

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Mayo de 2023

Análisis Corporativo *Mayo de 2023*



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

## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICOS DEL MES

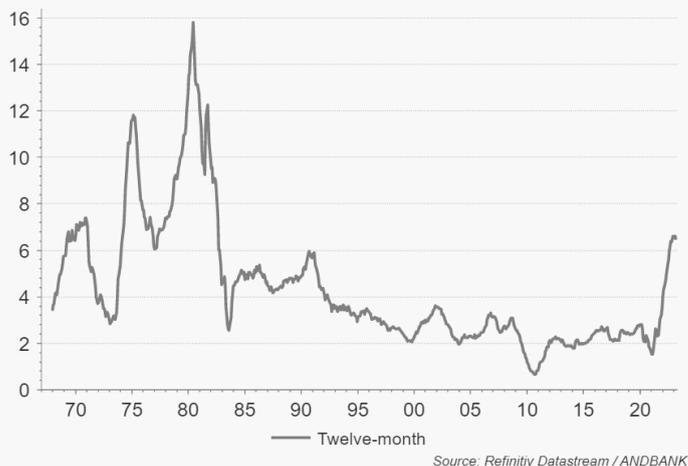
#### Euro area GDP deflators

Four-quarter percentage changes



#### Atlanta Fed sticky core CPI

Per cent



### RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	4.135	3.293	-20,4%	UW-MW	4.281
Europe - Stoxx Europe 600	466	390	-16,3%	UW-MW	468
Euro Zone - Euro Stoxx	462	372	-19,5%	UW-MW	446
Spain IBEX 35	9.319	8.978	-3,7%	MW-OW	9.876
Mexico IPC GRAL	54.442	59.037	8,4%	OW	64.941
Brazil BOVESPA	102.923	106.896	3,9%	MW	117.586
Japan NIKKEI 225	28.458	29.418	3,4%	OW	32.360
China SSE Comp.	3.323	2.993	-10,0%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	2.056	1.980	-3,7%	UW	2.178
India SENSEX	60.797	69.380	14,1%	OW	76.318
Vietnam VN Index	1.045	1.278	22,2%	OW	1.405
MSCI EM ASIA	521	588	12,8%	OW	647

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

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
US Treasury 10 year Govie	0,7%	4,2%	3,51	4,00	-0,4%
UK 10 year Gilt	-2,3%	0,1%	3,79	3,75	4,1%
German 10 year BUND	-1,1%	1,6%	2,47	2,50	2,2%
Japanese 10 year Govie	-0,6%	0,3%	0,38	0,75	-2,6%
Spain - 10yr Gov bond	-1,2%	2,2%	3,51	3,50	3,6%
Italy - 10yr Gov bond	-1,5%	4,2%	4,36	4,50	3,2%
Portugal - 10yr Gov bond	-0,7%	3,4%	3,26	3,50	1,3%
Ireland - 10yr Gov bond	-0,8%	2,6%	2,86	3,00	1,7%
Greece - 10yr Gov bond	-0,6%	4,4%	4,21	5,00	-2,1%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,5%	1,2%	85,13	100	3,6%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,0%	2,6%	450,25	550	4,8%
Credit USD IG - CDX IG	0,5%	1,9%	79,30	100	5,4%
Credit USD HY - CDX HY	0,9%	3,2%	484,02	600	6,6%

### RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,2%	-18,5%	11,82	11,75	12,4%
Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,7%	1,1%	10,64	14,00	-16,2%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	2,7%	5,7%	6,48	6,25	8,3%
India - 10yr Gov bond (local)	2,0%	4,1%	7,11	7,00	8,0%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	1,2%	7,5%	6,15	7,50	-4,6%
China - 10yr Gov bond (local)	0,8%	1,4%	2,78	2,75	3,0%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	2,6%	3,84	4,00	2,6%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	0,9%	2,42	3,50	-6,2%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,5%	3,5%	2,76	4,00	-7,2%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-0,2%	4,2%	3,26	4,50	-6,7%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,3%	1,4%	1,16	2,25	-7,6%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,6%	4,7%	8,81	9,00	7,2%
Mexico - 10yr Govie (USD)	1,9%	5,6%	5,49	6,00	1,4%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	7,0%	7,9%	12,24	13,50	2,2%
Brazil - 10yr Govie (USD)	0,3%	4,2%	6,22	7,00	-0,1%

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Oil (WTI)	3,1%	-6,3%	75,2	87,50	16,4%
GOLD	1,1%	8,8%	1.985,8	2.200	10,8%
EURUSD (price of 1 EUR)	1,7%	3,0%	1,102	1,050	-4,7%
GBPUSD (price of 1 GBP)	1,3%	3,1%	1,25	1,22	-2,2%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,3%	-0,1%	0,88	0,86	-2,6%
USDCHF (price of 1 USD)	-2,7%	-3,3%	0,89	0,97	8,5%
EURCHF (price of 1 EUR)	-1,1%	-0,4%	0,99	1,02	3,4%
USDJPY (price of 1 USD)	2,1%	3,5%	135,66	120,00	-11,5%
EURJPY (price of 1 EUR)	3,8%	6,6%	149,49	126,00	-15,7%
USDMXN (price of 1 USD)	0,0%	-7,2%	18,00	20,00	10,6%
EURMXN (price of 1 EUR)	1,5%	-4,5%	19,08	21,00	5,5%
USDBRL (price of 1 USD)	-3,1%	-5,8%	4,98	5,25	5,5%
EURBRL (price of 1 EUR)	-1,5%	-3,0%	5,49	5,51	0,5%
USDARS (price of 1 USD)	6,6%	25,6%	222,00	370,00	66,7%
USDINR (price of 1 USD)	-0,5%	-1,2%	81,76	84,00	2,7%
CNY (price of 1 USD)	0,5%	0,3%	6,92	7,50	8,4%





# EE.UU.

## Un duro recordatorio a los inversores de que la crisis bancaria y la contracción del crédito no han terminado

### Sector bancario: en qué punto de la crisis bancaria nos encontramos

El martes 25 se hundió (-49%) la acción de First Republic Bank al conocerse su intención de vender hasta 100.000 millones de USD de su cartera de activos, valorada en 233.000 millones de USD, tras perder en marzo 100.000 millones de USD de depósitos (más del 40% del total). Ese mismo día se depreció (-9%), por idéntico motivo, otro banco regional, PacWest. El índice bancario KBW retrocedió otro 3,5% y ronda sus mínimos de finales de marzo y principios de abril, recordando con dureza a los inversores que la crisis bancaria estadounidense no ha terminado. Cabe preguntarse qué pasará ahora. En el **lado positivo**, los pánicos bancarios inducidos por el miedo remitieron desde finales de marzo gracias a la garantía universal de depósitos que implícitamente formularon Janet Yellen, Secretaria del Tesoro, y Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal. Hay que destacar el hecho de que solo ahora se aprestan los bancos a vender activos en respuesta a las fugas de depósitos de hace nada menos que un mes, algo que hay que agradecer a la liquidez de emergencia aportada por la Fed, que les permitió afrontar esas retiradas sin verse forzados a una venta perentoria de activos a precios de saldo. En el **lado negativo**, las facilidades de préstamo de la Fed, pese a la utilidad demostrada, no son una solución permanente. Esos préstamos tienen un coste, a un tipo que ronda el 5% y que pronto será del 5,25%. A su vez, el tipo de interés exigido por los depositantes es cada vez más alto, por lo que el coste de financiación de la banca está aumentando e implica márgenes de intermediación financiera negativos. Por una parte, numerosos activos financieros rentables que figuran en los balances bancarios implican tipos activos bajos, fijados hace ya años, pero han de financiarse con pasivos financieros relativamente onerosos. Por otra, la fuerte inversión de la curva de tipos-plazos hace que la rentabilidad de los nuevos préstamos sea baja cuando se compara con los tipos de financiación a corto plazo actuales. Esto pone a algunos bancos ante la penosa disyuntiva de vender activos a pérdidas o soportar un prolongado periodo de márgenes negativos por intereses netos. Los precios de los bonos que los bancos tienen en balance se han recuperado algo en los últimos meses, pero no lo suficiente como para enjugar las pérdidas latentes en las carteras bancarias. Las pérdidas se han moderado del -19% del pasado octubre al -13% actual, pero muchos bonos del Tesoro, MBS y otros activos de los balances bancarios continúan en números rojos. Existe **otro motivo de preocupación para algunos bancos** relacionado con su exposición a préstamos al sector inmobiliario comercial. Gran parte de este sector soporta las consecuencias de dos fuerzas macroeconómicas: (i) tras la pandemia se trabaja menos en la oficina y más desde casa, y como resultado disminuye el gasto realizado en centros comerciales físicos mientras aumenta en sitios web como Amazon; (ii) los tipos de interés han subido, lo que afecta en mayor medida a activos que entrañan fuerte apalancamiento y una duración larga como son los garantizados por bienes inmuebles.

### Implicaciones para las perspectivas económicas de EE.UU.

Aunque la Reserva Federal y la FDIC han abordado los pánicos bancarios y las tensiones de liquidez, las condiciones financieras generales siguen siendo extremadamente restrictivas. En concreto: 1) La inversión de la curva de rendimientos desincentiva la concesión de crédito por la banca. 2) Existen también limitaciones por el lado de la demanda, ya que los tipos de interés reales han aumentado lo suficiente como para disuadir tanto a las empresas de endeudarse para financiar más rondas de gasto de inversión en capital fijo como a los hogares de hacerlo para comprar vivienda. 3) Las políticas oficiales de estímulo económico y los cambios de comportamiento durante la fase de auge fueron de todo menos moderados, por lo que ahora que las condiciones financieras se han endurecido lo suficiente sería ilusorio esperar que la fase de recesión fuera precisamente suave. La contracción generalizada del crédito parece lejos de haber terminado.

### Reserva Federal y actividad económica

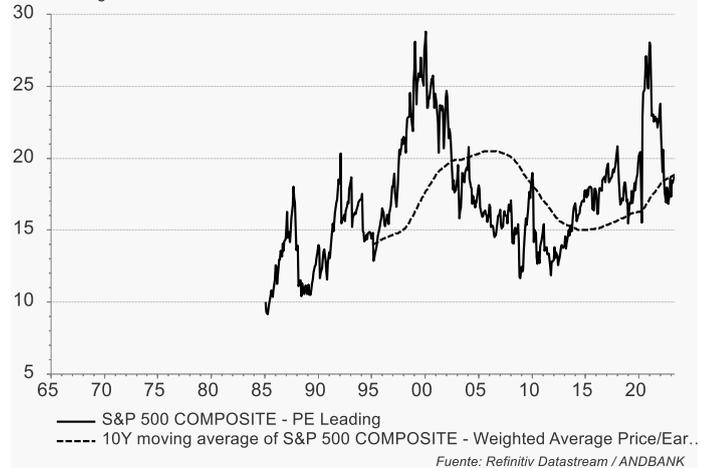
**Tipos de interés.** La Fed podría llevar en su reunión de mayo la subida del tipo interbancario (el «tipo de los fondos federales») al 5,25%; para la reunión de junio el mercado considera más probable que el FOMC haga una pausa, y para la reunión de diciembre las expectativas son que dejará los tipos oficiales en el 4,55% de media (muy por debajo de lo esperado a principios de marzo, cuando el mercado preveía un tipo a final de año del 5,50%). **Inflación.** La inflación general, medida por el IPC, cayó al 5% interanual (+0,1 pp en el mes), un dato inferior al del mes pasado (+6,0% interanual); en cambio, la inflación subyacente repuntó al +5,6% interanual (desde el 5,5% interanual de febrero). El alza en los precios de alojamiento y vivienda supone el 60% del incremento mensual del dato de la inflación subyacente; excluido este componente, los precios subyacentes sólo subieron un 2,3% interanual. Continúa observándose un desfase entre los datos oficiales (BLS recopila datos de alquileres cada seis meses, cuando la mayoría no cambian con tanta frecuencia) y las cifras privadas, que han caído recientemente, lo que conllevará un enfriamiento del IPC. **Mercado laboral.** Su comportamiento continúa siendo demasiado robusto para que la Fed se sienta cómoda. El desempleo cayó en marzo al 3,5% y se crearon 236.000 puestos de trabajo, un aumento considerable para la serie histórica. Los salarios crecieron un +4,2% interanual, por debajo del +4,6% interanual anualizado de febrero. **Ventas minoristas.** Disminuyeron el 1% en marzo, el cuarto descenso mensual en los últimos cinco meses. El índice de indicadores adelantados cerró en 108,4 (-7,8% interanual), encadenando doce meses de caídas. **Mercado inmobiliario.** La compraventa de vivienda de segunda mano disminuyó (-22% interanual y -2,4% mensual), al igual que el precio medio de venta (-0,9% interanual). El parque total de vivienda en venta (980.000 unidades) aumentó un 5,4% interanual. Aun así, el total de vivienda en venta equivale a una oferta de 2,6 meses, muy por debajo de los 5-6 meses de un mercado más equilibrado.

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

Renta variable (S&P): INFRAPONDERAR-NEUTRAL  
Deuda soberana (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 4%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 100 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 600 pb)  
Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

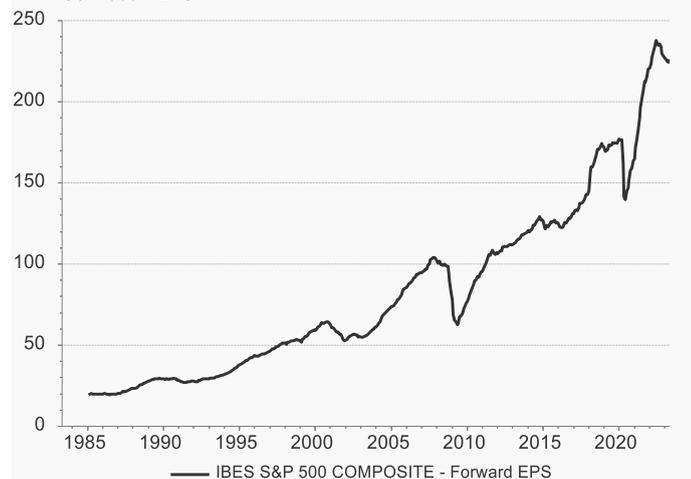
US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



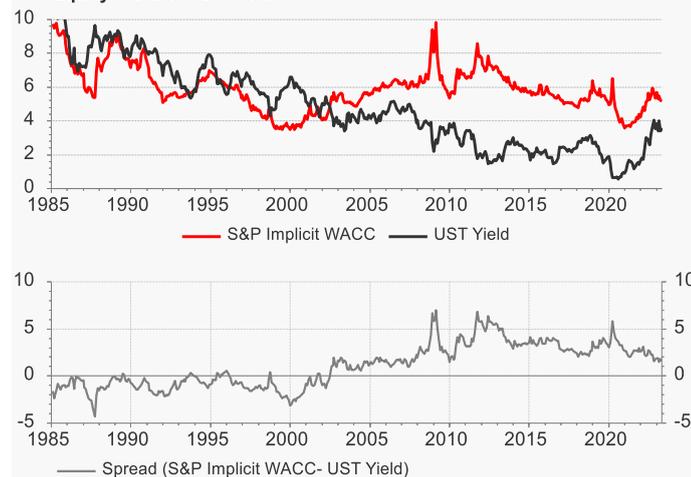
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

S&P 500 - EPS



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# EUROPA

## Con la inflación aún en niveles altos y la crisis bancaria resolviéndose, el BCE mantendrá su política restrictiva

**La economía sigue disfrutando de un primer semestre «mejor de lo esperado»**

El PMI del sector manufacturero continúa en territorio recesivo, pero el del sector servicios refleja optimismo (se sitúa por encima de su media a largo plazo), lo que implicaría mejores previsiones de PIB para el primer semestre de 2023. No obstante, puesto que la caída en los precios de la energía parece haberse detenido, y que la trayectoria de las condiciones crediticias es claramente negativa, el optimismo de los servicios previsiblemente se desvanecerá en los próximos meses. En tal caso, el segundo semestre podría complicarse, al sumarse la evolución del agregado monetario M1 (-10% interanual) al impacto del endurecimiento monetario.

Según se esperaba, el IPC general disminuyó con fuerza por los efectos de base (6,9% interanual en marzo frente al 8,5% interanual de febrero); en cambio, la inflación subyacente está revelándose más rígida a la baja. Las expectativas para los próximos meses indican que el IPC subyacente seguirá acelerándose hasta junio (quizás al 5,9%), para ir enfriándose hacia finales de año (hacia el nivel del 4%). El escenario de inflación sigue siendo complicado para el BCE, pero las expectativas de inflación a más largo plazo (1-3 años) se han moderado y continúan bien ancladas.

### Reunión de mayo del BCE

Persiste la incertidumbre sobre la reunión de mayo, al depender mucho la decisión sobre los tipos no sólo de los datos de evolución de los precios, sino también de las condiciones de crédito. Al respecto, la encuesta sobre préstamo bancario en la zona euro, que se publicará justo antes de la reunión del BCE, podría revestir suma importancia. Los préstamos bancarios siguen aportando el grueso de la financiación a largo plazo de las empresas de la región y la transmisión financiera en el canal de crédito (mayor coste de endeudamiento, menor demanda de crédito, requisitos más exigentes de concesión), ya evidente en marzo, podría haber empeorado desde entonces. Han sido mayoría quienes en el seno del BCE se han pronunciado por un sesgo restrictivo, y esto no mucho después de que el mercado recuperara cierta calma tras la inestabilidad por el colapso del SVB. Salvo que volviese a aumentar el riesgo financiero, el BCE se verá «forzado» a instrumentar subidas al seguir aferrada la inflación en niveles elevados; unas subidas que podrían quedarse en 25 puntos básicos a partir de mayo o junio. También se baraja la posibilidad de una intensificación de la política restrictiva en los próximos meses, por la que abogan varios miembros del BCE.

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

**Deuda pública.** Con la volatilidad de vuelta a niveles más normalizados asistimos a una corrección en los precios de los bonos. La notable divergencia de las expectativas sobre los tipos de la Fed y el BCE podría resultar insostenible, dado lo inusual de que las recesiones económicas se limiten a Estados Unidos y que habría efectos de contagio en el extranjero. La reducción de esa divergencia podría provenir de cualquiera de los dos lados. Nos atenemos a la hipótesis de que se producirá una estabilización de los tipos de interés de aquí al verano (3,5-3,75%) y a un rendimiento objetivo para el Bund en torno al 2,5%.

**Deuda corporativa.** Tras lo sucedido con los bancos regionales de EE.UU. y en Credit Suisse (CS) se aprecia cierta mejoría en el último mes. Los valores de deuda de los sectores no financieros registran un estrechamiento de diferenciales, con una evolución dispar en la deuda preferente de entidades financieras europeas. Tras el golpe encajado el mes anterior, la deuda de las entidades suizas exhibe el mejor comportamiento, seguida de la de entidades españolas y francesas (cuyos rendimientos al cierre del mes volvieron a los niveles de partida), y terminando con cierta expansión de los diferenciales en la de entidades italianas y una más señalada en la deuda bancaria sénior alemana. La deuda subordinada, y en particular los instrumentos de capital adicional de Nivel 1 (AT1), también se ha estabilizado en las dos últimas semanas. Seguiremos insistiendo en las *duraciones* cortas aun cuando el apetito inversor se haya recuperado algo recientemente en ambas categorías, grado de inversión (IG) y alto rendimiento (HY), siendo muy selectivos en la primera y manteniendo baja la exposición a la segunda.

**Renta variable.** El mercado está registrando cierta rotación. Tras arrancar mal el año, los sectores defensivos principales (productos básicos, compañías de servicios públicos y sanidad) parecen estar afianzándose. En cambio, algunos sectores más dependientes del ciclo económico, como los del automóvil, construcción, químico y de bienes de consumo, parecen estancarse. Mantenemos la infraponderación en sectores cíclicos hasta que se conozcan los resultados empresariales del trimestre, convencidos de que a lo largo del año sus puntos de entrada serán más atractivos. Esperamos que en las próximas semanas se materializarán nuevas señales de desinflación, algo que debería permitirnos ir dejando atrás la inquietud por la inflación y, a los inversores, centrarse en el crecimiento y los beneficios.

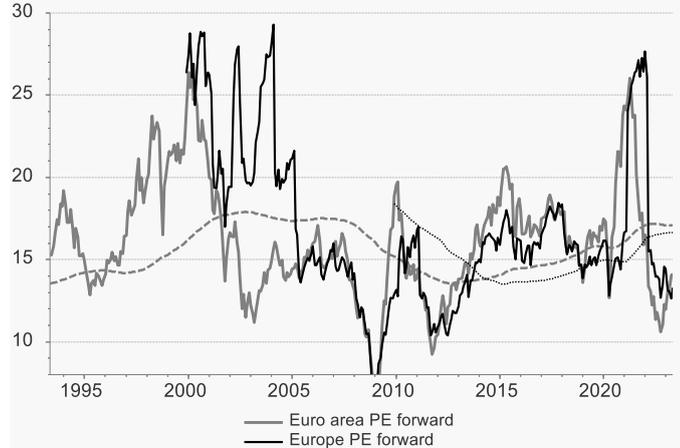
La economía española parece haberse comportado algo mejor en los primeros meses de 2023 de lo que se anticipaba en diciembre. A partir de la primavera la actividad económica debería cobrar impulso, bien que en un entorno aún muy incierto en el que diversos factores seguirán debilitando algo la dinámica macrofinanciera de la economía española. Somos optimistas sobre la economía y los mercados, manteniendo una posición de sobreponderación.

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

- Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-INFRAPONDERAR
- Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-INFRAPONDERAR
- Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
- Deuda soberana (países centrales y periféricos):
  - Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,5%; comprar a 3%)
  - Países periféricos: NEUTRAL (IT 4,5%; ES 3,5%; PT 3,5%; IR 3%); INFRAPONDERAR (GR 5%)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (dif. objetivo: 100 pb)
- Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (dif. objetivo: 550 pb)
- Tipo de cambio (EUR/USD): a 1,00 o inferior, comprar EUR; a partir de 1,10, vender EUR.

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

Ratio - Forward



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

**STOXX 600 - EPS**

1Y % Change



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

**Euro STOXX banks Index**



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# CHINA

## El pesimismo en las acciones chinas en abril desconcierta a los veteranos de Wall Street

Bloomberg analizó cómo algunos inversionistas experimentados están desconcertados por el pesimismo que rodea a las acciones chinas. En el lado negativo, los inversores están perdiendo la confianza en este mercado, empeorado por las tensiones geopolíticas. Algunos también están perdiendo la paciencia con la recuperación post-Covid. Si bien otros, incluido Morgan Stanley, han hecho llamados alcistas sobre las acciones chinas, ya que esperan un mejor crecimiento y mejoran las relaciones con aliados económicos clave y creen que el retroceso es una buena oportunidad a largo plazo.

### Xi Jinping refuerza el control sobre el Partido con una reforma importante

El presidente Xi reforzó su control sobre el gobierno y la economía con la mayor renovación del Partido Comunista Chino (PCCh) en años, estableciendo potentes comités para supervisar todo, desde los mercados financieros hasta la estabilidad social. Las autoridades del banco central chino (PBoC) afirmaron que «China reducirá el número de entidades de alto riesgo para prevenir mejor riesgos financieros sistémicos». El PBoC también se comprometió a gestionar el ritmo de concesión de crédito y garantizar su crecimiento a tasas razonables.

### El tipo preferencial de préstamo lleva siete meses intacto; la urgencia de relajación monetaria disminuye tras recortar el PBoC el coeficiente de reservas obligatorias

El tipo preferencial de préstamo (LPR) del PBoC a un año se mantuvo en 3,65% y, a 5 años, en 4,30%. El de la facilidad de préstamo a medio plazo (MLF) también quedó inalterado la semana pasada. Según Reuters, la necesidad de relajación monetaria disminuyó después de que el PBoC recortase inesperadamente el coeficiente de reservas mínimas obligatorias (RRR) en 25 pb. Sin embargo, el PBoC extendió sus inyecciones de efectivo a corto plazo en el sistema financiero por undécimo día consecutivo, ya que buscaba aumentar la confianza de los inversores sobre una posible restricción de liquidez a finales de mes. Insertó CNY165B a través de repos de 7 días para una inyección neta de CNY77B. Bloomberg señaló que esto llevó la inyección en el ciclo actual a CNY673B (\$ 97Bn). Algunos economistas aún consideran posible que los tipos preferentes disminuyan este año como medida para respaldar el préstamo y afianzar la confianza inversora.

### Las acciones chinas cotizadas en EE.UU. pierden lo ganado en 2023

Las acciones de China que cotizan en EE.UU. perdieron todo lo ganado en el año al quedar en nada el repunte impulsado por la reapertura de su economía, con unos beneficios escasos y sin medidas de política que las incentive. El interés inversor vuelve a centrarse en las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos y China y en el control del Estado sobre la empresa privada después de que las acciones chinas protagonizaran una de las operativas más concurridas de los *hedge funds* a principios de año. China paralizó la autorización de recibos de depósito internacionales (GDR), lo que amenaza el auge de la venta de acciones en Europa y representa una potencial amenaza para una lucrativa serie de admisiones a cotización en Bolsas europeas. Quienes formulan las políticas temen que una oleada de emisiones de GDR en Zúrich pueda generar una significativa presión bajista en los mercados de valores de China.

### Intervención en el mercado de bonos: giro radical tras suspenderse la cotización

Los operadores recuperaron el acceso a fuentes de precios de bonos muy utilizadas tras una abrupta suspensión. Al menos tres proveedores de datos (Wind, Dealing Matrix y East Money Information) reanudaron la publicación de cotizaciones de bonos después de que se autorizara a algunos intermediarios a suministrar información a plataformas de datos. Pero el más popular, Quibee, aún no ha recibido autorización para hacerlo. La Comisión de supervisión del sector bancario y asegurador (CBIRC) de China ordenó detener el suministro de datos para «atajar inquietudes sobre la seguridad de los datos». Las transacciones se habían desplomado hasta un 60% en los últimos días ante las dificultades de los operadores para acceder a los datos.

### Economía, fiscalidad y REITS

La recaudación fiscal del Estado chino cayó un 1,2% interanual en los dos primeros meses de 2023 a pesar de las señales de recuperación económica tras el cambio en la política de *covid cero*. Los ingresos fiscales en enero y febrero ascendieron a 4,56 billones de CNY (-1,2% interanual), al tiempo que los gastos lo hicieron a 4,1 billones de CNY (7% interanual).

Los ingresos por venta de suelo estatal disminuyeron un 29% interanual en los primeros dos meses del año, lo que indicaría que los promotores inmobiliarios mantienen la prudencia incluso después de que las autoridades intervinieran para ayudar al sector.

### Geopolítica: Xi tanea los límites de la amistad con Putin en su visita de Estado

La primera visita del presidente Xi a Moscú en cuatro años demuestra su compromiso con el presidente Putin, pero también permite trazar líneas rojas en su «asociación sin límites». Putin esperaría que China prometiese apoyo material en la guerra en Ucrania, pero Xi podría mantener cierta distancia mientras Beijing intenta impulsar relaciones comerciales con Europa. Está por ver si Xi también llamará al presidente ucraniano Zelensky tras el viaje a Rusia.

En un gesto inusual, el PBoC se hizo eco de la advertencia del presidente Xi de que EE.UU. estaba tratando de reprimir a China, lo que indicaría que el banco central podría estar buscando el modo de protegerse de eventuales sanciones adicionales. El PBoC no entró en detalles sobre las medidas que tomaría para proteger la economía de la represión estadounidense, pero según algunos analistas podría aumentar el apoyo financiero a empresas tecnológicas, fortalecer su propio sistema de pagos transfronterizos y diversificar las tenencias de divisas (equivalentes a 3 billones de USD). Por su parte, el gobierno de Biden quiere que ByteDance se deshaga de TikTok ante las preocupaciones de seguridad nacional.

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

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR

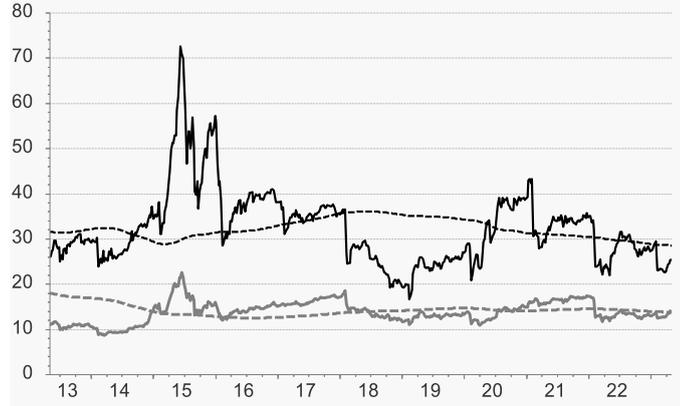
Renta variable (Shenzhén): INFRAPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,75%)

Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE LTM



— SHANGHAI SE A - PE FY0 Fiscal Period  
— IBES SHENZHEN A - PE FY0 Fiscal Period

Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China - 10Y Government Bond Real Yield

Per cent



— 10Y Government bond Real Yield

Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

USDCNY exchange rate

Spot rate



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## JAPÓN

### Más compras de JGBs para contener sus rendimientos y diplomacia de las infraestructuras para aislar a China

**Geopolítica: Japón retoma la diplomacia de las infraestructuras para contrarrestar a China ahora que la iniciativa china *One Belt, One Road (OBOR)* parece finalizada**

Japón planea invertir 75.000 millones de USD en la región del Indo-Pacífico para contrarrestar a China. El primer ministro Fumio Kishida anunció un nuevo plan para promover un Indo-Pacífico abierto y libre, prometiendo miles de millones de dólares en inversiones para ayudar a las economías de la región en todo, desde la industria a la prevención de catástrofes. Japón se comprometió a invertir ese importe en la región hasta 2030 a través de inversiones privadas y préstamos en yenes, y con más ayudas vía subvenciones y asistencia gubernamental oficial.

El presidente de Corea del Sur, Yoon Suk Yeol, tras reunirse con el primer ministro japonés Fumio Kishida, afirmó que restablecería el status de Japón como socio comercial prioritario. Corea del Sur y Japón se eliminaron mutuamente de la lista en 2019 debido a una disputa de décadas sobre una orden judicial de Corea del Sur de 2018 que sentenciaba a las empresas japonesas a compensar a los trabajadores forzados durante la ocupación de Corea (1910-1945).

EE.UU. permitirá integrar materiales procedentes de Japón en el plan de créditos fiscales a vehículos eléctricos. Washington y Tokio se están preparando para que los vehículos japoneses puedan optar a créditos fiscales en el marco de una iniciativa de EE.UU. para vehículos eléctricos que utilicen minerales críticos de EE.UU. o de países con los que ha celebrado acuerdos de libre comercio. Tras su modificación EE.UU. relajaría las normas para permitir que los vehículos eléctricos contengan minerales clave proporcionados por empresas japonesas, como fabricantes de piezas, aun cuando Tokio no tenga un acuerdo de libre comercio con Washington.

#### Banco de Japón (BoJ) y estímulos monetarios

Según datos del BoJ, sus tenencias de JGB alcanzaron un porcentaje récord (52,02%) de los bonos en circulación a finales de diciembre, reflejo del aumento de las compras para defender el tope superior fijado para los rendimientos de sus bonos a largo plazo. La cuota de mercado, tras superar el 50% por primera vez en septiembre, creció aún más. Además, las pérdidas del BoJ en sus tenencias de bonos se han multiplicado por diez. Según estimaciones de Nikkei, las minusvalías latentes del BoJ en tenencias de JGB llegaron a 9,5 billones de yenes (71.400 millones de USD) a finales de diciembre. A su vez, el gobernador Haruhiko Kuroda comunicó al Comité presupuestario de la Cámara baja en febrero que las pérdidas no materializadas rondaban los 8,8 billones de yenes. El BoJ anuncia cada año las ganancias y pérdidas no realizadas en JGB a finales de marzo y septiembre.

El «resumen de opiniones» de la reunión de política monetaria (MPM) de marzo reconoció apelaciones externas a normalizar la política, pero se adujo que cambiar apresuradamente de política entrañaba más riesgo que una demora por cuanto podía comprometer la dinámica conducente a lograr la meta de estabilidad de precios. Los analistas tienen presente que las recientes medidas para mejorar la operativa del mercado sólo han sido eficaces hasta cierto punto, sin llegar a producir una mejora fundamental. No se descartan medidas adicionales de ser necesario, también en los mercados de deuda corporativa y de swaps.

Japón planea aportar 2 billones de yenes adicionales a las medidas de alivio de la inflación. El gobierno planea librar fondos, destinándose el grueso (1,2 billones) a provisiones discretionales de administraciones locales. En septiembre de 2022 las transferencias temporales ascendieron a 700.000 millones de yenes, y está alentándose a los gobiernos locales a aplicar esos fondos a reducir la carga de gases licuados del petróleo (que antes no se incluyeron), electricidad de alto voltaje para las fábricas y apoyo a productores lácteos que acusan el encarecimiento de los piensos. El paquete incluye medio billón de yenes para pagos especiales de 30.000 yenes a cada hogar con un nivel de renta bajo.

#### Sector tecnológico: exenciones fiscales a las grandes empresas tecnológicas

Según Nikkei, la Agencia Tributaria japonesa eximirá a las tecnológicas extranjeras de los impuestos asociados a registrar en el país sus sedes en el extranjero. Las empresas extranjeras con operaciones estables en Japón deben registrar su sede extranjera ante las autoridades. Los ministerios de Justicia y Asuntos Internos notificaron en marzo de 2022 a 48 empresas tecnológicas extranjeras que estaban incumpliendo la normativa. Desde entonces, más de 40, incluidas Meta (matriz de Facebook), Twitter y Google han registrado su sede.

Tokyo Electron anunció que invertirá unos 22.000 millones de yenes (167 millones de USD) en construir una planta de producción de chips en Oshu, prefectura de Iwate, en anticipación de la renovada demanda de la industria de semiconductores. Cuando en otoño de 2025 finalice la construcción de esta séptima fábrica en Oshu la empresa habrá ampliado un 50% su capacidad de producción de dispositivos para fabricar chips y habrá doblado su capacidad original.

Honda lanzará motocicletas eléctricas en el mercado de consumo de masas japonés en 2023 y, en todo el mundo, al menos 10 modelos de este tipo para 2025. Su objetivo es aumentar las ventas mundiales a 1 millón de unidades para 2026 y 3,5 millones de unidades para 2030, multiplicando en más de 20 veces la cifra de 2021.

Maxwell producirá en masa este verano baterías de estado sólido para robots de fábrica, proporcionando una alternativa a las baterías de iones de litio para robots industriales, con la intención de producir en masa la primera batería de estado sólido de alta potencia del mundo para maquinaria industrial.

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 0,75%)

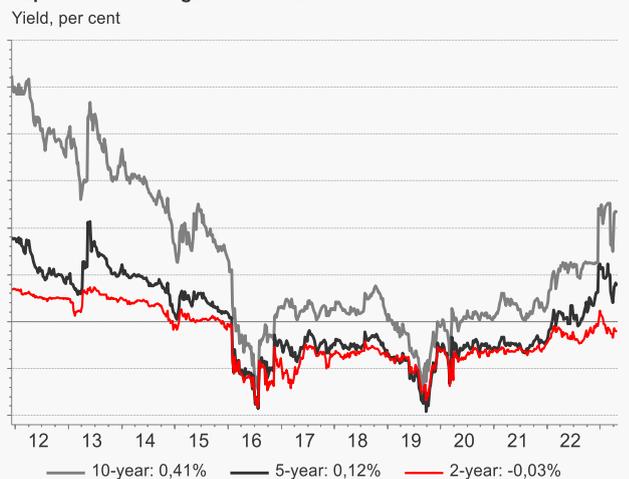
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 112)

Japan Nikkei 225 price / earnings



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan benchmark government bonds



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# INDIA

## Previsible inclusión en el crucial JPMorgan Bond Index y firme crecimiento del PIB en el ejercicio fiscal de 2024

### Perspectivas macroeconómicas favorables

Las exportaciones indias de bienes y servicios en el primer semestre del ejercicio fiscal 2022-23 han sido, en porcentaje del PIB, las más altas desde 2016, y los flujos de inversión extranjera directa dirigidos hacia su industria farmacéutica se han cuadruplicado en el ejercicio. Según el Global Innovation Index, India ha entrado en el ranking de los 40 países más innovadores del mundo, pasando del puesto 81 en 2015 al 40 en 2022, y convirtiéndose en el más innovador del grupo de países de renta media-baja, superando a Vietnam (48) y liderando Asia Central y Meridional. La previsión de PIB para 2024 se sitúa en la horquilla del 6-6,8% en términos reales (11% en términos nominales). Sus exportaciones en el segmento de electrónica y telefonía móvil casi se triplicarán, habiéndose convertido en el segundo fabricante mundial de móviles al pasar de seis millones de unidades en 2015 a 31 millones en 2022. Cifras que previsiblemente mejorarán a medida que más actores nacionales e internacionales se establezcan y amplíen sus bases en India (la estrategia China-Plus One es un buen ejemplo de ello).

### Perspectivas del mercado de valores indio

Los parámetros macroeconómicos de la India reflejan una situación saneada, con 600.000 millones de USD en reservas de divisas, significativamente resuelto el problema del déficit gemelo (público y por cuenta corriente) e iniciativas por el lado de la oferta que probablemente potenciarán la capacidad productiva. La recaudación del impuesto sobre bienes y servicios muestra una tendencia favorable; la desinversión avanza; hay buenas perspectivas para la inversión pública en capital fijo (*capex*). El riesgo para las previsiones de resultados derivado de inflación, alzas de tipos, compresión de márgenes y posible debilitamiento de la demanda se compensa en parte con los beneficios del comercio de productos básicos y materias primas. Los niveles de valoración de las empresas de gran capitalización bursátil están ahora en una zona cómoda, por referencia tanto a beneficios pasados como futuros. Tras la corrección, el Sensex indio cotiza a 18,4 veces los beneficios esperados del ejercicio 2023, en su media de los últimos 10 años. Dicho esto, los mercados nunca están en su media (tienden a excederse al alza y con seguridad lo hacen a la baja). En este contexto seguiríamos prefiriendo las acciones de empresas de gran capitalización a las de sus homólogas de capitalización mediana.

India, que actualmente supone el 3,1% de la capitalización bursátil mundial (por encima de su media histórica del 2,5%), está entre los cinco primeros mercados del mundo por esa métrica. Los resultados empresariales se mantuvieron firmes en 2022. El crecimiento acumulado puede impresionar, pero estuvo impulsado por únicamente tres sectores: banca, servicios financieros y seguros; petróleo y gas, y metales. Estos tres sectores, con tecnologías de la información, concentraron el 90% del incremento de beneficios en lo que va de año. El adverso entorno macroeconómico, caracterizado por una mayor inquietud ante el alza de los tipos de interés, los elevados precios del crudo y la escasez de liquidez, ha mantenido la volatilidad y el nerviosismo en los mercados. El sector bancario experimentó por fin un crecimiento del crédito superior al 10%, lo que podría ser el ansiado catalizador que mejorase su rentabilidad. Si después del endurecimiento monetario de 2022 la economía mundial se desacelerase, como prevé el FMI, los precios de las materias primas deberían disminuir. El supuesto básico es que la inflación ya no sería el problema que fue en 2022. Resulta difícil predecir el precio del petróleo: el Banco de la Reserva de la India (RBI) supone una cifra inferior a 100 USD/barril, un precio compatible con que el país logre las tasas de crecimiento implícitas en sus encuestas oficiales. La recuperación de la economía es un hecho, por lo que ya no tenemos que seguir hablando de recuperación pos pandémica, sino de encarar la siguiente fase: una década en la que las reformas de los últimos ocho años mejorarán el desempeño de la India.

### India podría incorporarse al crucial índice de bonos de JPMorgan

JPMorgan, que en 2022 rehusó incluir India en un índice de bonos de amplio seguimiento hasta como pronto el año que viene, sigue sondeando a grandes inversores con miras a su inclusión en su no menos popular índice de bonos de mercados emergentes, lo que permitiría la entrada de decenas de miles de millones de dólares a medida que el mercado nacional vaya abriéndose al capital extranjero. La decisión de incluir deuda india en alguno de esos índices emblemáticos marcaría un punto de inflexión en la exposición de los inversores internacionales a la quinta economía del mundo, dando fruto años de conversaciones entre el gobierno indio, proveedores de índices e inversores. La consulta con gestores de activos es el resultado de que un número creciente de inversores y analistas se inclinan por incluir los bonos soberanos de la India en el influyente índice de referencia. Pensamos que existe un claro interés de los inversores en esa inclusión, y los recelos del gobierno indio ante los flujos de capital especulativos, por la rapidez con que entran y salen, también se han calmado. El gobierno se habría convencido de que los fondos que entran a través de índices son menos transitorios de lo que inicialmente pensaba. Todos saldrían ganando si saliera bien y los incentivos son ahora los adecuados para que así suceda, por lo que sería mera cuestión de tiempo, en nuestra opinión. Las previsiones son que unos 270.000 millones de USD de los bonos soberanos plenamente accesibles (FAR) que se negocian en el mercado indio fueran admitidos en el índice GBI-EM para 2023, de modo que el país supondría alrededor del 10% del índice tras la inclusión. Eso generaría entradas pasivas por importe de 30.000 millones de USD, que ayudarían a India a financiar sus déficits fiscal y exterior. India no forma parte de la mayoría de los demás índices de bonos principales, como el Global Aggregate Index de Bloomberg o FTSE Emerging Markets Bond. FTSE Russell colocó los bonos indios en una lista de vigilancia para su posible inclusión a principios de 2021, pero en marzo comunicó que, a la espera de otra evaluación, ese estado no había cambiado. El RBI introdujo los bonos FAR en marzo de 2020, lo que por primera vez permitió a las instituciones financieras extranjeras invertir sin restricciones en bonos denominados en rupias.

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

- Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR
- Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 7%)
- Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
- Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 84)

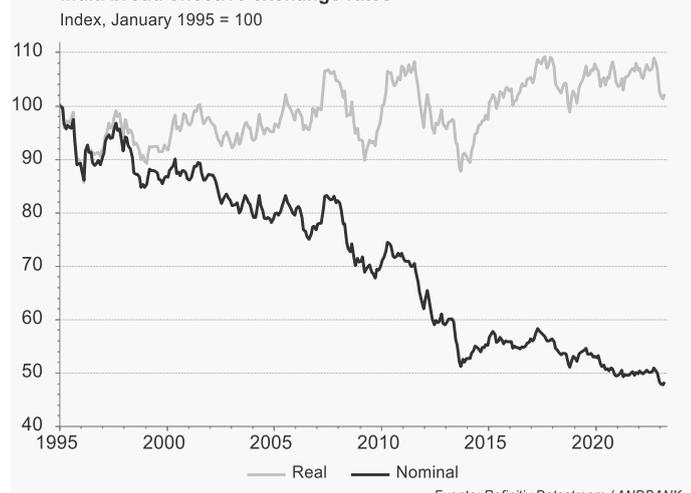
India Datastream index Price Earnings Ratio



India benchmark government bonds



India broad effective exchange rates





# VIETNAM

## Nuevas políticas ajustadas al impuesto mínimo global y voluntad de crear un entorno de inversión favorable

### Valoración actual de la confianza inversora

Gracias al impulso desde el extranjero (Fubon, el nuevo ETF que invierte en las acciones que componen el índice subyacente, no dejó de generar entradas de fondos), la confianza de los inversores residentes mejoró ligeramente en la segunda quincena del mes (si sigue 10,5 puntos por debajo de la media mensual es porque los inversores aguardan a la reunión de la Fed para volverse más activos). En particular, VHM (importante empresa vietnamita que opera en el sector inmobiliario residencial) se revalorizó un 17% en el mes, lo que la convirtió en líder del VNI, al continuar copando las noticias su acuerdo con CapitaLand de Singapur para promover varios proyectos cuyo valor rondaría los 1.500 millones de USD. Otra buena noticia relacionada con el sector inmobiliario vietnamita fue que algunos promotores lanzaron con éxito en las últimas dos semanas una emisión de bonos por un nominal de 16.000 millones de VND. Al mismo tiempo, Hung Thinh Land alcanzó un acuerdo con sus bonistas para retrasar otros 6 meses pagos sobre su deuda por valor de 900.000 millones de VND.

### Claro fortalecimiento del comercio entre China y Vietnam

El comercio bilateral entre Vietnam y China, que el año pasado ascendió a 234.900 millones de USD, ha convertido a Vietnam en el mayor socio comercial de China entre los 10 países de la ASEAN y en su sexto socio a nivel mundial. El 18 de marzo se celebró en Beijing el Diálogo ministerial entre supervisores de activos estatales de China y Vietnam. En los últimos años los líderes de ambos países han fraguado consensos importantes sobre la consolidación de la amistad tradicional, el fortalecimiento de la comunicación estratégica y la profundización de la cooperación en beneficio mutuo, que brindan orientación crucial para estrechar las relaciones bilaterales y reforzar los intercambios y la cooperación en el ámbito de las empresas estatales (SOE) y los activos patrimoniales del Estado. Las principales SOE chinas y vietnamitas han realizado, con criterios de economía de mercado y resultados notables, varios proyectos de cooperación mutuamente beneficiosos en infraestructuras de energía y telecomunicaciones.

### Vietnam avanza hacia el impuesto mínimo global para impulsar la inversión

Durante años Vietnam ha aplicado diversas políticas fiscales para atraer la inversión extranjera ofreciendo desgravaciones e incentivos fiscales, al tiempo que más de 130 países, cuyo PIB conjunto ronda el 90% del valor de la producción mundial, suscribieron en 2021 un acuerdo para evitar que las empresas con presencia mundial acumulen una riqueza excesiva, introduciendo un impuesto mínimo global del 15% que se aplicaría a aquellas empresas cuyos ingresos superasen los 800 millones de USD al año. La regla del impuesto mínimo entra en vigor a partir de 2024 y, cuando lo haga, los incentivos fiscales ya no aportarán a Vietnam una ventaja competitiva para atraer inversión extranjera, obligándole a cambiar de incentivos. En el lado positivo, los impuestos bajos no son el único instrumento que utilizan los gobiernos para estimular el crecimiento económico, ya que los inversores extranjeros tienen en cuenta muchos otros factores, como el entorno de negocio y el potencial de crecimiento del mercado. Alrededor del 70% de los encuestados por la Cámara de Comercio Europea indicó que Vietnam podría aumentar las entradas de inversión extranjera eliminando trabas administrativas, el 53% sugirió mejoras en infraestructuras, el 35% pidió más personal cualificado y el 47% apuntó a facilitar los visados a expertos extranjeros. El primer ministro, Pham Minh Chinh, afirmó hace poco en un foro empresarial que el gobierno estaba desarrollando nuevas políticas, que debían sancionarse este año, en línea con el impuesto mínimo global y cuyo objetivo era crear un entorno comercial y de inversión favorable en Vietnam.

La inversión extranjera directa en el país del sudeste asiático aumentó en 2022 un 13,5% respecto al año anterior hasta alcanzar los 22.400 millones de USD (aunque los compromisos de inversión disminuyeron un 11%, quedando en 27.720 millones de USD). Vietnam aspira a un crecimiento del PIB del 6,5% este año, tras haber crecido a su tasa más alta (+8,02%) desde 2011. Es oportuno señalar que el valor de su comercio exterior bruto se ha disparado hasta doblar el valor del PIB (cuando hace una década era el 120% del PIB) y que su balanza comercial con EE.UU. crece a un asombroso 45% anual, a razón de 11.000 millones de USD al mes. Parece, pues, indiscutible que la economía vietnamita va a toda marcha, y también que en los próximos años mantendrá un crecimiento medio del PIB del 7-8% anual (superior incluso al de India), razones por las que las agencias internacionales de calificación crediticia le han asignado una perspectiva positiva a medio plazo.

Las perspectivas para el mercado bursátil vietnamita también son alentadoras a largo plazo, ya que el VNI está infravalorado respecto a otros mercados del Sudeste asiático. En concreto, en los nueve meses que van del ejercicio económico, los beneficios antes de impuestos de las 200 mayores empresas del mercado crecieron un 22% interanual y se prevé que los de la mayoría de las cotizadas en bolsa lo hagan el próximo año un 20%.

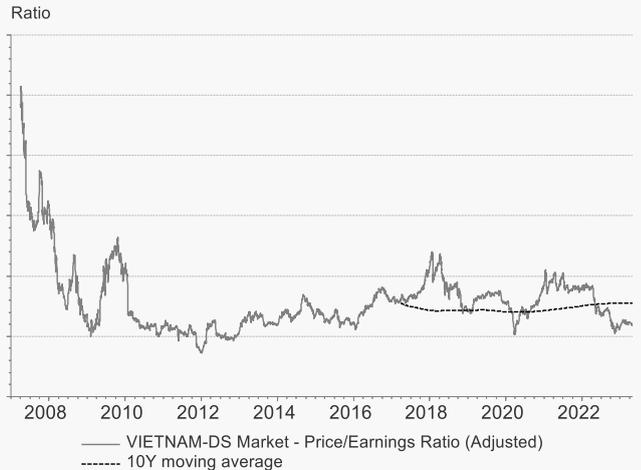
### Actualización sobre el límite a los tipos de interés de depósitos en USD

Tras el Foro Empresarial de Vietnam de la semana pasada algunas cámaras económicas propusieron que el banco central de Vietnam (SBV) levantara el tope impuesto al tipo de interés para los depósitos en USD, que se mantiene en 0% desde diciembre de 2015. Por entonces el SBV tenía sus razones para hacerlo; a saber, evitar una eventual dolarización de la economía y mantener estable el tipo de cambio. Dada la dinámica actual, el SBV podría querer considerar esta opción como una manera de evitar que se produzca, en el caso de empresas extranjeras, una excesiva salida de dólares.

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

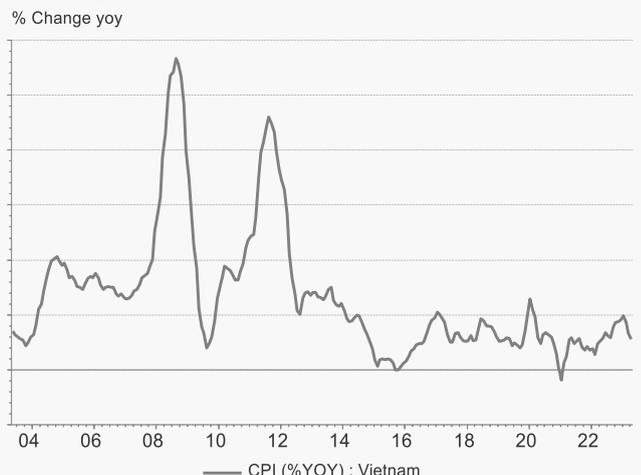
Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

**VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio**



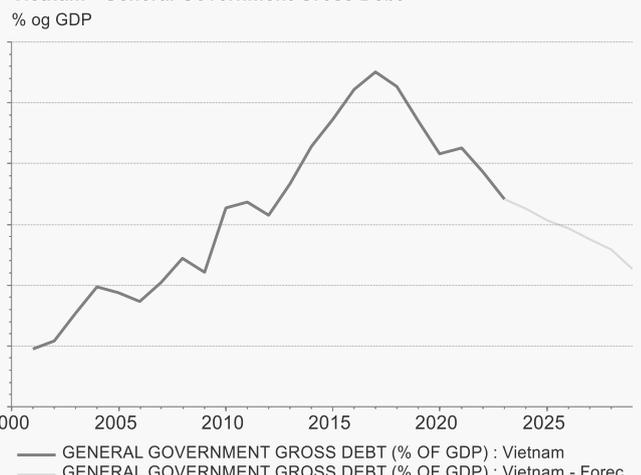
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

**Vietnam CPI**



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

**Vietnam - General Government Gross Debt**



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# ISRAEL

## Las acciones cotizan a precios atractivos. La distensión política, aún ausente, principal catalizador a corto plazo.

### Política y economía

El evento económico clave de las últimas semanas fue la decisión de la agencia de calificación crediticia Moody's de rebajar de positiva a estable la perspectiva crediticia de Israel, en un contexto de insistencia del Gobierno en imponer una reforma a gran escala del sistema judicial sin haber buscado un consenso amplio, con el consiguiente debilitamiento de las instituciones estatales y una menor capacidad de anticipar políticas futuras. Moody's mantuvo la calificación crediticia en A1, mencionando «el fuerte crecimiento económico y la mayor solidez fiscal».

El Primer Ministro, Benjamin Netanyahu, defendió la fortaleza de la democracia israelí tras la decisión de Moody's: si bien reconoció que Israel era un país en esos momentos dividido, dijo confiar en que cabía alcanzar un compromiso con la oposición sobre la propuesta de reforma judicial. A finales de marzo el gobierno frenó la reforma tras las críticas recibidas desde distintos frentes y ante las crecientes manifestaciones en las calles. La decisión se tomó después de que Itamar Ben Gvir, ministro de Seguridad Nacional y una de las principales figuras de la coalición gobernante, pausara el proceso a cambio de la promesa de que se crearía una guardia nacional bajo su mando. La incertidumbre también hace mella en la confianza de los consumidores, que cayó de 85 puntos en febrero a 74 en marzo.

### Inflación y política monetaria

El proyecto presupuestario del Gobierno para 2023-24 se basa en hipótesis que consideramos poco realistas. En concreto, supone tasas de crecimiento superiores al 3%, una cifra que parece bastante desconectada de la realidad en estos momentos. Siendo así, previsiblemente se verá obligado a introducir recortes en sus presupuestos. Pero, aun si efectivamente lo hiciera, tendría que aumentar significativamente la emisión de bonos para financiar el déficit.

La variación mensual del IPC en marzo fue de +0,4 pp, una décima inferior a lo esperado, y dejó la tasa de variación interanual de la inflación general en el 5%, dos décimas por debajo del dato interanual de febrero. La inflación subyacente ascendió al 5,2% interanual. Según la encuesta del Banco de Israel, la previsión media a 12 meses es del +3% interanual. En su última reunión el Banco de Israel subió 25 pb el tipo de interés, hasta el 4,5%, en una decisión que comportó la novena subida consecutiva en este ciclo de endurecimiento y que el comité monetario adoptó por unanimidad. El gobernador del banco central, Amir Yaron, fue muy explícito sobre el daño que la reforma judicial infligiría al crecimiento económico no sólo en el corto plazo, sino en los próximos años. El análisis planteaba diferentes escenarios y, en el peor de ellos, la economía israelí habría perdido 2,8 pp de PIB al cabo de tres años.

Estimamos que a lo sumo habría otra subida de tipos. Avalan esta opinión la moderación de la inflación y el hecho de que el tipo de interés real es positivo a lo largo de toda la curva de tipos-plazos israelí.

### Renta fija y mercados bursátiles

El mercado bursátil israelí se ha rezagado en lo que va de año casi un 12% respecto al MSCI World. La rentabilidad del Tel Bond Shekel (bonos corporativos) fue casi un 3,5% inferior a la del índice de bonos IG estadounidenses. Y el índice de la deuda soberana también dejó que desear frente a su homólogo de EE.UU. Además, el shekel estuvo entre las monedas más débiles del mundo, depreciándose alrededor del 5,5% frente a la cesta de divisas. Para rematar, el salto en la prima de riesgo implícita en el precio de los CDS de los bonos a 10 años del Estado de Israel rondó los 60 pb, situándose en el nivel de los 90 pb.

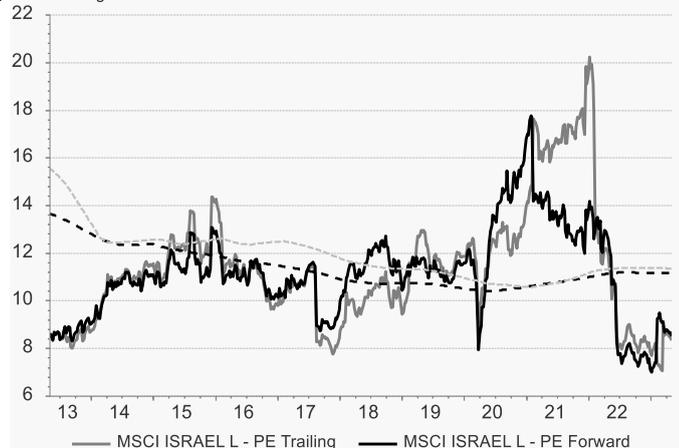
Los mercados de Israel, además de la reforma judicial, temen también ahora el deterioro en curso de la coyuntura económica. Al fin y al cabo, las consecuencias más amplias de este intento de reforma no hicieron sino intensificar riesgos para el crecimiento económico que ya estaban presentes. Ahora bien, esa peor rentabilidad parece que ha devuelto los precios de las acciones a un nivel que refleja el aumento exigido en la prima de riesgo. El nivel actual marca, en nuestra opinión, un suelo a las cotizaciones. Si no fuera por la crisis política, emitiríamos sin dudarle una recomendación de *fuerte compra* para el mercado israelí. Los precios actuales nos parecen muy atractivos por el criterio de la relación rentabilidad/riesgo. Las acciones bancarias, por ejemplo, cotizan a su relación precio/valor en libros más baja jamás registrada. La de Bank Leumi, el mayor banco del país, llegó a ser de 0,8 en su punto mínimo. Lamentablemente, la crisis política no nos permite examinar la viabilidad de comprar acciones en este mercado tan sólo desde el ángulo económico, por lo que seguimos absteniéndonos de elevar la exposición. Lo que no quita para que una relajación de la crisis pudiera impulsar un fuerte repunte en la renta variable israelí.

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

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL  
Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR  
Deuda corporativa: NEUTRAL  
Tipo de cambio (ILS/USD): Neutral a TCER

Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# BRASIL

## Un marco fiscal mejor de lo esperado

### Por fin se presentó el tan ansiado marco presupuestario

Antes de lo previsto por él mismo, el Ministro de Hacienda, Fernando Haddad, presentó su plan para el marco presupuestario por el que se regirá el gobierno durante todo el mandato de Lula. El nuevo marco sustituye la regla del «techo de deuda», mucho más simple, por otro enfoque más flexible con el propósito explícito de evitar que la deuda pública se descontrola. La ratio deuda/PIB de Brasil ronda actualmente el 75%, pero su trayectoria estimada apunta a que podría acabar acercándose al 95% del PIB en los próximos 10 años, una cifra inconcebible para una economía en desarrollo interesada en atraer inversión extranjera.

El marco establece objetivos de saldo fiscal primario (ingresos menos gastos, excluidos pagos por intereses sobre su propia deuda). Por lo que respecta a los ingresos fiscales, si el gobierno alcanzase sus objetivos de resultados primarios, al año siguiente podría incrementar el gasto en un 70% del crecimiento de los ingresos. Pero si en un año determinado no alcanzase el objetivo primario, el presupuesto del año siguiente sólo podría incrementarse en la mitad de lo que lo hubieran hecho los ingresos. Además, las inversiones en áreas clave como sanidad y educación podrán crecer más, hasta el 100% del crecimiento de los ingresos. En cuanto al gasto público, el marco establece una horquilla de aumento anual del gasto comprendida entre inflación +0,6 pp e inflación +2,5 pp. En suma, el gasto registrará un crecimiento real anual de al menos el 0,6%, pero no podrá superar el 2,5%. Con el dinero que quedase «retenido» en el límite superior se dotaría un fondo previsional para cuando el gobierno no lograse los objetivos pero se requiriese realizar un mínimo de gasto. Estas medidas están pensadas para proporcionar tranquilidad a los mercados financieros. Los objetivos de resultados primarios, expresados en porcentaje del PIB, quedan establecidos del siguiente modo: -0,5% (2023); 0,0% (2024); 0,5% (2025); 1,0% (2026). En todos los casos, con un margen de  $\pm 0,25$  pp. A este marco subyace la idea de que era preciso acomodar la agenda histórica del Partido de los Trabajadores, en forma de objetivo de gasto de inversión en sanidad y educación para los pobres, al tiempo que tranquilizar a los mercados de que todo se haría respetando la disciplina fiscal.

### La reacción del mercado

La reacción generalizada del mercado fue de sorpresa. El mercado se esperaba un ancla fiscal mucho peor, por lo que la mayoría de los analistas quedaron gratamente sorprendidos, aunque persista un escepticismo general. Es como diseñar una estrategia de negocio: si está basada en premisas incorrectas, lo más probable es que no funcione. Además, una vez trazado el plan hay que llevarlo a la práctica: si el plan se ejecuta bien, la estrategia materializará todo su potencial, pero, si se hace mal, los resultados dejarán que desear. Es lo que el mercado analiza ahora: el marco es creíble y parece prometedor, pero está por ver que este gobierno sea capaz de aplicar la estrategia. Los más escépticos sostienen que para que este marco funcionase tendría que haber un fuerte aumento de los ingresos, algo que sólo ocurriría subiendo los impuestos, lo que perjudicaría no poco a la economía. Los partidarios del marco sostienen que limitar el gasto como porcentaje de los ingresos garantiza una trayectoria más estable de la relación deuda/PIB. Además, la eventualidad de tener que afrontar un límite máximo para el crecimiento de la deuda obligará al gobierno a ahorrar dinero por lo que pudiera pasar.

Hasta ahora el reflejo de todo esto en los precios ha sido dispar. Los tipos exigidos de la deuda pública han ido bajando lenta pero constantemente. El mercado bursátil sufrió cierta corrección justo tras el anuncio, pero ha estado subiendo desde entonces. En nuestra opinión el mercado está descontando la consecución de los objetivos de superávit, algo que permitiría que cuentas públicas y métricas crediticias mejorasen gradualmente, y una revisión a la baja de expectativas de inflación y, con ello, de tipos de interés esperados, lo que beneficiaría a los instrumentos de renta fija. Sin embargo, el superávit se obtendría vía recaudación fiscal, lo que perjudicaría los resultados empresariales y presionaría a la baja la cotización de las acciones. Pensamos que la flexibilidad incorporada en el nuevo marco es preferible a la estricta rigidez de la regla del techo de deuda. Con todo, los próximos dos años serán clave para calibrar la eficacia del marco como ancla fiscal: una eficacia que depende en muy gran medida de que el gobierno no se exceda en las medidas para potenciar los ingresos vía impuestos y permita crear un entorno en el que el país retorne a la senda del crecimiento sostenible.

### Próximas medidas

El anuncio de Haddad fue sólo eso, un anuncio. Ahora el gobierno está redactando el texto de la ley, el cual se someterá a la aprobación del Congreso en dos sesiones de votación y, después, para que pueda convertirse en ley, deberá superar otras dos votaciones en el Senado. Una de las mejores decisiones del gabinete de transición fue lograr que se aprobase sacar la ley fiscal de la Constitución. Hasta ahora la legislación fiscal en Brasil quedaba incorporada a la carta magna; con la modificación, únicamente los principios generales de fiscalidad permanecerán en la Constitución, trasladándose el texto legislativo particular a una ley complementaria. Esto era muy importante, porque cambiar la Constitución requería una mayoría absoluta de tres quintas partes del Congreso, mientras que para cambiar una ley complementaria sólo se necesita la mayoría simple (la mitad más uno de los votos), lo que facilita notablemente la aprobación. En las próximas semanas conoceremos el proyecto de ley definitivo y los cambios que diputados y senadores introducirán en el texto original, un proceso que probablemente aquilatará la opinión del mercado sobre la eficacia del marco.

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 13,75%; dif.: 950 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 7,50%; dif.: 325 pb)

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

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

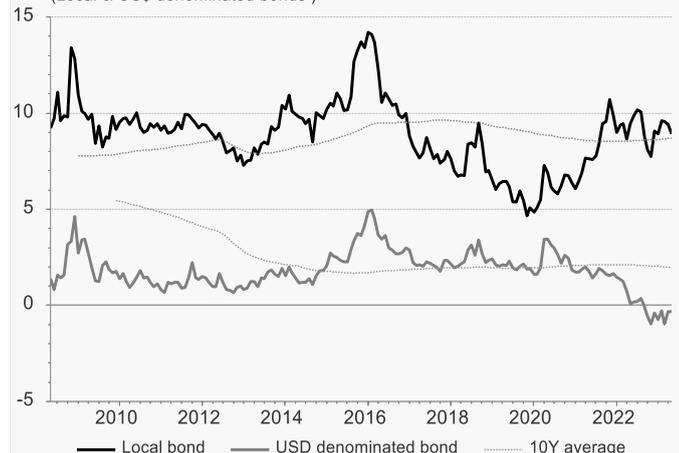
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# MÉXICO

## La caída de la inflación y la expansión del *nearshoring*, los dos principales temas de la agenda

### Banco central

El Banco Central de México (Banxico), haciendo buena la expectativa unánime del mercado, elevó 25 pb su tipo de interés de referencia, situándolo en 11,25%. Pese a la leve mejoría de las previsiones de inflación para los próximos trimestres (del segundo de 2023 al cuarto de 2024), el mercado espera un alza adicional en la reunión de mayo (+25 pb), al tiempo que prevé bajadas de tipos de hasta 100 pb en el último trimestre de 2023. El acta de la reunión reveló un sesgo más acomodaticio en el consejo de gobierno de Banxico. Los datos de inflación recientes están permitiendo al banco central ser más flexible, al margen de considerar la decisión de la Fed del mismo mes.

### Inflación y actividad

La inflación se moderó en la primera quincena del mes: el aumento de los precios al consumo fue del +6,24% interanual, inferior al +6,58% interanual registrado a finales de marzo. Respecto a la quincena anterior, el nivel general de precios bajó 0,16 pp. La inflación subyacente se desaceleró al 7,75% interanual, por debajo del dato anterior del 8,03% interanual.

Se prevé una desaceleración de la inflación hasta quedar en el 5% a finales de este año, y que se sitúe en el 4% a finales de 2024, según un primer borrador del presupuesto oficial para 2024. Esta cifra está ligeramente por encima de las estimaciones del banco central, que prevé una inflación del 4,8% en el cuarto trimestre y del 3,1% en el último trimestre de 2024.

México apeló a los mercados de capital internacionales emitiendo bonos para captar un total de 2.900 millones de USD (de ellos, 1.350 millones con bonos de nueva emisión con vencimiento en 2053). Parte del producto obtenido se destinará a recomprar bonos que vencen entre 2041 y 2052. Esta es la segunda vez que México emite deuda este año, tras los 4.000 millones de USD que captó en enero.

### Política

Seguimos observado un creciente flujo de inversión extranjera directa (IED) hacia sectores que podrían beneficiarse de la deslocalización cercana (*nearshoring*), con la perspectiva de que el distanciamiento comercial y diplomático entre China y EE.UU. podría acabar favoreciendo al sector exportador mexicano. Un notable ejemplo de esta tendencia lo constituye el anuncio de la inversión de Tesla en una futura planta de producción en Monterrey.

Andrés Manuel López Obrador (AMLO) anunció que México comprará 13 centrales de gas de ciclo combinado a la española Iberdrola, lo que convertirá a la Comisión Federal de Electricidad (CFE) en la mayor compañía eléctrica del país. El importe pagado asciende a 6.000 millones de USD. La venta sigue a una serie de acusaciones pasadas por parte del Presidente de México, quien llegó a afirmar que empresas ibéricas «abusaron de nuestro país y nuestros pueblos», denunciando a Iberdrola por cabildear para intentar paralizar la reforma energética promovida por su gobierno que revirtió reformas aprobadas por el gobierno anterior que abrieron el sector energético a la inversión privada. El gobierno de AMLO ha bloqueado y congelado permisos de empresas privadas para la generación de energía, debilitado organismos autónomos del sector energético, cancelado subastas de energía, frenado el desarrollo de proyectos energéticos con iniciativa privada y cancelado las rondas petroleras.

### Mercados financieros

**Renta variable.** No parece haber mucho margen para sacar rentabilidad al mercado mexicano. Creemos que los niveles de valoración seguirán presionados por tipos de interés que son altos respecto al pasado y resultados empresariales que reflejan obstáculos para el crecimiento. La narrativa del impulso del *nearshoring* sigue apoyando al mercado, pero no como catalizador que contrarreste el resto de factores contrarios a la renta variable este año. Nuestro objetivo a 12 meses para la cotización de Mexbol está en 59.000 puntos.

**Renta fija y tipos de cambio.** Pensamos que el proceso de desinflación seguirá siendo lento, pudiendo Banxico llevar su tipo de referencia a niveles del 11,50% en el segundo trimestre del año y mantenerlo en esos niveles el resto del año. El diferencial de rendimiento a 12 meses entre los bonos mexicanos denominados en MXN y USD se ha reducido a 530 pb, aún por encima de nuestro nivel estimado de 500 pb; por su parte, el diferencial de los bonos mexicanos denominados en USD se ha hundido a 176 pb, por debajo de nuestro nivel esperado para los próximos 12 meses (200 pb) y de sus medias de largo plazo.

Tras cambiarse a cerca de 19 pesos por dólar a mediados de marzo, la renovada debilidad del dólar en las últimas semanas resituó el cambio en 18 unidades por dólar. Mantenemos un cruce objetivo para final de año entre ambas monedas de 20 pesos por dólar.

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

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

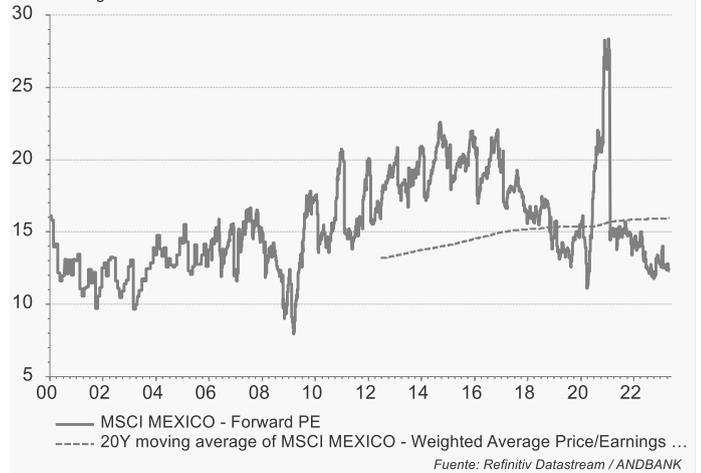
Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (rend. obj.: 9,25%; dif.: 500 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 6,15%; dif.: 200 pb)

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

Mexico MSCI Index price-to-earning

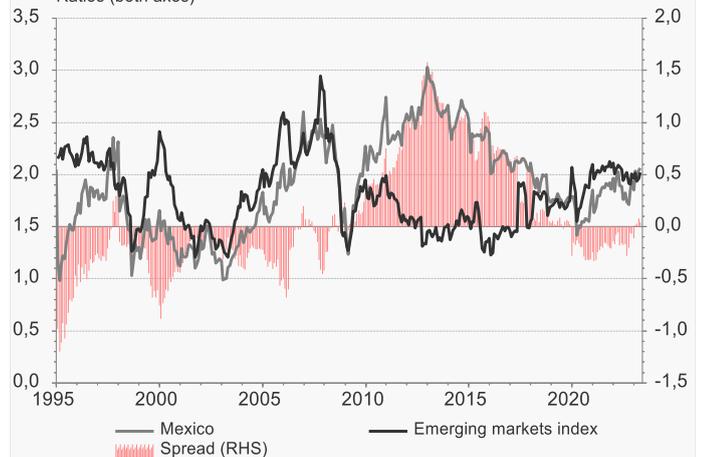
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## Arranca el ciclo electoral

### Política: comienzan a formarse las facciones de la oposición

Horacio Rodríguez Larreta, jefe del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, ha anunciado que las elecciones nacionales y de la ciudad se celebrarán el mismo día este año, lógicamente con papeletas separadas. Esta decisión dividió al PRO, el principal partido de la coalición *Juntos por el Cambio* (JxC), con Rodríguez Larreta en un lado y Mauricio Macri, María E. Vidal y Patricia Bullrich en el otro. La *Unión Cívica Radical* (UCR), también parte de JxC, surge como la principal beneficiaria al permitir esto a su candidato, Martín Losteau, competir en igualdad de condiciones con Jorge Macri, el candidato del PRO. Quienes critican a Rodríguez Larreta sostienen que tomó esta decisión para obtener el apoyo de la UCR en las elecciones nacionales.

También se celebraron las primeras elecciones provinciales en Neuquén y Río Negro, sin que la coalición de gobierno o JxC presentasen candidatos fuertes en ninguna de las dos provincias, que se adjudicaron miembros de partidos locales. En Neuquén el *Movimiento Popular Neuquino* (MPN) perdió la gobernación por primera vez en 60 años, bien que ante un candidato que es diputado nacional en representación del MPN (Rolando Figueroa). En Río Negro, *Juntos Somos Río Negro* mantuvo la gobernación con Alberto Weretilneck, quien obtuvo el 41,62% de los votos con clara ventaja sobre el candidato del PRO (Anibal Tortoriello, con el 24,16%).

### Novedades de litigios en tribunales internacionales

Durante el mes pasado hubo fallos importantes en tribunales internacionales que afectan tanto al gobierno nacional como a YPF, la petrolera estatal. En primer lugar, Loretta Preska, jueza federal de EE.UU., falló en contra del Estado argentino en un juicio por la expropiación de YPF, que cotiza en la Bolsa de Nueva York. En 2012 Argentina expropió acciones de YPF en manos de Repsol, en aquel momento accionista mayoritario. Los demandantes alegaron que Argentina debería haber hecho una oferta pública de adquisición a los accionistas minoritarios, dándoles la posibilidad de salir de YPF en las mismas condiciones que las dadas al accionista mayoritario. Al mismo tiempo, el tribunal falló a favor de YPF, al considerar que no estaba obligada a forzar a Argentina a hacer la oferta pública de adquisición y, por tanto, no era responsable en el pleito. El importe de la indemnización aún no se ha definido, pero Burford Capital, que financió el caso consolidado, calcula que asciende a 8.400 millones de USD más intereses.

Un par de días después se conoció el fallo de un tribunal londinense contra Argentina en una demanda interpuesta por cuatro *hedge funds* que alegaban que Argentina alteró la base del PIB para evitar pagar a los tenedores de bonos, ligados al PIB para facilitar el acuerdo, emitidos en la reestructuración de deuda de 2005 y 2010. El juez dictaminó que Argentina debía pagar 1.330 millones de EUR más intereses, de los cuales el 48% iría a parar a los cuatro fondos.

Por último, YPF y Repsol alcanzaron un acuerdo con Occidental, fondo de liquidación de Maxus, la EPA y los estados de Ohio y Wisconsin, en relación con la contaminación del río Passaic por Maxus Corporation. En 1995 YPF adquirió Maxus en el marco de un plan de expansión internacional. Maxus había vendido previamente su negocio químico a Occidental Chemical y se había comprometido a indemnizarla por las responsabilidades ambientales derivadas de sus operaciones, incluidos los daños ambientales al río Passaic. Las empresas tendrán que pagar un total de 575 millones de USD (287,5 millones cada una), cantidad inferior al 5% del total reclamado. El acuerdo está aún pendiente de aprobación judicial.

### El FMI recorta las previsiones de crecimiento, pero sigue siendo optimista

Nigel Chalk, director en funciones del FMI para el Hemisferio Occidental, afirmó que, a medida que se va conociendo más información, más severo parece el impacto de la sequía en el país. El FMI recortó su previsión de crecimiento para 2023 al 0,2%, frente al 2% anterior; por encima, con todo, del consenso del mercado (-2,7% según el REM del BCRA). La Bolsa de Comercio de Rosario recortó su previsión de producción de soja (principal componente de las exportaciones argentinas) para la campaña comercial de este año, de 27 millones de toneladas en marzo a 23 millones de toneladas, una caída de la producción del 45% respecto al año pasado.

### Inflación desbocada, galopante...

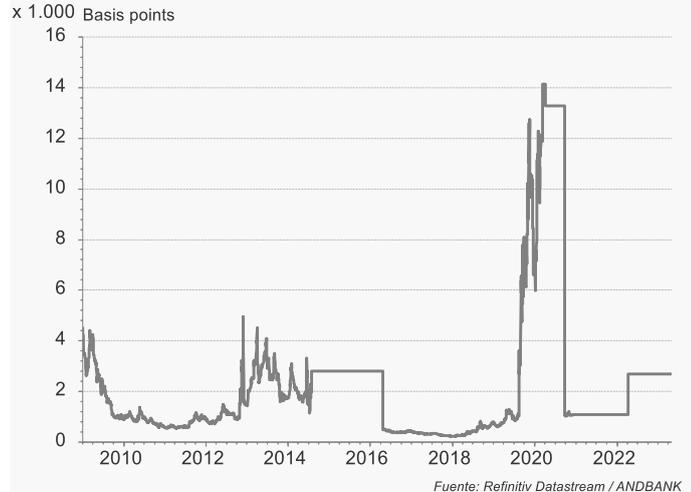
La inflación se aceleró en el mes de marzo al 7,7%, muy por encima de las expectativas (+7%). El incremento interanual fue del 104,3%, el mayor desde 1991. El dato mensual del mes anterior había sido del 6,6%. Una diferencia significativa entre el IPC de febrero y el de marzo es que en febrero la inflación subyacente superó la general (+7,7%), mientras que en marzo sucedió lo contrario (+7,2%). Los precios regulados (+8,3%) y estacionales (+9,3%) aumentaron en marzo por encima de la media.

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

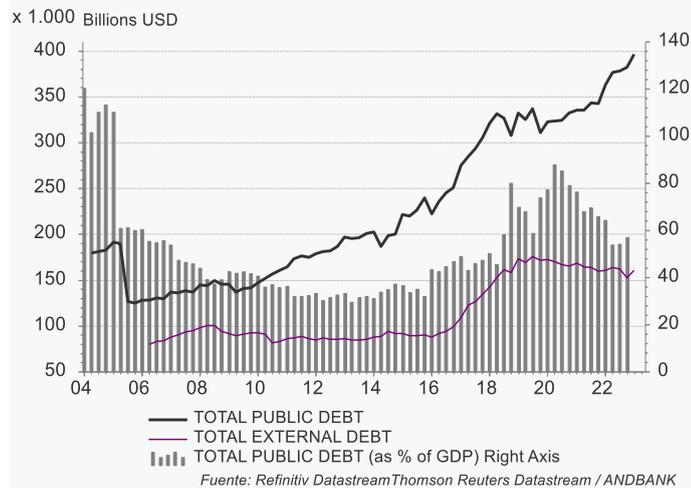
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2023: 370)

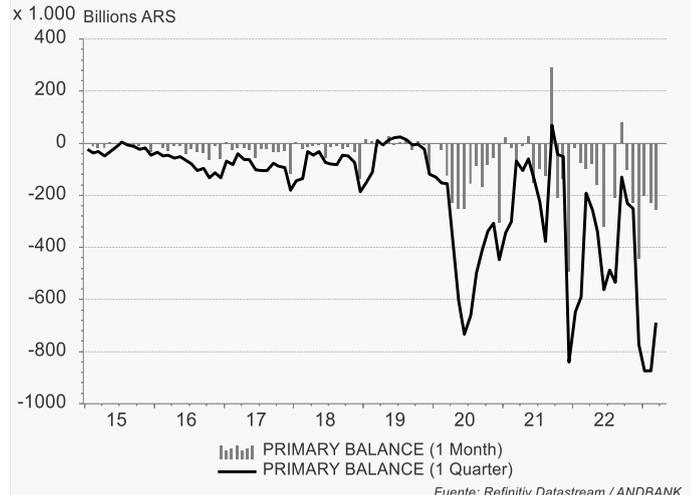
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





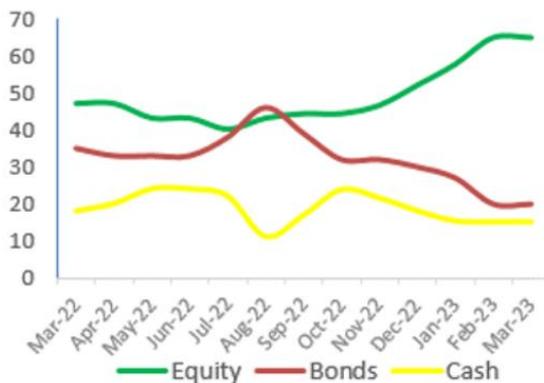
## ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2023	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2023	E [PE] ltm At year end	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	220,0	227	-2,2%	14,50	4.135	3.293	-20,4%	UW-MW	4.281
Europe - Stoxx Europe 600	32,5	32,5	1,6%	12,00	464	390	-16,0%	UW-MW	468
Euro Zone - Euro Stoxx	31,0	31,0	6,9%	12,00	460	372	-19,2%	UW-MW	446
Spain IBEX 35	800,0	816	7,4%	11,00	9.315	8.978	-3,6%	MW-OW	9.876
Mexico IPC GRAL	4.225	4.217	11,8%	14,00	54.442	59.037	8,4%	OW	64.941
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	0,0%	6,00	102.923	106.896	3,9%	MW	117.586
Japan NIKKEI 225	1.885	1.898	2,2%	15,50	28.458	29.418	3,4%	OW	32.360
China SSE Comp.	315,0	315	14,5%	9,50	3.323	2.993	-9,9%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	132,0	132	30,7%	15,00	2.056	1.980	-3,7%	UW	2.178
India SENSEX	3.151	3.304	17,6%	21,00	60.813	69.380	14,1%	OW	76.318
Vietnam VN Index	120,0	128	20,0%	10,00	1.046	1.278	22,2%	OW	1.405
MSCI EM ASIA	42,0	42	5,0%	14,00	521	588	12,8%	OW	647

ANDBANK ESTIMATES

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

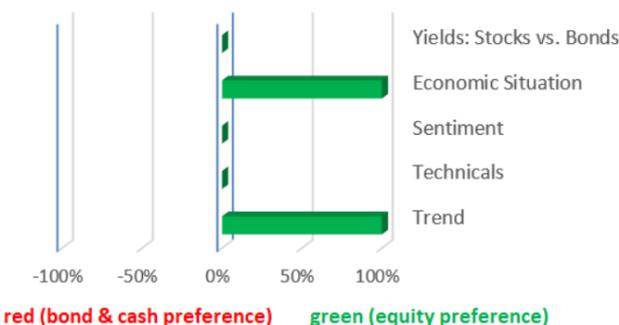
### Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



### Asignación táctica de activos

GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	61%	61,3%
Europe ex. U.K.	14%	12%
Emerging Markets	11%	11,1%
Pacific ex. Japan	6%	3,1%
Japan	3%	5,4%
Canada	3%	3,1%
U.K.	2%	3,8%
Materials	4%	2,6%
Energy	5%	4,6%
Health Care	15%	14,5%
Financials	11%	10,8%
Consumer Discretionary	10%	11,3%
Communication Services	9%	8,5%
Utilities	3%	2,9%
Consumer Staples	7%	7,4%
Information Technology	27%	26,7%
Industrials	8%	8,1%
Real Estate	1%	2,7%

### Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)





## ENERGÍA – PETRÓLEO

### Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 75-100 USD/barril (Comprar por debajo de 75 USD; vender por encima de 100 USD.)

#### Factores a corto plazo

**(Factor bajista para el precio) – El entorno del mercado del petróleo se ha tornado recientemente desfavorable.** La recesión mundial y la inquietud sobre el sistema bancario y los bancos centrales continúan siendo los factores que más pesan en la disposición a asumir riesgo hasta el punto de anular otros, como la reapertura económica china y el recorte de producción ruso en medio billón de barriles diarios, que en otras circunstancias impulsarían el precio del crudo al alza.

**(Factor alcista para el precio) – La restricción de la oferta puede superar a la caída de la demanda.** El suministro de petróleo ruso ha aguantado mejor de lo esperado, redirigiéndose en los últimos meses hacia Asia los flujos que antes se dirigían a Europa, al tiempo que el petróleo estadounidense ha reemplazado al ruso como suministrador clave de Europa. Sin embargo, son cada vez más los analistas y operadores que apuntan a que en los próximos meses la oferta podría reducirse más de lo que lo hiciera la demanda. Primero, porque el desplazamiento del negocio del petróleo ruso hacia compradores asiáticos ha llevado a Rusia a depender más de su propia flota de petroleros. El problema para Moscú, y para el suministro global, es que las distancias son mucho mayores, cuando muchos de sus buques se diseñaron para navegar por los mares Báltico, Negro o Mediterráneo. La flota de propiedad rusa no está diseñada para transportar todas sus exportaciones de crudo desde puertos occidentales a puertos asiáticos, por lo que sigue dependiendo de algunos buques de titularidad europea (en los que Moscú se enfrenta al problema del precio máximo de 60 USD/barril impuesto al transporte de petróleo ruso). Todo esto puede significar una reducción del petróleo que fluya por el mundo. A esto se suma la posible retracción de los productores internacionales ante condiciones crediticias más restrictivas y la incertidumbre económica, lo que tendería a incrementar el precio del crudo.

**(Factor neutral para el precio) – Estados Unidos está sustituyendo a Rusia como suministrador clave de petróleo a Europa.** En lo que va de mes las exportaciones estadounidenses a Europa ya han marcado un récord al alcanzar los 2,1 millones de barriles de petróleo diarios (Mbpd). El aumento en las ventas de petróleo estadounidense respondió en parte a la ampliación del diferencial entre el petróleo WTI de EE.UU. y el Brent (el WTI está 7 USD más barato), así como a la menor demanda de petróleo por las refinerías estadounidenses. El Brent se volvió más caro que el WTI, dada la menor disponibilidad de petróleo ruso y las complicaciones en el campo petrolífero noruego Johan Sverdrup. Los buques tipo VLCC que transportan crudo estadounidense hacia Europa también han alcanzado un máximo histórico. Las exportaciones a Europa previsiblemente se mantendrán en niveles elevados mientras el diferencial Brent/WTI mantenga su amplitud, aunque la próxima temporada estival de viajes en automóvil podría aumentar la demanda en EE.UU., elevando los precios del petróleo a nivel mundial.

**(Factor neutral para el precio) – Mientras EE.UU. sustituye a Rusia como suministrador clave de crudo a Europa, China sustituye a Europa como comprador clave de energía rusa.** La reunión de Xi y Putin busca estrechar la relación energética con Rusia, que ya se ha convertido en el principal proveedor de crudo a China, superando a Arabia Saudita, con casi un 24% de incremento anual de los volúmenes en enero y febrero. Las importaciones chinas de petróleo ruso alcanzaron 1,94 Mbpd en los dos primeros meses del año, superando los 1,72 Mbpd de las importaciones de petróleo saudí. Esta situación ayuda a recomponer el movimiento visto en el juego de oferentes y demandantes, con Rusia dejando de vender crudo a países occidentales (que tienen que buscar abastecerse en otros lugares) para venderlo a China (por supuesto, mucho más barato). En cierto modo esta relación entre China y Rusia libera crudo de otros países productores de Oriente Medio que vendían a China; estos, desplazados ahora por Moscú, pueden recolocar sus excedentes en Occidente. Dado que Rusia no puede vender su crudo en ningún lado, esta reorganización del mercado debería reducir las tensiones por falta de crudo en el mundo.

**(Factor alcista para el precio) – Rusia afirma que ampliará a junio su reducción voluntaria de producción de petróleo en 500.000 bpd.** Novak, viceprimer ministro de Rusia, afirmó que el recorte en medio millón de bpd de la producción de petróleo durará hasta junio. El compromiso original de reducirla en ese volumen en marzo fue consecuencia de las sanciones impuestas por países occidentales. El comentario siguió a un informe de principios de esta semana según el cual las exportaciones rusas han aguantado bien, indicando los datos de reservas en superficie que Rusia no ha recortado sustancialmente la producción, ya que los tanques de almacenamiento del país superaron los 15 millones de barriles por primera vez en casi un año.

**(Factor alcista para el precio) – Moscú se ha propuesto incrementar la recaudación fiscal a expensas de las petroleras.** Según FT, Rusia cambiará la forma en que grava a sus compañías petroleras en un intento por elevar los ingresos estatales. El Kremlin pasará a utilizar un indicador vinculado al Brent, lo que reduciría el descuento del mercado al petróleo ruso (¿podría esto implicar precios más altos?) e incrementaría los ingresos fiscales en 8.000 millones de USD.

**(Factor alcista para el precio) – A falta de directrices claras es improbable que los operadores vuelvan a negociar con petróleo ruso.** Trafigura y Vitol, operadores de materias primas, afirmaron que, en el caso de existir pautas claras y amplias de gobiernos, bancos y aseguradoras, se plantearían comercializar más petróleo ruso. Sólo lo harían si las orientaciones fueran inequívocas; pero ni siquiera entonces esperarían cambios drásticos en los volúmenes negociados. Desde el gobierno estadounidense se instó en privado a los operadores de materias primas a retomar la negociación de petróleo ruso, pero solo mientras el precio se mantuviera por debajo del tope impuesto de 60 USD/barril. Al parecer, los gobiernos occidentales estarían cada vez más preocupados por el desplazamiento del comercio de petróleo ruso hacia operadores menos conocidos y que utilizan buques antiguos. Después de que los grandes operadores de petróleo se retrajeran el año pasado, seis empresas menores con sede en Hong Kong y Dubái negociaron alrededor de 1,4 Mbpd de crudo ruso en diciembre.

#### 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 tomen 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: 2.000-2.200 USD/onza**  
(Comprar por debajo de 2.000 USD; vender por encima de 2.200 USD.)

### Factores positivos para el oro

Dentro del marco de los cuatro cuadrantes, el cuadrante hacia el que pensamos que se dirige la economía mundial (recesión con inflación) suele ser un entorno propicio para el oro, en el que este producto básico se comportó bien en el pasado.

**El oro está barato respecto al paladio.** La ratio oro/paladio subió a 1,15, aún muy por debajo de su media de 20 años de 1,84x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio.

**El oro podría ser el mejor activo antifrágil en 2023.** El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro de EE.UU. (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 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) 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, en el corto plazo, y mientras perduren las medidas de ajuste cuantitativo (QT) por las que la Fed pone en el mercado abundante cantidad de UST, el bono estadounidense seguirá teniendo un rendimiento inferior al del oro. Con una perspectiva de más largo plazo, y una vez que las medidas de QT hayan terminado, ya no consideraríamos ilimitada la oferta de UST, sino más bien bastante limitada. Esto debería ser una buena noticia para el UST, pero en el largo plazo.

### Factores negativos para el oro

**Los fuertes rendimientos negativos de los bonos 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 nominales 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 o rendimientos.

**El oro está caro respecto a la plata.** La ratio Oro/Plata se elevó a 87,41x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,45 veces, lo que indicaría que el oro aún está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). 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 1.424 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio, que cayó a 23,2x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,7 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a medio plazo para el petróleo WTI de 87,5 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.636 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,29825 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 1.422USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.115 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.447 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 el impulso y además la posibilidad de una subida de tipos de interés es ya una realidad.

- **Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo ALTO).** Aunque hace apenas unos meses parecían impensables subidas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, ahora es un hecho y una tendencia con todos los visos de continuar en el futuro cercano.

- **Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente (de -4,6% del PIB en el primer trimestre de 2022 a -3,9% en el segundo), provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (lo que ha contenido el precio del oro). Con una visión a más largo plazo, no preveemos un salto importante en el saldo por cuenta corriente que pudiera impulsar drásticamente al USD, provocando una fuerte depreciación del oro. Más bien, el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente podría permanecer estable alrededor del 2%-3% del PIB, dependiendo de la intensidad de la recesión estadounidense, y mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que pudiera poner fin al mercado alcista del oro. Sin embargo, una Fed más decidida en su estrategia de ajuste cuantitativo 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 renminbí. 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. Fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese período. Si esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos perspectivas claras sobre Asia en su conjunto.



DIVISAS

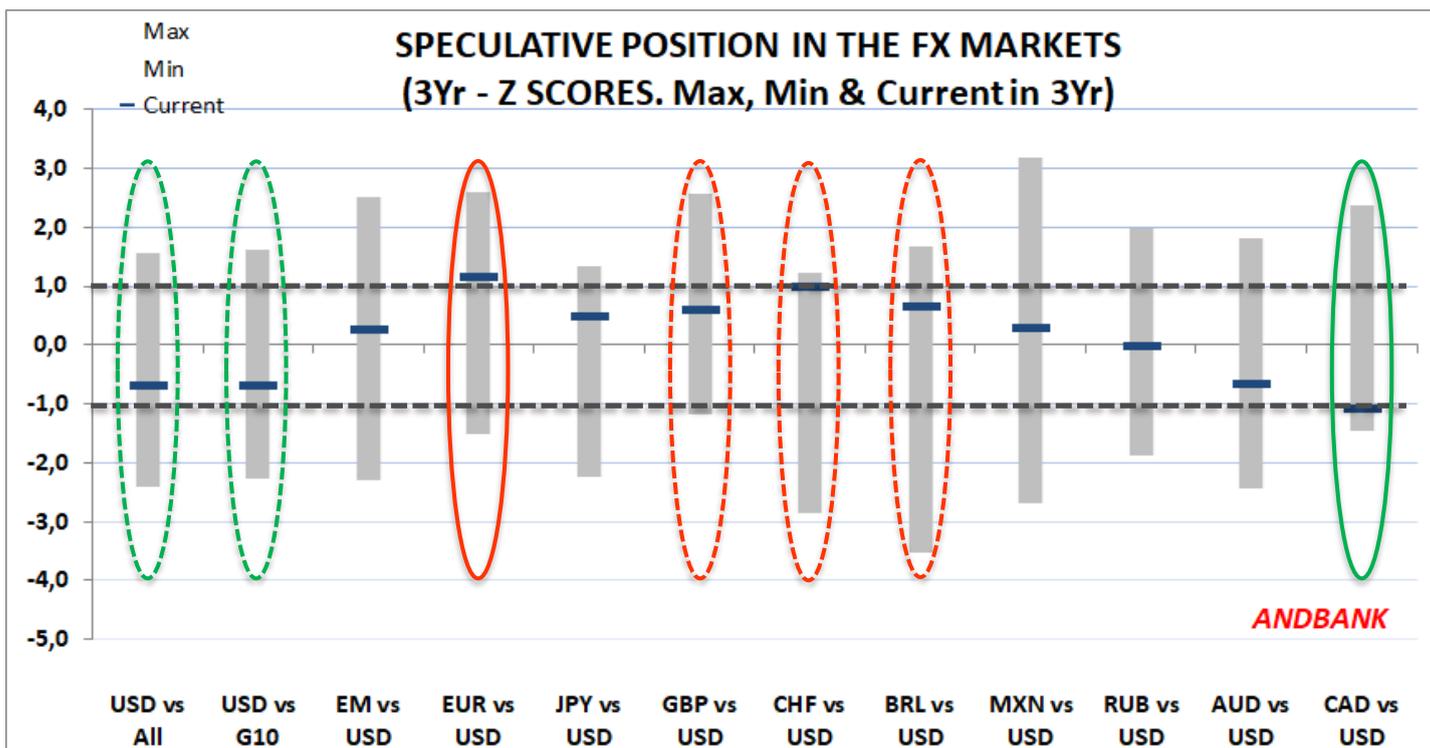
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

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	-11,97	-6,68	32,1	-28,2	0,3	-0,67
USD vs G10	-10,14	-6,71	32,7	-25,4	1,3	-0,66
EM	1,83	-0,03	3,9	-1,2	1,4	0,28
EUR	22,54	3,05	23,4	-8,6	11,1	1,16
JPY	-5,30	0,96	0,6	-15,0	-7,6	0,51
GBP	0,10	1,67	4,3	-6,5	-1,5	0,61
CHF	-0,66	0,33	0,2	-6,0	-2,3	0,99
BRL	0,27	-0,20	0,7	-0,8	0,0	0,67
MXN	1,56	0,17	3,3	-1,5	1,2	0,32
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-2,85	-0,28	6,1	-5,2	-0,8	-0,65
CAD	-3,45	0,69	6,1	-5,0	-0,3	-1,08

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	2,7%	7,7%	4.135	3.293	-20,4%
	Europe - Stoxx Europe 600	3,4%	9,6%	466	390	-16,2%
	Euro Zone - Euro Stoxx	2,9%	12,6%	462	372	-19,4%
	SPAIN - IBEX 35	2,7%	13,2%	9.315	8.978	-3,6%
	MEXICO - MXSE IPC	1,0%	12,3%	54.442	59.037	8,4%
	BRAZIL - BOVESPA	1,1%	-6,2%	102.923	106.896	3,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	2,1%	9,1%	28.458	29.418	3,4%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	2,6%	7,6%	3.323	2.993	-10,0%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-2,3%	4,1%	2.056	1.980	-3,7%
	INDIA - SENSEX	4,9%	-0,1%	60.795	69.380	14,1%
	VIETNAM - VN Index	-1,0%	3,7%	1.045	1.278	22,2%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,9%	1,4%	521	588	12,8%
	<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	0,7%	4,2%	3,51	4,00
UK 10 year Gilt		-2,3%	0,1%	3,79	3,75	4,1%
German 10 year BUND		-1,1%	1,6%	2,47	2,50	2,2%
Japanese 10 year Govie		-0,6%	0,3%	0,38	0,75	-2,6%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-1,2%	2,2%	3,51	3,50	3,6%
	Italy - 10yr Gov bond	-1,5%	4,2%	4,36	4,50	3,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,7%	3,4%	3,26	3,50	1,3%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,8%	2,6%	2,86	3,00	1,7%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,6%	4,4%	4,21	5,00	-2,1%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,5%	1,2%	85,13	100	3,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,0%	2,6%	450,25	550	4,8%
	Credit USD IG - CDX IG	0,5%	1,9%	79,30	100	5,4%
	Credit USD HY - CDX HY	0,9%	3,2%	484,02	600	6,6%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,2%	-18,5%	11,82	11,75	12,4%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,7%	1,1%	10,64	14,00	-16,2%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	2,7%	5,7%	6,48	6,25	8,3%
	India - 10yr Gov bond (local)	2,0%	4,1%	7,11	7,00	8,0%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	1,2%	7,5%	6,15	7,50	-4,6%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,8%	1,4%	2,78	2,75	3,0%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	2,6%	3,84	4,00	2,6%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	0,9%	2,42	3,50	-6,2%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,5%	3,5%	2,76	4,00	-7,2%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-0,2%	4,2%	3,26	4,50	-6,7%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,3%	1,4%	1,16	2,25	-7,6%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,6%	4,7%	8,81	9,00	7,2%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,9%	5,6%	5,49	6,00	1,4%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	7,0%	7,9%	12,24	13,50	2,2%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,3%	4,2%	6,22	7,00	-0,1%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	3,1%	-6,3%	75,2	87,50	16,4%
	GOLD	1,1%	8,8%	1.985,8	2.200	10,8%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	1,7%	3,0%	1,102	1,050	-4,7%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,3%	3,1%	1,25	1,22	-2,2%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,3%	-0,1%	0,88	0,86	-2,6%
	USDCHF (price of 1 USD)	-2,7%	-3,3%	0,89	0,97	8,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-1,1%	-0,4%	0,99	1,02	3,4%
	USDJPY (price of 1 USD)	2,1%	3,5%	135,66	120,00	-11,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	3,8%	6,6%	149,49	126,00	-15,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,0%	-7,2%	18,08	20,00	10,6%
	EURMXN (price of 1 EUR)	1,5%	-4,5%	19,90	21,00	5,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	-3,1%	-5,8%	4,98	5,25	5,5%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,5%	-3,0%	5,49	5,51	0,5%
	USDARS (price of 1 USD)	6,6%	25,6%	222,00	370,00	66,7%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,5%	-1,2%	81,76	84,00	2,7%
	CNY (price of 1 USD)	0,5%	0,3%	6,92	7,50	8,4%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



## PRINCIPALES APORTACIONES

Página 18

Together  
Everyone  
Achieves  
More



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



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



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



**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



**Jordi Riera**  
Global Interest Rates  
+376 874 373



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

## AVISO LEGAL

Página 19

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.