

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Mayo de 2022

## Análisis Corporativo Mayo de 2022

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



## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



Página 2

### RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point
USA S&P 500	4.122	4.645	12,7%	MW	5.109
Europe - Stoxx Europe 600	430	470	9,5%	MW	517
Euro Zone - Euro Stoxx	407	456	11,9%	MW	501
Spain IBEX 35	8.328	9.316	11,9%	MW-OW	10.247
Mexico IPC GRAL	50.194	61.036	21,6%	OW	67.139
Brazil BOVESPA	105.266	112.500	6,9%	MW	123.750
Japan NIKKEI 225	27.004	29.424	9,0%	OW	32.366
China SSE Comp.	3.002	3.322	10,7%	MW	3.654
China Shenzhen Comp	1.859	2.344	26,1%	MW-OW	2.578
India SENSEX	54.836	67.259	22,7%	MW-OW	73.985
Vietnam VN Index	1.329	1.844	38,7%	OW	2.029
Taiwán SE Weighted Index	16.408	18.508	12,8%	MW/OW	20.359
MSCI EM ASIA	567	618	8,9%	OW	679

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

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Fixed Income</b>	US Treasury 10 year Govie	3,07	3,25	1,6%
<b>Core countries</b>	UK 10 year Gilt	1,94	1,75	3,5%
	German 10 year BUND	1,07	1,25	-0,4%
	Japanese 10 year Govie	0,24	0,25	0,1%
<b>Fixed Income</b>	Spain - 10yr Gov bond	2,16	2,25	1,4%
<b>Peripheral</b>	Italy - 10yr Gov bond	3,06	2,85	4,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	2,18	2,25	1,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,72	1,75	1,5%
	Greece - 10yr Gov bond	3,46	3,45	3,5%
<b>Fixed Income</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	90,22	80	0,8%
<b>Credit</b>	Credit EUR HY-Itraxx Xover	427,51	375	5,4%
	Credit USD IG - CDX IG	83,06	80	0,9%
	Credit USD HY - CDX HY	455,91	375	7,0%

### RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Fixed Income</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	20,69	20,00	26,2%
<b>EM Europe (Loc)</b>	Russia - 10yr Gov bond (local)	10,15	14,00	-20,7%
<b>Fixed Income</b>	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,95	5,60	17,8%
<b>Asia</b>	India - 10yr Gov bond (local)	7,43	7,00	10,9%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	6,04	4,80	16,0%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,82	2,40	6,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	4,43	3,30	13,5%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	2,62	3,00	-0,4%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	2,73	3,40	-2,6%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	3,35	3,90	-1,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,01	1,90	-6,1%
<b>Fixed Income</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	9,12	9,05	9,7%
<b>Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,96	5,00	4,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	12,56	11,75	19,0%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,87	6,50	0,8%

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	109,9	100,00	-9,0%
	GOLD	1.880,1	1.800	-4,3%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	1,056	1,08	2,3%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,23	1,39	12,8%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,86	0,78	-9,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,98	0,93	-5,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,04	1,01	-3,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	130,40	116,00	-11,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	137,74	125,28	-9,0%
	USDMXN (price of 1 USD)	20,20	21,50	6,5%
	EURMXN (price of 1 EUR)	21,28	23,22	9,1%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,03	5,25	4,4%
	EURBRL (price of 1 EUR)	5,31	5,67	6,8%
	USDARS (price of 1 USD)	116,15	175,00	50,7%
	USDINR (price of 1 USD)	76,76	76,00	-1,0%
	CNY (price of 1 USD)	6,68	6,35	-4,9%







# EE.UU.

## La inflación se mantiene en niveles elevados y la Reserva Federal avanza firme en su postura restrictiva

### La Fed sube tipos 50 p.b. ¿Qué esperar ahora? ¿Implicaciones de mercado?

Como ya saben, la FED elevó ayer su tasa de interés de referencia en 0,50% (el mayor aumento en 22 años, pero evitando los "temidos" 75pb de subida anunciados prematuramente por algunos). Fue una decisión unánime. ¿Qué esperar a partir de ahora? En materia de tipos de interés, la Fed nos obsequia con una dosis de tacto y delicadeza (siempre bienvenida). Jerome Powell ya nos adelantó que los formuladores de políticas estaban listos para aprobar aumentos de tasas de 50pb en las dos próximas reuniones de política (en junio y julio). Así pues, vamos en rumbo de subidas consistentes, pero no exageradas ni violentas. Tal recorrido debiera ser suficiente para evitar (y quizás descartar) grandes correcciones en los activos de riesgo. En materia de retirada de liquidez de la Fed (tema clave también para el entorno financiero), la Fed dijo que toleraría una disminución de \$ 47,5 mil millones por mes en el periodo junio-agosto, y hasta \$ 95 mil millones por mes a partir de septiembre. Sin sorpresas ahí. Lo que ya había descontado el mercado. No estoy especialmente preocupado por tal circunstancia, por dos motivos: 1) Existen un programa específico en el balance de la Fed (llamado Outstanding Repo Facility), dotado con 2 mil millones de dólares, como programa de urgencia en caso de tensionamiento de liquidez en el mercado de dinero. 2) En el anterior proceso de tightening del balance de la Fed en 2017, se tardó año y medio hasta ver como afloraban los primeros síntomas por problemas de liquidez, lo que nos da un margen de tiempo amplio antes de tener que preocuparnos. Los mercados bursátiles de EE. UU. se dispararon después de que Powell arrojará agua fría sobre la idea de aumentar las tasas en tres cuartos de punto porcentual. Los rendimientos de los bonos del gobierno cayeron fuertemente. El dólar, lógicamente, se debilitó. ¿Continuará la reacción alcista del equity? El nivel de especificidad inusual de Powell sobre el ritmo de subidas en junio y julio, nos ofrece toda la información necesaria para una calma relativa. Al descartar (cuanto menos, no mencionar) subidas de 75pb, Powell nos desvela la preocupación de la Fed por evitar decisiones exageradas de política monetaria que pudieran llevar a la economía a la recesión. Un gesto muy bien telegrafado, que debiera tranquilizar los temores de recesión o estancamiento. Tal circunstancia, y con un poco de suerte, pudiera contribuir a acabar con la fastidiosa correlación positiva entre bonos y equity. Si así fuera, el ajuste aún pendiente de finalizar en los instrumentos de deuda no tendría que ir necesariamente acompañado de correcciones adicionales en equity (como ha venido ocurriendo hasta ahora). Dicho todo, y siendo honestos, creo que sería prematuro dar por acabada la correlación positiva entre bonos y deuda. Al fin y al cabo, ambos han subido ampliamente en precio durante muchos años. Es legítimo pensar que, en la senda contraria y con precios a la baja, tal correlación positiva se mantenga durante un largo tiempo también. Tal premisa me lleva a pensar que, el ajuste adicional que debemos ver aún en la TIR de los bonos, vendrá acompañado de una inevitable inestabilidad en el equity. Nada grave y desordenado, a priori

### Inflación

Los precios al consumo registraron en marzo un incremento del 8,5% interanual, su tasa más alta en más de 40 años (febrero: 7,9% interanual); respecto al mes anterior, la inflación general aumentó un 1,2% (febrero: +0,8%). Los carburantes se encarecieron un 18,3% en el mes, lo que supone más de la mitad del aumento mensual de la inflación, mientras que alimentación lo hizo un 1% (+8,8% interanual). La mayoría de los principales factores que contribuyeron a la reciente presión inflacionaria (alquiler de vehículos, transporte, hoteles, vehículos nuevos) se suavizarán previsiblemente a corto y medio plazo, al tiempo que los precios de vivienda, ropa, atención médica y educación (componentes todos con mayor ponderación en el IPC) crecen por debajo de la inflación general. Las expectativas de inflación tienden al alza, habiendo alcanzado el bono estadounidense a 10 años con rendimientos reales (*breakevens*) un tipo del 3%, su valor más alto en, como poco, las últimas dos décadas.

### 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 alcanzando el 3%.

La cotización de los bonos de más calidad crediticia (IG) sigue dejando que desear en 2022, con tipos bajos y una mayor sensibilidad del índice a la evolución de estos («duración»). El segmento de alto rendimiento (HY) también registró una ampliación de diferenciales, pero los valores HY siguen batiendo a los IG como resultado de las bajas tasas de incumplimiento y la mayor exposición a energía. Mantenemos un posicionamiento neutral en ambos segmentos, IG y HY, con un sesgo favorable hacia este último.

**Renta variable.** Las previsiones de BPA del S&P500 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%). Por ahora, el nivel de EPS del consenso es 225 para este año y 247 para el próximo. La temporada de publicación de resultados del primer trimestre de 2022 nos dará más información sobre los costes operativos y el crecimiento para este año.

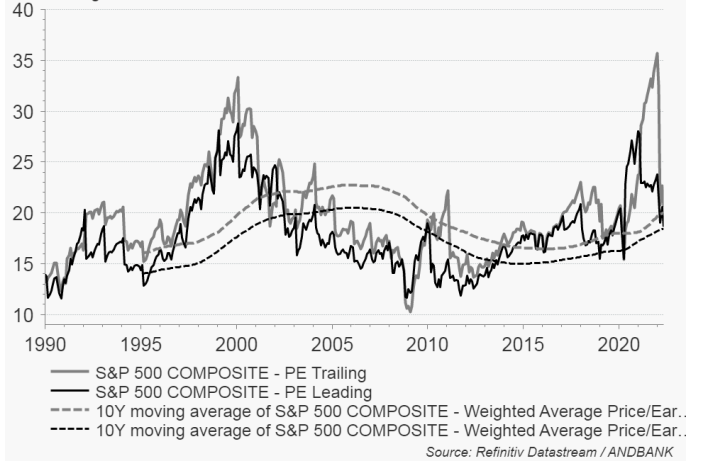
Mantenemos la recomendación de una cartera equilibrada entre los estilos de valor/cíclico y crecimiento. En este último nos centramos en las empresas de «crecimiento de calidad», con múltiplos más moderados, sólidos beneficios y crecimiento estable, mientras infraponemos, por el momento, las empresas de «hipercrecimiento». También mantenemos la recomendación sobre las empresas de gran capitalización bursátil, que aportan estabilidad y protección frente a la volatilidad, y sobre sus homólogas de pequeña capitalización, a las que aún queda un largo trecho para la recuperación.

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

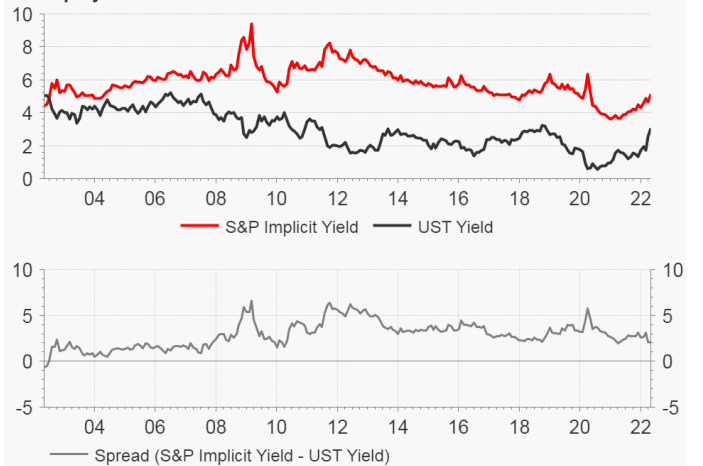
Renta variable (S&P): NEUTRAL  
Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo UST 10 años: 3,25% a c/p)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 80 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (dif. objetivo: 375 pb)  
Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

### US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE

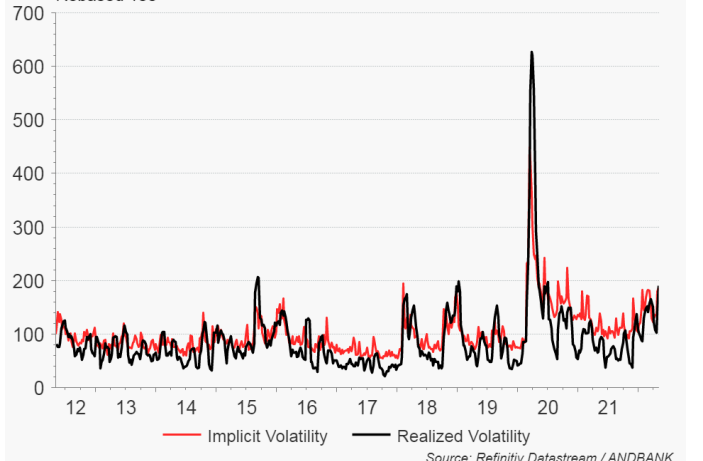


### Equity Yield & UST Yield



### VIX VOLATILITY INDEX

Rebased 100





**COYUNTURA MACROECONÓMICA**

**EUROPA**

**El mejor escenario tras la invasión de Ucrania parece consistir en conseguir evitar la recesión**

**Los riesgos para la economía europea tienen visos de ir a más**

Las perspectivas macroeconómicas se deterioraron notablemente en el primer trimestre. En comparación con las previsiones del BCE para 2022, las estimaciones del consenso están más cerca del escenario adverso en PIB y avanzan hacia el escenario severo para el IPC. Si bien las encuestas del PMI se mantienen en niveles muy por encima de 50, la confianza del consumidor se ha desplomado tras el incremento del coste de la vida. La tasa de desempleo, que continúa en niveles bajos respecto al pasado, sigue siendo el aspecto brillante de la economía europea. En el futuro inmediato se espera un deterioro adicional de la confianza del sector manufacturero debido a la guerra para el suministro de energía, Europa ya ha prohibido importar carbón ruso y parece que hará otro tanto con el petróleo. Interrumpir el suministro de gas procedente de Rusia perjudicaría a Europa y dificultaría evitar la recesión, pero por ahora esto es más un riesgo que un escenario base. Las soluciones inteligentes, más que en eliminar esos suministros por completo, pasarían por limitar la dependencia de Rusia.

**El BCE traza la ruta hacia la reunión de junio**

El BCE confirmó en abril la reducción mensual progresiva de su programa de compra de activos (APP) (40.000 millones de € en abril, 30.000 millones en mayo y 20.000 millones en junio), además de su intención de finalizarlo en algún momento del tercer trimestre (es decir, entre los meses de julio y septiembre). En cuanto a la orientación de expectativas, Lagarde no concretó: los tipos se elevarán gradualmente algún tiempo después (lo que pueden ser semanas o meses) de haber finalizado la flexibilización cuantitativa (QE). En el último mes los tipos implícitos han aumentado mucho y ya descuentan un alza hasta final de año superior a 60 pb (antes descontaban 40 pb). Algunas fuentes apuntan a la posibilidad de un instrumento de crisis, que sirviera de respaldo en caso de tensiones en el mercado de deuda, al que cabría recurrir en caso de producirse una fragmentación no deseada; no obstante, por el momento no existe ninguna orientación tangible sobre un instrumento tal. El APP del BCE finalizará previsiblemente en verano, existiendo ahora margen para dos subidas de tipos en 2022 (en septiembre y diciembre) en lugar de una, ya que la inflación se está revelando mayor y más persistente de lo esperado.

**Política: sin sorpresas en Francia**

En línea con las encuestas de opinión, Macron fue reelegido presidente de Francia, con un cómodo 58% de los votos. La victoria del presidente quedó empañada por el hecho de que Le Pen obtuvo más votos que cualquier otro candidato de extrema derecha en la historia de la República Francesa y ha reducido la diferencia con Macron respecto a 2017, enviando una señal de advertencia de cara al futuro. Las elecciones legislativas de junio serán ahora clave y podrían entrañar más incertidumbre que las presidenciales, ya que la mayoría del nuevo presidente puede ser menor que la actual (60% de los escaños parlamentarios).

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

**Deuda pública.** La «duración» sigue bajo presión, habiendo ajustado los inversores sus expectativas para el tipo de interés terminal del BCE. En consecuencia, nuestro objetivo de rendimiento para el bono alemán pasa del 0,6% al 1%, mientras nos atenemos por el momento a nuestra previsión para los diferenciales de los países periféricos de la zona euro, teniendo presente que las tensiones podrían aumentar para Italia en la antesala de las elecciones de 2023.

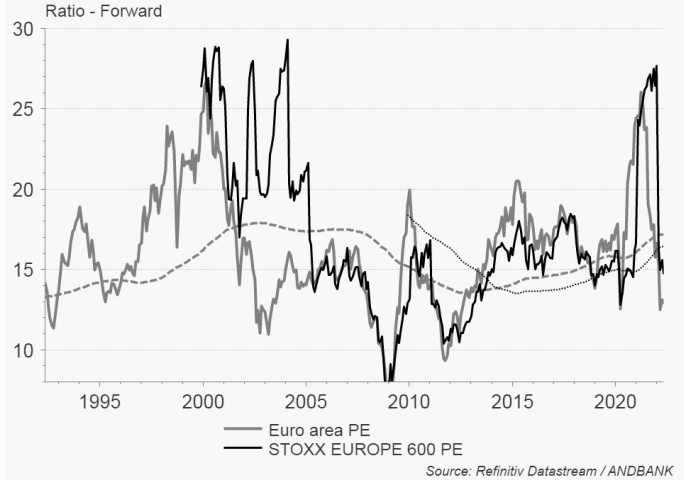
**Deuda corporativa.** Mantenemos un posicionamiento defensivo, reduciendo la relevancia de la «duración», los sectores más cíclicos y los países europeos más afectados por el conflicto. En el futuro inmediato cobrarán especial relevancia los anuncios de resultados empresariales del primer trimestre y las previsiones de crecimiento de las empresas. Mantenemos, tras su modificación el mes pasado, los diferenciales objetivo tanto para el segmento de categoría de inversión (IG) como para el de alto rendimiento (HY). Nuestra recomendación es mantener la prudencia en ambos, sin olvidar que IG puede acusar más la presión sobre los tipos de interés (aunque los diferenciales aguantan mejor) y que a HY le afectarán menos los cambios en los tipos y más los riesgos para el crecimiento.

**Mercado de renta variable.** En los últimos dos meses se ha quebrado la correlación entre los rendimientos de los bonos de países desarrollados y el rendimiento relativo del sector bancario europeo. La divergencia no es difícil de explicar: el aumento de los rendimientos de los bonos ya no transmite un mensaje de mejoría del ciclo económico. Antes bien, aumentan el riesgo para los resultados y las tensiones crediticias. Es decir, que el riesgo de tipo de interés ya no es procíclico. En consecuencia sobreponderamos los valores defensivos y reducimos la exposición a países y sectores cíclicos. Expresamos cierta preferencia por el mercado británico, que ofrece uno de los rendimientos por dividendo más altos del mundo y cuyo nivel de valoración frente a sus homólogos del resto del mundo, medido por el PER relativo, es de los más bajos.

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

- Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL
- Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL
- Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
- Deuda soberana (países centrales y periféricos):
  - Países centrales: INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: 1,25%)
  - P. perif.: SOBREP. (IT 2,85%; GR 3,45%); INFRAP.: (ES 2,25%; IR 1,75%; PT 2,25%)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL-INFRAP. (dif. objetivo: 80 pb)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL. (dif. objetivo: 375 pb)
- Tipo de cambio (EUR/USD): objetivo 1,08 (comprar USD a 1,12)

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



**Euro STOXX banks Index**



**EUR Corporate Bond Market**





## CHINA

### Las bolsa china resulta perjudicada en Abril (de nuevo) tras las decepcionantes medidas de relajación del PBoC

#### El banco central de China redujo el coeficiente de reservas obligatorias, pero la flexibilización de la política monetaria no llegó tan lejos como se esperaba

El PBoC redujo el viernes 15 de abril el coeficiente de reservas obligatorias (RRR), pero el recorte fue la mitad de los 50 pb previstos. La medida aportó unos 83.000 millones de USD a la liquidez a largo plazo, cuando se anticipaban 170.000 millones. Además, el PBoC se abstuvo de relajar aún más la política y optó por mantener el tipo preferente de su facilidad de préstamo a un año en 2,85%, cuando las expectativas eran de un recorte de 5-10 pb. Tampoco inyectó nueva liquidez mediante su facilidad de préstamo a medio plazo, cuando se preveían 100.000 millones de CNY netos. Baste recordar que en días anteriores el Consejo de Estado había anunciado que «China utilizará instrumentos de política monetaria, incluido un recorte del coeficiente de reservas obligatorias, y reforzará el respaldo financiero a la economía real». Tras ese recorte «conservador» los analistas aprecian ahora menos margen para reducir los tipos chinos. En una encuesta de Reuters el recorte del viernes se estimó «modesto», señalándose como causa principal de esto la inquietud del PBoC por la inflación y el ajuste de EE.UU. La decisión del PBoC hace que ahora sean menos probables nuevos recortes de tipos de interés, ya que el PBoC estaría preocupado por sus efectos indirectos: dado que otros países estaban subiendo tipos, recortarlos podría ahuyentar al capital de China.

#### Coyuntura macroeconómica: los datos de actividad de marzo revelan el alcance del daño infligido por los confinamientos y cierres económicos

PIB: +1,3% trimestral (consenso: +0,7%; trimestre anterior: +1,6%). PIB del 1T: +4,8% interanual (consenso: +4,4%; trimestre anterior: +4,0%). Transporte interno de viajeros en 1T: 830 millones (-19,0% interanual). Pese a cifras de PIB mejores de lo esperado, los datos actualizados con alta frecuencia reflejaron tensiones causadas por la reimposición de confinamientos y cierres con motivo de la pandemia. En marzo las ventas minoristas se contrajeron (-3,5%) más de lo esperado (-1,6%), tras su aumento (+6,7%) en enero y febrero. El consumo final representó el 69,4% del crecimiento del 1T, cuando en el cuarto de 2021 ascendió al 85,3%. La producción industrial creció el 5,0% interanual, cuando en enero y febrero lo hizo el 7,5%. La inversión en activo fijo aumentó un 9,3% interanual en el 1T, siendo también inferior al 12,2% de enero-febrero. El desempleo se situó en marzo en el 5,8%, su nivel más alto desde mayo de 2020 y superior al 5,5% de febrero.

El importe de las ventas de vivienda de nueva construcción en China cayó en marzo un 29% interanual, su mayor retroceso desde julio de 2021. Es improbable que los datos reflejen los confinamientos en Shanghai y Guangzhou (Cantón) o medidas de relajación adoptadas por 60 autoridades municipales en el primer trimestre. La venta de vivienda nueva se ha resentido bastante desde entonces en al menos una veintena de ciudades.

China elevó la producción nacional de carbón y gas a niveles récord en marzo al recurrir a ella en pleno aumento de precios internacionales tras la invasión de Ucrania por Rusia. La producción de carbón chino aumentó un 15% interanual (hasta los 396 millones de toneladas) y, la de gas natural, un 6,3% (hasta los 19.700 hm3). Aun cuando la actividad de refino se redujo al ralentizarse la actividad, la producción de crudo ascendió a 17,17 millones de toneladas (+3,9%), su nivel más alto desde diciembre de 2015.

Pese a los rebotes pandémicos, el viceprimer ministro Liu instó a estabilizar las cadenas de suministro de China y afirmó que la reapertura de empresas competía a los gobiernos locales. Señaló que el gobierno crearía una «lista blanca» de empresas industriales clave que requerían ayuda para recuperarse, incluidos 666 fabricantes de semiconductores y suministros médicos del área de Shanghai.

#### Pandemia: el Partido Comunista Chino apeló a la nación para que respaldase la estrategia del presidente Xi de «Covid cero»

Un editorial del *Diario del Pueblo* instó a los ciudadanos a respaldar las medidas para alcanzar el objetivo del presidente Xi de «Covid cero», lo que indicaría que es improbable que en el corto plazo se produzca un cambio sustancial en dicha política. Los ciudadanos deberían seguir la estrategia «con firmeza implacable», con medidas «más tempranas, rápidas, estrictas y prácticas», enfatizó el editorial.

Por su parte, los funcionarios de Shanghai se propusieron el miércoles 20 de abril como fecha objetivo para aliviar el confinamiento de la ciudad, a condición de que no existiera transmisión fuera de las áreas en cuarentena. Un funcionario de salud local señaló que, de las 23.600 infecciones registradas el sábado, 722 se detectaron fuera de esas áreas. Tesla pidió a sus empleados adoptar un sistema de «circuito cerrado» una vez recibieran autorización de las autoridades locales para reanudar la actividad.

Además, el *FT* mencionó en un artículo que los consultores de inmigración chinos han registrado, después del cierre de Shanghai, un aumento en las consultas por personas que desean dejar el país. El artículo también indicó que la búsqueda de palabras clave relacionada con el término «inmigración» se ha disparado: desde principios de abril se ha septuplicado.

#### Regulación: las asociaciones chinas rechazan la titulación de NFTs

La Asociación Bancaria de China, la Asociación Nacional de Finanzas por Internet y la Asociación de Valores de China sostuvieron que la naturaleza fungible de los NFT no debía debilitarse creando fichas fraccionarias de NFT o acuñando lotes de NFT. Estas asociaciones también afirmaron que no debían usarse valores, seguros, préstamos, metales preciosos u otros productos financieros como activos subyacentes para NFT.

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

Renta variable (Shanghai): NEUTRAL

Renta variable (Shenzhen): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

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

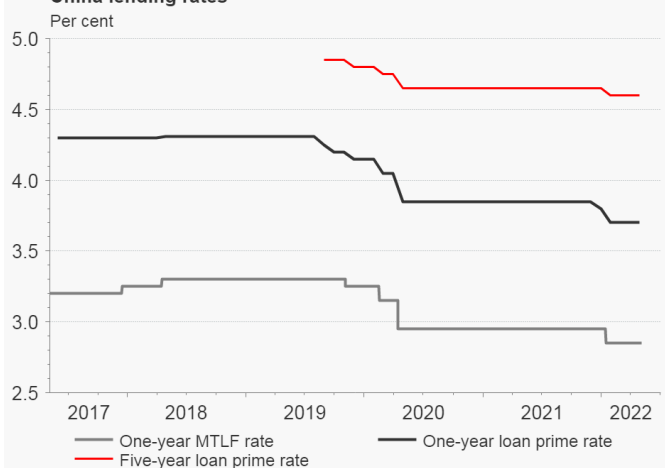
Tipo de cambio (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,5-6,75)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China lending rates



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

CHINA - CPI

Headline Pries (Y/Y)



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK





MACRO ECONOMY

# JAPÓN

## La debilidad del yen favorece al Nikkei, en particular a las empresas orientadas a la exportación

**El BoJ probablemente revisará al alza las previsiones de inflación a corto plazo ante el encarecimiento de la energía y, a la baja, las de crecimiento del PIB**

El banco central de Japón podría elevar, en su reunión del 28 de abril, su actual previsión de inflación para el año fiscal (1,1%) por encima del 1,5%. Según una fuente, la inflación podría rozar el 2% este año, debido sobre todo al encarecimiento de combustibles y alimentos. Las fuentes añadieron que el BoJ previsiblemente reducirá su actual previsión de crecimiento del PIB para el año fiscal (3,8%) a fin de reflejar el efecto de los mayores precios de las materias primas en el consumo. También es probable que el BoJ comente que, si bien prevé que prosiga la recuperación, los riesgos para las perspectivas han aumentado debido al impacto de la guerra en Ucrania sobre la demanda.

Kuroda, gobernador del BoJ, intensificó sus advertencias sobre la rápida depreciación del yen afirmando que un yen «significativamente más débil» tendría efectos negativos y perjudicaría a las empresas, en lo que supuso un endurecimiento de su retórica (al haber descrito previamente la moneda tan solo como «algo débil»). Ahora bien, también reiteró que un yen débil beneficiaría a la economía japonesa y que seguía siendo «adecuado mantener la relajación monetaria». En consecuencia, los inversores están posicionados de cara a una mayor debilidad del yen, ya que el BoJ persevera, pese a todo, en sus medidas de relajación. Aun cuando el BoJ no se inmune ante la debilidad del yen, desde el gobierno y las empresas de Japón ha ido expresándose una creciente inquietud por los mayores costes de operación y de importar materias primas. Adviértase que hace dos décadas que el yen no se depreciaba tanto frente al dólar, lo que refleja la creciente divergencia entre un BoJ cuyo sesgo de política aún es acomodaticio y una Fed que está endureciendo su postura. Los principales inversores siguen posicionándose de cara a una mayor debilidad del yen, mostrando los datos de la CFTC posiciones cortas netas que hacía más de tres años que no alcanzaban niveles tan altos.

### Economía: panorama general

El dato definitivo de producción industrial de febrero refleja un crecimiento del +2,0% en el mes, frente al +0,1% del dato preliminar y el dato revisado (2,4%) del mes anterior.

Los precios de los apartamentos en Tokio alcanzan nuevos máximos. Los datos del Real Estate Economic Institute reflejan un incremento del precio medio de los pisos de nueva construcción en Tokio y alrededores del 6,1% en el año fiscal 2021, hasta un récord de 63,6 millones de JPY (503.000 USD), cifra que supera el máximo marcado durante la burbuja de 1990. Los precios subieron también en los 23 distritos centrales de Tokio, un 11,7%, con un récord de 84,49 millones de JPY (660.000 USD). El mercado alcista está respaldado por la sólida demanda de inmuebles de lujo, como pisos altos en rascacielos del centro de Tokio, y responde al incremento del coste de materiales y mano de obra. Por otra parte, según una encuesta elaborada por los medios, el 42% de las principales empresas japonesas planea aumentar la contratación de nuevos graduados en el año fiscal 2023, lo que refleja expectativas de que la recuperación progresa tras la pandemia de coronavirus. Ese porcentaje, 25 pp superior al del año anterior, superó por primera vez en tres años al de las empresas que frenarían la contratación. Las empresas que se habían visto muy afectadas por la pandemia, como aerolíneas y operadores turísticos, destacaron por su determinación en aumentar la contratación al tiempo que exploraban nuevas vías de crecimiento.

**Debilidad del yen: el Ministro de Finanzas hace la advertencia más explícita hasta el momento contra el debilitamiento del yen; las decisiones de Yellen provocan dificultades en Japón, pero las caídas adicionales serán limitadas**

El Ministro de Finanzas, Shunichi Suzuki, declaró en comparecencia parlamentaria que el perjuicio económico derivado de la depreciación del yen es en la actualidad mayor que las ventajas derivadas de esta, en su advertencia más explícita hasta el momento contra la reciente depreciación del yen frente al dólar. Reiterando anteriores comentarios suyos, manifestó: «La estabilidad es importante; no son deseables movimientos bruscos en el tipo de cambio». La responsable del Tesoro de EE.UU., Janet Yellen, mantendrá un encuentro bilateral con su homólogo japonés durante la reunión de líderes financieros del G-20. A finales del mes pasado, tras una fuerte caída del yen frente al dólar, ambas autoridades acordaron tenerse al tanto en materia cambiaria. ¿A qué responde la actual debilidad del yen? La mayor prima por rendimiento del bono del Tesoro estadounidense dota de mayor atractivo a los activos denominados en USD, impulsando las compras de *Treasuries* (UST) por los principales inversores japoneses. Incluso teniendo en cuenta el coste de cobertura, los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años siguen brindando una rentabilidad del 1,6% al inversor japonés, en contraste con el exiguo rendimiento que ofrecen los equivalentes del JGB.

### Noticias de empresas

**Empresas japonesas afectadas por los confinamientos y cierres económicos impuestos en Shanghai.** Kyodo examinó las consecuencias, para las empresas japonesas, de los cierres en Shanghai alegando el control de la pandemia. Ryohin Keikaku había cerrado hasta la semana pasada medio centenar de sus más de 300 tiendas en China. Y Fast Retailing, hasta el jueves, la totalidad de los 86 puntos de venta de su cadena de ropa Uniqlo en Shanghai y ocho tiendas de su marca informal GU.

**Más empresas cotizadas en Japón cierran operaciones en Rusia.** 60 de las 168 empresas japonesas cotizadas en Bolsa que operan en Rusia han decidido dejar de hacerlo mientras Moscú siga en guerra con Ucrania, sumándose otras 37 empresas a las que ya lo había hecho en la encuesta realizada en marzo.

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: NEUTRAL-INFRAPONDERAR (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 CPI



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## INDIA

### Las perspectivas a largo plazo no están del todo claras, pero el futuro inmediato se presenta brillante.

#### 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). 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 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).

#### 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 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 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): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana: SOBRPONDERAR (objetivo de rendimiento: 7,0%)

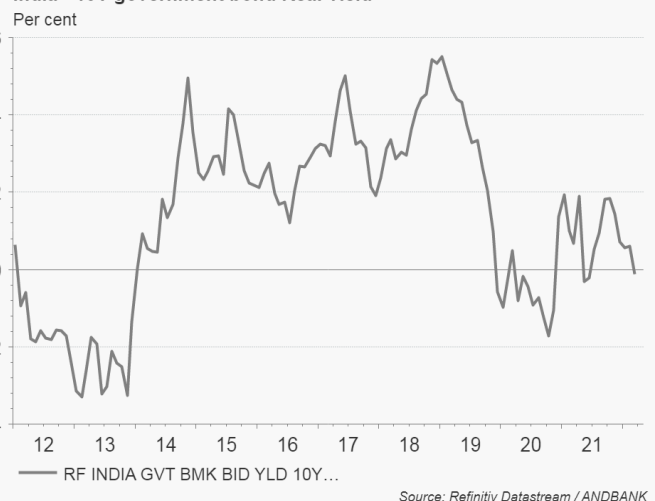
Deuda corporativa: SOBRPONDERAR

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

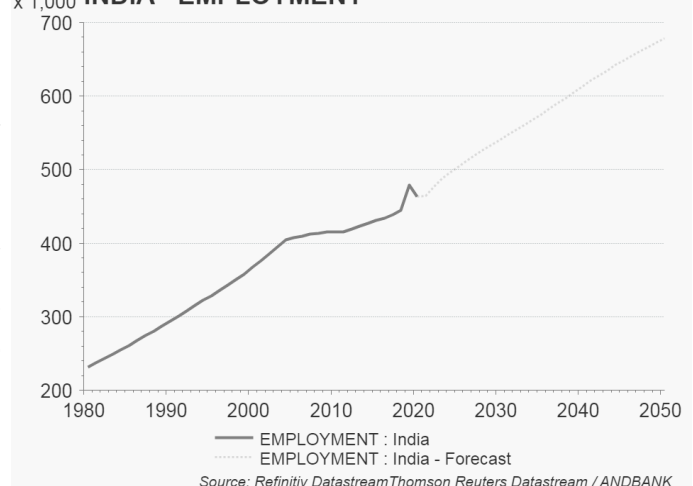
India Datastream index price / earnings



India - 10Y government bond Real Yield



INDIA - EMPLOYMENT





# ISRAEL

## El banco central israelí sigue la estela de sus homólogos extranjeros

### Política

La coalición gobernante, formada hace menos de un año con una mayoría muy ajustada, sufrió un duro revés en fechas recientes debido a la salida de uno de sus miembros, Idit Silman, en el marco de una disputa sobre el uso de productos de pan con levadura en los hospitales durante la Pascua hebrea. A lo anterior cabe añadir que el partido Raam, respaldado en gran medida por árabe-israelíes musulmanes, suspendió su afiliación después de que un grupo de palestinos resultara herido en enfrentamientos con la policía en Jerusalén. El partido también declaró que si la violencia continúa, dimitirá en bloque.

Los últimos acontecimientos dejan a la coalición en una posición muy frágil, con un poder muy limitado, y merma su capacidad de aprobar y aplicar nuevas reformas. La impresión general es que el Gobierno se romperá pronto, forzando otra ronda de elecciones.

### Política monetaria e inflación

El Banco de Israel subió el tipo de interés de referencia 25 puntos básicos (del 0,1% al 0,35%) en lo que constituye su primera subida en tres años. Una decisión que, según refleja el acta de la institución, se adoptó por unanimidad. El banco señaló que el entorno económico actual ya no justifica una política monetaria acomodaticia, previendo en estos momentos que los tipos de interés alcanzarán el 1,5% en los próximos doce meses; una previsión que, a nuestro juicio, es muy probable que se materialice. Además, en vista de que el mercado ya está descontando ese nivel y de que la curva de tipos-plazos todavía mantiene su pendiente (en comparación con otros países desarrollados), pensamos que esta se aplanará sobre todo por la evolución de los vencimientos a más largo plazo. La institución monetaria no ha modificado su previsión de crecimiento del PIB para 2022, manteniéndola en el 5,5%, pero la recortó en un punto porcentual para 2023, dejándola en el 4%.

La inflación aumentó en marzo un 0,6%, ligeramente por debajo de lo esperado (0,7% mensual). El dato de inflación anual se situó en +3,5% interanual (la misma cifra que el mes pasado), manteniéndose por encima del rango objetivo del banco central (1%-3%). A pesar del incremento de la tasa de desempleo en la segunda quincena de marzo (del 4,7% al 5,3%), el mercado laboral sigue ajustado, lo que ejerce presión sobre los salarios y, por ende, sobre los precios. La depreciación del shekel en lo que va de año (caída del 5,9% frente al dólar) es otro factor que presiona al alza los precios.

Si bien el mercado y los analistas macroeconómicos revisaron a la baja sus expectativas de inflación tras publicarse el dato de IPC, la crisis que acecha al mercado inmobiliario merece atención. Los precios han subido un 11,3% en los últimos doce meses (en algunas zonas más de un 25%), lo que, unido a la subida de los tipos de interés de las hipotecas, ha provocado un drástico aumento de las cuotas mensuales, lo que supone no solo un importante reto económico para el Gobierno, sino también social. Como ya mencionamos, debido a la nueva crisis política al Gobierno le resultará probablemente cada vez más difícil abordar estos grandes temas.

En el lado positivo, Moody's confirmó la calificación crediticia del Estado de Israel (A1) y elevó su perspectiva de estable a positiva, mencionando como principales factores del cambio el programa de reformas del Gobierno, dirigido a abordar los retos a largo plazo, y la expectativa de una mayor reducción de la ratio de deuda pública.

### Mercado de valores

El mercado de valores exhibió un comportamiento impresionante durante el mes pasado. El índice Tel Aviv 35 subió un 4,4%, mientras que el Tel Aviv 90 (mediana capitalización) ganó más de un 5%. Este repunte lo encabezaron —sorprendentemente— los valores energéticos, cuya extraordinaria rentabilidad, superior al 23%, se atribuye a la subida del precio del petróleo tras el estallido de la guerra en Europa del Este. Otro «beneficiario» de la situación actual es ICL, uno de los mayores productores de fertilizantes del mundo, que se revalorizó un 20%.

Mantenemos la postura optimista ante el sector de defensa establecida en nuestra última reunión. Rada se revalorizó un 10% y, Elbit Systems, un 3%. En conferencias telefónicas posteriores a la publicación de sus informes financieros para 2021, los equipos directivos de estas dos empresas mencionaron que se espera que los países de todo el mundo aumenten su presupuesto de defensa. Creemos que la guerra de Ucrania marca el inicio de una tendencia de aumento constante del presupuesto de defensa en todo el mundo. Aunque la tendencia es sólida, hemos revisado a la baja la recomendación para Elbit a neutral después de que la compañía afirmara, en la conferencia telefónica, que prevé que los márgenes de beneficio se estrecharán debido a lo ajustado del mercado laboral. Mantenemos la recomendación de sobreponderación para Rada, ya que el potencial de ventas en su mercado (radares) parece sumamente prometedor.

### 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

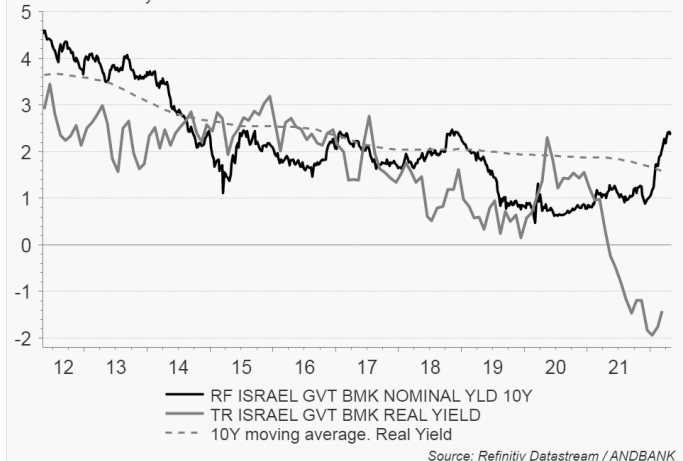
Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL YIELD 10Y

Local currency



Israel Shekel

Spot & REER







# BRASIL

## Primer trimestre favorable, pero la incertidumbre política aún no ha disminuido

### Los flujos de entrada de fondos fueron muy elevados en el primer trimestre

Desde consideraciones de inversión, Brasil protagonizó un excelente primer trimestre de 2022. El Ibovespa (principal índice de renta variable) subió un 14,5%, el real se apreció un 15,1%, los bonos vinculados a la inflación con vencimientos cortos se revalorizaron un 3,8% y el índice de *multimercados* ganó un 4,3%, superando en el periodo a los activos libres de riesgo (conocidos localmente como CDI, Certificados de Depósito Interbancario) en 2,4 pp. Se trata de una situación muy diferente a la de riesgo del año pasado, cuando el Ibovespa perdió un 11,9% y el real se depreció un 7,4%. Tal diferencia en rentabilidad se explica sobre todo por el interés recientemente suscitado por Brasil en los inversores extranjeros, que solo en el primer trimestre de 2022 aportaron 64.100 millones de BRL adicionales al mercado de valores. Al iniciarse el segundo trimestre los flujos de entrada se ralentizaron, un comportamiento que en nuestra opinión cabía esperar, por lo que ahora nos centramos en dilucidar si se producirán flujos de salida y cuándo.

### Medidas de política monetaria

Desde consideraciones de política monetaria, todas las previsiones de inflación actuales indican que los precios elevados han llegado para quedarse. Las previsiones para 2022 oscilan entre el 6,4% y más del 8,0%, con un rango objetivo del 3,5%  $\pm$  1,5 pp. En otras palabras, se prevé que la inflación supere al menos 1,4 pp el tope superior del rango. Parte de la inflación de este año tiene que ver con los desajustes en los precios de la energía provocados por el conflicto entre Rusia y Ucrania. No obstante, vista la duración del mismo y las futuras disrupciones ya incoadas, resulta poco probable que esta presión se alivie pronto. En este escenario, los mercados financieros brasileños ya descuentan otra subida de tipos en junio, con un cierre del ciclo de endurecimiento con los tipos entre el 13,25% y 13,75%, y con una persistencia de este nivel de tipos más elevado durante más tiempo. Aún no queda claro si eso será suficiente para mantener el interés de los inversores extranjeros en el mercado brasileño, especialmente dada la incertidumbre sobre las próximas elecciones presidenciales.

### La partida de ajedrez electoral ha comenzado

El plazo para cambiar de partido se cerró el 1 de abril. Durante ese periodo: i) 122 de los 513 representantes cambiaron de partido; ii) el actual partido de Bolsonaro (Partido Liberal), Progressistas (PP) y Republicanos fueron los principales ganadores, mientras que União Brasil, PSB y PTB sufrieron las mayores pérdidas; iii) seis gobernadores y tres alcaldes dejaron el cargo para presentarse a otros puestos en octubre.

En la carrera presidencial, el actual presidente Bolsonaro (de filiación derechista) y el expresidente Lula (de filiación izquierdista) siguen liderando las encuestas, pero Lula mantiene la ventaja y ambos superan con creces al resto de candidatos. Lula ha logrado que Geraldo Alckmin, un antiguo opositor de centro, sea su vicepresidente, en un intento por mostrar que está interesado en gobernar para una parte más amplia del espectro político, en lugar de su postura anterior, más claramente a la izquierda. Bolsonaro insinuó que podría repetir su primera estrategia electoral de elegir a alguien del ejército como su vicepresidente. El hombre mejor situado para el cargo es el general Bragga Neto, actual ministro de Defensa.

El exministro de Justicia, Sergio Moro, también cambió de partido durante el periodo y ha realizado declaraciones confusas al respecto de si continúa siendo candidato. Su nuevo partido, União Brasil, afirmó que el candidato del partido será otra persona. João Doria, gobernador de São Paulo, dejó su cargo y mantiene sus planes de presentarse a la presidencia del partido PSDB, tras un cruce de declaraciones entre él y los dirigentes del partido. Otros tres candidatos se consideran sólidos contendientes: i) Ciro Gomes, que ya se ha presentado a la presidencia en tres ocasiones pero sin haber logrado alcanzar la segunda vuelta; ii) Eduardo Leite, exgobernador de Rio Grande do Sul y del mismo partido que Doria, que perdió el nombramiento del partido, pero continúa trabajando en segundo plano para que se le tenga en cuenta; iii) Simone Tebet, senadora por Mato Grosso del MDB, el partido del expresidente Michel Temer. De todos estos candidatos, Ciro Gomes no desea formar alianza con nadie. Los otros cuatro precandidatos habían acordado llegar a un acuerdo antes del 18 de mayo para que aquellos menos conocidos tengan tiempo suficiente para empezar a hacer campaña. Los mercados brasileños tampoco depositan muchas esperanzas en esta coalición, conocida como Terceira Via (o «tercera alternativa»), ni en Ciro Gomes, mientras que el tiempo juega en contra de estos otros candidatos. Muy rápidamente tendría que cambiar la situación para que Lula o Bolsonaro quedasen fuera de la segunda vuelta.

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

Deuda soberana en BRL: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 11,75%; dif.: 850 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR. (rend. obj.: 6,50%; dif.: 325 pb)

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

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



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



**Brazil real broad effective exchange rate**





# MÉXICO

## El rechazo a la reforma del sector energético favorece a la inversión privada

### Banco central

Por segunda vez este año, el Banco de México (Banxico) decidió aumentar su tipo de interés objetivo en 50 puntos básicos para situar el tipo de política monetaria en el 6,50%. Por primera vez en casi un año la decisión fue unánime. Los riesgos que plantean una inflación elevada y un crecimiento anémico repiten como principales observaciones de su Comité de Política Monetaria. Como viene siendo habitual desde finales del año pasado, se publicó el nivel de inflación general y subyacente previsto para los siguientes trimestres, con un nivel superior al objetivo de largo plazo (300 puntos básicos  $\pm$  100 pb) para 2022 (5,50% interanual, desde el 4% interanual previsto en febrero) y 2023, y la convergencia hacia el objetivo en el primer trimestre de 2024. Victoria Rodríguez, la gobernadora de Banxico, declaró que la previsión de inflación podría revisarse al alza en la próxima reunión de política monetaria (prevista para el 12 de mayo). Se espera que la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) suba hasta 300 pb en respuesta a las subidas de tipos de otros bancos centrales y a las crecientes perspectivas de inflación. Los analistas, por su parte, prevén que el aumento sea de 200 pb para el resto del año.

### Inflación y actividad

Las previsiones de inflación volvieron a ajustarse al alza después de que el IPC subiera un 7,45% interanual en marzo. La inflación subyacente mantuvo su sesgo alcista y se sitúa más de 380 pb por encima del objetivo de largo plazo del banco central. El nivel estimado para 2022 se incrementó hasta un rango en torno al 6,0% (según encuestas a analistas privados), de forma que convergería hacia el objetivo de largo plazo del banco central (3%) para 2024. Las perspectivas de crecimiento se han reducido drásticamente y, de media, según el consenso de analistas, la estimación se sitúa ya por debajo del 2%.

### Contexto político y política presupuestaria

Se presentaron los Precláusulas Generales de Política Económica (actualización de las variables macroeconómicas y financieras utilizadas en la estimación de los presupuestos de 2022 y un borrador de los presupuestos de 2023). Principales puntos: i) tono positivo para el crecimiento económico de este año, estimado en un 3,4%, 140 pb por encima de las expectativas del consenso; ii) el precio medio esperado para este año de la mezcla de petróleo exportado por México se revisó al alza de 55 a 94 dólares por barril. Estos dos ajustes podrían generar una sobreestimación de los ingresos públicos que permitiría al Gobierno mantener los programas de estímulo que ha venido llevando a cabo en los últimos meses (principalmente, la subvención al precio de la gasolina).

El 17 de abril se sometió a votación la reforma constitucional que proponía modificar los artículos relativos al sector eléctrico y reforzar la empresa estatal (Comisión Federal de Electricidad) encargada de la generación y distribución de electricidad. Para aprobarse, la reforma requería una mayoría cualificada (2/3 de los diputados presentes), pero tras una sesión de 12 horas no obtuvo los votos necesarios (275 a favor y 223 en contra, sin abstenciones) y se rechazó en el pleno del Congreso. La propuesta del Ejecutivo tenía implicaciones negativas para los contratos de energía limpia del sector privado, debilitaba a los reguladores y aumentaba ineficiencias económicas que podrían haber provocado un aumento de los precios para el consumidor final.

### Mercados financieros

**Renta variable.** Perspectivas positivas por el aumento de las remesas y el aumento de la movilidad, lo que favorece a las empresas orientadas al consumo y a la exportación. El nivel de valoración del índice brasileño, cuya relación precio/beneficio actual (15,95x) es muy inferior a la media de los últimos cinco años (20,17x), constituye una señal positiva para la inversión en renta variable. Las previsiones moderadamente optimistas de los informes trimestrales de las empresas y la menor incertidumbre sobre la política nacional también la favorecen. La perjudica, en cambio, el lastre que pesa sobre los mercados emergentes, con políticas monetarias restrictivas debido a las presiones inflacionistas. Mantenemos una postura optimista en este nivel (cotización objetivo a 12 meses para el índice: 60.000 puntos).

**Renta fija y tipos de cambio.** Mantenemos la postura de no aumentar la duración en las carteras denominadas en moneda local ante la perspectiva de nuevas medidas por parte del banco central y la reducción de la liquidez en el mercado brasileño resultante de la menor participación de inversores extranjeros. En cuanto a la deuda denominada en dólares, mantenemos la previsión de 175-180 pb para finales de 2022.

La volatilidad del tipo de cambio ha disminuido, pese a la apreciación del dólar, cotizando el peso en un rango en torno a los 20 pesos por dólar. En la actualidad prevemos un cruce a 21 pesos por dólar a finales del año, ligeramente por debajo del 21,50 anterior, respaldado por el efecto favorable de un banco central más restrictivo.

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

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

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

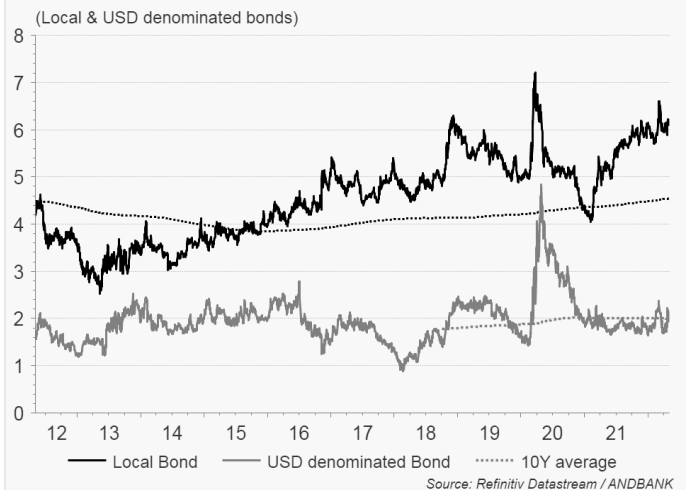
Deuda soberana en USD: NEUTRAL (dif.: 175 pb)

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

Mexico MSCI Index price-to-earning



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST



MXN/USD Real Effective Exchange Rate





# ARGENTINA

## No se atisban catalizadores positivos en el horizonte

### FMI: el nuevo contexto obliga a revisar los objetivos

La primera revisión del nuevo programa con el FMI se adelantó a mayo debido a las perturbaciones derivadas de la guerra entre Rusia y Ucrania. El portavoz del FMI, Gerry Rice, admitió que el nuevo programa afronta grandes riesgos debido a la fragilidad de la situación económica y social del país, que se complica aún más a causa de la invasión de Ucrania por Rusia. El Fondo también advirtió que el respaldo político al acuerdo «puede ser frágil y podría debilitarse antes de las elecciones presidenciales de octubre de 2023 o antes si la confianza no se restaura con rapidez». La directora de estrategia del FMI, Ceyla Pazarbasioglu, también expresó preocupación al afirmar que «la inflación está paralizandola economía en Argentina». No descartamos que en los próximos meses se revisen algunos de los objetivos acordados entre el FMI y Argentina.

Por otro lado, el FMI ha aprobado la creación de un Fondo de Resiliencia y Sostenibilidad (RST) para canalizar fondos desde miembros económicamente más fuertes hacia países pobres y de renta media, del que Argentina podría recibir hasta 1.300 millones de USD en DEG a devolver en un plazo de 20 años.

### Energía: su encarecimiento amenaza los objetivos presupuestarios y de reservas

Uno de los pocos compromisos asumidos por Argentina en el aspecto presupuestario del nuevo programa con el FMI es el de reducir las subvenciones a la energía (2,3% del PIB en 2021). El problema es que, con el aumento de los precios del gas y GNL (se prevé que el coste de las importaciones de energía se doblará este año), dichas subvenciones no solo no disminuirán en 2022, sino que aumentarán. El Gobierno parece dispuesto a subir las tarifas de la electricidad y el gas natural el 1 de junio, tras convocar audiencias públicas entre el 10 y 12 de mayo, pero el incremento, políticamente factible (el tema de las tarifas ha provocado una importante disputa interna entre Guzmán y los funcionarios cercanos a la vicepresidenta Fernández de Kirchner), no será suficiente para compensar la situación, lo que presionará el saldo primario. El encarecimiento de la energía también dificulta alcanzar el objetivo de acumulación de reservas de divisas (+5.800 millones de USD), a pesar de la subida de los precios de la soja y el trigo.

El presidente Fernández aseguró que Bolivia respetará el actual contrato de suministro de gas en virtud del cual Argentina recibe 14 hm<sup>3</sup> al día desde 2021. Si aumentara la producción por mayor productividad de los pozos actuales o por la puesta en explotación de nuevas zonas, Argentina podría recibir entre 16 y 18 hm<sup>3</sup>/día. El precio medio ronda los 12,18 USD/MMBTU, lo que, si bien supone un aumento significativo respecto a los precios de 2021, se sitúa muy por debajo del precio internacional del GNL. Además, Martín Guzmán anunció que Brasil suministrará a Argentina unos 2 GWh de energía de mayo a septiembre. Los dos acuerdos energéticos precedentes contribuirán a garantizar el suministro de energía en los meses de invierno.

### Inflación: mucho peor de lo esperado

El IPC subió en marzo un 6,7% (+55,1% interanual), muy por encima del dato mensual de febrero (+4,7%). Aun siendo algo previsible debido al contexto internacional, también superó la previsión del consenso (+5,5% mensual) y las peores previsiones, con un alza del 6,4% mensual en el componente subyacente (+4,5% mensual en febrero) que revela que la dinámica inflacionista argentina se explica más por factores locales que exógenos. Los precios regulados también contribuyeron a la elevada inflación, con un alza del 8,5% mensual derivada de las subidas de la electricidad y el gas, a la que se suma el ajuste de los precios de la educación al inicio del curso escolar.

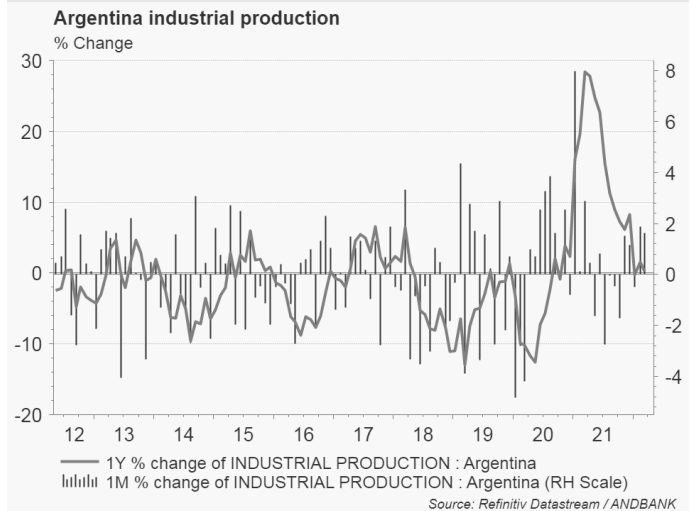
Antes de publicarse la cifra de marzo los economistas elevaron su previsión de inflación anual para Argentina este año en 4,2 pp, hasta el 59,2% interanual, según la encuesta mensual del Banco Central de la República Argentina (BCRA). El aumento de los precios previsiblemente se mantendrá en niveles elevados debido a varios factores: i) las subidas del gas y la electricidad; ii) la reciente intensificación del deterioro de la paridad móvil para el tipo de cambio oficial del peso argentino con el dólar (depreciación del 60% en términos anualizados); iii) las presiones en los precios de los alimentos persistirán, impulsadas por la perturbación mundial en los precios de las materias primas; iv) los principales sindicatos negocian ajustes salariales, con un nivel mínimo del 55%.

En respuesta a los nuevos datos de inflación, el BCRA volvió a elevar el tipo de interés de política monetaria (+250 pb, del 44,5% al 47%), lo que, en términos efectivos anualizados, supone un nivel del 58,7%. En el marco del acuerdo con el FMI, el Gobierno se propone alcanzar un tipo de interés real positivo para estimular la demanda de valores denominados en ARS.

### 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)







RENTA VARIABLE

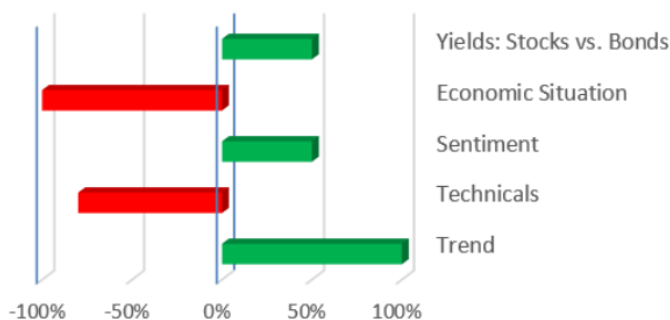
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2022	Projected EPS 2023	EPS Fw 12 months	EPS Growth 2022	E [PE] Itm 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	232	7,7%	20,00	4.127	4.645	12,5%	MW	5.109
Europe - Stoxx Europe 600	30,5	33,0	31,4	4,3%	15,00	430	470	9,4%	MW	517
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	33,0	30,4	2,5%	15,00	408	456	11,7%	MW	501
Spain IBEX 35	634,0	725	665	1,8%	14,00	8.334	9.316	11,8%	MW-OW	10.247
Mexico IPC GRAL	4.000	4.200	4.069	10,6%	15,00	50.179	61.036	21,6%	OW	67.139
Brazil BOVESPA	15.000	15.000	15.000	4,1%	8,00	105.379	112.500	6,8%	MW	123.750
Japan NIKKEI 225	1.810	1.894	1.839	3,7%	16,00	27.004	29.424	9,0%	OW	32.366
China SSE Comp.	310,2	374,0	332	32,5%	10,00	3.002	3.322	10,7%	MW	3.654
China Shenzhen Comp	120,3	149,0	130	24,0%	18,00	1.859	2.344	26,1%	MW-OW	2.578
India SENSEX	2.760	3.236	2.924	18,8%	23,00	54.836	67.259	22,7%	MW-OW	73.985
Vietnam VN Index	105,1	134,6	115	19,5%	16,00	1.329	1.844	38,7%	OW	2.029
Taiwán SE Weighted Index	1.423	1.425	1.424	12,3%	13,00	16.408	18.508	12,8%	MW/OW	20.359
MSCI EM ASIA	47,2	53,6	49	8,3%	12,50	567	618	8,9%	OW	679

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.

Equity vs. Bonds Relative Strenght by Betalping 5 Indicators



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

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

Stock/Bond Indicators	apr-22	mar-22	feb-22
TREND			
Stock/Bond Ratio Trend Model	Stocks	Bonds	Bonds
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	Neutral
Bond Momentum	Bonds	Bonds	Bonds
YIELDS			
Corp. Bond Yield - Stock Earnings Yield	Neutral	Stocks	Stocks
Yield Curve	Stocks	Stocks	Stocks
SENTIMENT			
NDR Global Consumer Sentiment Composite	Stocks	Stocks	Bonds
NDR Global Business Sentiment Composite	Neutral	Neutral	Stocks
ECONOMY			
OECD G7 Leading Indicator Index	Bonds	Bonds	Bonds
Crude Oil Momentum	Bonds	Bonds	Bonds

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 alcista para el precio) – La OPEP+ no alcanzó su objetivo de producción en marzo por 1,45 millones de bpd.** Según Reuters, la OPEP+ se quedó a 1,45 millones de bpd (Mbpd) de su objetivo de producción en marzo, debido sobre todo a los 300.000 bpd que faltaron a Rusia para cubrir su cuota de 10,08 Mbpd. El grado de cumplimiento pasó del 132% en febrero al 157% en marzo, el nivel más alto desde que se acordaron recortes de producción en mayo de 2020. Es probable que la OPEP+ siga ignorando las apelaciones a elevar su producción para compensar las sanciones a Rusia, ya que las exportaciones de crudo de miembros como Arabia Saudita rozaron los 7,31 Mbpd en febrero (más de 300.000 bpd respecto a enero y su nivel más alto de los últimos 12 meses), aún muy por debajo con todo de los 10,24 Mbpd de abril de 2020.

**(Factor alcista para el precio) – Los pozos perforados sin terminar se situaron en su nivel más bajo desde principios de 2017, lo que podría acabar afectando a la producción.** Los productores de la cuenca del Pérmico recurrieron a su cartera de pozos perforados pero no completados (DUCs) por vigésimo mes consecutivo, un mínimo en el número de DUCs que no se veía en la región desde febrero de 2018. Esto podría retardar la entrada de nueva producción de petróleo en el mercado, ya que los productores necesitarán más equipos de perforación para comenzar el proceso en nuevos pozos.

**(Factor alcista para el precio) – Según Draghi, Europa puede reducir su dependencia energética de Rusia más rápido de lo esperado.** El primer ministro italiano afirmó que la diversificación energética puede ir más rápido de lo anticipado. Sus declaraciones siguieron al acuerdo alcanzado por Italia para elevar las importaciones de gas argelino y a un informe del *New York Times* según el cual Bruselas estaría disponiéndose a prohibir la importación de hidrocarburos rusos, una medida a la que se resistió largamente debido a los grandes costes que impondría a Alemania y a sus potenciales consecuencias políticas en la región. El artículo del *NYT* sostenía que la prohibición impuesta al petróleo ruso por la UE probablemente sería gradual, dando tiempo a que los países afectados, en particular Alemania, pudieran encontrar proveedores alternativos.

**(Factor alcista para el precio) – Los principales operadores se proponen dejar de negociar crudo ruso.** Según Reuters, los grandes intermediarios mundiales prevén reducir las compras de crudo y productos petrolíferos procedentes de Rusia a partir de mayo para evitarse las complicaciones asociadas a las sanciones internacionales. El artículo señala que, si bien la UE aún no ha prohibido la importación de petróleo ruso, los operadores se han propuesto atenerse al espíritu de las sanciones que actualmente limitan el acceso de Rusia al sistema financiero internacional. El artículo señala que las empresas comercializadoras de energía están cubriéndose frente a riesgos de cumplimiento y reputación en un entorno confuso y en constante cambio.

**(Factor bajista para el precio) – El Gobierno de Biden venderá en junio derechos de perforación en suelo federal a compañías de petróleo y gas.** El anuncio sigue a declaraciones de la semana pasada del Ministerio del Interior en el sentido de que se reanudarían los contratos de arrendamiento de suelo federal con fines de explotación de petróleo y gas, revirtiendo una de las primeras medidas políticas de Biden. La mayor oferta de suelo se produciría en Wyoming, donde está previsto arrendar una superficie superior a 53.000 hectáreas a compañías de hidrocarburos.

**(Factor bajista para el precio) – La producción de las refinerías chinas cae, en plena desaceleración provocada por la respuesta a la pandemia, a su nivel más bajo de los últimos cinco meses.** La producción de las refinerías de China disminuyó un 2% interanual en marzo, hasta niveles no vistos desde octubre. Las refinerías prevén que, mientras la política de «Covid cero» siga lastrando la demanda, la producción volverá a reducirse en abril hasta un 6% por debajo de los niveles de 2021.

**(Factor bajista para el precio) – Las facciones rivales en Libia entablan conversaciones en El Cairo, con un compromiso del gobierno de unidad de incrementar la producción hasta los 1,4 Mbpd.** Los representantes del gobierno de Trípoli en Libia y sus parlamentos de la zona oriental del país comenzaron una semana de negociaciones en El Cairo con el objetivo de resolver sus diferencias. Las tensiones han aumentado entre las facciones (con la movilización de milicias) después de que se cancelaran las elecciones convocadas para el pasado 24 de diciembre. Al mismo tiempo, el gobierno de Trípoli anunció un plan para seguir desarrollando el sector petrolero nacional e incrementar la producción hasta rondar los 1,4 Mbpd.

**(Factor bajista para el precio) – La Agencia Internacional de la Energía revisa a la baja la demanda estimada de petróleo para 2022.** En la edición de abril de su *Oil Market Report*, la AIE recortó en 260.000 bpd la demanda de petróleo prevista para 2022, lo que justificó por las severas medidas de confinamiento impuestas en China con motivo de la política contra la pandemia y por el debilitamiento de la demanda en los países de la OCDE más allá de lo esperado a principios de año. El informe añade que, pese a la caída esperada de unos 1,5 Mbpd en abril debido a los bloqueos al suministro procedente de Rusia (que podrían llegar a rondar los 3 Mbpd en mayo), es poco probable que se produzca un déficit de suministro debido a los aumentos constantes de producción de la OPEP+, a una mayor producción de países ajenos a esta alianza y a la liberación de enormes reservas por países miembros de la AIE. Sin embargo, añade la AIE, las perspectivas del mercado siguen sumidas en la incertidumbre.

#### 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 supera los 13 billones de USD).

**El oro está barato respecto al paladio.** La ratio oro/paladio pasó a 0,84, muy por debajo de su media de 20 años de 1,85x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio... o que el paladio es incluso más caro que el oro.

### Factores Neutrales para el oro

**Consideración del oro como activo antifrágil.** El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro estadounidense (UST). Los inversores siempre han de realizar el ejercicio de decidir qué activo antifrágil mantendrán en sus carteras para protegerse de la inestabilidad en los mercados financieros, perturbaciones de oferta o demanda, o un colapso de los tipos de interés reales (por efecto de la inflación). La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (el oro y el UST, u otro bono soberano computable en recursos propios básicos como «capital Tier 1») ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en el futuro, lo que dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. Al respecto, tenemos muy claro que la oferta relativa de bonos del Tesoro de EE.UU. ha sido prácticamente ilimitada hasta hoy, sin embargo, ya no vemos un suministro ilimitado de UST; en cambio, tras conocer las intenciones de la Fed, prevemos una oferta muy limitada en relación a la fuerte demanda que pueda haber de UST (demanda típica de los bancos centrales externos en un entorno de expansión y recuperación económica). Por eso el UST puede volver a destronar al oro como activo antifrágil y tomar el mando. Estas son malas noticias para el oro; sin embargo, cabe decir que la oferta de oro también seguirá siendo muy limitada durante la próxima década.

### Factores negativos para el oro

**El oro está caro respecto a la plata.** La ratio Oro/Plata subió a 83,76x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 66,82 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 1.500 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio, que cayó a 17,37x, supera todavía con creces su media de los últimos 20 años de 18,33 veces. Considerando nuestro valor razonable de medio plazo por fundamentales para el petróleo WTI de 80 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de las dos materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.466 USD/oz para que esa relación continuara cerca de su media de largo plazo.

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,24009 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 1.516 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.075 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.336 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 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 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 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), 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 vs All:** Z-Score Analysis: Neutral para el US dollar a corto plazo.

**EM Currencies:** Z-Score Analysis: Neutral para el US dollar.

**EUR-USD:** Fundamental Target 1.08 (Compra USD at 1.12) // Z-Score Analysis: Neutral-Favorable vs EUR

**USD-JPY:** Fundamental Target 116; **EUR-JPY:** Target 125 // Z-Score Analysis: Neutral-Favorable para el JPY vs USD

**GBP-USD:** Fundamental Target 1.39; **EUR-GBP:** Target 0.78 // Z-Score Analysis: Favorable para el GBP vs USD

**USD-CHF:** Fundamental Target 0.93; **EUR-CHF:** Target 1.01 // Z-Score Analysis: Neutral-Negativo para el CHF vs USD

**USD-BRL:** Fundamental Target 5.25; **EUR-BRL:** Target 5.67 // Z-Score Analysis: Desfavorable para el BRL vs USD

**USD-MXN:** Fundamental Target 21,5; **EUR-MXN:** Target 23.2 // Z-Score Analysis: Neutral-Favorable al MXN vs USD

**USD-ARS:** Target 175, Negativo para el ARS

**USD-INR:** Target 76, Neutral para el INR

**CNY:** Target 6.60. Neutral para el CNY

**RUB:** Neutral-favorable para el RUB vs USD

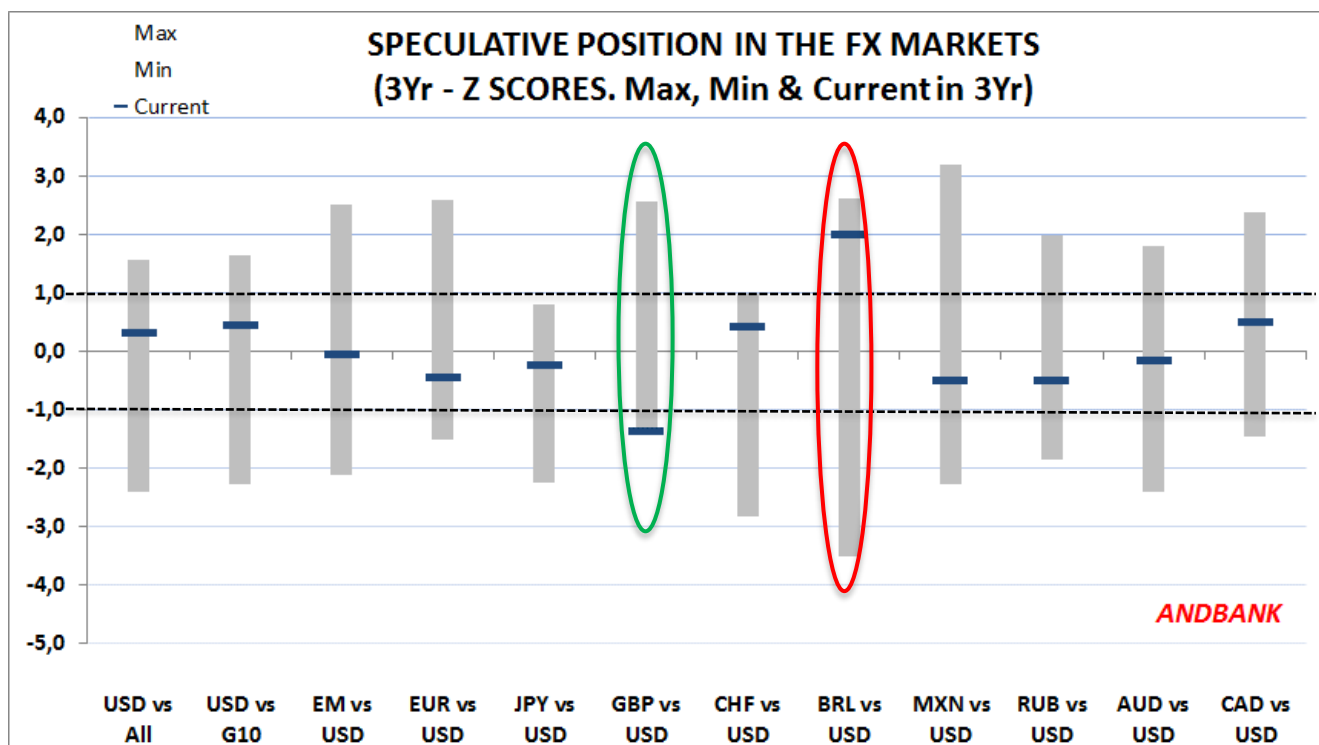
**AUD:** Neutral view on the AUD vs USD

**CAD:** Neutral-Negativo para el CADvs USD

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	4,6	0,32
USD vs G10	13,91	-2,26	32,7	-25,4	6,3	0,44
EM	0,00	0,00	3,9	-1,2	1,4	-0,06
EUR	2,95	-0,01	23,4	-8,6	7,3	-0,46
JPY	-9,39	1,01	0,6	-15,0	-8,4	-0,24
GBP	-5,47	-2,19	4,3	-6,5	-1,7	-1,39
CHF	-1,67	-0,12	0,2	-6,0	-2,3	0,42
BRL	0,94	0,04	1,0	-0,8	0,0	1,98
MXN	0,49	0,70	3,3	-1,5	1,1	-0,51
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,4	-0,51
AUD	-1,97	1,75	6,1	-6,6	-1,4	-0,15
CAD	1,63	1,75	6,1	-5,0	0,3	0,48

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

ANDBANK



ANDBANK

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 16

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	-8,1%	-13,7%	4.117	4.645	12,8%
	Europe - Stoxx Europe 600	-5,9%	-12,0%	429	470	9,6%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-4,7%	-15,0%	407	456	12,0%
	SPAIN - IBEX 35	-1,9%	-4,5%	8.323	9.316	11,9%
	MEXICO - MXSE IPC	-9,5%	-5,9%	50.153	61.036	21,7%
	BRAZIL - BOVESPA	-11,0%	0,4%	105.237	112.500	6,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	-1,3%	-6,2%	27.004	29.424	9,0%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-8,6%	-17,5%	3.002	3.322	10,7%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-12,6%	-26,5%	1.859	2.344	26,1%
	INDIA - SENSEX	-8,0%	-5,9%	54.836	67.259	22,7%
	VIETNAM - VN Index	-12,7%	-10,5%	1.329	1.844	38,7%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-6,7%	-14,9%	567	618	8,9%
	<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	-3,6%	-11,9%	3,07	3,25
UK 10 year Gilt		-1,8%	-7,5%	1,94	1,75	3,5%
German 10 year BUND		-3,3%	-10,1%	1,07	1,25	-0,4%
Japanese 10 year Govie		0,0%	-1,3%	0,24	0,25	0,1%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-4,1%	-12,7%	2,16	2,25	1,4%
	Italy - 10yr Gov bond	-5,9%	-14,9%	3,06	2,85	4,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	-4,9%	-13,7%	2,18	2,25	1,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	-3,4%	-11,9%	1,72	1,75	1,5%
	Greece - 10yr Gov bond	-5,8%	-17,2%	3,46	3,45	3,5%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG - Itraxx Europe	-0,5%	-1,3%	90,22	80	0,8%
	Credit EUR HY - Itraxx Xover	-2,0%	-4,9%	427,51	375	5,4%
	Credit USD IG - CDX IG	-0,3%	-1,0%	83,06	80	0,9%
	Credit USD HY - CDX HY	-1,7%	-4,1%	455,91	375	7,0%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	33,4%	25,9%	20,69	20,00	26,2%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	13,7%	-11,2%	10,15	14,00	-20,7%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-1,1%	-2,8%	6,95	5,60	17,8%
	India - 10yr Gov bond (local)	-3,6%	-5,7%	7,43	7,00	10,9%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-9,0%	6,04	4,80	16,0%
	China - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	0,4%	2,82	2,40	6,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-3,7%	-5,7%	4,43	3,30	13,5%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-3,7%	-5,4%	2,62	3,00	-0,4%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,8%	-8,1%	2,73	3,40	-2,6%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-2,2%	-8,9%	3,35	3,90	-1,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	-2,3%	1,01	1,90	-6,1%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-4,6%	-9,9%	9,12	9,05	9,7%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-6,0%	-13,4%	4,96	5,00	4,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-10,8%	-14,6%	12,56	11,75	19,0%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-3,5%	-8,2%	5,87	6,50	0,8%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	14,2%	46,1%	109,9	100,00	-9,0%
	GOLD	-2,4%	2,8%	1.880,1	1.800	-4,3%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-3,0%	-7,1%	1,056	1,08	2,3%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-5,6%	-8,8%	1,23	1,39	12,8%
	EURGBP (price of 1 EUR)	2,6%	1,9%	0,86	0,78	-9,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	5,4%	7,8%	0,98	0,93	-5,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	2,2%	0,2%	1,04	1,01	-3,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	5,3%	13,3%	130,40	116,00	-11,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	2,1%	5,2%	137,74	125,28	-9,0%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,2%	-1,4%	20,20	21,50	6,5%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-3,1%	-8,6%	21,28	23,22	9,1%
	USDBRL (price of 1 USD)	6,6%	-9,7%	5,03	5,25	4,4%
	EURBRL (price of 1 EUR)	3,4%	-16,1%	5,31	5,67	6,8%
	USDARS (price of 1 USD)	3,9%	13,1%	116,15	175,00	50,7%
	USDINR (price of 1 USD)	1,1%	3,1%	76,76	76,00	-1,0%
	CNY (price of 1 USD)	5,1%	5,2%	6,68	6,35	-4,9%

\* 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.