

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Junio de 2022

Los hechos no importan hasta que se «corrijan» las expectativas

WE'RE
BEATING
EXPECTATIONS.

**Análisis
Corporativo**

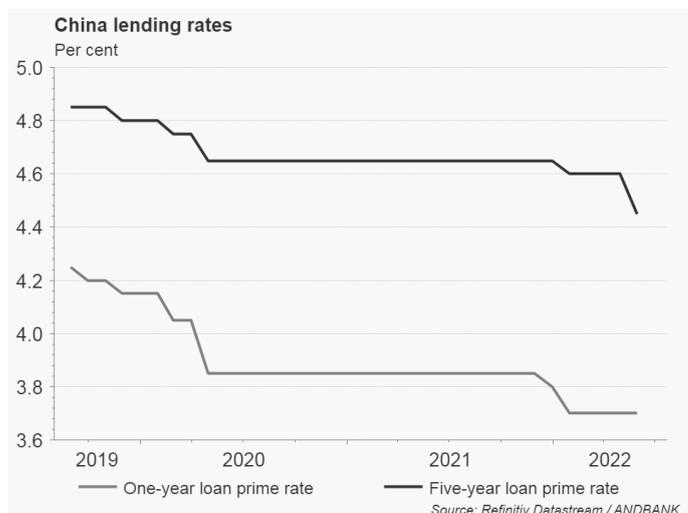
Junio de 2022



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

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



Página 2

RENTA VARIABLE

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Equity	USA - S&P 500	-17,7%	3.924	4.316	10,0%
	Europe - Stoxx Europe 600	-11,1%	434	472	8,9%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-14,0%	412	459	11,3%
	SPAIN - IBEX 35	-1,0%	8.627	9.379	8,7%
	MEXICO - MXSE IPC	-3,9%	51.170	60.164	17,6%
	BRAZIL - BOVESPA	4,2%	109.263	112.500	3,0%
	JAPAN - NIKKEI 225	-6,2%	27.002	29.490	9,2%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-15,6%	3.071	3.353	9,2%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-24,0%	1.922	2.369	23,2%
	INDIA - SENSEX	-7,2%	54.053	67.799	25,4%
	VIETNAM - VN Index	-17,9%	1.233	1.634	32,5%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-17,1%	552	622	12,6%

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

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	-10,0%	2,83	3,25	-0,5%
	UK 10 year Gilt	-7,7%	1,97	1,75	3,7%
Core countries	German 10 year BUND	-9,5%	1,00	1,25	-1,0%
	Japanese 10 year Govie	-1,3%	0,23	0,25	0,0%
	Spain - 10yr Gov bond	-12,3%	2,11	2,25	1,0%
	Italy - 10yr Gov bond	-14,4%	3,02	2,85	4,3%
Peripheral	Portugal - 10yr Gov bond	-12,7%	2,07	2,25	0,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	-10,9%	1,60	1,75	0,4%
	Greece - 10yr Gov bond	-19,1%	3,70	3,45	5,7%
	Credit EUR IG - Itraxx Europe	-1,5%	97,31	80	1,1%
Fixed Income	Credit EUR HY - Itraxx Xover	-6,2%	472,13	375	7,3%
	Credit USD IG - CDX IG	-1,3%	90,66	80	2,7%
Credit	Credit USD HY - CDX HY	-6,0%	522,89	425	9,7%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*			
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	9,3%	22,91	20,00	46,2%			
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-11,2%	10,20	14,00	-20,2%			
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-4,1%	7,14	6,00	16,3%			
	Asia	India - 10yr Gov bond (local)	-4,8%	7,36	7,00	10,2%		
	(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-9,3%	6,10	5,25	12,9%		
		China - 10yr Gov bond (local)	0,8%	2,79	2,40	5,9%		
		Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-3,9%	4,24	3,30	11,7%		
		Thailand - 10yr Gov bond (local)	-8,3%	3,00	4,00	-5,0%		
		Singapore - 10yr Gov bond (local)	-6,9%	2,58	3,40	-4,0%		
		Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-7,0%	3,13	3,90	-3,0%		
		Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-3,3%	1,14	2,25	-7,7%		
		Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-5,6%	8,63	9,05	5,2%	
			Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	-13,1%	4,94	5,00	4,4%
			Brazil - 10yr Govie (Loc)	-10,7%	12,13	12,75	7,2%	
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-10,1%	6,14	6,50	3,3%			

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Commodities	Oil (WTI)	45,0%	109,0	100,00	-8,3%
	GOLD	1,2%	1.851,1	1.800	-2,8%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-6,1%	1,067	1,05	-1,6%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-7,0%	1,26	1,39	10,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,0%	0,85	0,75	-11,1%
	USDCHF (price of 1 USD)	5,9%	0,97	0,93	-3,6%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,6%	1,03	0,98	-5,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	10,9%	127,63	116,00	-9,1%
	EURJPY (price of 1 EUR)	4,1%	136,22	121,80	-10,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	-2,8%	19,92	20,75	4,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-8,8%	21,24	21,79	2,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	-13,6%	4,81	5,25	9,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-18,9%	5,14	5,51	7,3%
	USDARS (price of 1 USD)	15,7%	118,82	175,00	47,3%
	USDINR (price of 1 USD)	4,2%	77,62	76,00	-2,1%
	CNY (price of 1 USD)	5,0%	6,67	6,65	-0,3%





EE.UU.

La Fed combina un discurso restrictivo para consumo de los medios con medidas algo más acomodaticias

Reserva Federal

La Fed instrumentó en mayo una subida de tipos de 50 pb (rango objetivo: 0,75%-1,00%) y, a fecha de hoy, el mercado descuenta de aquí a final de año ocho subidas más (de 25 pb), tras haber llegado a descontar diez al cierre de abril. Los inversores anticipan ahora un aumento de 50 pb en cada una de las próximas dos reuniones, en junio y julio. El presidente de la Fed, Jerome Powell, afirmó que no dudará en subir tipos hasta que los precios empiecen a reducirse hacia un nivel tolerable. Añadió que un alza de 75 pb no es algo que el FOMC considere activamente, ya que la Fed tratará de evitar medidas bruscas que puedan dañar la economía. La Reserva Federal también anunció que a partir de junio comenzará a reducir el activo de su balance en 47.500 millones de USD al mes (desglosados en 30.000 millones en bonos del Tesoro y 17.500 millones en valores de titulización hipotecaria), que pasarán a 95.000 millones al mes después de tres meses (casi doblando el ritmo del ajuste restrictivo del ciclo anterior).

Inflación y actividad económica

La inflación parece estar tocando techo, ya que los precios al consumo registraron en abril un incremento del 8,3% interanual, frente al 8,5% interanual de marzo, con eso y con todo aún por encima de las previsiones (8,1% interanual). La cifra mensual también superó las expectativas (+0,3% frente a +0,2%). Uno de los aspectos más preocupantes de las cifras de abril es que el componente de precios alimentarios subió un 0,9%, contrarrestando la desaceleración en los precios energéticos (-2,7%; carburantes: -6,1%). El índice de precios subyacente pasó en total del +0,3% de marzo al +0,6%. La opinión del consenso es que la inflación ya estaría cayendo, si bien su desaceleración podría ser más lenta de lo esperado.

El informe de empleo de mayo mostró una sólida tasa de desempleo del 3,6% (prevista: 3,5%) que iguala la del mes anterior, acompañada de la creación de 428.000 empleos, lo que implica una recuperación de más del 90% de los 22 millones de empleos perdidos desde el inicio de la pandemia. Por otro lado, las solicitudes iniciales de prestaciones de desempleo aumentaron en 21.000, hasta una cifra desestacionalizada de 218.000 solicitudes (en la semana que finalizó el 14 de mayo), subiendo desde el mínimo de 53 años de 166.000 marcado en marzo de este año, lo que podría indicar un cambio en la tendencia a la baja. En un mercado laboral que parece rondar el pleno empleo, el aumento en la tasa de actividad («tasa de participación de la fuerza laboral») (62,2%, bien por debajo del nivel previo a la pandemia del 63,4%) debería ayudar a aliviar las presiones salariales y contribuir a combatir las presiones inflacionarias.

En el primer trimestre de 2022, y por primera vez desde que se declaró la pandemia, el PIB se contrajo a una tasa anualizada del 1,4%, contribuyendo a la reciente caída del mercado. La probabilidad de que EE.UU. enfle una recesión el próximo año no ha dejado de aumentar; según una encuesta de Bloomberg, asciende al 30%, el doble que hace tres meses.

Política

Históricamente el partido que ocupa la Casa Blanca tiende a sufrir pérdidas en las elecciones legislativas y tal parece que será también el caso en las elecciones de este año. Las encuestas indican que los Republicanos podrían hacerse con un número muy importante de escaños. El presidente Biden también es en estos momentos impopular, con un índice de aprobación estancado desde agosto pasado por debajo del 50%, lo que socava el apoyo a los candidatos Demócratas. El gobierno tampoco ha logrado avanzar en su agenda legislativa, ya que los Demócratas conservadores han bloqueado varias propuestas importantes, incluida la del *Build Back Better*, el paquete de un billón de dólares destinado a programas sociales y medidas «climáticas». Una fuerte derrota en las elecciones legislativas dificultaría aun más la aprobación de nuevas leyes por el presidente.

Mercados financieros

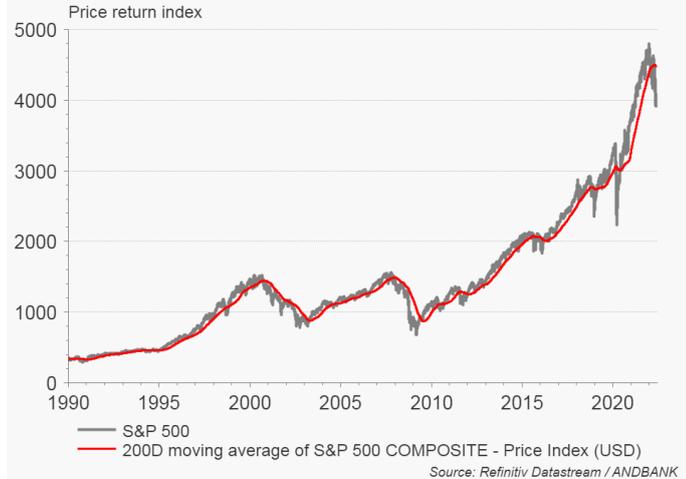
Bonos del Tesoro y deuda corporativa. Otro mes negativo para la renta fija, con el rendimiento de los bonos del Tesoro con vencimiento a 10 años actualmente en el 2,88%, después de haber llegado a niveles superiores al 3,10%. La diferencia de rendimientos entre los bonos del Tesoro a 10 y 2 años se ha estabilizado en 30-40 pb tras invertirse en abril. Los diferenciales de los bonos de más calidad crediticia (IG) se ampliaron algo más en mayo y ahora están en 85 pb, tras haber llegado a los 90 pb. Algunos bonos IG comienzan a ofrecer rendimientos interesantes y algunos gestores comienzan a alargar la duración en los activos de más calidad, que hasta la fecha eran los menos rentables. El segmento de alto rendimiento (HY) también registró una ampliación de diferenciales (tocando los 500 pb en mayo), pero los valores HY siguen batiendo a los IG. La tasa de incumplimiento sigue siendo baja pese a haber repuntado en mayo (en lo que va de año ha pasado del 0,4% al 0,6%). La previsión de impagos para 2022 se mantiene en el 1% a pesar del elevado nivel de incertidumbre macroeconómica.

Renta variable. Antes del inicio de la temporada de publicación de resultados 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, la temporada de resultados del primer trimestre va camino de terminar con un 5% de resultados mejores de lo esperado. Insistimos en la recomendación de mantener la cartera equilibrada entre empresas de los estilos de valor/cíclico y empresas de «crecimiento de calidad». Las acciones de «crecimiento puro» han sufrido caídas muy significativas, hasta el punto de que en algunos casos sus niveles de valoración parece que vuelven a presentar un renovado atractivo. También mantenemos una división neutral entre valores de gran capitalización bursátil y sus homólogos de pequeña capitalización.

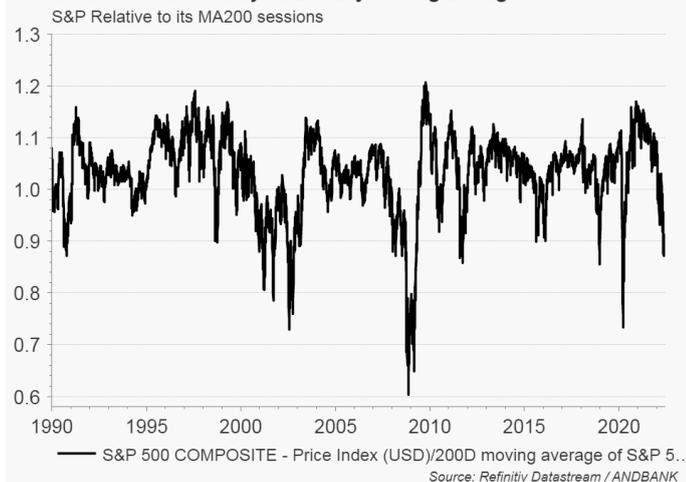
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL
Deuda soberana: NEUTRAL (objetivo UST 10 años: 3,25%, en el corto plazo)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 80 pb)
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (dif. objetivo: 425 pb)
Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

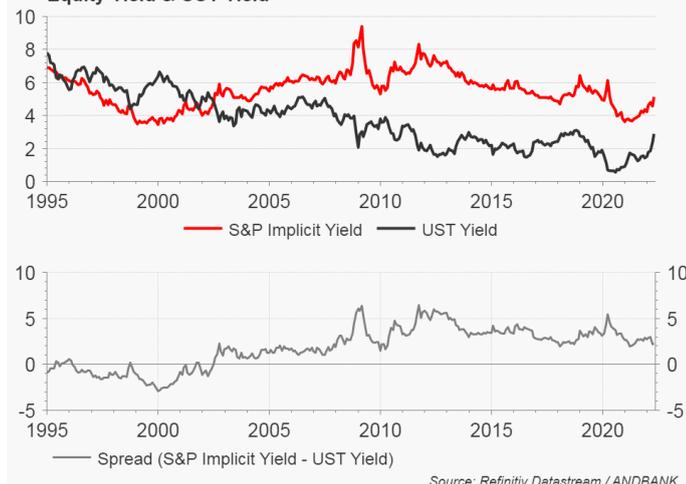
US S&P 500 vs 200-day moving average



US S&P 500 divided by its 200-day moving average



Equity Yield & UST Yield





EUROPA

Adaptación al nuevo escenario de menor crecimiento económico y mayor inflación

Las últimas revisiones de datos no sorprenden: menor PIB y mayor IPCA

Las recientes previsiones «de primavera» de la Comisión Europea destacan que lo más probable es que el deterioro de la economía de la región vaya a más. En el lado negativo pesan las posibles presiones al alza sobre los precios en los mercados energéticos, las fuerzas estancionarias implícitas en el continuo deterioro de la relación de intercambio comercial y el riesgo que conllevan las presiones inflacionarias para las condiciones de financiación. En el lado positivo estarían una caída adicional en las tasas de ahorro que sostendría el consumo o una mayor movilización de fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (RRF) que impulsaría la inversión. Las previsiones oficiales para 2022 están ahora alineadas con la opinión del consenso sobre el crecimiento (2,7% interanual, est.) y reflejan perspectivas más optimistas sobre la evolución de la inflación (6,1%, frente al 6,7% interanual de la estimación media de Bloomberg). En cuanto al crecimiento, no se espera una recuperación económica sostenida antes del 4T.2022. La demanda interna sigue creciendo pero lo hace a menor ritmo; la inflación es más alta, amplia y persistente, aunque previsiblemente cederá a partir de abril; el desempleo continúa cayendo, y las finanzas públicas deberían mejorar en 2022-2023. En cuanto a la inflación, los futuros sobre el crudo Brent tienden a disminuir, al igual que los futuros sobre gas y electricidad en los próximos trimestres. La relajación de los precios de la energía podría llevar la inflación por debajo del 2% en 2023. En cambio, la presión al alza subyacente sobre los precios difícilmente disminuirá, debido, entre otros factores, a la inflación salarial.

Reunión del BCE de junio: un momento clave en la agenda

Este mes ha sido una constante esta apelación: «es hora de actuar». Su traducción en términos de medidas consistiría en atenerse a la finalización de la relajación cuantitativa (QE) en junio y en acelerar la normalización, comenzando a subir los tipos muy poco después de que finalizase el programa de compra de activos (APP). Una primera subida de tipos en julio se ha convertido en lugar común en la orientación que el BCE proporciona al mercado. Por lo tanto, pasamos a incluir una tercera subida de tipos en nuestros supuestos y adelantamos el momento del despegue de tipos a julio. En cuanto a la orientación de expectativas para 2023, «el ritmo hasta el tipo natural del 1,5% o más dependerá de la inflación» (Holzmann).

Geopolítica y economía

Finlandia y Suecia acaban de solicitar su ingreso en la OTAN, en un proceso que podría ser más rápido que en el pasado (18-24 meses) al considerar la OTAN a ambos países como «socios de oportunidades mejoradas». La mayoría de los informes sugieren de 4 a 12 meses, o incluso prácticamente sin dilación, ya que cumplen todos los criterios. Ahora bien, la cuestión es si eso impulsaría a Rusia a acometer un despliegue nuclear en el Báltico. Hasta ahora, Putin ha dado a entender que aceptaría el ingreso en la OTAN de Finlandia y Suecia siempre que no se instalasen bases militares en ninguno de esos países. Por otra parte, en Francia las elecciones legislativas (12 y 19 de junio) permitirán conocer el margen de maniobra del nuevo gobierno. Las encuestas las lidera la coalición de izquierda NUPES (*Nouvelle Union populaire écologique et sociale*), con el 28% de la intención de voto, seguida por Renaissance, el partido de Macron, con el 26%.

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

Deuda pública. Nos atenemos al actual objetivo de rendimiento para el bono alemán (1,25%), que ya incluye las expectativas ajustadas de los inversores para el tipo de interés terminal del BCE (tradicionalmente: 1-2%). En cuanto a los diferenciales de los países periféricos de la zona euro, la fragmentación no se considera un problema en estos momentos. El BCE no ha ofrecido apoyo verbal, descartando la posibilidad de una nueva herramienta de gestión de crisis, pero en el marco de su programa de reinversión continuará comprando valores adicionales de estados miembros vulnerables.

Deuda corporativa. Los diferenciales de crédito se resintieron, pero aún están muy lejos de los niveles alcanzados al comienzo de la pandemia en marzo de 2020. La última vez que el segmento de categoría de inversión (IG) europeo estuvo en torno al 2,5% fue en septiembre de 2013 (cuando el bono alemán a 10 años rondaba el 2%, frente al 1% actual). La situación macroeconómica y política, y la próxima finalización del programa CSPP del BCE, tampoco están ayudando. Se recomienda mantener la prudencia en la «duración» e incorporar las oportunidades que puedan surgir solo tras haberlas analizado una por una. Mantenemos los diferenciales objetivo tanto para el segmento IG como para el de alto rendimiento (HY), con recomendaciones NEUTRAL-INFRAPONDERAR para IG y NEUTRAL para HY.

Mercado de renta variable. Los PER medios a 12 meses han caído un 30-35% desde los máximos del año pasado. La atención se centra ahora en los resultados empresariales, con expectativas muy pesimistas por parte de los inversores, aunque hasta ahora los resultados del primer trimestre han aguantado. De hecho, las revisiones del BPA han vuelto a ser positivas en la zona euro. Incluso los márgenes de beneficio están siendo mejores de lo anticipado. Si se logra evitar la recesión, la reducción en los múltiplos de valoración ya es bastante importante; además, dado el posicionamiento reducido y el pesimismo inversor, las acciones bien podrían empezar a recuperarse a partir de ahora siempre que no aumentasen los riesgos geopolíticos.

Mantenemos una posición de sobreponderación en el IBEX 35, ya que está menos expuesto a cambios en los precios energéticos y se verá favorecido por la esperada recuperación del turismo y por la exposición a las divisas latinoamericanas, además de brindar unos niveles de valoración poco exigentes.

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%)

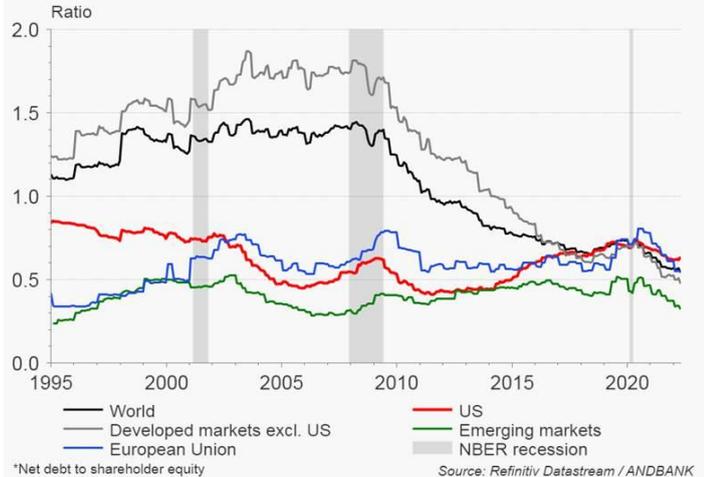
- P. perif.: SOBREP. (IT 2,85%; GR 3,45%); INFRAP. (ES 2,25%; IR 1,75%; PT 2,25%)

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

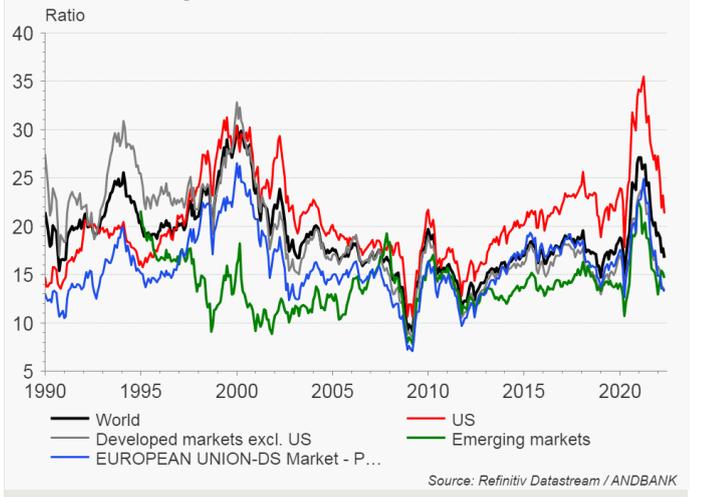
Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL (dif. objetivo: 375 pb)

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

Leverage* for equity markets



Price-to-earnings ratio



STOXX 600 - EPS





CHINA

La economía está pagando las consecuencias de una nefasta gestión de la pandemia

El FMI aumenta la ponderación del yuan en la cesta de los DEG. Coruntura

El FMI elevó la ponderación del yuan en la cesta de divisas de los Derechos Especiales de Giro, lo que llevó al Banco Central de China (PBoC) a comprometerse a impulsar una mayor apertura de sus mercados financieros. El FMI elevó la ponderación del yuan del 10,92% al 12,28% en su primera revisión periódica de la evaluación del DEG desde que la moneda china se incluyó en la cesta en 2016. La ponderación del dólar estadounidense subió del 41,73% al 43,38%, mientras que las del euro, el yen japonés y la libra esterlina se redujeron. **Coyuntura macroeconómica: la economía paga la nefasta gestión de la pandemia:** Producción industrial en abril: 2,9% interanual (consenso: +0,5%; mes anterior: +5,0%). Ventas minoristas: 11,1% interanual (consenso: +6,6%; mes anterior: -3,5%). Inversión en activos fijos (desde comienzos de año): +6,8% (consenso: +7,0% interanual; mes anterior: +9,3%). Tasa de desempleo: 6,1% (consenso: 6,0%; mes anterior: 5,8%).

Banco central de China (PBoC)

El PBoC mantuvo inalterado el tipo preferente de su facilidad de préstamo a medio plazo a un año en 2,85%. Los economistas estaban divididos al respecto, con 12 de los 25 esperando una reducción de entre 5 y 15 pb. Por otro lado, el PBoC prorrogó los 100.000 millones de CNY (15.000 millones de USD) en préstamos a medio plazo sin proporcionar liquidez adicional. Y también anunció que procuraría que bajaran los tipos hipotecarios minoristas. Sin embargo, los flujos de cartera fueron una señal negativa, ya que los extranjeros fueron grandes vendedores netos de acciones de China continental a través de Hong Kong Stock Connect.

Pandemia: Shanghái apunta al regreso a la normalidad el 1 de junio, pero Beijing alarga los confinamientos y cierres económicos

Shanghái tenía previsto retornar a una vida más normal a partir del 1 de junio, según declaró el teniente alcalde Zong Ming, cuyo cronograma preveía la reapertura de Shanghái por etapas. En cambio, Beijing no ha dejado de detectar docenas de casos casi todos los días desde finales de abril y recientemente amplió la orientación de trabajar desde casa en cuatro distritos. Problemas en las plantas de Sony y Tesla muestran la imposibilidad de seguir el plan de Shanghái. Aun cuando las autoridades afirman que la actividad está volviendo a la normalidad (más del 70% de las 1.800 empresas industriales la han reanudado), cientos de fabricantes locales no operan ni de lejos a plena capacidad debido a problemas de escasez en las cadenas de suministro.

Represión tecnológica: los directivos de empresas tecnológicas chinas se reúnen con las autoridades con miras a una relajación de las medidas de represión

Altos funcionarios chinos se reunirán con los principales directivos de tecnológicas a finales de mayo al apreciarse señales de que, habiéndose desacelerado el crecimiento económico, Beijing podría estar dispuesta a relajar su represión sobre el sector. La seguridad digital estará entre los temas examinados, pero los empresarios están más interesados en saber si Beijing relajará la intensa presión que ha ejercido sobre la industria durante el último año y medio. El episodio de fuertes ventas en el mercado de bonos en dólares de China ha permitido a algunos inversores identificar precios atractivos, sobre todo entre empresas del sector tecnológico. Los diferenciales corporativos han comenzado a ampliarse nuevamente y se sitúan en niveles altos y atractivos, según los analistas, con numerosas tecnológicas todavía con abundantes reservas de efectivo y sin apenas apalancamiento. Mientras tanto, los reguladores chinos instaron a la industria de valores nacional a no otorgar a los empleados incentivos a corto plazo «excesivos» y a suavizar la cadencia de desembolsos en efectivo, en otro esfuerzo por contener los riesgos y promover la «prosperidad común». Según la Asociación de Valores de China, incentivos y recompensas a corto plazo demasiado grandes desencadenarían riesgos de cumplimiento. La retribución de los banqueros, en concreto, no debe ligarse directamente a los ingresos que generen en contratos de aseguramiento, al tiempo que los altos ejecutivos deberán responder financieramente de cualquier vulneración de la regulación o de cualquier exposición excesiva que causen al riesgo.

Aumentan las tensiones en el mercado de Hong Kong al acelerarse las salidas

Las señales de estrés financiero en Hong Kong van a más pese a que la ciudad aún dispone de 466.000 millones de dólares en reservas de divisas y de abundante liquidez interbancaria. Los precios de la vivienda caen y la fuga de capitales se acelera después de que las desinversiones de cartera alcanzaran el año pasado, por segunda vez desde 1997, los 100.000 millones de dólares. La Autoridad Monetaria de Hong Kong compró el viernes (en su tercera intervención) 2,865 billones de HKD para evitar que se quebrara la banda de cotización de los 7,75-7,85 HKD por USD.

Tipo de cambio: el regulador bancario afirma que la depreciación del yuan no tendrá continuidad a largo plazo

Fuentes de la Comisión Reguladora de Banca y Seguros de China afirman que la depreciación del yuan no continuará de forma unilateral ni a largo plazo. Las fuentes aconsejaron a los inversores abstenerse de cubrir apuestas sobre una depreciación o apreciación unilateral del yuan, añadiendo que consideraban que la moneda cotizaba en un rango de valores razonable.

Empresas: Sunac no paga el cupón de sus bonos al final del período de gracia

Los tenedores de bonos de Sunac China no habían recibido los pagos del cupón de un bono *offshore* con vencimiento en octubre de 2023 por importe de 750 millones de USD que vencía el miércoles, último día del período de gracia. Se adeudaban 29,5 millones de USD en concepto de intereses y, de no producirse el pago, sería el primer incumplimiento de la empresa y podría activar cláusulas de incumplimiento cruzado en todos sus bonos extraterritoriales, cuyo nominal asciende a 7.700 millones de USD.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Shanghái): NEUTRAL

Renta variable (Shenzhén): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

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

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

China economic activity

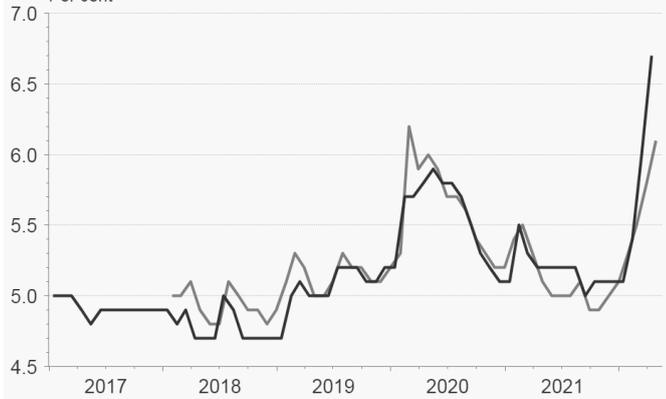
Twelve-month percentage changes



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China unemployment rate

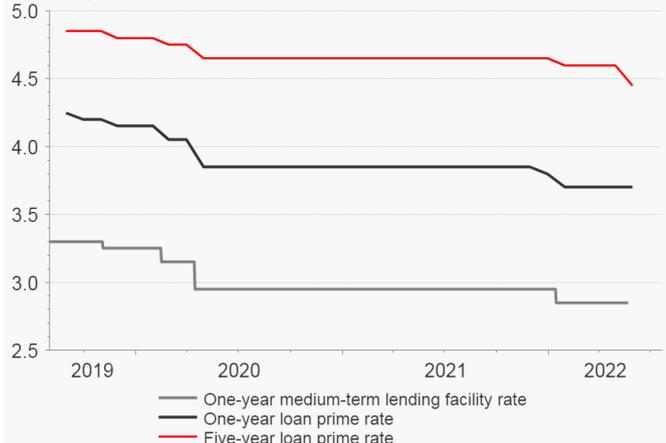
Per cent



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China lending rates

Per cent



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



JAPÓN

El BOJ mantiene su postura moderada. Además, Japón no se retirará de los proyectos energéticos con Rusia.

La confianza inversora en el mercado japonés sigue relativamente firme

Los índices Topix (-6%) Nikkei (-7%) destacan entre los de mejor comportamiento en lo que va de año. El Nikkei VIX retrocedió recientemente, tocando niveles mínimos marcados a mediados de abril. La mayoría de los sectores han avanzado desde entonces, liderados por el de minería, transporte marítimo (impulsado por la debilidad del yen) y petróleo y carbón por efecto de los altos precios internacionales. En las últimas sesiones también los sectores tecnológicos y la industria farmacéutica avanzaron. En cambio, entre los que retrocedieron se cuentan equipos de transporte, alimentación y, sobre todo, banca.

La impresión de estar en situación de sobreventa proporcionó cierto apoyo, pero los inversores son más selectivos ahora que la confianza es menor tras haber superado el Nikkei los 26.000 puntos. En conjunto falta convicción, considerando los eventos de riesgo en curso, los datos procedentes de EE.UU. y los aumentos también en los rendimientos de los JGB, con una acentuación de la curva de tipos-plazos. De cara al futuro, el reciente repunte de las acciones chinas podría alentar el interés por posicionarse en acciones japonesas.

Beneficio neto cayó un 41,3% en el primer trimestre debido a los mayores costes, pero aumentó un 31,8% interanual por efecto de la debilidad del yen

El análisis de SMBC Nikko Securities reflejó una caída del beneficio neto total de las empresas cotizadas en Japón del 41,3% (4,94 billones de JPY o 38.340 millones de USD) en el trimestre comprendido entre enero y marzo, consecuencia del aumento del coste de materias primas provocado por la crisis de Ucrania. En el ejercicio que finalizó en marzo, el beneficio neto aumentó un 31,8%, hasta los 28,53 billones de JPY, debido a la depreciación del yen frente al dólar estadounidense.

Banco de Japón: Kuroda aboga por mantener la intensa flexibilización monetaria

Haruhiko Kuroda, gobernador del BoJ, reiteró en un discurso la idea de que debía mantenerse la intensa política de flexibilización, enfatizándose una vez más el contraste entre el impulso al crecimiento en Japón y en las economías occidentales. También reiteró la observación de que las elevadas expectativas de inflación a corto plazo son transitorias y no se han trasladado a las expectativas a medio y largo plazo. La reiteración de que la inflación es de «base amplia» subraya el hecho de que las presiones actuales son importadas y se localizarían principalmente en los costes de la energía.

Los miembros del Consejo de Gobierno del Banco de Japón consideran transitoria la inflación del 2%. Un resumen de las opiniones de la reunión de abril del BoJ contenía varios comentarios en el sentido de que era probable que la inflación subyacente se acelerara alrededor del objetivo del 2%, aunque la conclusión unánime era que tal cambio al alza sería temporal. Las expectativas eran que se esfumarían las alzas en los precios energéticos, al tiempo que se señalaba que la inflación subyacente, al margen de la energía, seguía siendo muy baja, lo que se explicaba por una brecha recesiva.

Estímulos: el Gabinete aprobará un presupuesto extraordinario para amortiguar el encarecimiento de energía y alimentos

Según Kyodo, el ejecutivo aprobará unos presupuestos extraordinarios por importe de 2,7 billones de yenes (21.000 millones de USD) en relación con el ejercicio fiscal 2022 para aliviar el aumento de precios de energía, alimentos y otros productos derivado de la invasión de Ucrania. Una vez aprobado por el parlamento, este complemento presupuestario para el ejercicio iniciado en abril se destinará a financiar parte de un paquete de ayuda de 6,2 billones de yenes elaborado a finales de abril. Aproximadamente 1,5 billones de yenes del presupuesto adicional se gastarán en reponer fondos de reserva a los que el gobierno está recurriendo para implementar algunas de las medidas del paquete de ayuda, como los subsidios a mayoristas del petróleo con miras a reducir los precios minoristas de los carburantes y ayudas en efectivo de 50.000 yenes por hijo en hogares de renta baja.

Energía: Japón no abandonará los proyectos energéticos con Rusia

Japón afirma que los proyectos de energía de Sajalín no vulneran las sanciones a Rusia. Seiji Kihara, subsecretario del Gabinete, declaró en la cadena NHK que Japón no tiene previsto retirarse de dos importantes proyectos energéticos frente a la isla rusa de Sajalín y que esa decisión no vulnera las sanciones impuestas a Moscú por la invasión de Ucrania. Argumentó que renunciar a participar en los proyectos exacerbaría aún más los costes de importación de energía para Japón a largo plazo. También afirmó que si esas participaciones las tomaran otros países cabía la posibilidad de que se beneficiaran países que no sancionan a Rusia.

Tipos de cambio: Japón advierte de nuevo sobre fuertes oscilaciones del yen

Kuroda declaró ante el parlamento que los recientes movimientos bruscos del yen no eran deseables, haciéndose eco de comentarios del Ministro de Finanzas, Shunichi Suzuki. Según Kuroda, la caída del yen afectaría a los hogares y las empresas de manera diferente, pero se abstuvo de repetir sus comentarios anteriores de que un yen en general débil beneficiaba a la economía japonesa.

Noticias de empresas: Renault considerará una empresa conjunta de vehículos eléctricos con Nissan y Mitsubishi

El CEO de Renault, Luca de Meo, declaró a Nikkei que considerará constituir una empresa conjunta de vehículos eléctricos con sus socios Nissan Motor y Mitsubishi Motors. Renault reveló en febrero que estaba considerando dotar a su unidad de vehículos eléctricos de personalidad jurídica propia, siendo probable que Renault proponga a Nissan y Mitsubishi invertir en esa unidad. Las tres empresas tienen previsto entablar negociaciones en Japón en las que será un asunto principal la compañía de vehículos eléctricos de Renault.

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



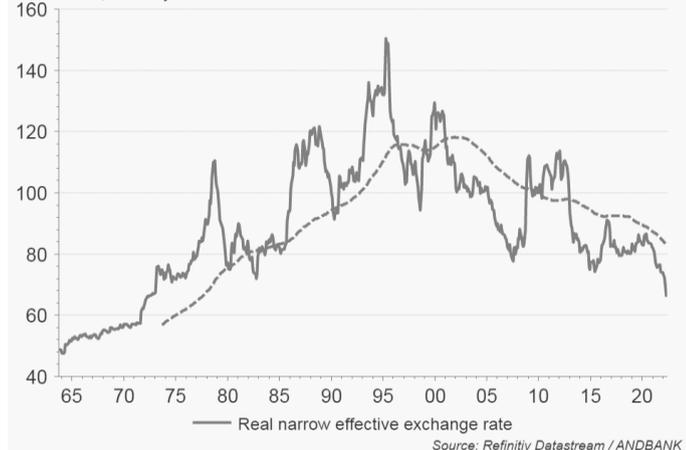
Japan CPI

Twelve-month percentage change



Japan real narrow EER

Index, January 2010 = 100





INDIA

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

Los factores que impulsaron el fuerte crecimiento en 2021

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

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

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

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

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

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

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

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

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

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

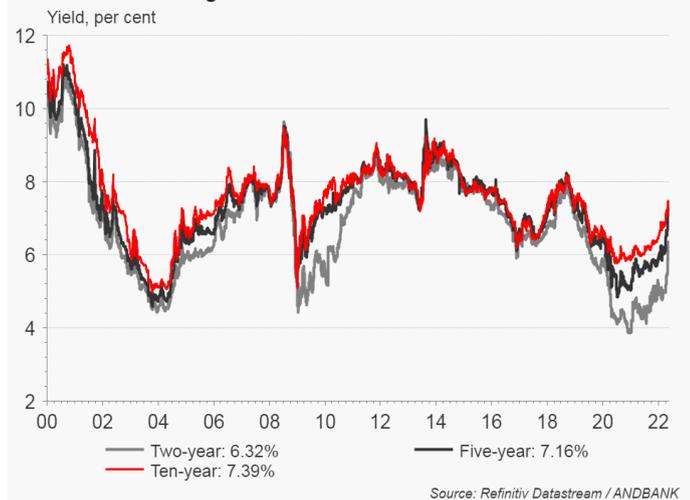
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

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

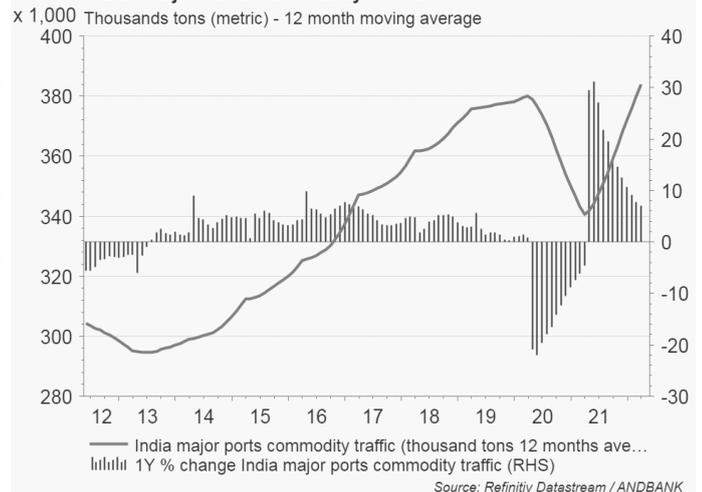
India Datastream index price / earnings



India benchmark government bonds



India - Major Ports Commodity Traffic





ISRAEL

El dato negativo del PIB no altera nuestra postura optimista ante este mercado

Economía y política

La cifra preliminar de crecimiento del PIB del primer trimestre sorprendió negativamente al caer un 1,6%, cuando se esperaba un crecimiento del 1,8%. Es necesario tener en cuenta, con todo, que la economía creció en el trimestre anterior un 15,6%, por lo que sería precipitado pensar que la economía israelí se está contrayendo. El principal componente de esa lectura negativa es el fuerte déficit comercial, ya que las exportaciones cayeron un 11% y las importaciones aumentaron un 17,3% como consecuencia del marcado incremento de los servicios turísticos y del elevado coste de las materias primas.

Estamos también muy atentos a la evolución del Nasdaq, ya que las exportaciones tecnológicas representan aproximadamente la mitad del PIB del país. Por el momento no esperamos que el descalabro de las acciones tecnológicas tenga consecuencias serias. Una implicación positiva de este hecho es que prevenimos el fin de la espiral ascendente en los salarios pagados por las empresas tecnológicas, que crecieron drásticamente en los dos últimos años. Por fin se espera un regreso a la normalidad en este aspecto. Además, los ingentes flujos de entrada de inversión extranjera en *startups* deberían ralentizarse. Una encuesta sobre las principales tendencias empresariales elaborada en fechas recientes revela un panorama general de optimismo. Los pedidos del mercado israelí tienden a aumentar, al igual que las exportaciones de servicios (principalmente tecnológicos) y productos industriales.

El déficit presupuestario en el periodo de 12 meses cerrado en abril fue limitado (0,6% del PIB, frente al 1,3% de finales de marzo) debido a la reducción del gasto público, sobre todo por la disminución de gastos relacionados con la pandemia. Esperamos que el respaldo del Gobierno aumente durante el resto del año de cara a apoyar la economía. Además, contar con un pequeño déficit presupuestario permite al Tesoro reducir las emisiones de bonos, lo que supone una buena noticia para el mercado de renta fija

En el frente político, la coalición de Gobierno evitó una crisis política más profunda, ya que el partido Ra'am, que representa a los árabes israelíes, anunció que pondría fin a la congelación de su adhesión a la coalición y reanudaría su apoyo. Esto se produce después de haber llegado a un acuerdo sobre mejoras para los residentes árabes en respuesta al reciente aumento de la violencia.

Política monetaria e inflación

El IPC subió un 0,8% en abril, ligeramente por debajo de las expectativas, y un 4% respecto a abril del año pasado (frente al 3,5% interanual de marzo), siendo el tercer mes consecutivo de aumento anual por encima del rango objetivo del Gobierno (1%-3%). La lectura mensual se vio penalizada por los precios estacionales, registrando la categoría de alimentos frescos un dato del +5,5% mensual. Los analistas prevén que la inflación aumente hasta el 3,5% interanual. Con todo, las expectativas de inflación cayeron por debajo del 3% interanual al día siguiente de publicarse el IPC, algo bien sorprendente si se tiene en cuenta que hace tan solo dos semanas las expectativas estaban en el 4,25%. Prevedemos que la inflación se moderará en los próximos meses en torno a una tasa del 3% anual.

El Banco de Israel subió el tipo de interés por primera vez en tres años en 25 puntos básicos, del 0,1% al 0,35%. Según la institución, la economía israelí ha registrado una fuerte actividad financiera y el mercado laboral se ha recuperado (la tasa de desempleo alcanzó el 3,1%, la cifra más baja desde finales de la década de 1970), motivando la decisión de subir gradualmente los tipos. Por otra parte, los flojos datos del PIB podrían persuadir a algunos de los miembros del comité monetario para mostrar mayor prudencia en cuanto a la magnitud de la subida de tipos. El mercado descuenta la previsión del Banco de que el tipo de interés alcanzará el 1,5% en los próximos doce meses.

Mercado bursátil y de deuda corporativa

El TA 125 se unió «por fin» a sus homólogos extranjeros y cayó un 7,3% en el último mes. La «gran estrella» del mercado, el sector inmobiliario, retrocedió más del 10%, mientras que los valores bancarios solo lo hicieron un 3%. En la actualidad evitamos los valores inmobiliarios comerciales, ya que pensamos que no está plenamente descontado el aumento de los tipos de interés. El PER a 12 meses del TA 125 es en la actualidad de 13,9 veces y, teniendo en cuenta las expectativas de crecimiento de la economía (5% para 2022), la reciente caída representaría un buen punto de entrada.

Los bonos corporativos de mayor calidad se han dejado más de un 6% desde principios de año. El índice Tel Bond 60, que incluye las mayores emisiones del mercado, cotiza actualmente con un diferencial de 160 pb, muy por encima del rango del año pasado, que oscilaba entre 110 y 130 pb. La última vez que los diferenciales estuvieron en estos niveles fue hace dos años, cuando el mercado empezó a «digerir» los efectos de la pandemia. Consideramos que todos los componentes del índice Tel Bond son de alta calidad y recomendamos elevar la exposición a estos niveles.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL-SOPREPONDERAR

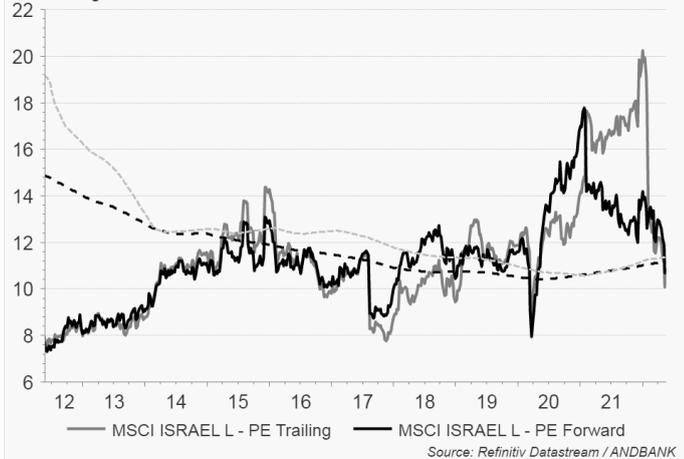
Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa: NEUTRAL-SOPREPONDERAR

Tipo de cambio (ILS/USD): caro en términos de TCER

Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Inflation Rates - Israel

%YOY





BRASIL

Los intentos por recuperar el crecimiento no se ven facilitados por la situación del resto del mundo

El segundo trimestre será mucho más arduo que el primero

El recorrido alcista fue de corta duración. Durante el mes de abril el Ibovespa, el principal índice bursátil de Brasil, cayó un 10,1%, con una salida neta de 7.600 millones de reales por parte de los inversores extranjeros. A mediados de mayo dejaban la Bolsa otros 12.600 millones de reales, señal clara de que los inversores extranjeros estaban satisfechos con las rentabilidades superiores al 10% que habían obtenido con el repunte de la renta variable y la apreciación del real brasileño en los primeros meses del año.

Además, algunos sectores que registraron un comportamiento sumamente positivo a principios de año, como materias primas, se vieron directamente afectados por las perspectivas de una caída del PIB en China. La política de «Covid cero», que exige imponer confinamientos en las ciudades cada vez que aumentan los casos, prácticamente ha paralizado a China durante todo el primer trimestre. Y, cuando China se ralentiza, también lo hace el segmento de las materias primas en todo el mundo.

Pero no todo son malas noticias, ya que la actividad ha aumentado en fechas recientes. Son numerosos los economistas locales que están revisando al alza sus datos para el año, ya que tanto las exportaciones como los servicios están ganando fuelle (las exportaciones debido al aumento de los precios de las materias primas, y los servicios debido a la relajación de las medidas relacionadas con la pandemia). Los datos de marzo mostraron que los volúmenes de servicios protagonizaron un marcado aumento del 11,2% interanual, superando las expectativas de los analistas, del 8,5%. Las expectativas de crecimiento del PIB han aumentado desde el 0,5% de principios de año hasta cerca del 1,5% en la actualidad.

Mayores niveles de crecimiento e inflación se traducen en mejores resultados presupuestarios. Los últimos datos muestran que Brasil mantiene un superávit primario del 1,4% del PIB. Pese a que los analistas pronostican un futuro lúgubre, la relación entre deuda y PIB se debería mantener en torno al 78% hasta finales de año. La situación presupuestaria de Brasil parece depender en gran medida de los resultados electorales. Sabemos que la política presupuestaria puede cambiar de un mandato a otro, pero en estos momentos ninguno de los dos candidatos principales ofrece un discurso de responsabilidad presupuestaria, lo que infunde nerviosismo en los mercados financieros.

Inflación y política monetaria

A pesar de la importante corrección de abril (3,8%), el real brasileño sigue siendo una de las monedas que mejor comportamiento está registrando este año gracias a la combinación de las importantes entradas de capital de los últimos meses y la magnitud del ciclo de subida de tipos iniciado en marzo de 2021: los tipos de interés objetivo SELIC se sitúan hoy en el 12,75%, tras la décima subida consecutiva (100 puntos básicos en la última reunión) y con la perspectiva de otra subida de 75 a 100 puntos básicos en las dos próximas reuniones. La institución afirmó que esperaba otra subida en la reunión de junio, bien que de menor envergadura.

El tipo de interés objetivo de Brasil se sitúa claramente en territorio de contracción pero, como en muchos otros países, la inflación no ha dado respiro al Banco Central de Brasil. El índice IPCA (inflación general) de abril fue el más elevado para este mes desde 1996 (+1,06%, con un alza en los alimentos del 2,06%), con un acumulado del 12,1% en los últimos 12 meses (frente al 11,3% de marzo). Los indicadores de alta frecuencia, como el IPC-S, el índice de inflación semanal, muestran lecturas menos elevadas, pero no se ha materializado ninguna tendencia.

Se acaba el tiempo para el candidato «alternativo»

Según se acercan las elecciones, Lula y Bolsonaro consolidan su ya muy polarizada ventaja en la carrera (Bolsonaro gana terreno en las encuestas, pero Lula mantiene una cómoda ventaja). Esto es una mala noticia para el resto de candidatos, que siguen luchando entre ellos para ser la «alternativa». Presentarse contra dos ex presidentes ya es de por sí extremadamente difícil, simplemente por su reconocimiento (el número de personas que saben quiénes son). El resto de candidatos solo tiene fuerza a escala regional y Brasil es un país muy grande. Conseguir que alguien sea conocido en todo el país y demostrar que es una alternativa mejor que los ya conocidos en solo dos o tres meses es algo sumamente complejo.

Por si fuera poco, tanto Lula como Bolsonaro afirman que pueden ganar las elecciones en la primera vuelta. Para ello, un candidato debe tener el 50% + 1 de los votos válidos en la primera vuelta, lo que ya ha ocurrido dos veces antes, pero hace mucho tiempo (sucedió con Fernando Henrique Cardoso en 1994 y 1998). No creemos que sea tan fácil conseguir la mayoría en la primera vuelta, por lo que el escenario más probable es que Lula y Bolsonaro se enfrentarán en una segunda vuelta. El candidato alternativo necesitará algo parecido a un milagro para sacar a uno de ellos de la carrera.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): INFRAPONDERAR

Deuda soberana en BRL: SOPREPONDERAR (rendimiento objetivo: 12,75%; dif.: 950 pb)

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

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

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

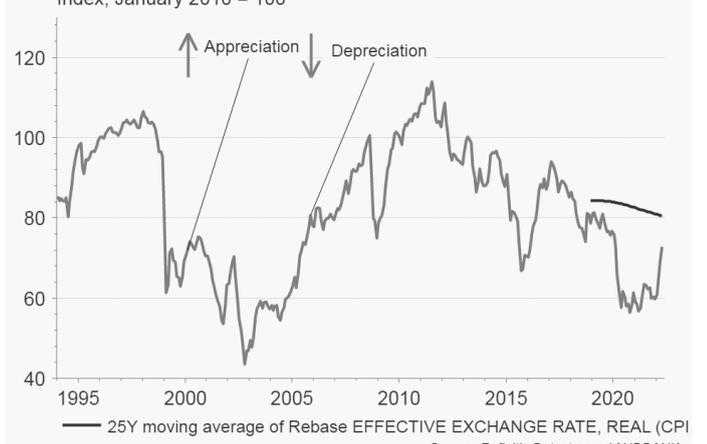
(Local & US\$ denominated bonds)



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Brazil real broad effective exchange rate

Index, January 2010 = 100



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



MÉXICO

La subida de Banxico responde a las expectativas, pero las autoridades hacen gala de un sesgo más restrictivo

Banco central

El consejo del Banco Central de México (Banxico) decidió aumentar su tipo de interés objetivo en 50 puntos básicos para situar el tipo de política monetaria en el 7,00% (frente al 4% del inicio del ciclo restrictivo). La decisión estuvo dividida, al haber votado uno de sus cinco miembros (Irene Espinosa) por una subida de 75 pb. La gobernadora de la institución, Victoria Rodríguez, afirmó que Banxico estaba listo para endurecer en mayor medida su política de ser necesario.

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 a largo plazo (300 pb \pm 100 pb) previsto para 2022 (6,40% interanual) y 2023 y la convergencia hacia el objetivo en el primer trimestre de 2024. El vicegobernador de la institución, Jonathan Heat, afirmó que la inflación alcanzará su punto álgido en algún momento del segundo trimestre del año, pero que la trayectoria descendente posterior será complicada y prolongada.

Los tipos a plazo de la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) anticipan subidas adicionales de hasta 250 pb, en vista de las subidas de tipos por otros bancos centrales y de las crecientes perspectivas de inflación. Los analistas esperan una subida acumulada de más de 150 pb en lo que queda de año.

Inflación y actividad

La inflación en abril alcanzó el 7,68% interanual (+0,54% en el mes, ligeramente por debajo de las expectativas), el dato más elevado desde enero de 2001. La inflación subyacente se situó en 7,22%, un nivel similar al nivel general, señal de que el aumento de los precios no se deriva por completo de acontecimientos no recurrentes. Los analistas privados esperan un nivel del 6,75% interanual a finales de este año. Para afrontar la subida del coste de los alimentos, el Gobierno pactó con las principales empresas limitar las subidas de precios (pero sin fijar precios máximos) de 24 productos clave durante los próximos seis meses.

En cuanto a la actividad económica, las perspectivas de crecimiento para este año se han reducido drásticamente. De media, el consenso de las estimaciones de los analistas se sitúa ahora por debajo del 1,72%. La economía creció un 0,9% en el primer trimestre del año (+1,6% interanual) y se espera que alcance el nivel anterior a la pandemia en el tercer trimestre del año.

Contexto político y política presupuestaria

El Gobierno mexicano está contribuyendo a mitigar el impacto de la subida de precios en los ingresos de los hogares, principalmente a través de las subvenciones a la gasolina, lo que ha mermado en un 60% la recaudación del impuesto especial sobre la gasolina (IEPS).

Los ingresos públicos habían crecido un 2,2% interanual, en términos reales, al cierre del primer trimestre, como resultado de un aumento del 31,7% interanual en los ingresos derivados del petróleo. Los gastos se han mantenido por debajo de lo presupuestado en la mayoría de las partidas, incluida Pemex, lo que ha propiciado un resultado primario equilibrado y una relación entre la deuda y el PIB del 48% (100 puntos básicos por debajo del nivel de 2021).

Mercados financieros

Renta variable. Perspectiva positiva debido al aumento de las remesas, la mayor movilidad, resultados empresariales trimestrales mejores de lo estimado, menor incertidumbre política y datos presupuestarios positivos. En el plano negativo, la política monetaria restrictiva ante las presiones inflacionistas y la reciente volatilidad de los mercados financieros mundiales podría afectar a los resultados. La valoración actual del índice mexicano, cuyo PER de 14,46 veces es significativamente inferior a la media de los últimos cinco años (20,17x), parece señalar un punto de entrada atractivo. Mantenemos una cotización objetivo a 12 meses de 60.000 puntos.

Renta fija y tipos de cambio. Fitch confirmó la calificación soberana de México en BBB- (la más baja entre las otorgadas por las tres agencias de calificación), con perspectiva estable, debido a una gestión macroeconómica prudente, datos externos estables y un nivel de deuda inferior a la mediana del tramo BBB. En cuanto a los factores negativos, Fitch destacó las expectativas de crecimiento moderadas a largo plazo, las continuas intervenciones políticas que afectan a la inversión privada y los pasivos contingentes de Pemex.

El diferencial entre los bonos denominados en divisa local y los del Tesoro (a 10 años) ha descendido a 600 pb y, dado que mantenemos nuestro objetivo en 600 puntos básicos, a corto plazo observamos un potencial de revalorización limitado. En cuanto a la deuda denominada en dólares, el diferencial volvió a superar los 200 pb, por encima de nuestro objetivo de 180 pb.

La volatilidad del tipo de cambio sigue disminuyendo pese a la apreciación del dólar, cotizando el peso en torno a las 20 unidades por dólar estadounidense. Esperamos una depreciación de la moneda de aquí a finales de año, con un cambio objetivo en 21 pesos por dólar.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

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

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

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

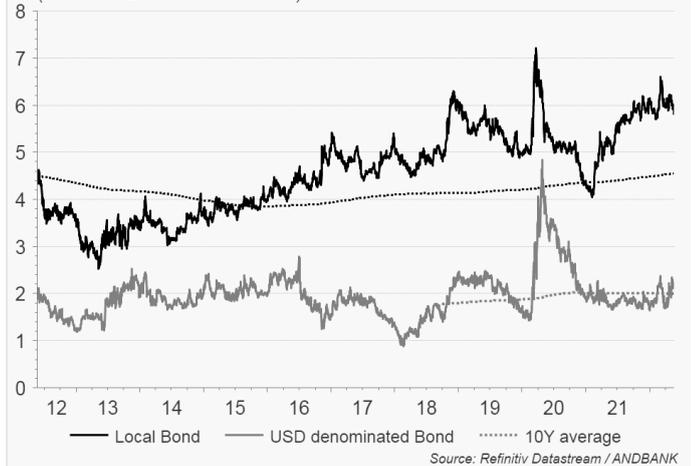
Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



MXN/USD Real Effective Exchange Rate

x 0.01 Index





ARGENTINA

La fragmentación de la coalición de gobierno va a más

Política: las disputas internas son cada vez más públicas

Lo que antes era una crítica indirecta y oficiosa del *kirchnerismo* (el sector liderado por la vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner) se ha convertido en una oposición abierta a la Administración de Alberto Fernández. La vicepresidenta afirmó que no había una disputa, sino un debate de ideas, pero posteriormente lanzó duras críticas, afirmando que la inflación no se detiene y que los argentinos no llegan a fin de mes. Más crítico aún fue el ministro de Asuntos Sociales de la provincia de Buenos Aires (cercano a Máximo Kirchner), Andrés Larroque, quien acusó al ministro Martín Guzmán de «no tener votos» y dijo que el círculo íntimo del presidente está completamente alejado de la realidad.

Sobre las declaraciones de CFK y otros funcionarios kirchneristas, Guzmán dijo que siempre habrá diferencias en los distintos frentes políticos, pero que hay determinadas áreas en las que el país necesita alcanzar cierto consenso. El ministro advirtió que las medidas cortoplacistas acaban generando crisis y que el país debe actuar con sentido común y dejar de lado «cuentos de hadas». Asimismo, se mostró partidario de la actualización de las tarifas energéticas (uno de los principales frentes de disputa entre las dos facciones) en función de la segmentación de ingresos y cuestionó el nivel actual de las subvenciones energéticas: «¿En qué país funcionan unas subvenciones energéticas del 4% del PIB? ¿En qué país del mundo existe un déficit financiado con una moneda que la gente ya no quiere?»

Por último, pero no menos importante, el presidente Alberto Fernández, durante una entrevista para el servicio de radiodifusión español, afirmó que volverá a ser candidato en las elecciones presidenciales de 2023.

Energía: el debate se centra en las nuevas tarifas

El Gobierno nacional efectuará consultas públicas para definir los nuevos precios que entrarán en vigor el 1 de junio para el gas natural, la generación de electricidad y la segmentación de tarifas con el objetivo de reducir el alcance de las subvenciones energéticas. En los cuatro primeros meses del año las subvenciones energéticas aumentaron un 174% en términos nominales y un 78% en términos reales, lo que representa casi el 11% del gasto primario total de ese periodo.

Otras noticias relevantes fueron la adjudicación de nueve cargamentos de gas natural licuado (GNL) por valor de 657,8 millones de dólares, con un precio medio de 28.729 dólares por millón de BTU, un 27,6% menos que en la anterior licitación (ocho cargamentos a un precio medio de 39.666 dólares/MBTU), pero aún muy superior al precio medio pagado en 2021 (8.330 dólares). Se calcula que se necesitará importar otros 40 cargamentos para cubrir la temporada de invierno. El aumento de los pagos por importaciones de gas será el principal factor determinante de la balanza comercial argentina y, por tanto, también de la acumulación de reservas, así como del nivel de subvenciones a las tarifas de gas residencial e industrial.

Inflación: el dato general disminuye, pero el subyacente no remite

La inflación se situó en abril en +6% (+58% interanual; +23,1% en lo que va de año), por debajo de la cifra de marzo (+6,7%), pero por encima de las expectativas del mercado (+5,6%). Lo más preocupante del dato de abril es el comportamiento de los precios subyacentes, con un incremento del 6,7% mensual (+6,4% en marzo), muy por encima de la media mensual, que se vio reducida por los precios regulados (+3,9%) y los estacionales (+5,4%), en este último caso gracias a la ralentización de las subidas de precios de alimentos y bebida (no existe una teoría de impacto externo que explique el dato de abril). Al igual que en los meses anteriores de este año, la ropa y el calzado (un sector sumamente protegido) fue el sector que registró un mayor aumento (+9,9%).

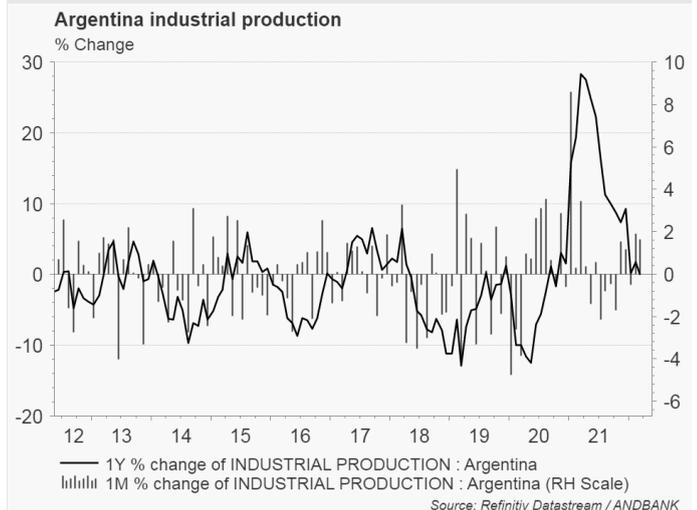
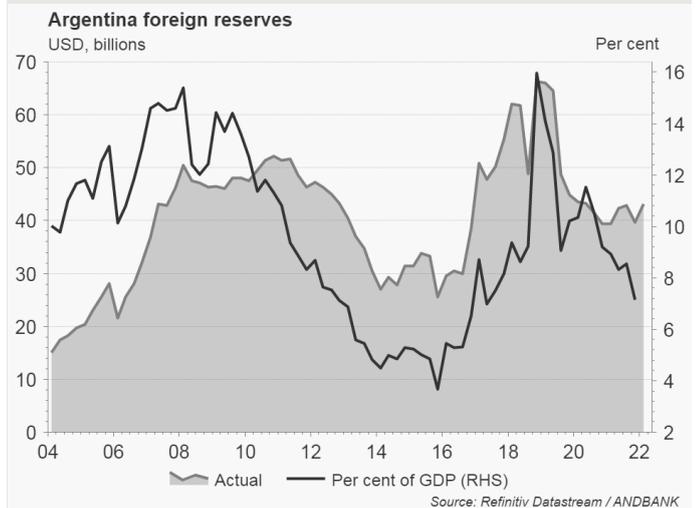
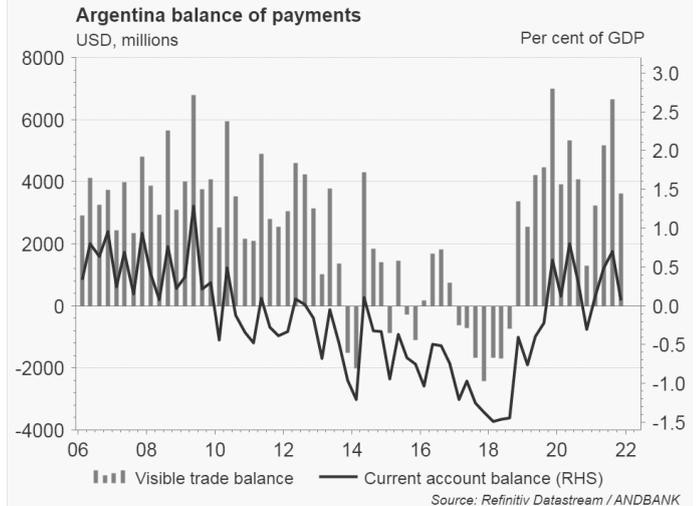
La encuesta de abril del Banco Central de la República Argentina (BCRA) prevé una inflación del +65,1% interanual para finales de 2022, pero parece que esta previsión podría quedarse corta, ya que los riesgos siguen apuntando a movimientos al alza (ajustes de precios de las tarifas de los suministros públicos, presiones salariales y nuevos aumentos de los precios de los combustibles).

Para hacer frente al aumento de la inflación, la institución monetaria subió por quinta vez este año su tipo de interés de política monetaria, con un aumento de 200 puntos básicos (del 47% al 49%), alcanzando un equivalente efectivo anualizado del 61,8% (anteriormente, del 58,7%) y una tasa real positiva, uno de los objetivos del programa con el FMI para impulsar la demanda de títulos denominados en ARS y aliviar de ese modo la dependencia del Tesoro respecto de la financiación monetaria. Esta estrategia se ve presionada por ambos lados: el *kirchnerismo* que cuestiona las restricciones que impone a la política económica y la oposición que argumenta que la creciente carga de deuda en ARS limitará el margen de maniobra del próximo gobierno.

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)





RENDA VARIABLE

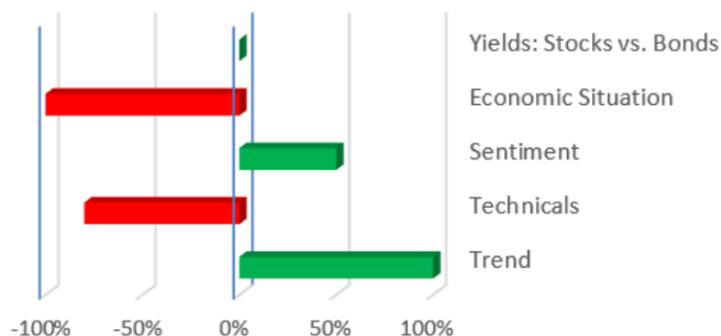
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2022	Projected EPS 2023	EPS Fw 12 months	EPS Growth 2022	E [PE] ltm Year End	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point
USA S&P 500	225,0	246,0	233	7,7%	18,50	3.974	4.316	8,6%	MW	4.747
Europe - Stoxx Europe 600	30,5	33,0	31,5	4,3%	15,00	434	472	8,8%	MW	520
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	33,0	30,6	2,5%	15,00	413	459	11,1%	MW	505
Spain IBEX 35	634,0	725,0	670	1,8%	14,00	8.634	9.379	8,6%	MW-OW	10.316
Mexico IPC GRAL	4.000	4.200	4.079	10,6%	14,75	51.377	60.164	17,1%	OW	66.180
Brazil BOVESPA	15.000	15.000	15.000	4,1%	8,00	109.488	112.500	2,8%	UW	123.750
Japan NIKKEI 225	1.810	1.894	1.843	3,7%	16,00	27.002	29.490	9,2%	OW	32.439
China SSE Comp.	310,2	374,0	335	32,5%	10,00	3.071	3.353	9,2%	MW	3.689
China Shenzhen Comp	120,3	149,0	132	24,0%	18,00	1.922	2.369	23,2%	MW-OW	2.606
India SENSEX	2.760	3.236	2.948	18,8%	23,00	54.053	67.799	25,4%	MW-OW	74.579
Vietnam VN Index	105,1	134,6	117	19,5%	14,00	1.233	1.634	32,5%	OW	1.797
Taiwán SE Weighted Index	1.423	1.425	1.424	12,3%	13,00	15.964	18.509	15,9%	MW/OW	20.360
MSCI EM ASIA	47,2	53,6	50	8,3%	12,50	552	622	12,6%	OW	684

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 Betalphing 5 Indicators



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

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

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

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: 90-110 USD/barril

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

Factores a corto plazo

(Factor alcista para el precio) – Los países de la UE encontraron una manera de sancionar el petróleo ruso. Hungría, que había sido el principal obstáculo para un plan, continuará comprando petróleo ruso a través de oleoductos, con garantías de los líderes de la UE de que recibirá suministros de reemplazo si se interrumpen los oleoductos. Las nuevas sanciones significan que el petróleo ruso que viaja por barco a la UE estará prohibido para fin de año, y Alemania y Polonia van más allá y se comprometieron a detener las importaciones de petróleo a través de la parte norte del oleoducto Druzhba para fin de año. Europa está lista para aumentar las compras de crudo de los Emiratos Árabes Unidos. Es raro que los cargamentos de los Emiratos Árabes Unidos se entreguen a Europa e implicará una mayor competencia por el petróleo con Asia. Como resultado de esta nueva demanda de la UE de barriles de los Emiratos Árabes Unidos, el diferencial entre los grados Dubai y Brent aumentó a más de \$ 12 por barril. Por otro lado, Europa también ha comenzado a aumentar los flujos domésticos, con cargas diarias de Ekofisk en el Mar del Norte que aumentarán de 40 000 bpd en junio a 232 000 bpd en julio, mientras que las cargas de la plataforma Johan Sverdrup del Mar del Norte también aumentarán. Todo esto puede poner presión en el crudo internacional.

(Factor alcista para el precio) – El procesamiento de crudo en China ha caído a su mínimo de los dos últimos años, pero la situación está a punto de cambiar. El refinado de crudo por China cayó a 12,66 millones de bpd (Mbpd) en abril, el nivel más bajo desde marzo de 2020. La disminución se explica por la última ronda de confinamientos y cierres económicos en el marco de la política de «Covid cero» del país, aunque las refinerías independientes están preparadas para aumentar la producción en cuanto empiecen a relajarse las restricciones.

(Factor bajista para el precio) – Irán puede doblar las exportaciones de petróleo si existiera demanda suficiente. Desde la Compañía Nacional de Petróleo Iraní se afirmó que el país tiene capacidad para doblar las exportaciones de petróleo si existiera demanda suficiente y que Irán se esforzaría al máximo por recuperar su cuota de mercado y reactivar a sus clientes. Irán estaría exportando hasta 1 Mbpd, cuando los Presupuestos del Estado prevén ventas de 1,4 Mbpd hasta marzo de 2023. Esos comentarios se producen en el curso de las últimas conversaciones sobre el acuerdo nuclear, unas negociaciones entre funcionarios de la UE e iraníes que están yendo mejor de lo esperado. Al respecto, el ministro de Asuntos Exteriores de la UE, Josep Borrell, sostuvo que las conversaciones de su equipo con funcionarios iraníes eran «lo suficientemente alentadoras» como para justificar la reanudación de conversaciones con Teherán sobre su retorno al acuerdo nuclear de 2015. Las negociaciones, que habían desarrollado las líneas directrices de un acuerdo, llevan un tiempo suspendidas tras algunas demandas rusas de último minuto y por el espinoso asunto de la designación del Cuerpo de la Guardia Revolucionaria de Irán (IRGC) como grupo terrorista. En la UE sigue expresándose escepticismo sobre la posibilidad de que Estados Unidos aceptase dejar de considerar al IRGC como grupo terrorista.

(Factor bajista para el precio) – Venezuela se fija como objetivo triplicar su producción de crudo este año. Los fletes de petróleo iraní a Venezuela ya superan en un 48% la cifra de todo 2021, con Caracas buscando mezclar su crudo pesado con miras a la exportación. Venezuela bombeó 697.000 bpd en marzo, pero se apunta a volver a rondar este año los 2 Mbpd. Aunque parezca optimista, dependerá de la actitud política de Venezuela y Occidente.

(Factor bajista para el precio) – Arabia Saudita e Irak prevén aumentar la capacidad productiva en los próximos años. Según Platts, Arabia Saudita afirmó que su producción alcanzará hasta 13,4 Mbpd a finales de 2026 o principios de 2027, frente a la actual de 12 Mbpd (aunque está produciendo solo 10,4 Mbpd), ya que aspira a aumentar la producción en los campos de la zona neutral con Kuwait. Según Reuters, el ministro del petróleo de Irak declaró que el país planea aumentar la producción a 6 Mbpd para finales de 2027, cuando las últimas estimaciones eran de 4,46 Mbpd. La falta de capacidad adicional en la OPEP+ ha sido un factor clave en la evolución de los mercados petroleros mundiales en los últimos meses, al haberle costado a la alianza mantener el cumplimiento de cuotas de producción crecientes, si bien a corto plazo ha seguido ampliando sus expectativas de que la oferta superará a la demanda este año.

(Factor bajista para el precio) – La producción de petróleo de esquisto en EE.UU. podría recuperar en octubre niveles anteriores a la pandemia. Los analistas de energía estiman que los niveles de utilización de los oleoductos desde la cuenca del Pérmico hasta la costa del Golfo alcanzarán su nivel prepandémico del 77% en octubre y del 80% para final de año (frente al 70% en abril) a medida que la producción del Pérmico se eleva hacia los 5,7 Mbpd previstos para el próximo año. El número de plataformas petrolíferas en el Pérmico ha aumentado un 14% en lo que va de año y más empresas de energía han considerado aumentar capital para incorporar plataformas adicionales e impulsar la producción,

(Factor bajista para el precio) – La Unión Europea se apresta a relajar sus estándares medioambientales a medida que se aleja del petróleo ruso. Según FT, en el marco de un plan emergente provocado por la necesidad de alejarse del petróleo ruso, la UE permitiría a las empresas construir proyectos eólicos y solares sin necesidad de una evaluación de impacto ambiental.

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

El oro está barato respecto al paladio. La ratio oro/paladio cayó a 0,843, muy por debajo de su media de 20 años de 1,85x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio... o que el paladio está incluso más caro que el oro.

Factores neutrales para el oro

El oro dejará de ser el único activo antifrágil. El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro estadounidense (UST). Los inversores siempre han de realizar el ejercicio de decidir qué activo antifrágil mantendrán en sus carteras para protegerse de la inestabilidad en los mercados financieros, perturbaciones de oferta o demanda, o un colapso de los tipos de interés reales (por efecto de la inflación). La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (el oro y el UST, u otro bono soberano computable en recursos propios básicos como «capital de Nivel 1») ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en tal escenario disruptivo. Lo que dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación.

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

Factores negativos para el oro

Los fuertes rendimientos negativos, que conferían atractivo al oro, han desaparecido. La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija –que el oro no paga cupón– quedó neutralizada cuando numerosos títulos de deuda global «ofrecían» tipos negativos. Pero tal circunstancia ya ha desaparecido y la mayoría de los bonos del universo del USD ofrecen rentabilidades positivas, lo que los hace atractivos frente al oro, que nuevamente sufre la desventaja de no pagar cupón ni rendimientos.

El oro está caro respecto a la plata. La ratio Oro/Plata se elevó a 85,12x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 66,87 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 1.453 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, que cayó a 16,4x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,35 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a medio plazo para el petróleo WTI de 80-90 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.559 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,24009 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 1.495 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.078 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.333 USD/onza.

Los tres riesgos para el recorrido alcista del oro que se han identificado ya no parecen tan distantes. ¿De qué riesgos se trata? El alza de 1976-80 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación, provocándose una apreciación del USD. El rally de 1985-88 terminó cuando Alemania se retiró del acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir (y, con ellos, también el USD). En el período 2001-11 (en el que la cotización del oro se disparó de 300 a 1.800 USD/oz), las políticas de «armas y mantequilla» de George W. Bush estimularon alzas en mercados emergentes, que se convirtieron en nuevos compradores de oro... y duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011. Por lo tanto, las únicas cuatro amenazas para el mercado alcista del oro parecen ser: 1) tipos nominales más altos; 2) apreciación del USD; 3) aumento de los tipos reales; 4) pérdida de impulso. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su «peligrosidad» o capacidad efectiva de atajar en seco el repunte del oro.

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

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

- **Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo MEDIO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente, provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (negativo para el oro). Con una visión a más largo plazo, no prevemos un salto en el saldo por cuenta corriente que impulse drásticamente al USD. Más bien, el saldo (déficit) podría permanecer estable alrededor del 2% del PIB y mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que podría terminar con el mercado alcista del oro. Sin embargo, una Fed más decidida en su estrategia de salida (*tapering*) podría provocar cierta escasez de dólares, lo que perjudicaría mucho al precio del oro.

- **Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO).** Incluso si los tipos nominales subiesen, la única forma en que los países de la OCDE podrían experimentar un aumento en los tipos de interés reales sería por el colapso de la tasa de inflación. Pero, ¿de qué manera ocurriría esto? Un resultado tan deflacionario podría desencadenarse por un colapso permanente de los precios de la energía, de los precios inmobiliarios o incluso del renminbi. Hay pocas señales de que tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir un riesgo inmediato.

- **Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía durante bastante tiempo. El precio del oro lleva un tiempo sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011. En la década 2001-2011 fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del oro. En cambio, en la década 2011-2020 el grueso de la riqueza mundial se ha generado en EE.UU. (por personas con escaso interés en el oro), y con un crecimiento en mercados emergentes mucho más moderado. Si estos volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos una opinión clara sobre Asia, lastrada como está por una China absorbida en una especie de nihilismo existencial.



DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

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

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

Divisas de países de mercados emergentes: NEUTRAL para las divisas de estos países en el corto plazo.

EUR/USD: Objetivo: 1,05 (comprar USD a 1,07 dólares/euro). NEUTRAL al EUR en el corto plazo.

USD/JPY: Objetivo: 116; **EUR/JPY:** Objetivo: 122. NEUTRAL.

GBP/USD: Objetivo: 1,39; **EUR/GBP:** Objetivo: 0,75. POSITIVA.

USD/CHF: Objetivo: 0,93; **EUR/CHF:** Objetivo: 0,98. NEUTRAL.

USD/BRL: Objetivo: 5,25; **EUR/BRL:** Objetivo: 5,51. NEGATIVA.

USD/MXN: Objetivo: 20,75; **EUR/MXN:** Objetivo: 21,79. NEUTRAL.

USD/ARS: Objetivo: 175. NEGATIVA.

USD/INR: Objetivo: 76. NEUTRAL.

CNY: Objetivo: 6,65. NEUTRAL.

RUB: NEUTRAL.

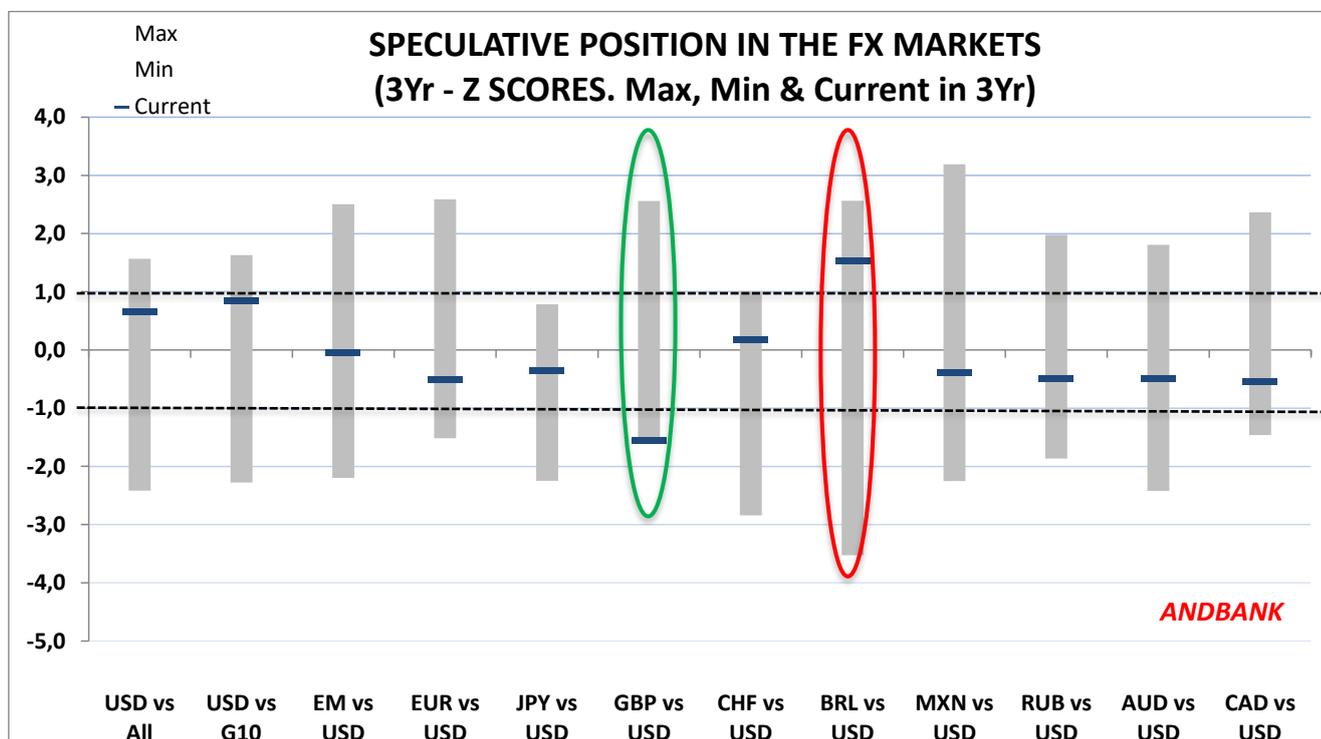
AUD: NEUTRAL.

CAD: NEUTRAL-NEGATIVA.

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	4,3	0,66
USD vs G10	20,88	7,99	32,7	-25,4	6,3	0,84
EM	0,00	0,00	3,9	-1,2	1,4	-0,04
EUR	2,68	-1,54	23,4	-8,6	7,4	-0,50
JPY	-9,88	0,51	0,6	-15,0	-8,4	-0,37
GBP	-6,19	-1,40	4,3	-6,5	-1,8	-1,56
CHF	-2,09	-0,58	0,2	-6,0	-2,4	0,17
BRL	0,77	-0,18	1,0	-0,8	0,0	1,53
MXN	0,71	0,17	3,3	-1,5	1,1	-0,39
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,4	-0,49
AUD	-3,14	-1,01	6,1	-6,6	-1,4	-0,49
CAD	-1,13	-2,81	6,1	-5,0	0,3	-0,55

- 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	-7,5%	-16,6%	3.974	4.316	8,6%		
	Europe - Stoxx Europe 600	-2,4%	-11,0%	434	472	8,8%		
	Euro Zone - Euro Stoxx	-2,1%	-13,8%	413	459	11,1%		
	SPAIN - IBEX 35	0,7%	-0,9%	8.632	9.379	8,7%		
	MEXICO - MXSE IPC	-2,4%	-3,6%	51.377	60.164	17,1%		
	BRAZIL - BOVESPA	-1,0%	4,5%	109.539	112.500	2,7%		
	JAPAN - NIKKEI 225	1,5%	-6,2%	27.002	29.490	9,2%		
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	4,9%	-15,6%	3.071	3.353	9,2%		
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	7,4%	-24,0%	1.922	2.369	23,2%		
	INDIA - SENSEX	-4,5%	-7,2%	54.053	67.799	25,4%		
	VIETNAM - VN Index	-5,9%	-17,9%	1.233	1.634	32,5%		
	MSCI EM ASIA (in USD)	-0,4%	-17,1%	552	622	12,6%		
	Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,1%	-10,0%	2,83	3,25	-0,5%	
Core countries	UK 10 year Gilt	-0,9%	-7,7%	1,97	1,75	3,7%		
	German 10 year BUND	-1,2%	-9,5%	1,00	1,25	-1,0%		
	Japanese 10 year Govie	0,1%	-1,3%	0,23	0,25	0,0%		
	Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	-2,3%	-12,3%	2,11	2,25	1,0%	
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	-3,3%	-14,4%	3,02	2,85	4,3%		
	Portugal - 10yr Gov bond	-1,6%	-12,7%	2,07	2,25	0,6%		
	Ireland - 10yr Gov bond	-1,0%	-10,9%	1,60	1,75	0,4%		
	Greece - 10yr Gov bond	-6,3%	-19,1%	3,70	3,45	5,7%		
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,4%	-1,5%	97,31	80	1,1%		
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-2,1%	-6,2%	472,13	375	7,3%		
	Credit USD IG - CDX IG	-0,3%	-1,3%	90,66	80	2,7%		
	Credit USD HY - CDX HY	-2,5%	-6,0%	522,89	425	9,7%		
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-16,3%	9,3%	22,91	20,00	46,2%		
	EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-11,2%	10,20	14,00	-20,2%	
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,7%	-4,1%	7,14	6,00	16,3%		
	Asia	India - 10yr Gov bond (local)	-2,0%	-4,8%	7,36	7,00	10,2%	
		(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,7%	-9,3%	6,10	5,25	12,9%
		China - 10yr Gov bond (local)	0,4%	0,8%	2,79	2,40	5,9%	
		Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,6%	-3,9%	4,24	3,30	11,7%	
		Thailand - 10yr Gov bond (local)	-2,3%	-8,3%	3,00	4,00	-5,0%	
		Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	-6,9%	2,58	3,40	-4,0%	
		Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,2%	-7,0%	3,13	3,90	-3,0%	
		Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-1,1%	-3,3%	1,14	2,25	-7,7%	
Fixed Income		Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,7%	-5,6%	8,63	9,05	5,2%	
	Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,4%	-13,1%	4,94	5,00	4,4%	
		Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,3%	-10,7%	12,13	12,75	7,2%	
		Brazil - 10yr Govie (USD)	-2,3%	-10,1%	6,14	6,50	3,3%	
Commodities		Oil (WTI)	10,6%	45,0%	109,0	100,00	-8,3%	
	GOLD	-2,5%	1,2%	1.851,1	1.800	-2,8%		
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,4%	-6,1%	1,067	1,05	-1,6%		
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,2%	-7,0%	1,26	1,39	10,7%		
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,9%	1,0%	0,85	0,75	-11,1%		
	USDCHF (price of 1 USD)	0,6%	5,9%	0,97	0,93	-3,6%		
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,3%	-0,6%	1,03	0,98	-5,2%		
	USDJPY (price of 1 USD)	-0,4%	10,9%	127,63	116,00	-9,1%		
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,7%	4,1%	136,22	121,80	-10,6%		
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,4%	-2,8%	19,92	20,75	4,2%		
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,8%	-8,8%	21,24	21,79	2,6%		
	USDBRL (price of 1 USD)	-1,3%	-13,6%	4,81	5,25	9,0%		
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,6%	-18,9%	5,14	5,51	7,3%		
	USDARS (price of 1 USD)	3,6%	15,7%	118,82	175,00	47,3%		
	USDINR (price of 1 USD)	1,2%	4,2%	77,62	76,00	-2,1%		
	CNY (price of 1 USD)	1,7%	5,0%	6,67	6,65	-0,3%		

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Together
Everyone
Achieves
More



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.