

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Agosto-septiembre de 2022

## Análisis Corporativo

Agosto-septiembre 2022

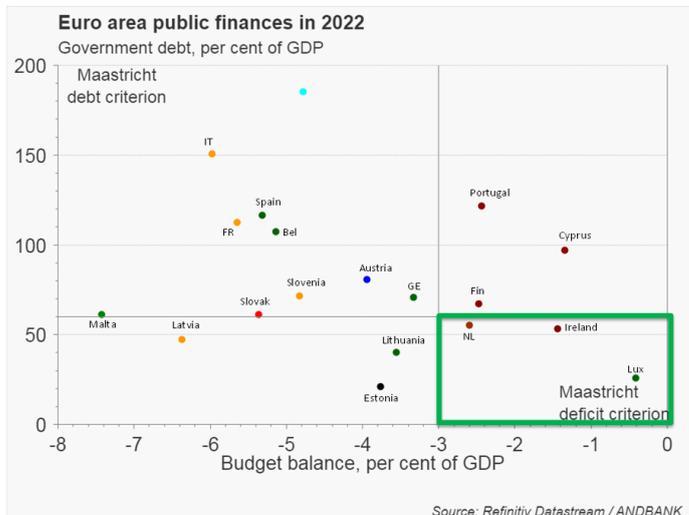
HEY, ¡¡SEGUID  
HACIENDO ESTO Y  
DEJAREMOS DE  
COMPRAR VODKA!!

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

EBERT

## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



En las sabias palabras de Marco Aurelio, emperador romano y filósofo: «Lo que no es útil para la colmena tampoco lo es para la abeja».



### RENTA VARIABLE

Página 2

INDEX	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point
USA S&P 500	4.119	4.390	6,6%	4.829
Europe - Stoxx Europe 600	435	479	10,1%	527
Euro Zone - Euro Stoxx	407	470	15,4%	517
Spain IBEX 35	8.093	9.623	18,9%	10.585
Mexico IPC GRAL	47.385	60.730	28,2%	66.803
Brazil BOVESPA	102.225	112.500	10,1%	123.750
Japan NIKKEI 225	27.595	29.748	7,8%	32.723
China SSE Comp.	3.186	3.476	9,1%	3.823
China Shenzhen Comp	2.138	2.468	15,4%	2.715
India SENSEX	58.079	69.899	20,4%	76.889
Vietnam VN Index	1.242	1.713	38,0%	1.884
Taiwán SE Weighted Index	14.747	18.514	25,5%	20.366
MSCI EM ASIA	536	637	18,9%	700

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

Indices	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
US Treasury 10 year Govie	-7,5%	2,56	3,50	-4,9%
UK 10 year Gilt	-5,8%	1,76	1,75	1,8%
German 10 year BUND	-7,4%	0,73	1,75	-7,4%
Japanese 10 year Govie	-0,8%	0,17	0,25	-0,5%
Spain - 10yr Gov bond	-9,8%	1,81	2,75	-5,7%
Italy - 10yr Gov bond	-13,7%	2,95	4,05	-5,9%
Portugal - 10yr Gov bond	-9,9%	1,72	2,75	-6,5%
Ireland - 10yr Gov bond	-8,8%	1,35	2,25	-5,9%
Greece - 10yr Gov bond	-11,8%	2,82	3,95	-6,2%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	-1,7%	102,81	80	1,9%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	-7,3%	520,13	400	9,0%
Credit USD IG - CDX IG	-1,0%	80,43	90	3,3%
Credit USD HY - CDX HY	-4,0%	471,12	475	7,4%

### RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Turkey - 10yr Gov bond (local)	61,0%	17,00	20,00	-7,0%
Russia - 10yr Gov bond (local)	0,0%	9,00	14,00	-31,0%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-2,6%	7,12	6,25	14,0%
India - 10yr Gov bond (local)	-2,3%	7,20	7,25	6,8%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	-8,9%	6,17	6,20	5,9%
China - 10yr Gov bond (local)	1,9%	2,73	2,75	2,5%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	3,88	3,50	6,9%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	-2,7%	2,35	3,50	-6,9%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	-6,8%	2,62	3,75	-6,4%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-5,3%	2,98	4,00	-5,2%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-3,0%	1,11	2,25	-8,0%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-2,3%	8,40	9,30	1,2%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-10,9%	4,73	5,40	-0,6%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-14,6%	12,88	13,00	11,9%
Brazil - 10yr Govie (USD)	-7,7%	5,95	6,75	-0,4%

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Oil (WTI)	23,6%	92,9	100,00	7,6%
GOLD	-3,1%	1.771,1	1.800	1,6%
EURUSD (price of 1 EUR)	-10,0%	1,023	1,04	1,7%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-9,9%	1,22	1,27	3,8%
EURGBP (price of 1 EUR)	-0,1%	0,84	0,82	-2,0%
USDCHF (price of 1 USD)	4,3%	0,95	0,93	-2,2%
EURCHF (price of 1 EUR)	-6,1%	0,97	0,97	-0,6%
USDJPY (price of 1 USD)	13,9%	131,08	128,00	-2,3%
EURJPY (price of 1 EUR)	2,5%	134,13	133,12	-0,8%
USDMXN (price of 1 USD)	-0,3%	20,42	20,75	1,6%
EURMXN (price of 1 EUR)	-10,3%	20,88	21,58	3,3%
USDBRL (price of 1 USD)	-6,9%	5,19	5,25	1,2%
EURBRL (price of 1 EUR)	-16,2%	5,31	5,46	2,9%
USDARS (price of 1 USD)	28,4%	131,89	175,00	32,7%
USDINR (price of 1 USD)	5,6%	78,61	76,00	-3,3%
CNY (price of 1 USD)	6,4%	6,76	6,65	-1,6%



# EE.UU.

## La Fed señaló en su reunión de julio un posible cambio de enfoque, de uno retrospectivo a otro más prospectivo

Hasta hace poco, los inversores pensaban que la Fed continuaría endureciendo la política de forma agresiva

Dado que tanto los datos de inflación pasados como las expectativas de inflación futuras se encuentran por encima de la zona deseada por quienes formulan las políticas, el mercado está convencido de que la Reserva Federal seguirá instrumentando con determinación medidas de política restrictivas (QT). Una razón suficiente esta, cabría pensar, para que cualquier inversor vendiera sus activos de riesgo y se olvidase del mercado por un tiempo. Ahora bien, quedan demasiadas preguntas aún sin respuesta, lo que complica tomar decisiones de inversión en la actualidad. ¿Qué pasará si la Fed consigue encauzar la inflación? ¿Con qué criterios definirá la consecución de tal objetivo? ¿Bastará con que las expectativas de inflación vuelvan al objetivo, aunque las medidas de inflación pasada sigan siendo elevadas? ¿O se requerirá que ambas medidas queden controladas? La Fed, ¿mirará más hacia atrás o hacia adelante? El nuevo enfoque de política de la Fed pesará mucho en la confianza inversora: si antes de 2020 la Fed mantuvo uno prospectivo, recientemente ha revisado su enfoque y en la práctica ha escindido el objetivo en dos componentes: (i) media móvil de inflación pasada del 2% durante un tiempo no especificado, y (ii) expectativas de inflación bien ancladas en torno al 2%. Esta es la razón de que los inversores piensen que la Fed podría continuar ajustando agresivamente su política. Las medidas de expectativas de inflación basadas en el mercado ya se han moderado (el tipo de interés exigido a los valores del Tesoro a 10 años con rendimientos reales, es decir, ligados a la inflación, ha caído del 3% de hace tres meses al 2,3%, situándose apenas por encima del objetivo de la Fed del 2%); en cambio, la media móvil de datos de inflación históricos va a más (el índice de precios al consumo en EE.UU. se elevó en junio al 9,1% interanual y, en términos anualizados, al 11% respecto al trimestre anterior), lo que significa que, según todos los datos potencialmente relevantes de periodos pasados, la inflación pasada supera el objetivo de la Fed, establecido en la práctica en una media del 2%, lo que implicaría proseguir con el ajuste.

### Un cambio en el enfoque de la Fed muy bien recibido por el mercado

Es muy posible que la Fed esté concediendo en la actualidad a las expectativas de inflación al menos tanto peso, si no más, que a la media móvil de los datos de inflación pasada. La razón es que: 1) el presidente de la Fed, Jay Powell, ha declarado en repetidas ocasiones que el «objetivo último» de la política monetaria son unas expectativas de inflación bien ancladas y que el objetivo medio del 2% de la Fed para la media de inflación pasada no es más que un medio para tal fin. Esto pone el énfasis en las expectativas de inflación. 2) La inflación pasada puede incorporar elementos de distorsión, ya que los precios reflejan los efectos de factores transitorios, lo que puede inducir a confusión. 3) Las expectativas de inflación han demostrado ser en el pasado una guía útil para la política de la Fed. En 2013, después de que la tasa de inflación «de equilibrio» del bono a 10 años con rendimientos reales se situara en el extremo superior de su rango normal (alrededor del 2,5%), Ben Bernanke, el entonces presidente de la Fed, comenzó a hablar de una reducción gradual (*tapering*) de la expansión cuantitativa (QE), pese a que la inflación pasada todavía se situaba dentro del objetivo. En 2021, cuando la tasa de inflación «de equilibrio» del bono a 10 años volvió a subir al 2,5%, la Fed inmediatamente comenzó a hablar seriamente de la reducción gradual. 4) En enero, Powell declaró: «Nada en nuestro marco exige que la inflación tenga que situarse por debajo del 2%. Lo que intentamos es mantener las expectativas de inflación bien ancladas en el 2%. Ese es siempre el objetivo último». En suma, que la única razón por la que la Reserva Federal se empeñaría en congelar la inflación sería que lo considerara necesario para volver a anclar las expectativas de inflación a largo plazo en el 2%. Está claro por tanto que el foco recae en las expectativas de inflación. Si retornan al objetivo o se sitúan por debajo, dando muestras de permanecer ahí, la Fed bien podría moderar sus medidas restrictivas, aun cuando la inflación pasada continuara siendo elevada. Por supuesto, a la Fed le gustaría que las medidas de inflación se redujeran desde los niveles actuales. Al respecto, y pese al elevado dato de inflación de junio, pensamos que son varias las dinámicas que ayudarán a reducir las medidas de inflación en los próximos meses. El reciente descenso de los precios del petróleo ya redujo los de la gasolina en un 14% desde el pico de mediados de junio (de 5 a 4,35 USD por galón), aunque todavía están muy por encima de los niveles de principios de año (3,2 USD/galón). Por otro lado, cada vez se observan más señales de que las interrupciones y retrasos en las cadenas mundiales de suministro de componentes se están resolviendo gradualmente. Además, los inventarios comienzan a aumentar, permitiendo que se reajusten oferta y demanda, mientras que el alza de los tipos hipotecarios está impactando en la venta de viviendas y afectando a las solicitudes de hipotecas.

### Actividad económica e inflación: La actividad sorprende y se aceleró en Julio

Los datos económicos mostraron una inesperada aceleración de la actividad en servicios y en manufactura. En servicios tuvimos las siguientes mejoras: ISM no manufactura de gerentes de compra aumentó a 56,7 (desde 55,3). ISM no manufactura de Business Activity aumenta a 59,9 (desde 56,1). ISM de empleo no manufacturero aumenta a 49,1 (desde 47,4 anterior). ISM servicios New orders aumenta a 59,9 (desde 55,6). EN cuanto a la manufactura, también vimos una aceleración de algunos agregados: Ventas de coches en 2,790 M (desde 2,720 M en junio). Venta de camiones aumenta a 10,560M (desde 10,28 M). Factory orders +2% m/m (aumenta desde el +1,6%).

En el campo de la Inflación, hubo un dato esperanzador, que sugiere un cambio de tendencia: ISM Prices paid, se desaclera fuertemente a 72,3 (desde 80,1 anterior).

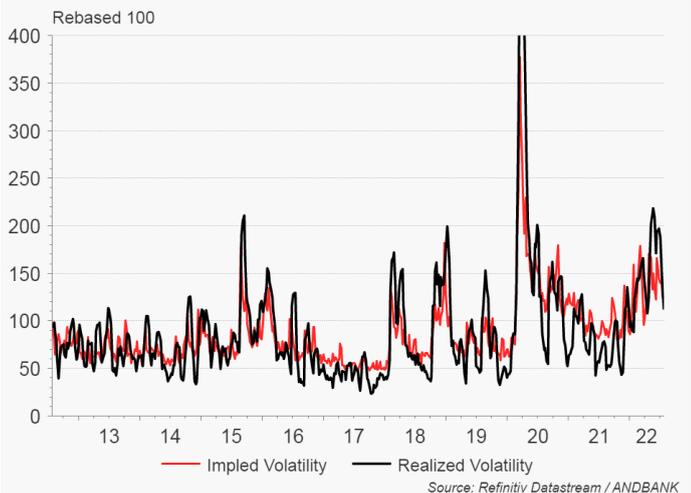
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

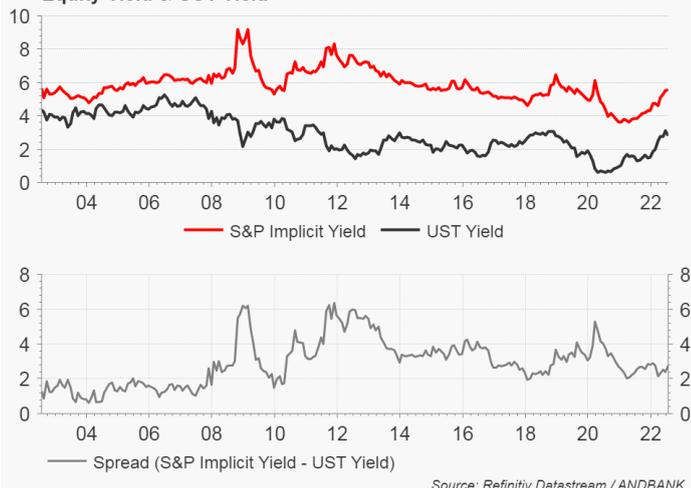
US measures of price / earnings



VIX VOLATILITY INDEX



Equity Yield & UST Yield





## EUROPA

### El BCE se suma al grupo de bancos centrales que han subido los tipos de interés

#### El BCE decide por unanimidad una subida acelerada de tipos y aprobar el TPI

El Banco Central Europeo se sumó finalmente a la mayoría de institutos emisores del mundo que han dado el paso de subir los tipos de interés. Una subida con sorpresa incluida, ya que fue de 50 pb (aplicada a sus tres tipos de referencia). Se trata de la primera subida en 11 años y, además, la mayor en 22 años (el alza fue de medio punto, cuando el consenso esperaba que fuera de un cuartillo). Las decisiones se adoptarán ahora «reunión a reunión». Esperando que la inflación toque techo en septiembre-octubre, mantenemos la previsión de un aumento en los tipos de interés de 75 pb de cara a final de año, sin descartar que el alza pudiera ser de 100 pb.

El BCE acordó asimismo crear un instrumento *anti-fragmentación*, sin límite de recursos, para evitar que la subida de tipos de interés eleve las primas de riesgo y provoque la fragmentación financiera de la zona euro. El BCE no entró en los detalles del programa ligado al instrumento de protección de la transmisión (TPI), pero la información facilitada se estimó suficiente. Cabe señalar que hubo unanimidad en la decisión de su Consejo de política monetaria. El diseño del TPI se ajusta a las expectativas del mercado de que no habría restricciones *ex ante* en las compras de deuda, que dependerían de la severidad de la situación del mercado. Se requiere satisfacer criterios fiscales (marco fiscal de la UE, sostenibilidad fiscal) y macroeconómicos (ausencia de desequilibrios significativos) y secundar las políticas de la UE. Con todo, el BCE no mencionó algunos detalles importantes sobre la esterilización monetaria, la evaluación de las condiciones que activarían el uso del programa o el mecanismo de comunicación. El BCE se reserva a su entera discreción la decisión sobre el uso del nuevo instrumento.

Por lo que respecta a la coyuntura macroeconómica, la ralentización de la demanda empaña las previsiones y la inflación seguirá alta, por encima del objetivo del BCE, durante un tiempo. Respecto al riesgo de recesión, Lagarde recordó que no era el escenario base del BCE para 2022 ni 2023 e insistió en la existencia de factores que podrían alterar las previsiones, así como en el mandato del BCE de lograr la estabilidad de precios, reservándose cierta discrecionalidad lógica para disponer de margen de maniobra.

#### Crisis de liderazgo «europeísta» en Italia

Italia celebrará elecciones anticipadas (el 25 de septiembre) tras la renuncia de Draghi, ya que aliados clave de la coalición gobernante boicotearon el voto de confianza al que se sometió. Los sondeos de opinión muestran una carrera igualada entre Partido Democrático (centroizquierda) y Hermanos de Italia (derechistas, aliados de Forza Italia y la Liga). Por su parte, el Reino Unido se dispone a elegir nuevo líder Conservador tras la renuncia del primer ministro provocada por una crisis en su gabinete ministerial. Sunak encabeza las apuestas al liderazgo de los *tories*.

#### Persiste la incertidumbre sobre el petróleo ruso

La principal amenaza macroeconómica que pesa sobre Europa es el gas ruso. El suministro se ha reducido a un tercio; en concreto, Uniper (principal cliente de Gazprom) recibe un 40%, con los niveles almacenados muy por debajo de las necesidades para el invierno. Si los suministros no se normalizan en las próximas semanas, Europa se verá obligada a intervenir de un modo u otro en el mercado del gas. ¿Con qué podría compensarse la falta de gas ruso? El GNL poco puede ayudar, ya que las importaciones europeas son altas y el grueso de nuevos proyectos no se implementarán en el corto plazo. Además, Europa se enfrentará a la competencia de otros países cuya demanda esté recuperándose (como China). De modo que el ajuste tendrá que venir del lado de la demanda, que tendría que reducirse un 7-8% en 2022 y un 5-6% en 2023. Si bien tal reducción no parece drástica en términos porcentuales, en términos absolutos es todo un desafío, equivalente a la mitad de la registrada durante los primeros confinamientos impuestos con motivo de la pandemia. El complejo industrial se vería profundamente afectado, provocando una recesión en Europa. El impacto definitivo todavía es difícil de calibrar y también dependería de eventuales ahorros por parte de los hogares (38% de la demanda de gas), a los que probablemente se diese prioridad en el suministro pero que desempeñarían también un papel en reducir la caída en la actividad económica. Si los precios del gas se mantuvieran en estos niveles habría que revisar el IPCA al alza (+1%) y el crecimiento del PIB a la baja (-0,5%).

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

**Deuda pública.** Careciendo de visibilidad sobre las previsiones macroeconómicas de Europa, nos atenemos al objetivo revisado de rendimiento para el bono alemán del 1,75%, válido hasta el primer semestre de 2023. En cuanto a los diferenciales de deuda de países periféricos de la zona euro, revisamos la prima italiana (de 180 pb a 230 pb) por la mayor incertidumbre política.

**Deuda corporativa.** El rendimiento de los bonos de empresa europeos de mayor calidad con categoría de inversión (IG) se ha comprimido del 3,5% al 3,14%. A medio o largo plazo somos más optimistas y pensamos que podrán recuperarse también la categoría de alto rendimiento (HY) y los bonos del sector financiero, segmentos en los que identificamos oportunidades.

**Mercado de renta variable.** La expansión de múltiplos de valoración (PER) registrada en 2021 quedó en nada. Si no llegara a materializarse una recesión aguda puede ser el momento de elevar la exposición a valores beneficiarios del momento del ciclo económico. Nuestro mercado favorito entre los de Europa sigue siendo el británico. La renta variable española es otra forma de intentar potenciar la rentabilidad.

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

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Renta variable (IBEX español): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

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

- Países periféricos: INFRAPONDERAR (IT 4,05%; ES 2,75%; PT 2,75%; GR 3,95%; IR 2,25%)

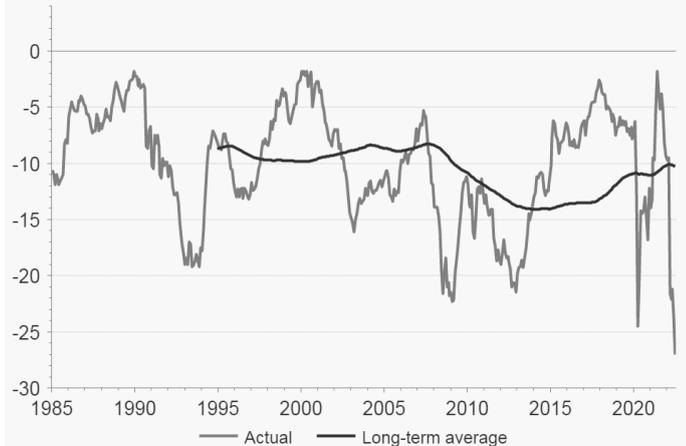
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (dif. objetivo: 80 pb)

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

Tipo de cambio (EUR/USD): objetivo 1,04 (comprar USD a 1,07 dólares/euro; vender a 1,00)

Euro area consumer confidence

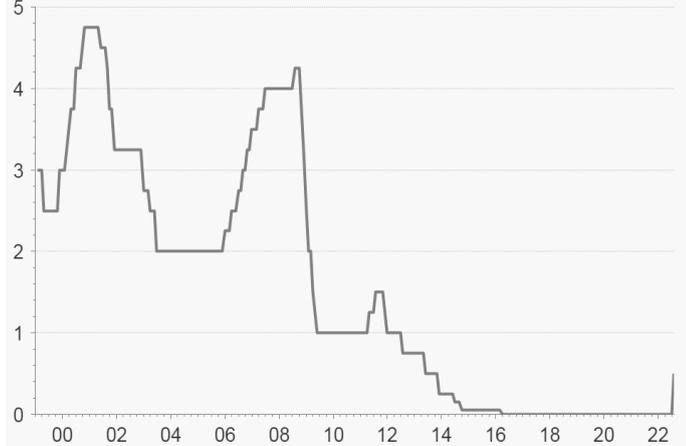
Balance



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

European Central Bank main refinancing rate

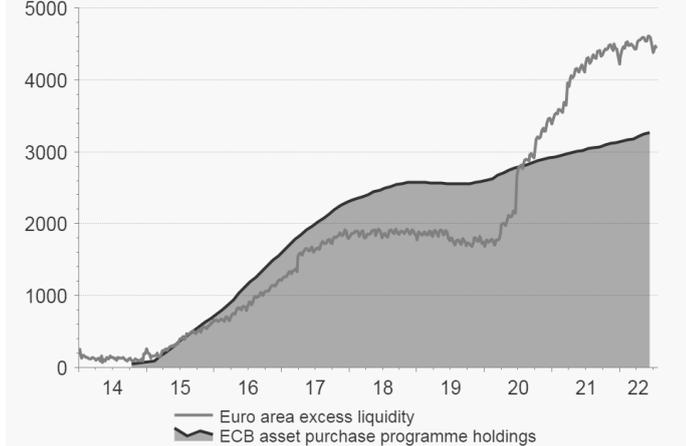
Per cent



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ECB excess liquidity

EUR, billions



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# CHINA

## Medidas desesperadas por recuperar el crecimiento, con el mayor número de «positivos en COVID» en dos meses

### Beijing, desesperado por recuperar el crecimiento económico, insta a la banca a financiar proyectos inmobiliarios en el sector de la vivienda

La Comisión Reguladora de Banca y Seguros de China (CBIRC) ha instado a los prestamistas a conceder crédito promotor a quienes cumplan ciertos requisitos para que puedan finalizar inmuebles residenciales sin terminar. La medida siguió a la protesta de cientos de compradores de vivienda que dejaron de pagar sus hipotecas en al menos 100 proyectos en 50 ciudades, lo que llevó a los reguladores a convocar a los bancos al temer un contagio al mercado financiero en su conjunto. Los reguladores también procuran acelerar la emisión de deuda especial por parte de los gobiernos locales. El CBIRC, el banco central (PBoC) y el Ministerio de Finanzas están colaborando para ayudar a acelerar la emisión de dichos bonos, con Beijing dispuesta a ayudar a reforzar el capital de bancos pequeños y medianos. En enero-mayo los bancos más pequeños se deshicieron de 394.300 millones de CNY (58.400 millones de USD) en préstamos improductivos, casi un 30% más que en 2021; con esta nueva ronda de captación de capital el total acumulado rondaría los 103.000 millones de CNY.

### El gobernador del Banco Central de China, Yi, reitera las promesas de apoyo

El gobernador del PBoC, Yi Gang, se comprometió en la cumbre del G-20 a intensificar la aplicación de medidas que brindasen mayor respaldo económico. Declaró que la inflación era baja y que las expectativas se mantenían estables, pero admitió que el PIB afrontaba presiones a la baja por la evolución local de la pandemia y perturbaciones externas. El periódico estatal *Securities Times* afirmó que «el PBoC cuenta con amplio margen y herramientas para apoyar la economía y hacer frente a nuevos desafíos durante una recuperación económica titubeante». Esas herramientas incluirían reducciones adicionales en los requisitos mínimos de reservas de los bancos; ahora bien, esto no cuadra con la percepción de numerosos analistas de que el PBoC cuenta con un margen de flexibilización limitado. Según el FMI, el PBoC debería seguir brindando apoyo monetario, dada la baja inflación subyacente y una brecha de PIB negativa. Contar con mayor apoyo de China ayudaría a superar la disrupción en la actividad económica mundial causada por las medidas adoptadas ante la pandemia. Las condiciones de liquidez se han relajado en China, con los tipos interbancarios a un día en niveles que no se veían desde hacía más de año y medio (1,17%). China podría estar finalmente «dando luz verde a volver a apalancarse en 2022».

### Los inversores internacionales evitan China ante sus contraproducentes políticas

Bloomberg examinó las opiniones de los gestores de fondos que en algún momento invirtieron en China, seducidos por sus grandes empresas tecnológicas y su prima de rendimiento, y que ahora citan las políticas relacionadas con la pandemia, las impredecibles campañas regulatorias y el arriesgado mercado inmobiliario como razones para evitar este país. «Es más sencillo por ahora olvidarse de China», afirma uno de ellos. El grupo de analistas de talento de Hong Kong no deja de disminuir al abandonar los graduados esta región administrativa especial (RAE). Bloomberg señaló que, al haber perdido la ciudad su atractivo, los reclutadores de empresas de servicios legales y financieros de Hong Kong tienen dificultades para contratar incluso a jóvenes talentos extranjeros. Según una empresa internacional del sector, los candidatos para puestos básicos habían disminuido un 40% respecto al período previo a la pandemia.

### Hacia dos meses que las «infecciones de COVID» en China no eran tan altas

China confirmó el sábado 580 infecciones de transmisión local, la cifra más alta desde el 23 de mayo. La mayoría se detectaron en las provincias de Guangxi y Gansu. Lanzhou amplió el cierre temporal otros siete días, hasta el 24 de julio, mientras Chengdu cerró los lugares de ocio tras detectar otro grupo de «positivos» relacionados. Shanghai comunicó 26 «casos» locales correspondientes al sábado, uno de ellos fuera de su zona de cuarentena, una situación que las autoridades sanitarias consideraron «relativamente grave»; también lanzará un programa de pruebas masivas de detección. El gobierno de Macao ampliará el cierre a los casinos y ordenó a los residentes permanecer otra semana confinados, hasta el viernes 22, mientras la ciudad lanzaba su undécima ronda de pruebas masivas el lunes 18.

### El PIB chino decepciona al cobrarse confinamientos y cierres un alto precio

La tasa de crecimiento económico del segundo trimestre cayó bruscamente al +0,4% interanual, frente a una estimación del consenso de +1,0% y el +4,8% del trimestre anterior. El dato de PIB del segundo trimestre fue negativo (-2,6%; consenso: -1,5%; primer trimestre: +1,3%). En junio, la producción industrial ascendió al +3,9% interanual (consenso: +4,0%; mes anterior: +0,7%). La actividad industrial de junio mejoró algo, mostrando un modesto repunte, pero aún está muy lejos de la plena recuperación. Mejoró la producción de algo menos de la mitad de todos los grupos de productos (en concreto, automoción rebotó con fuerza), pero productos cíclicos clave (como cemento, circuitos integrados y teléfonos inteligentes) siguieron registrando retrocesos. Las ventas minoristas en junio crecieron un +3,1% interanual (consenso: +0,3%; mes anterior: -6,7%), retomando al crecimiento por primera vez en cuatro meses al mejorar alimentación y bebidas, accesorios, equipos de comunicación, automóviles y carburantes. En el lado negativo, restauración, mobiliario y materiales de construcción se redujeron.

### El sector inmobiliario sigue en apuros

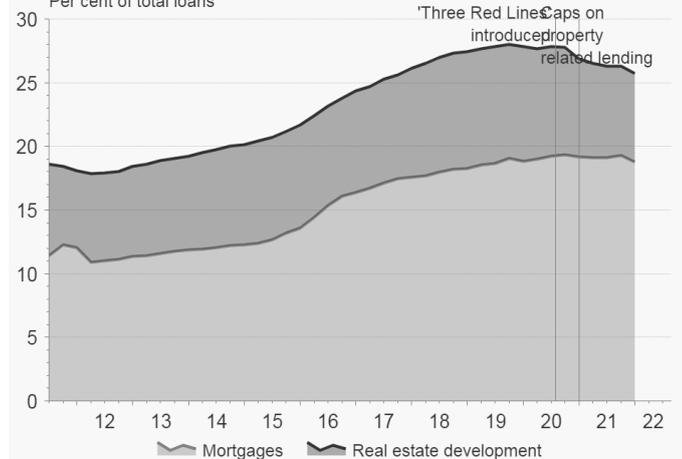
Pocas señales de recuperación ofrece el mercado inmobiliario chino, aunque las caídas en los precios de las viviendas en ciudades de segundo y tercer nivel se ralentizaron o estabilizaron respecto a mayo. Los precios de los inmuebles cayeron en junio por décimo mes consecutivo (-0,1%; mayo: -0,17%). Las autoridades se han comprometido a entregar las viviendas en plazo tras amenazar los compradores con suspender el pago de las hipotecas. CBIRC y PBoC se comprometieron a ayudar a los gobiernos locales a finalizar en plazo proyectos inmobiliarios después de que cientos de compradores dejaron de pagar las cuotas hipotecarias de viviendas sin terminar. Hasta 16 bancos revelaron exposición a la situación, que representa el 0,01% del total de hipotecas concedidas a particulares.

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

Renta variable (Shanghái): NEUTRAL  
Renta variable (Shenzhén): NEUTRAL-SOBREPONDERAR  
Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo a 10 años: 2,75%)  
Tipo de cambio (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,65)

### China property loans

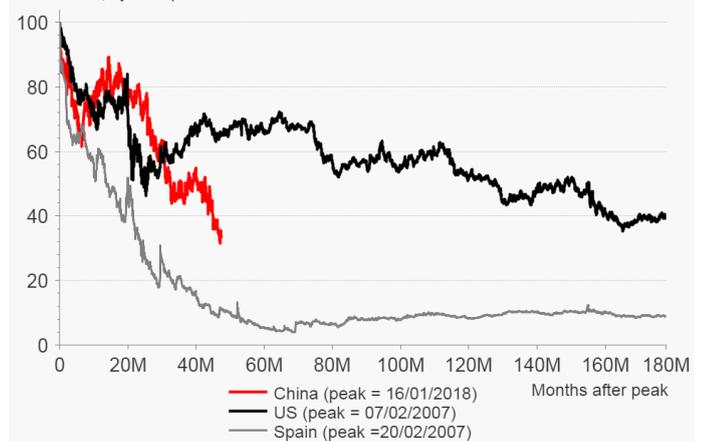
Per cent of total loans



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### Real estate relative to broader equity market

Index, cyclical peak = 100



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### China residential floor space for sale

Twelve-month percentage change, year to date



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## JAPÓN

### El BoJ compra un volumen récord de JGBs y Kuroda previsiblemente mantendrá la relajación monetaria

#### Revisión a la baja de las previsiones de PIB del consenso

Los resultados de una encuesta reciente apuntan a que el PIB del tercer trimestre podría crecer, respecto al segundo, a una tasa anualizada del 3,1%, inferior al 3,5% estimado en junio, debido a la creciente probabilidad de que se produzca una desaceleración económica mundial y a los continuos problemas de suministro. Los economistas que respondieron limaron asimismo las estimaciones para el cuarto trimestre de 2022 y el primero de 2023. El gobierno, en reflejo del impacto que tienen en la producción los confinamientos y cierres económicos impuestos en China con motivo de la pandemia, podría revisar a la baja el PIB del ejercicio fiscal 2022, que actualmente se estima en el 2,9%.

La inflación subyacente, medida por el IPC, previsiblemente se situará en el cuarto trimestre en el 2,4%, para converger a principios del próximo año hacia el objetivo del BoJ del 2,0%.

#### Kuroda mantendrá el sesgo de relajación, estimando el 90% de los analistas que cualquier reversión de la ultra-relajación del BoJ no se producirá antes de 2023

Bloomberg, citando fuentes consideradas fiables, afirmó que Haruhiko Kuroda, gobernador del BoJ, no estaba dispuesto a renunciar a los estímulos y arriesgar su legado cuando apenas le quedan unos meses para alcanzar el objetivo, que se propuso hace una década, de llevar la inflación general a una tasa sostenida del 2%.

El BoJ compró en junio un volumen récord de JGBs por un importe total de 16,2 billones de JPY (119.000 millones de USD) en un intento por contener el alza de los rendimientos a largo plazo, de forma que estos no superasen el límite superior que se había marcado. El BoJ mantenía en su activo a finales de junio bonos del gobierno japonés a largo plazo por 528,2 billones de JPY, un volumen récord que equivale aproximadamente a la mitad del saldo vivo de la deuda pública. Kuroda insiste en que aún no es momento de considerar la normalización de la política.

#### Las conversaciones Yellen-Suzuki no dan alivio al yen, cuya debilidad persistirá

Reuters recogió los comentarios de la Secretaria del Tesoro de EE.UU. en los que reconocía la sustancial depreciación del yen en las últimas semanas y sostenía la opinión oficial de que el mercado debería ser el que determinase el tipo de cambio de las divisas de países ricos, de modo que una intervención estaría justificada «solo en circunstancias raras y excepcionales». Yellen declaró a la prensa, tras mantener reuniones separadas con el ministro de Finanzas, Suzuki, y el gobernador del BoJ, Kuroda, que habían examinado la depreciación del yen, pero sin considerar la intervención ni medidas al respecto.

Según la última encuesta de Reuters, el yen previsiblemente se mantendrá por encima del nivel psicológico de las 130 unidades por dólar en los próximos seis meses debido a los diferenciales de tipos de interés. La previsión media era de un cambio de 131 yenes por dólar a seis meses, cuando el mes pasado para ese plazo se esperaba que el cambio rondara los 127. Persisten las especulaciones sobre una intervención cambiaria después de que las autoridades intensificaran los comentarios al respecto. De 22 analistas, diez la descartan; seis predicen 140 como el límite que induciría una intervención, y el resto sitúa el umbral en un mayor grado de debilidad.

#### Datos macroeconómicos e inflación: cifras mixtas

El indicador de confianza empresarial del sector industrial del informe *Tankan* de Reuters repitió en julio el nivel del mes anterior (+9), con el del sector servicios en +14 (mes anterior: +13). El índice de condiciones actuales de la encuesta *Economy Watchers* de junio se situó en 52,9 (mes anterior: 54,0) y, el de perspectivas, en 47,6 (mes anterior: 52,5). El crédito bancario creció en junio el 1,3% interanual (mes anterior: +0,7%). El gasto de los hogares se redujo en mayo (-0,5% interanual; mes anterior: -1,7%). Por último, el índice de precios soportados por los productores (CGPI) de junio se situó en +9,2% interanual, frente al +8,9% del consenso y el dato revisado del mes anterior (+9,3%).

#### Energía: Kishida quiere hasta 9 reactores nucleares funcionando este invierno

Según Nikkei, el primer ministro Kishida afirmó que este invierno estarían operativos en Japón hasta nueve reactores nucleares para garantizar un suministro de energía estable durante los picos de demanda. Con cinco reactores actualmente operativos, los adicionales aumentarían la cuota conjunta de la energía nuclear hasta rondar el 10% de las necesidades de electricidad del país. Las compañías eléctricas regionales, que ya planeaban tener en marcha nueve reactores nucleares para este invierno, considerarán adelantar su puesta en funcionamiento. Ahora bien, puesto que estos planes ya se conocían, el anuncio de Kishida tendrá un impacto limitado en el equilibrio entre la oferta y la demanda de energía en Japón.

#### Noticias del sector empresarial

El Grupo Sony desarrollará un nuevo sensor para la conducción autónoma que consumirá un 70% menos de energía con miras a reducir el alto gasto energético de los sistemas autónomos y a ampliar la autonomía de los vehículos eléctricos. El sensor, que diseña Sony Semiconductor Solutions, se combinará con un *software* que desarrollará la empresa de reciente creación Tier IV, respaldada por Sampo Holdings. Las empresas esperan alcanzar una tecnología de Nivel 4, que permita que los automóviles circulen solos en ciertas condiciones, para 2030.

#### Las empresas japonesas, reacias a invertir en China por su política de covid cero

Kyodo abordó la mayor renuencia de las empresas japonesas a ampliar su inversión en China, que aluden al riesgo político que representa la política de *covid cero* y la frecuente imposición de confinamientos y cierres de empresas que conlleva en ciudades principales. Muchas empresas japonesas también están decididas a reducir plantilla en China, dados los estrictos requisitos de cuarentena del país, incluso para quienes no están infectados. El resultado de una encuesta de Tokyo Shoko Research apunta a que el 66,3% de las empresas japonesas ha sufrido un "impacto negativo" por el cierre en Shanghái, con muchas de ellas mencionando dificultades para abastecerse de materiales o componentes.

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

Renta variable (N225): NEUTRAL

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

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

Japan Nikkei 225 price / earnings



Japan benchmark government bonds



Japan LIBOR-OIS spread





# INDIA

## Las previsiones de crecimiento se mantienen, pero es el país más perjudicado por la carestía de los alimentos

### La inflación de precios de alimentos y energía, un auténtico desafío para la India

India depende en gran medida del petróleo importado, que está caro, y unos 800 millones de indios dependen de subsidios al trigo y arroz. En Maharashtra, los partidos de izquierdas llevan tiempo protestando contra los «aumentos insostenibles de precios». Tras superar hace poco el nivel psicológico de 100 rupias por litro, el precio de la gasolina se ha vuelto clave. El gobierno se vio obligado a reducir los aranceles sobre alimentos básicos importados y las accisas sobre la venta de gasolina y diésel, una decisión que ha evitado, por ahora, protestas a nivel nacional.

### Con todo, está mejor que países vecinos y los datos de IPC parecen moderarse

India sufre con todo menos presión que países vecinos, cuya inflación supera el 13% (Pakistán) o llega al 40% (Sri Lanka). Pero con el consumo de los hogares aún deprimido tras los repetidos confinamientos y cierres, la inflación es el mayor reto para la recuperación económica del país. La cifra de inflación al consumo de abril de 7,8% interanual fue la más alta desde 2014, pero la buena noticia es que los dos datos posteriores se han moderado (7,04% en mayo y 7,01% en junio), lo que hace pensar que lo peor de la inflación ha quedado ya atrás.

### Haciéndose cargo del alcance del riesgo

La mayor preocupación es la escasez de trigo, que es el alimento básico de los indios del norte. Una ola de calor secó los cultivos de primavera en el cinturón de trigo del norte, falto de agua, y la producción anual prevista a fecha de junio (106 millones de toneladas) es inferior a la que se anticipó en febrero (111 millones); además, según fuentes del sector, podría caer a 95 millones de toneladas. Por eso India prohibió en mayo al sector privado enviar remesas de trigo, en un intento por proteger los suministros nacionales y frenar el aumento de precios. El gobierno está comprando trigo al precio mínimo de apoyo, negando a los exportadores el derecho a vender a precios internacionales más altos. La medida tuvo éxito inicialmente e hizo caer el precio interno del trigo, pero este pronto repuntó a niveles anteriores a la prohibición de exportación.

### El gobierno afronta la inflación con numerosas medidas monetarias y fiscales

Las autoridades combaten el alza de precios con medidas monetarias, fiscales y administrativas coordinadas. El banco central (RBI) elevó el tipo repo de referencia 40 pb en mayo (al 4,4%) y otros 50 pb en junio (al 4,9%). La medida se acompañó de otros 50 pb en reservas obligatorias exigidas a la banca, lo que indica que el RBI no está cómodo con el nivel de liquidez que anega el sistema bancario. El tono del gobernador del RBI fue restrictivo, lo que augura más subidas de tipos, que dependerán en gran medida de la trayectoria que sigan los precios mundiales de las materias primas.

En el frente fiscal la política fiscal más llamativa es la reducción del impuesto especial sobre la gasolina y el diésel en 8 y 6 rupias/litro, respectivamente. Esto reduce la recaudación fiscal en un billón de INR (12.900 mill. USD), que se suman al coste fiscal de reducir el impuesto sobre carburantes en noviembre pasado (1,2 billones de INR). Algunos estados han reducido también el equivalente al IVA sobre los carburantes. Además, el gobierno ha reducido los aranceles de importación de materias primas clave y ha aumentado los de exportación de mineral de hierro y acero. Para reducir la carestía alimentaria ha aliviado las importaciones de aceite de palma crudo y lentejas y permitirá la importación libre de impuestos de hasta 2 millones de toneladas tanto de soja como de aceite de girasol. Las exportaciones de azúcar se limitarán a 10 millones de toneladas/año a partir del 1 de junio. Por último, incrementará los subsidios a alimentos, fertilizantes y gas licuado de petróleo en 1,6 billones de rupias, el equivalente al 0,6% del PIB.

### Eficacia esperada de todas estas medidas

Las medidas fiscales previsiblemente enfriarán la inflación en al menos medio punto porcentual, pero es improbable que en el ejercicio fiscal, que finalizará a 31 de marzo de 2023, la inflación caiga por debajo del tope superior del banco central (6%), lo que deja al RBI con poco margen de maniobra para velar por el crecimiento. Las alzas de tipos de interés complicarán tal objetivo.

En el frente cambiario cabe mencionar que, si bien la rupia se ha depreciado este año frente al dólar (-4%), la apreciación generalizada del dólar frente a otras muchas divisas revela de hecho una rupia relativamente fuerte. Y también que la inflación importada apenas ha empeorado, un problema que otros países están teniendo debido al debilitamiento de sus monedas.

Casi con total seguridad las medidas fiscales adoptadas elevarán el déficit por encima del 6,4% del PIB presupuestado. Esto ha hecho aumentar el rendimiento de los bonos casi 150 pb en el último año, pagando actualmente el bono a 10 años un cupón del 7,4%. Con todo, estos niveles no pueden considerarse descontrolados, ya que continúan muy por debajo de los registrados en anteriores repuntes de la TIR en 2014 y 2018.

### Las previsiones siguen apuntando a una satisfactoria tasa de crecimiento

El crecimiento se moderó en el primer trimestre de 2022 al +4,1% interanual respecto al 5,4% del trimestre anterior. La previsión que mantiene el gobierno, de un crecimiento del 8,0-8,5% en el ejercicio fiscal 2022-23, nos parece ahora que peca de optimista. Nos inclinamos a pensar que el crecimiento del PIB rondará más bien el 7,2% este año, para moderarse luego al 6,5% en los ejercicios 2024 y 2025. En el caso de la inflación las previsiones son que disminuya al 6,8% este año, y al 5,2% y 4,75% en los años siguientes.

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

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 7,25%)

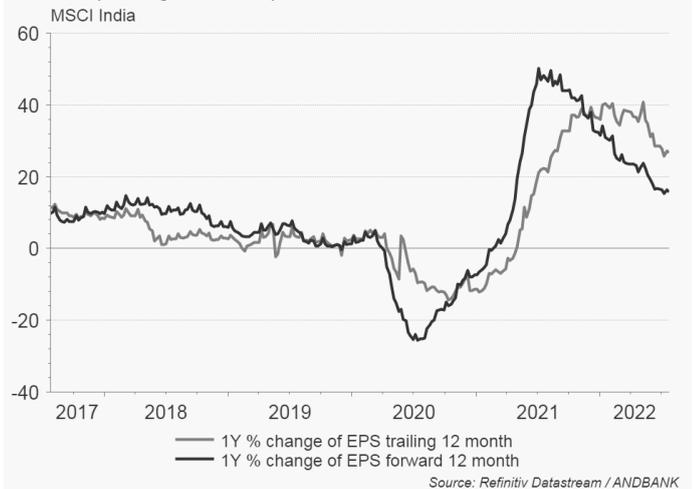
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

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

India Datastream index price / earnings



EPS (Trailing & Forward)



India benchmark government bonds





# ISRAEL

## Las menores expectativas de crecimiento son, con todo, impresionantes en comparación con el resto del mundo

### Actividad económica

Hasta ahora la economía israelí ha logrado esquivar la desaceleración de la economía mundial. El PIB siguió creciendo a un ritmo impresionante y las previsiones no han sufrido revisiones a la baja. Sin embargo, la ralentización parece haber llegado también a la economía israelí, tal como reflejan indicadores publicados en fechas recientes. El índice de confianza de los consumidores en junio (que pasó de -14 puntos en mayo a -21 puntos en junio, siendo 100 la mejor situación y -100 la peor) se situó en su nivel más bajo desde octubre de 2020, en un contexto de descenso en todos los componentes del índice. El aumento del coste de la vida, la marcada subida de los tipos de interés, la incertidumbre política y las caídas bursátiles afectan a los consumidores y parece que el impacto de estos factores se intensificará en próximos meses. Tras la publicación de las previsiones actualizadas del Banco de Israel, pensamos que la tasa de crecimiento de la economía israelí en 2022 será inferior a la previsión actual (5%) y se situará entre el 4% y 4,5%, una tasa significativamente superior a la de la mayoría de los países desarrollados.

El optimismo sobre la economía israelí se funda en varios indicadores publicados recientemente que muestran que esta economía hace gala de una gran resiliencia ante la crisis actual. Por primera vez desde 2007 se registró superávit presupuestario (+0,4%), atribuible a una mayor recaudación fiscal (+25%) y un menor gasto (-12%). Estimamos que los buenos datos en el plano macroeconómico eclipsarán la incertidumbre política e, independientemente del resultado de las próximas elecciones, la economía israelí seguirá mostrando gran aguante ante los retos que se plantean a escala mundial, si bien con cierto deterioro en las cifras respecto a lo previsto.

En cuanto a las elecciones de noviembre, la coalición liderada por el expresidente ministro Benjamin Netanyahu (del Likud, Yesh Atid, Azul y Blanco - Nueva Esperanza) lidera las encuestas, pero no está claro que consiga los votos suficientes para obtener los 61 escaños que necesita para lograr la mayoría parlamentaria necesaria.

### Política monetaria y mercado de bonos

El Banco de Israel subió en julio los tipos de interés 50 pb (del 0,75% al 1,25%) en una decisión unánime y en consonancia con lo esperado en las encuestas, teniendo en cuenta que la economía se encuentra en pleno empleo, con presiones salariales en la mayoría de sectores (la tasa de desempleo cayó al 3,3% en junio, desde el 3,7% de mayo). El Banco estima que el tipo de interés se situará en el 2,75% al final del ciclo actual, mientras que el mercado espera que lo haga en el 2,25% dentro de un año, escenario este último que nos parece más probable.

El IPC subió en junio un 0,4%, llevando la tasa de inflación anual al 4,4% interanual, la mayor desde marzo de 2011. En los últimos 12 meses los alimentos (productos frescos excluidos) se han encarecido un 5,2%. Pese al incremento de la tasa de inflación se espera un importante descenso en los próximos doce meses (3,1%, según la previsión media de una encuesta a economistas realizada por el Banco de Israel). Como en la mayoría de economías del mundo, el efecto del mayor coste de la energía es la principal causa del aumento de la inflación, y ante la reciente y marcada caída de los precios del petróleo, resulta probable que ello se refleje en los datos de inflación de los próximos meses.

La curva de rendimientos ha protagonizado un drástico aplanamiento en los últimos meses, lo que reduce en gran medida la viabilidad de ampliar la duración. Por tanto, recomendamos una duración de entre 3 y 3,5 años.

### Mercado de valores

El mercado bursátil israelí sigue mostrando gran solidez: en el último mes el índice Tel Aviv 125 ha ganado aproximadamente un 6,5%, liderado por las acciones bancarias, que subieron más del 8%, y las de comunicaciones y tecnología, que se dispararon un 12%.

La cotización del mercado bursátil israelí, pese a su impresionante rentabilidad desde principios de año, mantiene un nivel muy atractivo. El PER a 12 meses se sitúa en 9x, el múltiplo más bajo de todos los mercados; el ratio precio/valor contable también es bajo, de 1,6x, y la rentabilidad por beneficios es del 7,9%. A la luz del sólido panorama macroeconómico israelí y de niveles de valoración que conllevan relaciones rentabilidad/riesgo sumamente atractivas, recomendamos sobreponderar el mercado israelí.

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

Renta variable (índice TLV35): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Deuda corporativa: NEUTRAL-SOPREPONDERAR

Tipo de cambio (ILS/USD): NEUTRAL a TCER

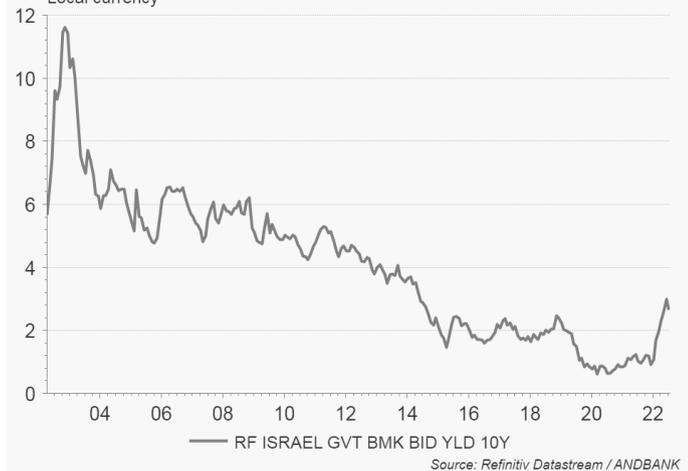
Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



ISRAEL GOVERNMENT BMK YIELD 10Y

Local currency



Israel Shekel

Spot & REER





# BRASIL

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

### La cancioncilla fiscal, de nuevo

El gobierno de Bolsonaro está intentando un movimiento arriesgado en un año electoral. Tanto el Senado como la Cámara Baja aprobaron una reforma constitucional que permite al gobierno gastar BRL 41,3 mil millones, alegando estado de emergencia por el aumento de los precios del petróleo, creando una nueva excepción al techo de la deuda,

La constitución prohíbe la creación o modificación de nuevos beneficios sociales en años electorales, salvo que se declare el estado de emergencia.

La mayor parte del dinero está destinado a aumentar el Programa Auxilio Brasil en un 50%, de BRL 400 a BRL 600, sin embargo, también hay un cheque de BRL 1000 para camioneros y taxistas independientes y duplicar el subsidio actual para la clase baja para comprar cocina. gas. La oposición ha dejado muy claro que las intenciones de Bolsonaro son electorales y no filantrópicas. Una de las principales razones citadas es que todos estos beneficios solo son válidos hasta diciembre.

Aun así, dado que diputados y senadores también buscan la reelección, la propuesta fue aprobada por un margen muy amplio. En la Cámara Baja, el proyecto de ley fue aprobado por un conteo de 469 a 17 votos.

Aunque las cifras fiscales actuales no son malas, los economistas están muy preocupados por los próximos años. Suena casi increíble decir que este aumento en los gastos siguió a un recorte de impuestos destinado a reducir los precios del combustible, hace un par de semanas. Esa es una combinación explosiva, que reduce los ingresos del gobierno y aumenta sus gastos.

Como era de esperar, los mercados locales reaccionaron muy mal. El Ibovespa, el principal índice bursátil local, cayó un 11,50%, a un 6% negativo en lo que va del año. Con respecto a las tasas objetivo, se incrementaron en otros 50 pb, y los mercados esperan otro aumento similar en la próxima reunión, mientras los mercados esperan ansiosos que el Banco Central de Brasil finalmente diga que han terminado. Mientras tanto, a medida que el USD se fortalece a nivel mundial, el real brasileño sigue su ejemplo y se ha devaluado un 10 % durante el mes de junio.

### La pelea entre Lula y Bolsonaro es clara

Los candidatos alternativos están teniendo muchas dificultades para mostrar cierta competitividad, y muchos analistas han descartado cualquier posibilidad de un segundo mandato con candidatos diferentes a Lula y Bolsonaro.

Todas las encuestas muestran a Bolsonaro detrás de Lula, algunas por un amplio margen, otras por un margen medio. Ese es también uno de los argumentos de la oposición para condenar la iniciativa del gobierno de declarar el estado de emergencia.

A medida que se acercan las elecciones, y las encuestas continúan colocando a Lula como favorito para ocupar el primer puesto, Bolsonaro aumenta su tono sobre la validez de las elecciones al cuestionar el sistema de votación electrónica. Bolsonaro, y exteniente del ejército, está instigando a los militares a realizar un conteo de votos paralelo al oficial, "para que los brasileños puedan estar seguros de que serán elecciones limpias" (en sus palabras de él).

Todo esto es muy similar a lo que hizo Donald Trump, uno de los ídolos de Bolsonaro, en las últimas elecciones estadounidenses.

### Brasil está siendo arrastrado a la recesión mundial

A pesar de mejores números en empleo, volumen de servicios, confianza del consumidor y algunos otros, el mercado financiero brasileño enfrenta vientos en contra provenientes de la recesión mundial que se avecina.

Mientras los banqueros centrales de todo el mundo discuten si se producirá una recesión mundial o cuándo, los mercados valoran una desaceleración mundial que no salva a nadie, especialmente los mercados emergentes que normalmente se ven gravemente afectados cuando los países desarrollados reducen la compra de materias primas. Dudamos que China pueda estar en la dirección opuesta y ser considerada como un posible recolector de precios de materias primas. En cualquier caso, nadie está dispuesto a apostar a que China por sí sola sería suficiente para contrarrestar una recesión tanto en Estados Unidos como en Europa

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

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

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

Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (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**

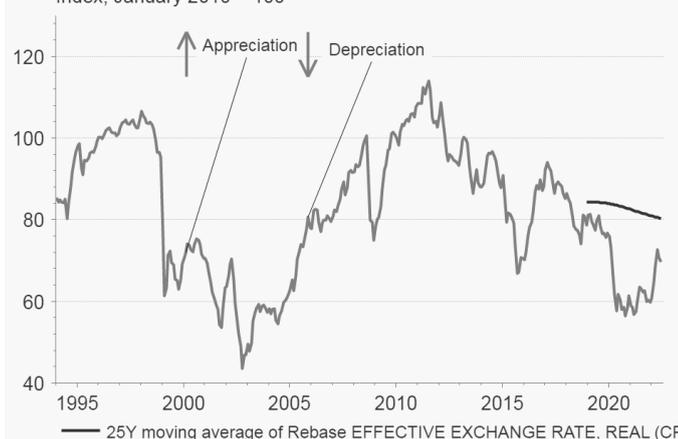
(Local & US\$ denominated bonds)



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

**Brazil real broad effective exchange rate**

Index, January 2010 = 100



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## MÉXICO

### Banxico mantiene su política restrictiva y el Gobierno los controles de precios, pero la inflación se acelera

#### Banco central

Tras elevar su tipo de interés objetivo en 75 pb (tras los aumentos de 50 pb en cada una de sus cuatro reuniones anteriores), situando el tipo de política monetaria en el 7,75%, se espera que el Banco de México (Banxico) instrumente otra subida de 75 pb en sendas reuniones del 11 de agosto y 10 de noviembre. La decisión de la Junta de Gobierno de Banxico fue unánime y el órgano ha mantenido una postura restrictiva con el objetivo de seguir a la Fed en sus próximos movimientos. Ahora se esperan medidas de mayor envergadura por parte del banco central (tipos en el nivel del 10,25% a final de año según el mercado y del 9,50% según las encuestas a los analistas).

El presidente López Obrador ha expresado su opinión respecto a la institución y ha advertido de los riesgos que entraña para la economía de México el aumento del coste de endeudamiento. De hecho, y al objeto de no penalizar a la economía, ha instado a Banxico a encontrar formas de controlar la inflación distintas de subir los tipos.

#### Inflación y actividad

Los precios al consumo subieron en la primera quincena de julio más de lo previsto. La inflación, en términos interanuales, alcanzó el 8,16% (objetivo del 3% ± un punto porcentual), el nivel más elevado desde enero de 2001, mientras que, en comparación con la segunda mitad de junio, se aceleró un 0,43%. La inflación subyacente alcanzó el 7,56% interanual a principios de julio. López Obrador afirmó que la estrategia del Gobierno para contener la inflación mediante la subvención de los precios de los combustibles y el límite al coste de determinados alimentos ha evitado que México se haya visto «completamente arrasado» por la inflación.

Las perspectivas a largo plazo según las estimaciones de la institución monetaria, a entre cinco y ocho años, superan el nivel del 3,50% (en el que llevaban ancladas varios años), pero, tras las recientes subidas del tipo de referencia por Banxico, no se han elevado de forma significativa sobre ese nivel. El banco central (7,50% interanual) y los analistas privados (7,60% interanual) aumentaron el nivel estimado para 2022. Las previsiones de crecimiento se han mantenido inalteradas en los últimos tres meses. Según el consenso de analistas, el crecimiento medio estimado es del 1,8% tanto para 2022 como para 2023.

#### Política presupuestaria

Se ha mantenido la política de subvención de los precios de la gasolina, a razón de 10 pesos (50 céntimos de dólar) por litro de gasolina de bajo octanaje. Hasta junio, y como resultado de esta política, las finanzas públicas han registrado la evolución que se expone a continuación.

A) Ingresos: +4% interanual real gracias al aumento de los ingresos del petróleo (26,9%) y de los ingresos fiscales (3,3%). La recaudación por el Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS) disminuyó debido a la subvención a la gasolina (-54,4%), pero la recaudación del impuesto sobre la renta aumentó en abril y mayo. B) Gastos: +0,5% interanual real. Con la excepción de algunos organismos de la Administración, como el ISSSTE, la CFE y aquellos no programables, el gasto registrado en la mayoría de partidas ha sido inferior al presupuestado. C) Balanza: el saldo primario de mayo refleja un superávit de 178.000 millones de pesos y todo apunta a que terminará el año con un déficit (expresado en porcentaje del PIB) mínimo.

Moody's rebajó su calificación, que iba por detrás de los ratings de Fitch y S&P. La calificación soberana se mantiene en el grado de inversión y, con las recientes confirmaciones y ajustes, la perspectiva de todas las agencias de calificación es ahora estable.

#### Mercados financieros

**Renta variable.** Perspectivas positivas debido al aumento de las remesas y la mayor movilidad, que ha favorecido al sector turístico. Destacan el consumo, los servicios y las exportaciones, con un aumento de la confianza de los consumidores. La valoración actual del índice brasileño también favorece las expectativas favorables sobre la clase de activo (PER de 12,5 frente a la media de 12 meses de 13,8). Como contrapartida, destacamos la presión sobre los mercados emergentes como consecuencia de la política monetaria restrictiva de la Fed y la reciente volatilidad de los mercados financieros mundiales, que también incrementa los riesgos de una ralentización económica mundial o una recesión. La cotización objetivo del índice a 12 meses se establece en 61.600 puntos (actualmente está en 47.100 puntos).

**Renta fija y tipos de cambio.** El diferencial entre los bonos mexicanos en pesos y los bonos del Tesoro estadounidense (a 10 años) pasó de 590 pb a a 610 pb. Mantenemos un nivel estimado para dicho diferencial en una horquilla cuyo punto medio se sitúa en 600 pb. En el caso de los bonos mexicanos en dólares, el diferencial alcanzó los 213 pb (objetivo de 200 pb).

La volatilidad del tipo de cambio aumentó entre junio y julio, si bien la moneda mexicana ha sido, pese a la apreciación del dólar estadounidense, una de las que mejor se ha comportado en el año. Nuestro nivel objetivo para final de año está en 21 pesos por dólar.

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

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

Deuda soberana en MXN: SOBREPONDERAR (rend. obj.: 9,30%; dif.: 580 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 5,40%; dif.: 190 pb)

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

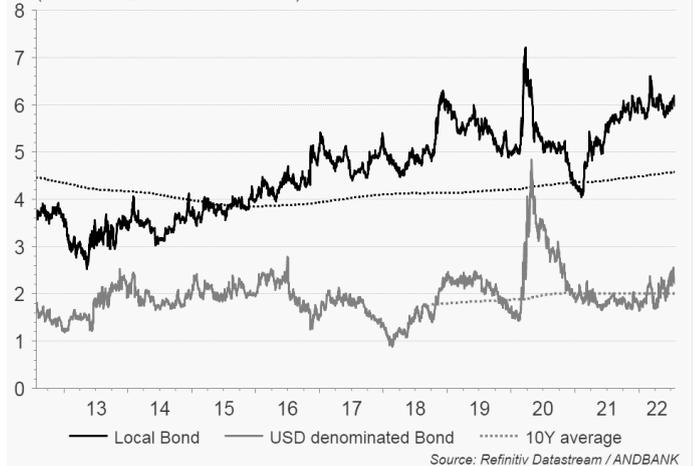
#### Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



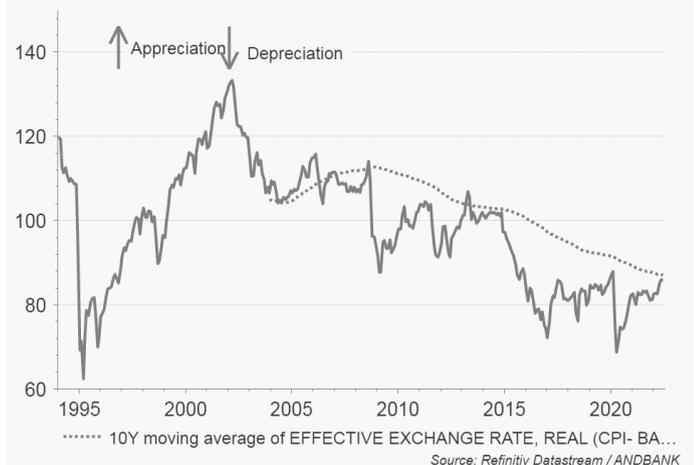
#### MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



#### Mexico real broad effective exchange rate

Index





## ARGENTINA

### La nueva ministra de economía Batakis, ya no es ministra. Sergio Massa se convierte en “superministro”, pero decepciona con los anuncios de las nuevas medidas

#### Las cabezas siguen rodando

Tras un julio eterno, agosto era –otra vez– todo incertidumbre. A solo un mes de la renuncia de Martín Guzmán, desembarca el tercer ministro de economía del gobierno Fernández, Sergio Massa, tras la muy desprolija eyección de la efímera Silvina Batakis. Massa ha visitado a Cristina Kirchner en el Senado, una muestra de apoyo de la vicepresidenta con la que no contó Batakis y mucho menos, Guzmán.

#### Primeras medidas de Massa: Muy por detrás de lo que el país realmente necesita

Las expectativas eran altas, pero el conjunto de orientaciones y medidas políticas anunciadas por Massa muy probablemente no lograrán estabilizar los principales desequilibrios macroeconómicos. Nuestra primera impresión sobre los anuncios que estos carecen una vez más de la consistencia necesaria que exigen los desafíos actuales, quedando muy por debajo de lo que requeriría el plan de estabilización de la pésima situación macroeconómica actual.

#### Medidas en materia de política fiscal

En el plano fiscal, el déficit primario del 2,5 % queda ratificado, sin embargo no se proporciona ningún anuncio concreto de cómo se logrará. Esta es una cuestión importante pues la economía está muy lejos de cumplir ese objetivo del 2,5%.

Se anunció la eliminación de subsidios, pero dicha eliminación será gradual. Volvemos pues al problema del gradualismo, y además, la eliminación de subsidios se dará solo a la rentas altas, de las que hay muy pocas en el país. Quiere decir que se mantendrá para el resto de la población (que son la mayoría).

Se mantiene el congelamiento de la contratación pública. Pero sigue siendo anormalmente elevada la cifra de empleados públicos, con lo que no se soluciona el problema actual.

Se anuncia una reordenación de los planes sociales, pero se anuncia que se llevará acabo en un periodo de 12 meses. Creemos que, entre los típicos retrasos, y el hecho de que el año que viene es año electoral, no veremos ninguna reordenación seria de planes sociales en ningún momento del 2023. En paralelo, se anunció también un nuevo bono para pensionistas y jubilados. Esto nos preocupa pues supone un incremento del gasto.

En resumen pensamos que las medidas de corte fiscal tendrán nulo impacto en la mejora de las métricas fiscales

#### Medidas en materia de política monetaria

Se anuncia el compromiso de no depender del Banco Central para la financiación del Gobierno, pero ese compromiso hace referencia a la vía directa de financiación a través de los préstamos transitorios. Esto puede ser engañoso, puesto que el gobierno ya no usaba primordialmente la vía directa de financiación sino que venía utilizando la vía indirecta mediante la compra de bonos por parte del Banco Central. Así, el compromiso suena a papel mojado y nada hace pensar en un control del endeudamiento.

#### Reservas

Ausencia de anuncios concretos para indicar cómo aumentarán las reservas internacionales del Banco Central. Se informó de compromiso por parte de los empresarios agropecuarios para liquidar 5000 millones de dólares en 60 días, pero lo cierto es que el ritmo normal es precisamente de esos 2,500 millones por mes, con lo que el anuncio no supone nada extraordinario. También pierde relevancia si tenemos en cuenta que veníamos de un periodo de menor comercialización de productos agrícolas y menores liquidaciones de dólares.

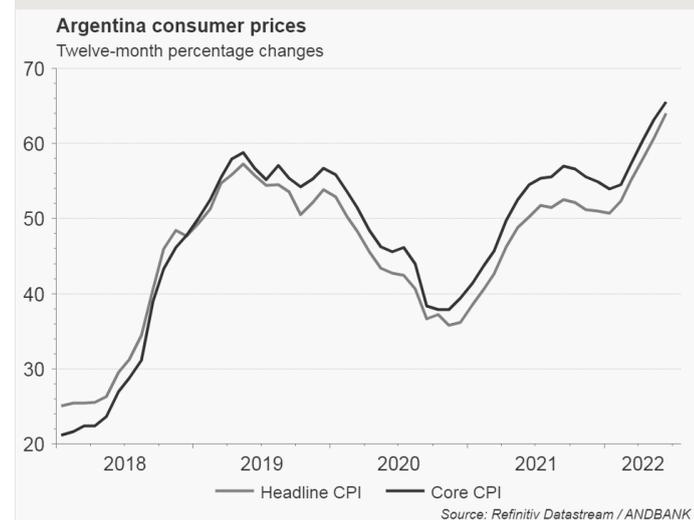
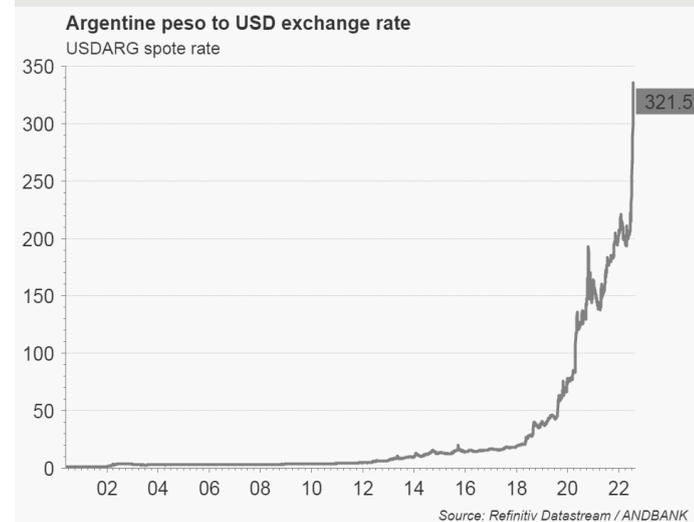
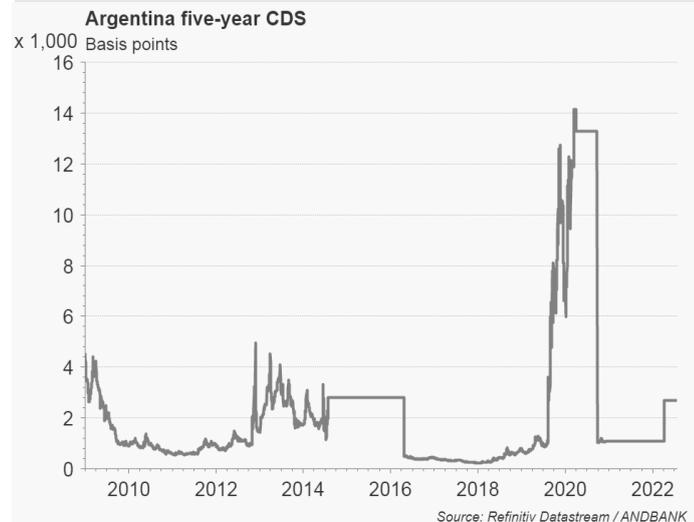
#### Superávit comercial

El ministro se comprometió a promover, a través de Decreto Ejecutivo, nuevos regímenes para los sectores de agronegocios, minería, hidrocarburos y economía del conocimiento, sin dar más detalles. Más importante en la coyuntura actual, al ser consultado sobre medidas específicas para incentivar las ventas en dólares del sector agropecuario, el Ministro solo anticipó que extenderán el plazo de la regulación anunciada por el BCRA hace una semana

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

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

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





RENTA VARIABLE

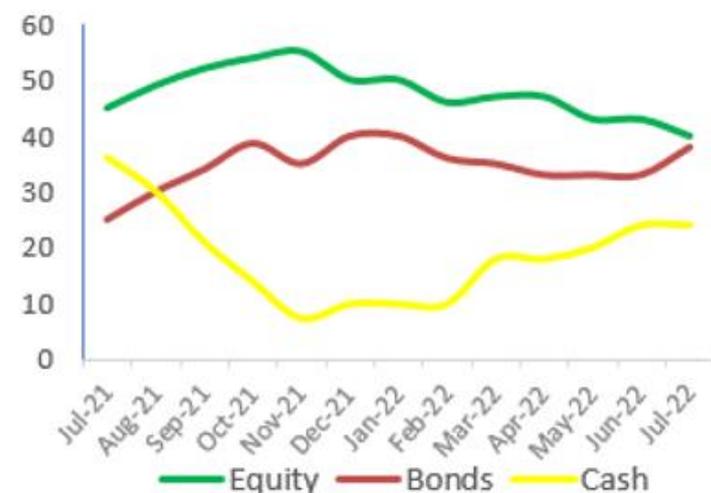
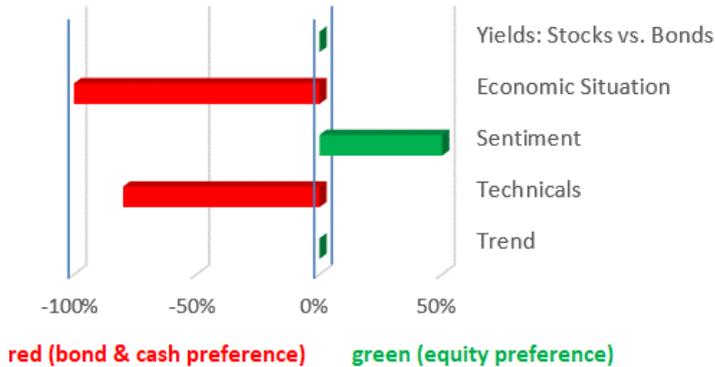
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2022	Projected EPS 2023	EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth		E [PE] ltm Year End	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point
				2022	2023						
USA S&P 500	225,0	246,0	237	7,7%	9,33%	18,50	4.119	4.390	6,6%	MW-OW	4.829
Europe - Stoxx Europe 600	30,5	33,0	32,0	4,3%	8,20%	15,00	435	479	10,1%	MW-OW	527
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	33,0	31,3	2,5%	13,79%	15,00	407	470	15,4%	MW-OW	517
Spain IBEX 35	634,0	725,0	687	1,8%	14,35%	14,00	8.093	9.623	18,9%	OW	10.585
Mexico IPC GRAL	4.000	4.200	4.117	10,6%	5,00%	14,75	47.385	60.730	28,2%	OW	66.803
Brazil BOVESPA	15.000	15.000	15.000	4,1%	0,00%	8,00	102.225	112.500	10,1%	MW	123.750
Japan NIKKEI 225	1.810	1.894	1.859	3,7%	4,64%	16,00	27.595	29.748	7,8%	MW	32.723
China SSE Comp.	310,2	374,0	348	32,5%	20,58%	10,00	3.186	3.476	9,1%	MW	3.823
China Shenzhen Comp	120,3	149,0	137	24,0%	23,84%	18,00	2.138	2.468	15,4%	MW/OW	2.715
India SENSEX	2.760	3.236	3.039	18,8%	17,25%	23,00	58.070	69.899	20,4%	OW	76.889
Vietnam VN Index	105,1	134,6	122	19,5%	28,04%	14,00	1.242	1.713	38,0%	OW	1.884
Taiwán SE Weighted Index	1.423	1.425	1.424	12,3%	0,14%	13,00	14.747	18.514	25,5%	MW/OW	20.366
MSCI EM ASIA	47,2	53,6	51	8,3%	13,38%	12,50	536	637	18,9%	OW	700

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



GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	63%	60,7%
Europe ex. U.K.	11%	12,4%
Emerging Markets	9%	11,6%
Japan	8%	5,7%
U.K.	4%	3,7%
Canada	3%	3%
Pacific ex. Japan	2%	2,9%
Utilities	4%	2,5%
Energy	4%	3,3%
Materials	3%	2,5%
Consumer Discretionary	12%	12,6%
Consumer Staples	7%	6,6%
Health Care	15%	13,3%
Information Technology	27%	27,6%
Communication Services	10%	10,2%
Real Estate	3%	2,7%
Industrials	8%	7,9%
Financials	7%	10,7%



## 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) – Biden logró pocos compromisos concretos en el viaje a Oriente Próximo, pero la Casa Blanca sigue confiando en que habrá buenas noticias sobre el petróleo.** El tan esperado viaje del presidente Biden a Oriente Próximo concluyó el 17 de julio, aunque sin que Arabia Saudita se comprometiese a incrementar la producción de petróleo ni progresasen los intentos de EE.UU. de forjar un eje de seguridad regional que incluyese a Israel. Con todo, y pese a no existir compromisos concretos, Amos Hochstein, asesor del Departamento de Energía de EE.UU., expresó su convencimiento de que existía capacidad ociosa de producción de petróleo en los productores de la región, así como confianza en que se anunciarían avances al respecto en las próximas semanas.

**(Factor alcista para el precio) – Los saudíes reiteran que las decisiones de producción de petróleo están en manos de la OPEP+.** Arabia Saudita insiste en que las decisiones en materia de producción competen al cartel de la OPEP+, que evalúa la situación del mercado y suministra productos energéticos en función de las necesidades. Platts añade que el ministro de Relaciones Exteriores saudí, al-Jubeir, había manifestado que la política del Reino se atendería a lo decidido en el seno de la OPEP y la alianza OPEP+, que ya se aseguraban de que los mercados no quedarán desabastecidos.

**(Factor alcista para el precio a corto plazo y bajista a largo plazo) – El presidente ruso visita Irán.** Según Reuters, Putin, en su primera salida al extranjero desde la invasión de Ucrania, se entrevistará en Irán tanto con Jamenei, líder supremo de Irán, como con Erdogan, presidente de Turquía. El artículo apunta que Teherán busca estrechar lazos con Rusia para salir reforzada y obtener de Washington concesiones en plenas negociaciones para retornar al acuerdo nuclear de 2015. Añade, sin embargo, que el crudo ruso, más barato, ha desplazado recientemente a las exportaciones iraníes que se dirigen a China, donde unos 40 millones de barriles reposan actualmente en buques cisterna a la espera de compradores. Cualquier circunstancia que fortalezca a Irán perjudica a Arabia Saudita, que podría responder reduciendo su alineación con la OPEP+ (es decir, la OPEP más Rusia).

**(Factor bajista para el precio) – Yellen prosigue su campaña para imponer un tope máximo al precio del petróleo ruso.** La Secretaria del Tesoro de EE.UU. está en Corea del Sur, abogando por la aplicación de un precio tope a las exportaciones de crudo ruso como una forma de hacer pagar a Moscú por haber invadido Ucrania. El gobierno surcoreano emitió un comunicado tras la reunión, en el que el presidente Choo Kyung-ho manifestó su disposición a apoyar las medidas. Yellen afirmó que las conversaciones con India sobre la propuesta de un tope de precio al petróleo ruso habían sido «alentadoras» y que, en general, era optimista sobre la iniciativa. El artículo señala que un alto funcionario del Tesoro afirmó que India (que ha seguido importando crudo ruso) no ha formulado promesa alguna, pero que tampoco se ha mostrado abiertamente hostil a la idea.

**(Factor bajista para el precio) – Cinco petroleros, listos para cargar crudo tras levantar Libia la suspensión impuesta por fuerza mayor.** Según Platts, la Compañía Nacional de Petróleos (NOC) de Libia espera que cinco petroleros carguen crudo en sus terminales durante los próximos tres días. El artículo señala que serán los primeros fletes desde que NOC sustituyera su consejo el 14 de julio y levantase la suspensión por fuerza mayor. Platts añade que sus analistas, considerando las actuales tensiones políticas e incertidumbre, estiman que la producción libia alcanzará en julio 600.000 bpd, unos 200.000 bpd por encima de los niveles actuales, pero que aun así seguiría operando al 50% de su capacidad efectiva.

**(Factor bajista para el precio a largo plazo) – Persiste el escenario «gallito o gallina» de la teoría de juegos y, además, la previsible recesión aumentará la capacidad ociosa mundial, de forma que el barril ruso dejará de ser el que acabe determinando el precio marginal en el mercado.** Según una columna de Reuters, las autoridades políticas de EE.UU. y la UE no inducirán deliberadamente una recesión en sus economías al intensificar la presión económica sobre Rusia; pero, si de hecho entrasen en recesión, eso probablemente implicaría sanciones más estrictas a las exportaciones de petróleo ruso entre este año y 2023. Una recesión prolongada crearía capacidad adicional en el mercado mundial del petróleo, lo que significaría que el barril que determinase el precio marginal ya no sería el ruso, permitiendo a barriles de fuentes no sancionadas reemplazar a los barriles sancionados.

**(Factor bajista para el precio) – Yellen afirma que la prohibición de asegurar remesas de crudo ruso y servicios financieros asociados podría levantarse si se implementasen toques de precio.** La Secretaria del Tesoro afirmó que EE.UU. y la UE podrían levantar la prohibición de asegurar las remesas de crudo ruso y los servicios financieros asociados si los principales importadores del mundo apoyasen la imposición de toques a los precios de crudo ruso. Según Yellen, aplicar esa excepción evitaría que Rusia quedase completamente privada de esos servicios, lo que probablemente conduciría a un estrangulamiento sustancial de su oferta de petróleo. Igualmente sostuvo que Rusia necesitaba un incentivo para seguir produciendo, ya que una interrupción total de la producción perjudicaría la capacidad de producción a largo plazo del país en el caso de que no pudiera reabrir pozos cerrados.

#### Factores a largo plazo

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

**(Negativo para el precio) – Los crecientes problemas medioambientales llevarán a endurecer más la legislación sobre niveles de producción.** El valor de las reservas de los países productores depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para la OPEP es el de asentarse sobre abundantes «reservas varadas» que ya no podría extraer ni vender. Por tanto, los productores tienen un potente incentivo para obtener cuanto antes beneficios económicos de sus reservas.

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



## METALES PRECIOSOS – ORO

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

#### **Factores positivos para el oro**

**El oro está barato respecto al paladio.** La ratio oro/paladio aumentó a 0,931, aún 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 negativos 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 otros bonos soberanos computables 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, yendo el proceso de ajuste cuantitativo (QT) a marchas forzadas, ya no nos parece que exista tal ilimitación; antes bien, una vez conocidas las intenciones de la Fed, prevemos una oferta muy limitada en comparación con la fuerte demanda que pueda haber de UST (demanda típica de otros bancos centrales en un entorno de recuperación y expansión económica). Por esa razón el UST puede volver a destronar al oro e imponerse como activo antifrágil preferido, 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.

**Los fuertes rendimientos negativos de los bonos, 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 no existe 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 redujo a 88,52x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,08 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 1.331 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio, que se elevó a 17,68x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,39 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a largo plazo para el petróleo WTI de 70 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.287 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,26731 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, utilizado como variable aproximativa para el deflactor mundial) está a 1.383 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.091 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.382 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 volvieran a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos una opinión clara sobre Asia, lastrada como está por una China absorta en una especie de nihilismo existencial.



DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

**Análisis de flujos y objetivos fundamentales**

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

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

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

**EUR/USD:** Objetivo: 1,04 (comprar USD a 1,07 dólares/euro; vender a 1,02). Z-Score Analysis: FAVORABLE para EUR a c/p.

**USD/JPY:** Objetivo: 128; **EUR/JPY:** Objetivo: 133. Z-Score Analysis: Ligeramente NEGATIVA para el JPY.

**GBP/USD:** Objetivo: 1,27; **EUR/GBP:** Objetivo: 0,82. Z-Score Analysis: Ligeramente POSITIVA para la GBP.

**USD/CHF:** Objetivo: 0,93; **EUR/CHF:** Objetivo: 0,97. Z-Score Analysis: NEUTRAL para el CHF.

**USD/BRL:** Objetivo: 5,25; **EUR/BRL:** Objetivo: 5,46. Z-Score Analysis: NEUTRAL para el BRL.

**USD/MXN:** Objetivo: 20,75; **EUR/MXN:** Objetivo: 21,58. Z-Score Analysis: FAVORABLE para el MXN

**USD/ARS:** Objetivo: 175. NEGATIVA.

**USD/INR:** Objetivo: 76. NEUTRAL.

**CNY:** Objetivo: 6,60. NEUTRAL.

**RUB:** NEUTRAL

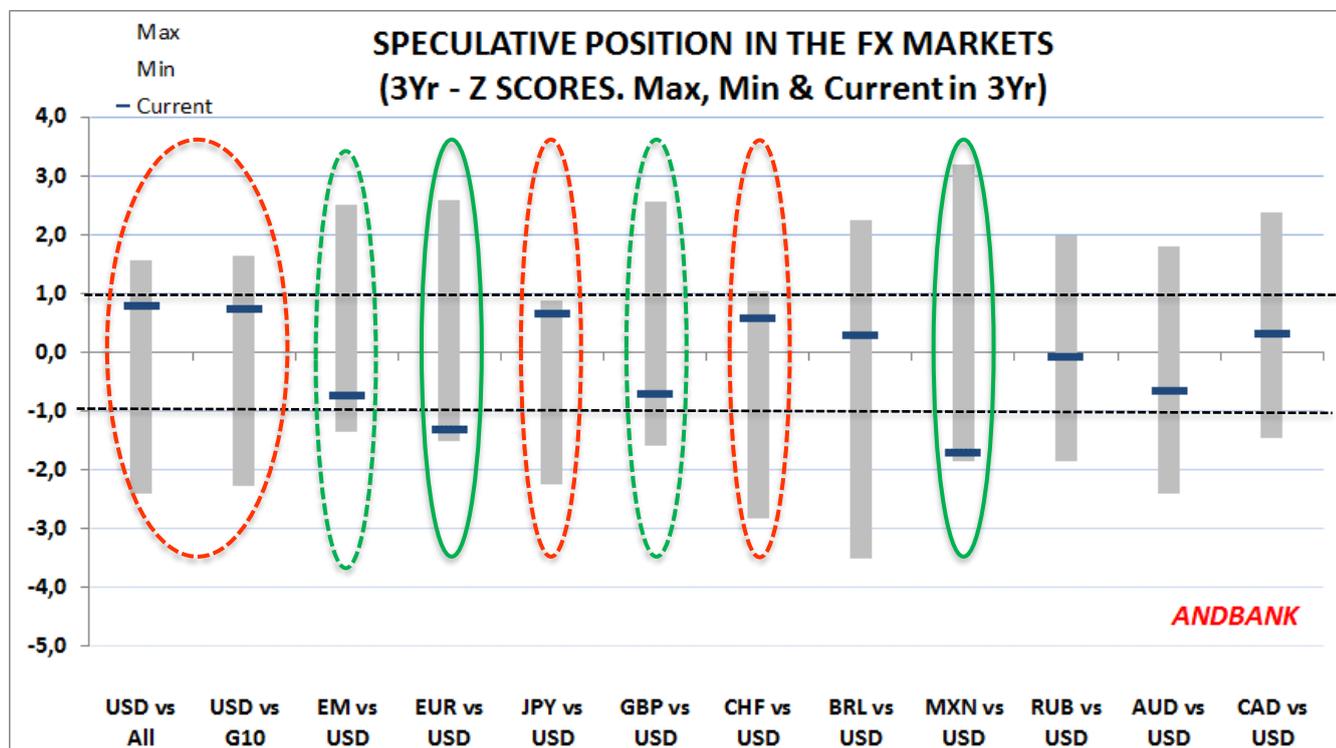
**AUD:** NEUTRAL

**CAD:** NEUTRAL.

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

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	-15,15	32,1	-28,2	3,0	0,79
USD vs G10	18,72	4,74	32,7	-25,4	6,2	0,72
EM	0,00	-0,93	3,9	-0,8	1,5	-0,75
EUR	-5,26	-3,86	23,4	-8,6	7,3	-1,33
JPY	-5,61	-0,79	0,6	-15,0	-8,3	0,65
GBP	-4,06	-0,01	4,3	-6,5	-2,0	-0,71
CHF	-1,47	-0,35	0,2	-6,0	-2,4	0,58
BRL	0,22	-0,48	1,0	-0,8	0,1	0,29
MXN	-0,73	-0,38	3,3	-0,8	1,2	-1,71
RUB	0,00	-0,31	1,2	-0,3	0,4	-0,10
AUD	-3,29	-0,32	6,1	-6,2	-1,1	-0,65
CAD	1,22	0,52	6,1	-5,0	0,4	0,31

ANDBANK



ANDBANK

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 16

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	7,7%	-13,6%	4.119	4.390	6,6%
	Europe - Stoxx Europe 600	6,4%	-10,7%	435	479	10,1%
	Euro Zone - Euro Stoxx	6,4%	-14,9%	407	470	15,4%
	SPAIN - IBEX 35	-0,9%	-7,1%	8.091	9.623	18,9%
	MEXICO - MXSE IPC	-1,4%	-11,1%	47.385	60.730	28,2%
	BRAZIL - BOVESPA	3,7%	-2,5%	102.225	112.500	10,1%
	JAPAN - NIKKEI 225	5,5%	-4,2%	27.595	29.748	7,8%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-6,4%	-12,5%	3.186	3.476	9,1%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-4,8%	-15,5%	2.138	2.468	15,4%
	INDIA - SENSEX	9,1%	-0,3%	58.076	69.899	20,4%
	VIETNAM - VN Index	3,9%	-16,4%	1.242	1.713	38,0%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-0,9%	-19,6%	536	637	18,9%
	<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	2,8%	-7,5%	2,56	3,50
UK 10 year Gilt		3,7%	-5,8%	1,76	1,75	1,8%
German 10 year BUND		4,9%	-7,4%	0,73	1,75	-7,4%
Japanese 10 year Govie		0,4%	-0,8%	0,17	0,25	-0,5%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	4,9%	-9,8%	1,81	2,75	-5,7%
	Italy - 10yr Gov bond	3,4%	-13,7%	2,95	<b>4,05</b>	-5,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	5,5%	-9,9%	1,72	2,75	-6,5%
	Ireland - 10yr Gov bond	4,9%	-8,8%	1,35	2,25	-5,9%
	Greece - 10yr Gov bond	5,6%	-11,8%	2,82	3,95	-6,2%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,6%	-1,7%	102,81	80	1,9%
	Credit EUR HY - Itraxx Xover	2,5%	-7,3%	520,13	<b>400</b>	9,0%
	Credit USD IG - CDX IG	0,9%	-1,0%	80,43	<b>90</b>	3,3%
	Credit USD HY - CDX HY	3,8%	-4,0%	471,12	<b>475</b>	7,4%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	13,0%	61,0%	17,00	20,00	-7,0%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,8%	0,0%	9,00	14,00	-31,0%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,4%	-2,6%	7,12	6,25	14,0%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,9%	-2,3%	7,20	7,25	6,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	6,8%	-8,9%	6,17	6,20	5,9%
	China - 10yr Gov bond (local)	1,1%	1,9%	2,73	2,75	2,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,9%	-0,4%	3,88	3,50	6,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	2,3%	-2,7%	2,35	3,50	-6,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,7%	-6,8%	2,62	3,75	-6,4%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	4,0%	-5,3%	2,98	4,00	-5,2%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,1%	-3,0%	1,11	2,25	-8,0%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	4,8%	-2,3%	8,40	9,30	1,2%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,2%	-10,9%	4,73	5,40	-0,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,3%	-14,6%	12,88	13,00	11,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	6,7%	-7,7%	5,95	6,75	-0,4%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-14,3%	23,6%	92,9	100,00	7,6%
	GOLD	-2,1%	-3,1%	1.771,1	1.800	1,6%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-1,8%	-10,0%	1,023	1,04	1,7%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,7%	-9,9%	1,22	<b>1,27</b>	3,8%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-2,5%	-0,1%	0,84	0,82	-2,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	-1,0%	4,3%	0,95	0,93	-2,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-2,8%	-6,1%	0,97	0,97	-0,6%
	USDJPY (price of 1 USD)	-3,4%	13,9%	131,08	<b>128,00</b>	-2,3%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-5,1%	2,5%	134,13	133,12	-0,8%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,8%	-0,3%	20,42	20,75	1,6%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,0%	-10,3%	20,88	21,58	3,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-2,7%	-6,9%	5,19	5,25	1,2%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-4,4%	-16,2%	5,31	5,46	2,9%
	USDARS (price of 1 USD)	4,7%	28,4%	131,89	175,00	32,7%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,4%	5,6%	78,61	76,00	-3,3%
	CNY (price of 1 USD)	0,9%	6,4%	6,76	6,65	-1,6%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



## PRINCIPALES APORTACIONES

Página 17

**Together  
Everyone  
Achieves  
More**



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



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



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



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



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



**Sofiane Benzarti**  
Luxembourg: Global Flows & positioning  
+352 26 19 39 21



**Alicia Arriero**  
Europe: Corporate Credit IG & HY  
+34 91 153 41 17



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



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



**Alex Fusté**  
EM Asia & Japan: Bonds, Equities & FX  
Brazil: Bonds, Equity, FX.  
Commodities: Energy & Precious Metals  
+34 673 041 058

## AVISO LEGAL

Todos los apartados y secciones de este documento han sido elaborados por el equipo de analistas financieros de ANDBANK. Las opiniones expresadas en el mismo se basan en una valoración conjunta de estudios e informes de terceros. Esos informes contienen valoraciones de carácter técnico-subjetivo de datos y factores económicos y sociopolíticos de relevancia, de los cuales los analistas de ANDBANK extraen, valoran y sintetizan aquellas informaciones que consideran más objetivas para, después, consensuar y redactar unas opiniones razonables sobre las cuestiones analizadas en el documento.

Las opiniones y estimaciones del presente documento se basan en hechos y condiciones de mercado sucedidos hasta la fecha de la publicación de este documento y, por tanto, no pueden ser determinantes para valorar hechos futuros posteriores a dicha fecha.

ANDBANK puede emitir opiniones sobre activos financieros que difieran, en su totalidad o en parte, del consenso de mercado. Los índices de mercado elegidos están seleccionados bajo los criterios únicos y exclusivos que ANDBANK considere más apropiados.

ANDBANK en ningún caso garantiza la materialización efectiva de predicciones o hechos contenidos en el presente documento y de manera expresa advierte que los resultados pasados no constituyen una orientación sobre los resultados futuros; que los instrumentos analizados podrían no ser adecuados para todos los inversores; que las inversiones pueden fluctuar con el tiempo en precio y valoración, y que eventuales cambios en los tipos de interés o en los tipos de cambio entre divisas son factores que también podrían afectar a la exactitud de las opiniones expresadas.

En cumplimiento de la Ley andorrana 17/2019, de 15 de febrero, por la que se modifica la Ley 8/2013, de 9 de mayo, sobre los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las entidades operativas del sistema financiero, la protección del inversor, el abuso de mercado y los acuerdos de garantía financiera, el presente documento no se considerará, en ningún caso, una oferta o propuesta de venta de productos o activos financieros mencionados en el mismo; toda la información aquí incluida tiene carácter indicativo y no podrá considerarse como único factor relevante en la decisión de realizar una inversión específica.

Existen otros factores importantes que afectan a dicha decisión que no se analizan en este documento, tales como el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación financiera, el horizonte temporal de la inversión o la liquidez de la misma.

En consecuencia, será responsabilidad del inversor buscar y obtener el asesoramiento financiero oportuno con el objetivo de valorar los riesgos, costes y otras características de las inversiones que desee realizar.

ANDBANK declina expresamente cualquier responsabilidad por la exactitud o exhaustividad de las evaluaciones mencionadas en este documento, así como por los posibles errores u omisiones en que pudiera incurrirse durante el proceso de publicación del mismo. Ni ANDBANK ni el autor de este documento responderán por cualquier pérdida en que un inversor pudiera incurrir, directa o indirectamente, como resultado de cualquier inversión que estuviese basada en cualquier información contenida en el presente documento.

La información y las opiniones aquí contenidas están sujetas a modificación sin previo aviso.