición

El partido en el poder logró aprobar el acuerdo con el FMI en el Congreso con el apoyo de la coalición opositora (*Juntos por el Cambio*), que resultaba necesario para aprobar el proyecto de ley, ya que una parte importante de la coalición de Gobierno votó en contra de la iniciativa. Para conseguir el apoyo de la oposición, el Gobierno tuvo que reescribirlo y limitarlo a un único artículo que aprobaba la parte de financiación y excluía el plan económico.

Los puntos más destacados del acuerdo se enumeran a continuación. i) La senda del déficit presupuestario primario acordada entre Argentina y el FMI es la siguiente: 2021: 3%, 2022: 2,5%, 2023: 1,9%, 2024: 0,9%, 2025: equilibrio presupuestario. Se trata de un calendario de consolidación presupuestaria que traslada el grueso del esfuerzo de ajuste al próximo gobierno. ii) Reducción gradual de la asistencia monetaria del Banco Central de la República Argentina (BCRA) al Tesoro (2021: 3,7% del PIB, 2022: 1% del PIB, 2023: 0,6% del PIB, 2024: cerca del 0%). Se acordó un objetivo de tipos de interés reales positivos para incentivar la demanda de deuda denominada en moneda local. iii) El acuerdo establece que el ritmo de devaluaciones diarias se mantendrá y descarta un aumento modesto en el tipo de cambio, manteniendo el tipo de cambio efectivo real en 2022 prácticamente inalterado respecto a los niveles de 2021. Se propone un objetivo de acumulación de reservas, con una meta de 5.000 millones de dólares para 2022. iv) No serán necesarias reformas estructurales (laborales o de la seguridad social). v) Abarca un período de dos años y medio, en el que el FMI realizará desembolsos a Argentina (y devolverá los compromisos anteriores ya cancelados), de modo que se puedan cumplir los vencimientos del calendario original del acuerdo de compromiso contingente de 2018 y se cancelen los pagos pendientes (entre 2022 y 2024). Este plan incluye un total de diez revisiones trimestrales, en las que el FMI evaluará los avances en el cumplimiento de los criterios de rendimiento del acuerdo. El éxito en estas revisiones desbloqueará los desembolsos del programa. El primero se efectuará cuando se apruebe el programa (7.000 millones de DEG, unos 10.400 millones de USD al cambio actual), de forma que 2022 terminaría con 2.300 millones de DEG de financiación neta del FMI. vi) Se trata de un servicio ampliado del Fondo, por lo que el plazo del programa es de 10 años, y las amortizaciones comenzarán dentro de cuatro años y medio (2026) y finalizarán en 2034. Uno de los principales puntos débiles del programa es que se basa en proyecciones de crecimiento económico que parecen demasiado optimistas para consolidar las cuentas presupuestarias.

El acuerdo debe presentarse al Directorio del FMI (conformado por 24 directores y encabezado por la directora del FMI, Kristalina Georgieva) para su aprobación final. El apoyo de las principales potencias, y de Estados Unidos en particular, será clave, ya que este país es el que más peso tiene en la organización y posee poder de veto. Será muy difícil cerrar el acuerdo antes de la fecha límite, el 22 de marzo.

Precios de la energía: el corazón del ajuste presupuestario

La principal medida de gasto consiste en reducir las subvenciones económicas. En 2021 las subvenciones a la energía representaron un importe equivalente al 2,3% del PIB (unos 11.000 millones de USD). Las tarifas residenciales del gas y la electricidad se segmentarán en tres grandes grupos: i) el 10% de usuarios con mayor poder adquisitivo dejará de recibir subvenciones por consumo de energía (+200% de subida); ii) los beneficiarios de la tarifa social tendrán un incremento equivalente al 40% del Coeficiente de Variación Salarial (CVS) del año anterior; iii) para el resto de usuarios, el incremento será equivalente al 80% del CVS del año anterior.

En 2021 el CVS se situaba en el 53,4%. De este modo, para los beneficiarios de la tarifa social, la subida será del 21,4% y, para el resto, del 42,72%, mientras que el 10% con mayor poder adquisitivo afrontará un incremento sustancialmente mayor. Esto, según el Gobierno, reducirá las subvenciones energéticas en un 0,6% del PIB en 2022. Existen dos riesgos importantes: i) a los precios actuales del GNL, la estrategia propuesta puede situarse rápidamente por debajo del objetivo deseado; ii) el peso puede depreciarse más de lo previsto, ya que una parte importante de la generación presenta una remuneración vinculada al dólar y los precios del gas natural también se fijan en dólares.

Inflación: precios sin anclar

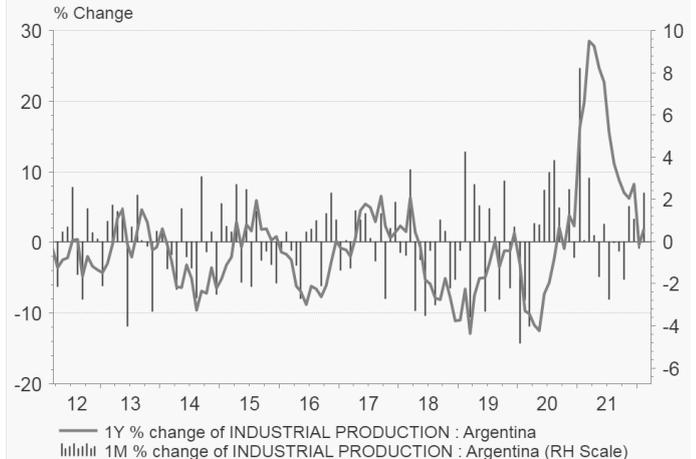
La inflación argentina se aceleró en febrero (+4,7% en el mes, frente al +3,9% de enero), muy por encima de la estimación mediana (+3,9% mensual, según la encuesta REM del BCRA), lo que representa un aumento del 52,3% interanual. Si analizamos los diferentes componentes del IPC, el dato más preocupante es el aumento del 7,5% mensual en alimentación y bebidas, que se deriva, en parte, del importante incremento de los precios de las verduras (+20% mensual), lo que ha impulsado los precios estacionales al alza un 8,4% mensual. Se espera que los precios sigan avanzando de forma similar a este mes debido a los aumentos de los precios regulados (combustibles, tarifas de electricidad y gas, servicios de prepago de sanidad y educación).

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

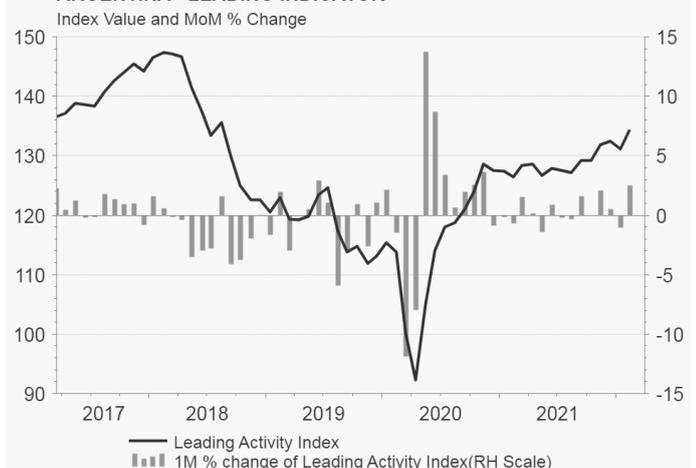
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2022: 175)

Argentina industrial production



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - LEADING INDICATOR



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Argentina foreign reserves



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



RENTA VARIABLE

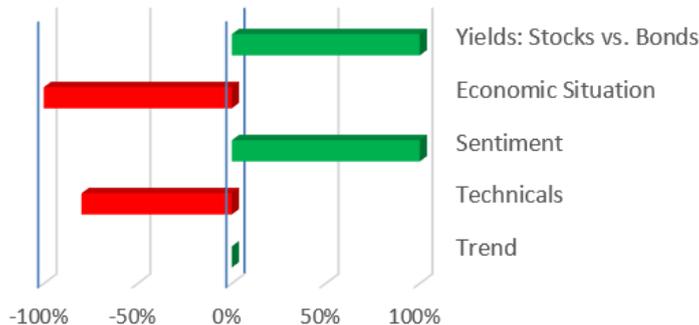
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	EPS Fw 12 months	EPS Growth 2022	PE ltm EPS 2021	E [PE] ltm Year End	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	230	7,7%	21,68	20,00	4.531	4.600	1,5%	MW	5.060	11,7%
Europe - Stoxx Europe 600	31,1	4,3%	15,56	15,00	455	466	2,5%	MW-UW	513	12,7%
Euro Zone - Euro Stoxx	30,0	2,5%	15,33	15,00	434	449	3,6%	MW-UW	494	13,9%
Spain IBEX 35	634	1,8%	13,43	14,00	8.366	8.876	6,1%	MW-UW	9.764	16,7%
Mexico IPC GRAL	4.048	10,6%	15,39	15,00	55.668	60.715	9,1%	OW	66.787	20,0%
Brazil BOVESPA	15.000	4,1%	8,23	8,00	118.585	112.500	-5,1%	UW	123.750	4,4%
Japan NIKKEI 225	1.731	-2,6%	16,00	16,00	27.944	27.688	-0,9%	MW	30.457	9,0%
China SSE Comp.	364	53,8%	13,74	10,00	3.215	3.641	13,3%	MW/OW	4.005	24,6%
China Shenzhen Comp	130	26,8%	21,61	18,00	2.097	2.338	11,5%	MW/OW	2.572	22,7%
India SENSEX	2.559	7,6%	24,79	23,00	57.593	58.854	2,2%	MW	64.740	12,4%
Vietnam VN Index	112	19,5%	16,87	16,00	1.483	1.794	20,9%	OW	1.973	33,0%
Taiwán SE Weighted Index	1.365	7,0%	13,83	13,00	17.520	17.749	1,3%	MW/OW	19.524	11,4%
MSCI EM ASIA	49	8,3%	13,70	12,50	597	609	2,0%	OW	670	12,2%

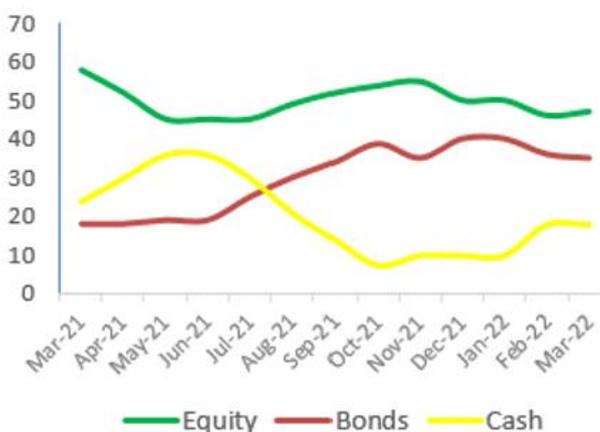
ANDBANK ESTIMATES

NED DAVIS MODEL – Implicit Asset Allocation

Equity vs. Bonds Relative Strenght by Betalping 5 Indicators



red (bond & cash preference) green (equity preference)



GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	54%	59,8%
Europe ex. U.K.	16%	12,7%
Emerging Markets	13%	12,1%
Japan	6%	5,9%
Canada	6%	2,9%
U.K.	4%	3,7%
Pacific ex. Japan	1%	2,9%

Health Care	16%	12,9%
Utilities	4%	2,4%
Consumer Staples	9%	6,4%
Energy	5%	2,8%
Materials	4%	2,5%
Financials	10%	10,9%
Real Estate	3%	2,5%
Industrials	8%	8,2%
Information Technology	23%	27,4%
Communication Services	8%	10,9%
Consumer Discretionary	10%	13,1%



ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 90-120 USD/barril (Comprar por debajo de 90 USD; vender por encima de 120 USD.)

Factores a corto plazo

(Factor bajista para el precio) – El mercado del petróleo parece estar respondiendo a las esperanzas de una solución diplomática al conflicto en Ucrania al haber continuado las conversaciones para acordar un alto el fuego tras la última «pausa técnica». Se producen avances, pese a los constantes informes de que las fuerzas rusas estarían bombardeando barrios residenciales en Kiev (FT). Un funcionario ucraniano también sugirió que Rusia aceptaría un acuerdo de paz a más tardar en mayo por cuanto comenzaría a quedarse sin recursos (Reuters).

(Factor bajista para el precio) – El restablecimiento de confinamientos por la pandemia tiende a deprimir la demanda de productos petrolíferos. El Covid, que ha provocado en China confinamientos y cierres en varias áreas industriales, está haciendo temer una desaceleración económica, lastrando con ello los precios del crudo. Los analistas recortan las estimaciones para la demanda de productos chinos en marzo en medio de bloqueos motivados por ómicron en múltiples sitios, incluidos centros de fabricación de Shenzhén y Dongguan. Algunos analistas estiman una reducción de aproximadamente un 4% en la demanda de petróleo, tras haber previsto un aumento del 9% por la normalización de la actividad tras los Juegos Olímpicos de Invierno.

(Factor bajista para el precio) – Los principales importadores de crudo de Asia (India, Corea del Sur y Japón) han permanecido relativamente a salvo de las interrupciones en el suministro que afectan al crudo ruso al ser su dependencia del productor relativamente baja. Sin embargo, señala el artículo de Platts, las principales refinerías de la región también acogerían bien que la OPEP+ intensificase sus aumentos mensuales de producción en la medida en que eso contribuiría a la confianza del consumidor y permitiría que se recuperasen las reservas almacenadas en la región.

(Factor bajista para el precio) – Los últimos datos semanales muestran que los grandes inversores reducen las apuestas alcistas. Según Reuters, los datos de la semana hasta el 8 de marzo reflejaban ventas por los fondos de cobertura y otros gestores de liquidez por el equivalente de 142 millones de barriles en los seis contratos más importantes de futuros y opciones, con la actividad presidida por el cierre de posiciones largas alcistas existentes en lugar de la toma de nuevos cortos bajistas. La creciente volatilidad ha jugado un papel en esto, siendo menor la disposición a asumir nuevas exposiciones tanto en inversores alcistas como bajistas.

(Factor bajista para el precio) – El crudo ruso podrá no tener muchos compradores en público, pero todavía recibe ofertas en privado. Si bien la mayoría de bancos, navieras y refinerías se abstienen de hacer públicas sus ofertas de compra de crudo ruso en el actual entorno de sanciones, se está desarrollando un sistema paralelo en el que se cierran acuerdos en privado, sin publicidad y utilizando métodos de pago menos visibles (por ejemplo, mecanismos de crédito abierto y prepagos). Los cargamentos de operadores del mercado de la energía pueden acabar estacionados en buques cisterna anclados frente a Singapur o en el puerto malasio de Sungai Linggi, un área conocida por las traspasos de carga entre buques (un método habitual para enmascarar el origen de los cargamentos de crudo). También se especula que los compradores chinos pueden estar tentados de comprar crudo ruso con grandes descuentos.

(Factor alcista para el precio) – Será un reto para EE.UU. asumir la función de productor que determina el precio marginal en el mercado. Según Platts, desde la Casa Blanca se ha rechazado la idea de entorpecer la producción, aunque también destacó que los desafíos logísticos y geológicos (así como el calendario de permisos) hacen poco probable que las medidas actuales se traduzcan de inmediato en una mayor producción. El artículo añade que los directivos de las empresas productoras de petróleo de esquisto también se muestran reticentes a volver a los días en que no se fijaban limitaciones en el gasto de inversión en capital fijo ni en el crecimiento de la producción, ya que el mercado se ha tornado en los últimos años poco complaciente con cambios de estrategia motivados por criterios cortoplacistas.

(Factor alcista para el precio) – EE.UU. recula en su intento de acercamiento a Venezuela tras suscitarse una intensa reacción política contraria. El gobierno de Biden ha estado reformulando su acercamiento diplomático a Caracas tras la reacción política de rechazo provocada por su intento de negociar con el régimen autoritario. Dando continuidad a las declaraciones del Departamento de Estado la semana pasada de que no existió *quid pro quo* en la liberación de dos presos políticos por parte de Venezuela, el asesor de seguridad nacional Sullivan añadió ahora que cualquier alivio de sanciones a Venezuela debería ir vinculado a medidas concretas por parte del régimen de Maduro. Sullivan afirmó que quedaban más ciudadanos estadounidenses en Venezuela y que desde el gobierno seguía trabajándose en su liberación.

(Factor alcista para el precio) – La Unión Europea aprueba formalmente nuevas sanciones contra la industria energética rusa. La UE ha aprobado oficialmente la prohibición de realizar nuevas inversiones en el sector energético ruso, aunque los miembros de la UE podrán seguir comprando petróleo a las grandes petroleras rusas. La UE también acordó retirar a Rusia el estatus comercial de nación más favorecida, permitiendo imponer aranceles punitivos a productos rusos e, incluso, establecer prohibiciones directas a su importación.

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



METALES PRECIOSOS – ORO

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 ha caído drásticamente pero aún supera los 3,7 billones de USD).

El oro está barato respecto al paladio. La ratio oro/paladio pasó a 0,66, 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 negativos para el oro

El oro está caro respecto a la plata. La ratio Oro/Plata cayó a 77x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 66,75 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con la plata. Suponiendo que el metal argénteo cotiza 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 1.698 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, que cayó a 16,97x, supera todavía con creces su media de los últimos 20 años de 18,29 veces. Considerando nuestro valor razonable por fundamentales para el petróleo WTI de 90 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de las dos materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.646 USD/oz para que esa relación continuara cerca de su media de largo plazo.

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,2166 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 1.610 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.064 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.294 USD/onza.

Consideración del oro como activo antifrágil. El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro estadounidense (UST). Los inversores siempre han de realizar el ejercicio de decidir qué activo antifrágil mantendrán en sus carteras para protegerse de la inestabilidad en los mercados financieros, perturbaciones de oferta o demanda, o un colapso de los tipos de interés reales (por efecto de la inflación). La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (el oro y el UST, u otro bono soberano computable en recursos propios básicos como «capital Tier 1») ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en el futuro. Lo que dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. Al respecto, ya no podemos confirmar que la oferta relativa de bonos del Tesoro de EE.UU. será ilimitada, y por consiguiente, el UST ganará prominencia como activo antifrágil.

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 hace más probable con el inminente inicio por parte de la Fed de una moderación gradual del nivel de liquidez (*tapering*).

- Riesgo nº. 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 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 prevemos un salto en el saldo por cuenta corriente que pudiera impulsar 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 una cierta escasez de dólares, lo que tendría un efecto muy negativo en el precio del oro.

- Riesgo nº. 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 nº. 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), mientras el crecimiento en mercados emergentes era 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

USD vs All: Z-Score Analysis: Neutral al US dollar en el corto plazo.

EM Currencies: Z-Score Analysis: Neutral para divisas EM a corto plazo vs el USD.

EUR-USD: Fundamental Target 1.12 (Comprar USD a 1,15, Venta USD a 1.08) // Z-Score Analysis: Neutral-Favorable al EUR

USD-JPY: Fundamental Target 116; **EUR-JPY:** Target 130 // Z-Score Analysis: Neutral al JPY vs USD

GBP-USD: Fundamental Target 1.39; **EUR-GBP:** Target 0.80 // Z-Score Analysis: Neutral-Favorable a la GBP vs the USD

USD-CHF: Fundamental Target 0.93; **EUR-CHF:** Target 1.04 // Z-Score Analysis: Neutral-Favorable al CHF vs the USD

USD-BRL: Fundamental Target 5.50; **EUR-BRL:** Target 6.16 // Z-Score Analysis: **Deeply Negative** al BRL vs the USD

USD-MXN: Fundamental Target 21,5; **EUR-MXN:** Target 24.1 // Z-Score Analysis: Favorable al MXN vs the USD

USD-ARS: Target 175, Negativo en el ARS

USD-INR: Target 76, Neutral en el INR

CNY: Target 6.35. Neutral en el CNY

RUB: Ligeramente Favorable

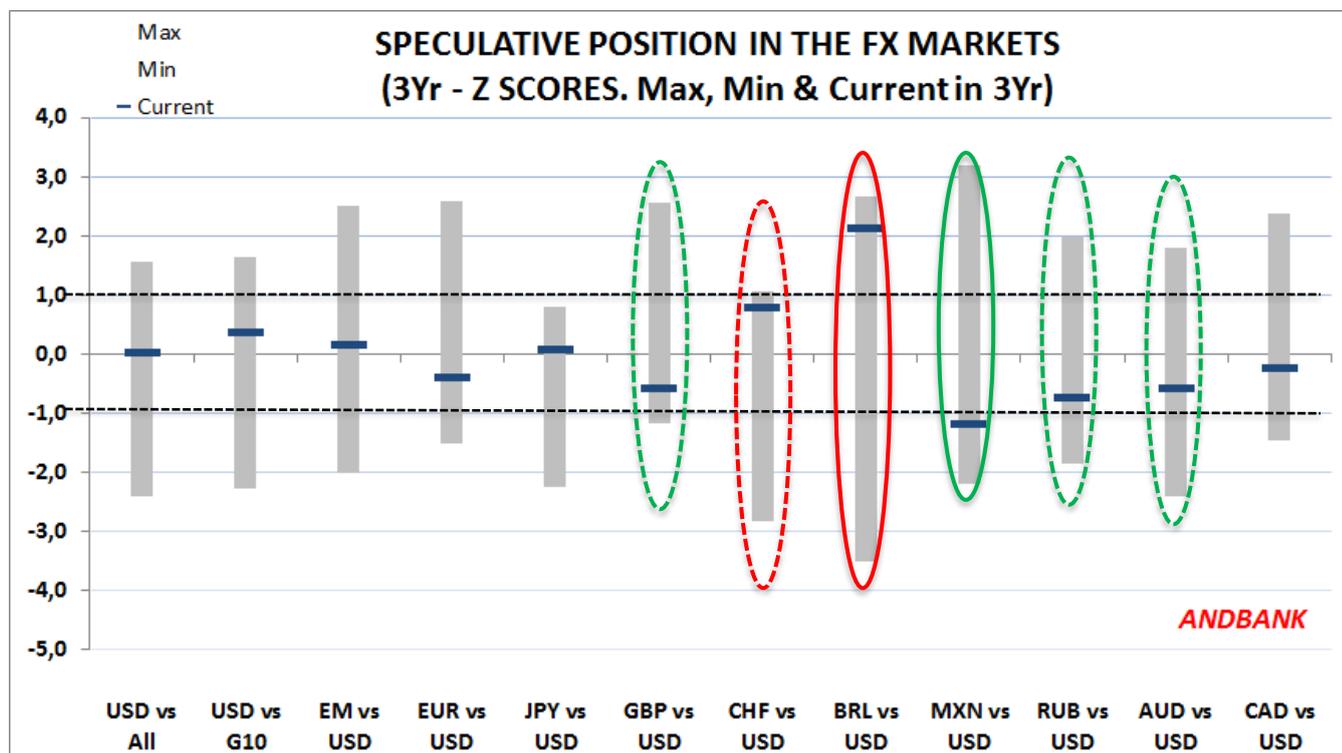
AUD: Ligeramente Favorable

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	-5,06	32,1	-28,2	5,5	0,02
USD vs G10	13,09	6,52	32,7	-25,4	6,6	0,37
EM	0,00	-1,52	3,9	-1,2	1,4	0,14
EUR	3,29	-5,11	23,4	-8,6	7,0	-0,39
JPY	-8,12	-1,26	0,6	-15,0	-8,4	0,06
GBP	-3,09	-2,59	4,3	-6,5	-1,5	-0,59
CHF	-1,13	0,36	0,2	-6,0	-2,4	0,79
BRL	0,85	0,36	1,0	-0,8	-0,1	2,12
MXN	-0,45	-0,86	3,3	-1,5	1,0	-1,18
RUB	0,00	-0,62	1,2	-0,3	0,4	-0,73
AUD	-3,82	2,25	6,1	-6,6	-1,6	-0,60
CAD	-0,39	-1,12	6,1	-5,0	0,2	-0,24

- 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*
Equity	USA - S&P 500	3,1%	-5,1%	4.522	4.600	1,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	0,1%	-6,9%	454	466	2,7%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-1,7%	-9,7%	433	449	3,9%
	SPAIN - IBEX 35	-1,4%	-4,0%	8.366	8.876	6,1%
	MEXICO - MXSE IPC	5,8%	4,4%	55.628	60.715	9,1%
	BRAZIL - BOVESPA	4,6%	12,9%	118.350	112.500	-4,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	5,5%	-2,9%	27.944	27.688	-0,9%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-6,9%	-11,7%	3.215	3.641	13,3%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-9,2%	-17,1%	2.097	2.338	11,5%
	INDIA - SENSEX	3,1%	-1,1%	57.593	58.854	2,2%
	VIETNAM - VN Index	-1,0%	-1,0%	1.483	1.794	20,9%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-4,4%	-10,3%	597	609	2,0%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-4,1%	-7,6%	2,50	2,75	0,5%
	UK 10 year Gilt	-1,9%	-5,7%	1,71	1,75	1,4%
	German 10 year BUND	-2,9%	-6,2%	0,59	0,60	0,5%
	Japanese 10 year Govie	-0,3%	-1,4%	0,25	0,25	0,2%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-1,9%	-7,1%	1,45	1,60	0,2%
	Italy - 10yr Gov bond	-1,9%	-7,3%	2,09	2,20	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	-1,8%	-6,9%	1,33	1,60	-0,8%
	Ireland - 10yr Gov bond	-2,5%	-7,4%	1,16	1,10	1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	-2,1%	-12,1%	2,79	2,80	2,7%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,3%	-0,9%	80,12	80	0,3%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,0%	-3,0%	358,48	375	2,6%
	Credit USD IG - CDX IG	-0,1%	-0,7%	72,08	80	1,5%
	Credit USD HY - CDX HY	0,1%	-1,7%	367,84	375	4,4%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-19,1%	-11,6%	25,07	20,00	65,6%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-7,8%	-39,4%	13,56	14,00	10,0%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-1,0%	-1,4%	6,68	5,60	15,3%
	India - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	-1,5%	6,83	6,80	7,1%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-2,4%	-5,6%	5,55	4,80	11,6%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,0%	0,3%	2,80	2,30	6,8%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-1,2%	-1,4%	3,85	3,30	8,2%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,0%	-0,8%	2,03	3,00	-5,7%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-3,9%	-5,7%	2,40	3,40	-5,6%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-2,6%	-5,7%	2,92	3,90	-4,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-1,8%	-1,7%	0,92	1,90	-6,9%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-5,1%	-6,6%	8,61	8,55	9,0%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,4%	-7,0%	4,12	4,50	1,0%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	0,3%	-6,3%	11,38	11,25	12,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-1,3%	-5,6%	5,49	6,00	1,4%
Commodities	Oil (WTI)	19,6%	45,6%	109,5	100,00	-8,7%
	GOLD	2,4%	5,7%	1.932,4	1.800	-6,9%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-2,8%	-3,6%	1,095	1,12	2,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,9%	-2,8%	1,32	1,39	5,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,9%	-0,9%	0,83	0,80	-3,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,0%	2,4%	0,93	0,93	-0,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-1,8%	-1,3%	1,02	1,04	1,8%
	USDJPY (price of 1 USD)	7,1%	7,5%	123,72	116,00	-6,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	4,1%	3,6%	135,55	129,92	-4,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,3%	-2,1%	20,06	21,50	7,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-4,1%	-5,7%	21,97	24,08	9,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	-8,1%	-14,9%	4,74	5,50	16,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-10,7%	-18,0%	5,19	6,16	18,6%
	USDARS (price of 1 USD)	2,7%	7,5%	110,38	175,00	58,5%
	USDINR (price of 1 USD)	1,6%	2,4%	76,23	76,00	-0,3%
	CNY (price of 1 USD)	0,9%	0,3%	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

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.