

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Marzo de 2024

## Análisis Corporativo

Marzo de 2024

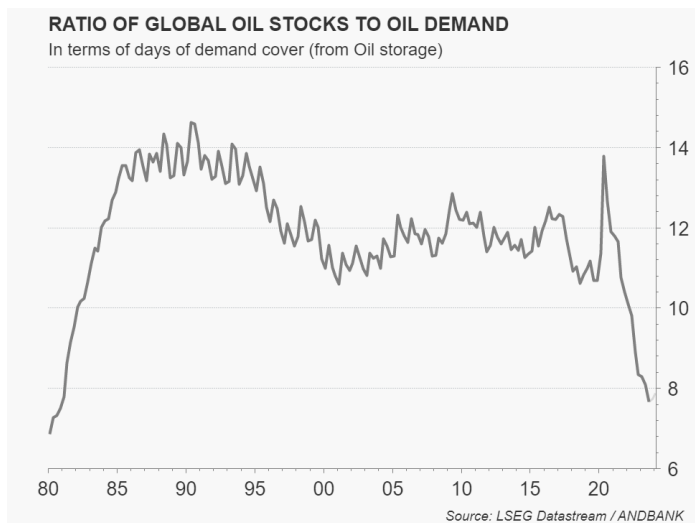
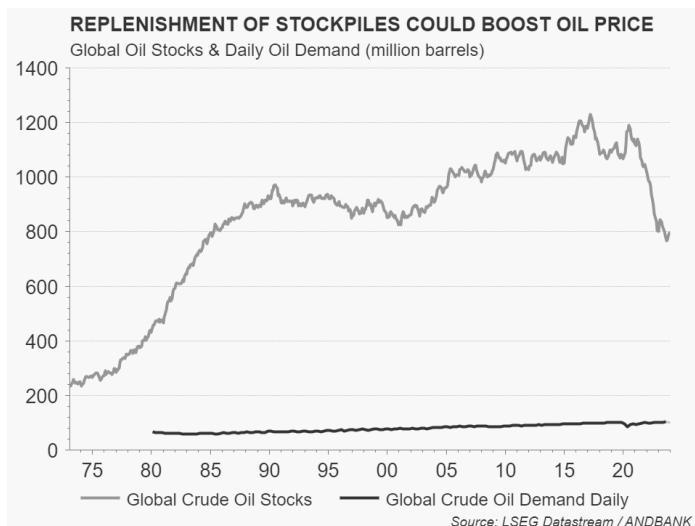
*¿Podría el petróleo arruinarnos la fiesta en 2024 debido al grave desafío de la reconstrucción de existencias?*

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



## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



Página 2

#### RENTA VARIABLE

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
USA - S&P 500	3,6%	7,7%	5.137	4.625	-10,0%
Europe - Stoxx Europe 600	2,9%	3,9%	498	517	3,8%
Euro Zone - Euro Stoxx	4,1%	5,7%	501	535	6,7%
SPAIN - IBEX 35	0,0%	-0,4%	10.066	10.846	7,8%
MEXICO - MXSE IPC	-4,6%	-3,2%	55.536	58.323	5,0%
BRAZIL - BOVESPA	1,6%	-3,7%	129.180	140.952	9,1%
JAPAN - NIKKEI 225	10,9%	53,7%	40.109	42.180	5,2%
CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	11,3%	2,2%	3.039	3.065	0,9%
CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	15,9%	-5,9%	1.729	1.896	9,7%
INDIA - SENSEX	2,5%	2,2%	73.866	77.761	5,3%
VIETNAM - VN Index	7,6%	25,9%	1.261	1.356	7,5%
MSCI EM ASIA (in USD)	4,5%	0,6%	546	585	7,2%

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

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	-1,1%	1,9%	4,21	<b>4,25</b>	3,8%
UK 10 year Gilt	-1,2%	0,7%	4,11	4,50	1,0%
German 10 year BUND	-1,3%	4,1%	2,41	<b>2,50</b>	1,7%
Japanese 10 year Govie	-0,4%	-1,9%	0,71	1,00	-1,6%
Spain - 10yr Gov bond	-0,9%	6,9%	3,30	3,50	1,7%
Italy - 10yr Gov bond	-0,3%	12,0%	3,88	4,40	-0,3%
Portugal - 10yr Gov bond	-0,7%	8,1%	3,05	3,10	2,7%
Ireland - 10yr Gov bond	-1,1%	5,7%	2,80	2,90	2,0%
Greece - 10yr Gov bond	-0,9%	15,5%	3,31	4,25	-4,2%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,6%	4,7%	53,37	75	3,8%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	1,3%	12,8%	303,35	450	2,6%
EURbor 3m					
Credit USD IG - CDX IG	0,6%	7,5%	51,50	75	5,4%
Credit USD HY - CDX HY	1,2%	15,8%	337,02	450	5,6%
Libor Usd 3m					

#### RENTA FIJA - MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	-4,3%	-121,2%	25,63	25,00	30,7%
Russia - 10yr Gov bond (local)	-3,0%	-7,6%	12,84	25,00	-84,4%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	10,8%	6,58	5,75	13,2%
India - 10yr Gov bond (local)	0,5%	10,8%	7,05	6,60	10,7%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	12,7%	6,23	5,50	12,1%
China - 10yr Gov bond (local)	0,8%	7,2%	2,35	1,75	7,2%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	6,0%	3,84	3,00	10,6%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,8%	1,9%	2,56	1,75	9,0%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,4%	3,8%	3,05	4,00	-4,5%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-0,8%	6,7%	3,33	3,50	2,0%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	2,3%	1,18	2,25	-7,3%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,5%	9,6%	9,15	9,50	6,3%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,7%	7,3%	5,92	6,00	5,2%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	0,0%	30,8%	10,73	11,25	6,6%
Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,6%	9,2%	6,29	6,75	2,6%

#### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	10,4%	-0,6%	79,8	80,00	0,3%
GOLD	2,3%	14,3%	2.085,1	2.000	-4,1%
EURUSD (price of 1 EUR)	0,6%	1,3%	1,085	1,05	-3,2%
GBPUSD (price of 1 GBP)	0,3%	4,7%	1,27	1,29	1,8%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,3%	-3,2%	0,86	0,81	-4,9%
USDCHF (price of 1 USD)	1,9%	-4,5%	0,88	0,87	-1,5%
EURCHF (price of 1 EUR)	2,4%	-3,2%	0,96	0,91	-4,6%
USDJPY (price of 1 USD)	1,4%	14,7%	150,38	140,00	-6,9%
EURJPY (price of 1 EUR)	1,9%	16,3%	163,13	147,00	-9,9%
USDMXN (price of 1 USD)	-0,6%	-12,7%	17,01	18,50	8,8%
EURMXN (price of 1 EUR)	0,0%	-11,4%	18,45	19,43	5,3%
USDBRL (price of 1 USD)	-0,3%	-6,3%	4,95	5,00	0,9%
EURBRL (price of 1 EUR)	0,3%	-5,0%	5,37	5,25	-2,3%
USDARS (price of 1 USD)	1,9%	377,0%	843,00	1.000	18,6%
USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	0,2%	82,88	82	-0,7%
CNY (price of 1 USD)	0,1%	4,4%	7,20	7,50	4,2%



COYUNTURA MACROECONÓMICA

# EE.UU.

## Los resultados empresariales y la actividad económica impulsan las bolsas pese a las alzas de tipos de interés

### La Reserva Federal

La Fed mantuvo sin cambios los tipos de interés en su primera decisión de política monetaria de 2024, algo que el mercado ya esperaba. Su presidente, Jerome Powell, indicó que la Fed tampoco se inclinaba por recortarlos en su próxima reunión en marzo. De hecho, el acta de la última reunión reflejó que la mayoría de los miembros del Comité de Mercado Abierto (FOMC) querían evitar precipitarse, por lo que preferían no recortar el tipo de referencia hasta tanto no se confirmase que la inflación hubiera retornado de forma sostenible a su objetivo del 2%.

El informe de *Opinión Corporativa* de febrero señalaba que, al anticipar medidas de relajación monetaria, el mercado no parecía estar juzgando correctamente el curso de acción de la Fed en este año. Lo ocurrido en el último mes parece darnos en cierta medida la razón, ya que las expectativas del mercado han empezado a converger lentamente hacia lo que la Fed prefiguró en su *diagrama de puntos* de diciembre. Ateniéndonos a los últimos datos el mercado habría pasado, de esperar a principios de año entre 6 y 7 recortes en 2024, a esperar tan sólo 3 o 4 recortes. La probabilidad actual de que la Fed recorte tipos en la próxima reunión de política monetaria del 20 de marzo, que rondaba el 90% a principios de año, es ahora inferior al 5%; es más, el mercado no espera recortes hasta después de la reunión de junio del FOMC. Este cambio de expectativas respondería a que la inflación de enero superó las previsiones y a que los datos de actividad económica siguen mostrando buen aguante en la economía. Hemos de señalar que hay economistas destacados, como el ex Secretario del Tesoro Larry Summers, que consideran un escenario en el que la próxima medida de la Fed podría ser una subida de tipos en lugar de una bajada, en contra de lo que aguarda la mayoría de analistas del mercado. Dejemos claro que nuestro escenario de referencia es otro y sigue siendo similar al de la Fed, y que al escenario de subida de tipos le asignamos una probabilidad muy baja.

Los bancos regionales volvieron a los titulares al depreciarse más del 50% las acciones de New York Community Bank, el banco que se hizo con los activos del quebrado Signature y cuyos primeros resultados tras esa compra no satisficieron al mercado. La banca regional es la más expuesta al préstamo hipotecario a oficinas y locales comerciales (CRE), con más del 40% de sus activos invertidos en esta categoría.

### Inflación y actividad económica.

En términos interanuales, el índice general de precios al consumo (IPC) subió un 3,1%, por debajo del 3,4% de diciembre, pero por encima de la expectativa media del mercado (+2,9%). Por su parte, el IPC subyacente aumentó 0,4 pp en el mes y se situó en el 3,9% interanual, el mismo dato del mes anterior, pero superando en ambos casos las previsiones (0,3 pp en el mes y 3,7% interanual, respectivamente). El componente de precios de alojamiento y vivienda, cuya ponderación representa alrededor de un tercio del IPC, sigue explicando el grueso del alza general de precios, suponiendo en concreto dos terceras partes del IPC general. Este componente se incrementó 0,6 pp en el mes y un 6% interanual. Los precios de la energía en parte contrarrestaron esta subida al disminuir 0,9 pp en el mes por efecto del abaratamiento de los carburantes (-3,3%). Los precios al por mayor, subieron en enero también más de lo previsto. El índice de precios a los productores (IPP) subyacente subió 0,5 pp en el mes, ascendiendo el dato interanual al 2% tras acelerarse desde el 1,7% interanual de diciembre.

Los indicadores del mercado laboral resisten bien firmes y siguen siendo el principal argumento de quienes sostienen que aún es pronto para corregir la política monetaria. La creación neta de empleo no agrícola en enero (353.000 puestos de trabajo) superó con creces la esperada (185.000) y estuvo muy repartida entre todos los sectores. El dato de creación de empleo de diciembre se revisó al alza, de 117.000 a 333.000 nuevos empleos. La tasa de desempleo se mantuvo en 3,7%. Por su parte, las ofertas de empleo aumentaron de 8.925.000 en noviembre a 9.026.000 en diciembre, superando también los 8,7 millones que estimaban los analistas. Los salarios se aceleraron en enero: el salario medio por hora creció un 0,6%, el doble de lo previsto, llevando el incremento salarial interanual al 4,5%, muy por encima del 4,1% interanual esperado. Estos podrían ser los datos que más inquietasen a la Reserva Federal al entrañar la posibilidad de que esté gestándose un repunte inflacionista.

### Mercados financieros

**Bonos del Tesoro y deuda corporativa.** El cambio de expectativas sobre la Fed provocó un desplazamiento al alza de la curva de rendimientos soberanos. La TIR del bono a 10 años aumentó 50 puntos básicos, pasando del 3,8% al 4,3%. La inversión de la curva se acentuó un poco más, con el diferencial entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años pasando de -20 pb a -35 pb, un nivel aún lejos del máximo del año pasado, cuando el diferencial alcanzó los 100 pb. Mantenemos el nivel del 4,5% para el bono estadounidense a 10 años para adoptar una postura agresiva en términos de *duración*. Mantenemos sin cambios nuestros objetivos de diferencial para la deuda corporativa tanto en grado de inversión (IG) como en alto rendimiento.

**Renta variable.** A fecha 16 de febrero el 79% de las empresas han publicado los resultados del cuarto trimestre de 2023, siendo los de tres cuartas partes de ellas mejores de lo anticipado, con «sorpresas» positivas en el beneficio por acción (BPA), al tiempo que el BPA mixto (que combina resultados efectivos de las empresas que ya han informado y estimados para las que aún no lo han hecho) ha aumentado un 3,2% interanual, por encima del 1,6% interanual de finales del año pasado (Factset). Las empresas de servicios y tecnológicas siguen destacando en rentabilidad a comienzos de año. También persiste la ampliación del valor relativo entre las empresas de gran capitalización y las de pequeña capitalización, y entre las de crecimiento y las de valor. Seguimos recomendando una cartera equilibrada entre los distintos estilos y aprovechar oportunidades en sectores que estén rezagándose (como es el caso de las empresas de pequeña capitalización en la actualidad).

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

Renta variable (S&P): NEUTRAL-INFRAPONDERAR  
Deuda soberana: (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 4,50%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)  
Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

US price-to-earning ratio

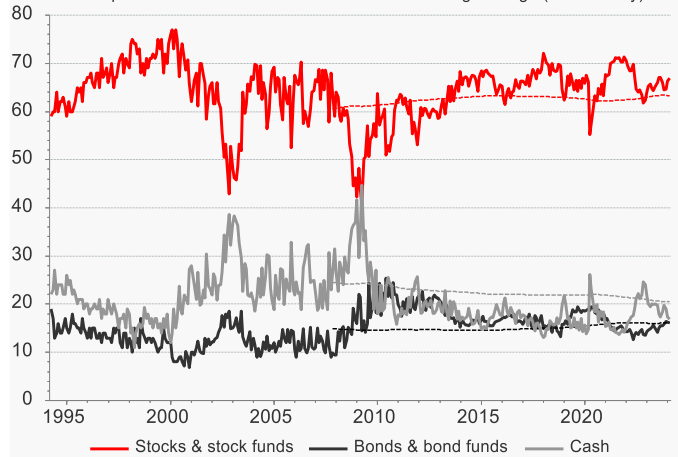
S&P 500



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

US asset allocation: Equity, Bonds & Cash

Current percent held in each asset class vs 20Y moving average (AAII Survey)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



## EUROPA

### El escenario no es ideal, pero habría señales alentadoras para la actividad económica y la renta variable

#### ¿Cabe esperar que mejore la confianza en el corto plazo?

Según el BCE, algunos indicadores de encuestas prospectivas apuntan a un repunte de la actividad para este año, bien que manteniéndose en niveles muy bajos (el PMI manufacturero sube levemente, pero sigue por debajo de 50). También parece prematuro adoptar una postura más optimista a la vista de datos como el de las carteras de pedidos de las empresas alemanas (sorprendentemente al alza, pero muy afectado por factores excepcionales). En conjunto, la confianza macroeconómica sigue por los suelos, por lo que la revisión a la baja por la Comisión Europea de las previsiones del PIB de invierno no debería sorprender, y hasta parece optimista frente a estimaciones privadas inferiores (2024E: 0,5% interanual). En cuanto a los precios, la inflación subyacente ha caído significativamente, pero los componentes internos y de servicios están revelándose más rígidos de lo esperado. En el caso de las perspectivas de inflación, las presiones salariales apuntarían a cierta estabilización que los datos aún no confirman; además, las revisiones de datos han sido últimamente mayores que en el pasado, lo que resta fiabilidad a las previsiones.

#### Banco Central Europeo

Aun cuando en la última reunión se consideró prematuro hablar de recortar tipos, son muchos los miembros del BCE que lo han estado tratando abiertamente. Marzo será importante, ya que las nuevas previsiones macroeconómicas podrían mostrar expectativas de PIB más bajas; pero el momento ideal podría ser junio, pues para entonces se dispondrá de indicadores salariales. El sesgo expansivo del discurso del BCE se ha generalizado: si Lagarde consideró alentadora la tendencia de la inflación, su economista jefe Lane («la inflación es un pequeño problema, pero sigue siendo un reto») ve riesgos en recortar los tipos demasiado pronto o demasiado tarde. Con todo, la rigidez de la inflación en el sector servicios y la robustez de los mercados laborales recomiendan paciencia y prudencia. El BCE, al igual que la Fed, necesita una mayor convicción en que la desinflación es un hecho, lo que implica más tiempo y nuevos datos. Mantenemos nuestra estimación de dos recortes de tipos para el segundo semestre de 2024 (con niveles del tipo de depósito para finales de año del 3,5%), salvo que se desarrolle un escenario más pesimista en términos de crecimiento (e inflación). Las expectativas del mercado se han moderado tras la fortaleza macroeconómica de EE.UU. y la accidentada trayectoria del IPC, pero aún son de cuatro recortes de tipos para 2024.

#### Política fiscal

Los comités competentes del Consejo y el Parlamento Europeo alcanzaron un acuerdo político provisional sobre la propuesta de reforma de la gobernanza económica de la UE, que entrará en vigor en 2025. Como se dijo, el nuevo marco fiscal mantiene los mismos objetivos de antes con algunas mejoras desde el punto de vista teórico, pero el inconveniente de la complejidad del régimen y la ambigüedad sobre las consecuencias de su incumplimiento.

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

**Deuda pública.** Nos atenemos al rendimiento objetivo para el Bund alemán a 10 años (2,5%) y a nuestros diferenciales objetivo para Italia (190 pb), España (100 pb), Portugal (60 pb), Grecia (120 pb) e Irlanda (40 pb).

**Deuda corporativa.** Mantenemos los niveles objetivo de diferenciales tanto para el segmento de grado de inversión (75 pb) como para el de alto rendimiento (450 pb), con la recomendación de neutral para IG y de infraponderar para HY.

**Renta variable.** Al evaluar el estado actual de las bolsas europeas cobra plena vigencia el sabio consejo de Warren Buffett de que «es con mucho mejor comprar una empresa fantástica a un precio razonable que una empresa razonable a un precio fantástico». Aunque cabría debatir si las acciones europeas en su conjunto podrían calificarse de «fantásticas» en los términos de Buffett, es evidente que en conjunto el índice es ahora más sólido de lo que lo ha sido en las dos últimas décadas. El Stoxx Europe 600 cotiza actualmente a una relación precio/beneficios cercana a su media histórica, con beneficios que, pese a haber caído desde el primer trimestre de 2022, no se alejan significativamente de sus máximos históricos. La prima de riesgo, reflejo del plus de rentabilidad que ofrece el mercado bursátil sobre los rendimientos de la renta fija, no está lejos de su media de las últimas dos décadas del 4,7% tras el reciente mayor rendimiento del Bund a 10 años. Esto sugiere un mercado correctamente valorado, en el que los inversores podrían encontrar empresas de calidad a precios razonables.

El panorama de beneficios del cuarto trimestre de 2023, tras haber comunicado sus resultados cerca del 40% de las empresas, muestra un conjunto heterogéneo, con un descenso general de las ventas y una caída del crecimiento de los beneficios. Ahora bien, si excluimos el sector energético, el escenario de crecimiento es más halagüeño, sugiriendo fortaleza subyacente en ciertos segmentos. Persisten los riesgos, en particular por las presiones sobre los márgenes derivado de la inflación de costes o la ralentización del crecimiento. Pero las orientaciones optimistas y las mayores recompras de acciones que reflejan los resultados denotan confianza entre las empresas europeas, lo que bien puede justificar el optimismo inversor conforme avance el año. Además, pese a retos como la escasa amplitud del mercado (aunque no tan inquietante como en EE.UU.) y el aumento de los rendimientos de la renta fija, los fundamentos del mercado bursátil europeo, respaldados por la solidez de la economía estadounidense y las señales de estabilización en Europa, sugieren un entorno favorable para la renta variable.

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

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,50%)

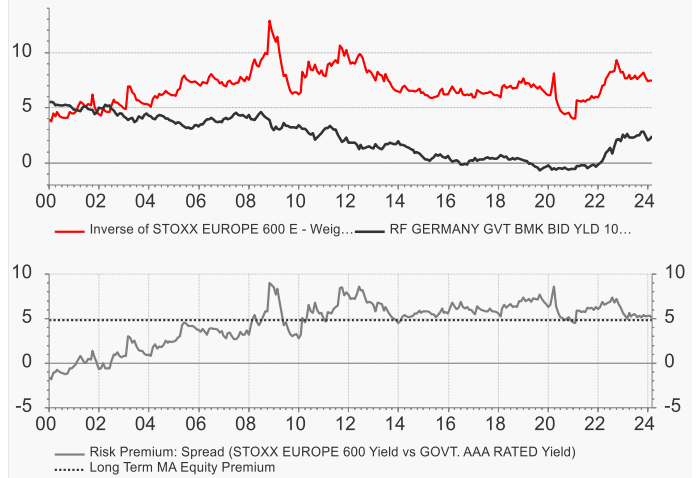
- P. periféricos: INFRAPONDERAR (IT 4,40%; ES 3,50%; PT 3,10%; IR 2,90%; GR 4,25%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)

Tipo de cambio (EUR/USD): a 1,10 o inferior, comprar EUR; sobre 1,10, vender EUR.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

#### ECB staff growth forecasts

%oya, % for the unemployment rate

	June projections		
	2023	2024	2025
Real GDP	0.9	1.5	1.6
Employment	1.3	0.5	0.4
Unemployment rate	6.5	6.4	6.3
HICP			
Headline	5.4	3.0	2.2
Core	5.1	3.0	2.3
Unit labour costs	5.6	3.4	2.6
Compensation per empl.	5.3	4.5	3.9
Labour productivity	-0.3	1.0	1.3

Source: ECB, J.P. Morgan

#### Euro area price-to-earnings

Europe Stoxx 600



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

# ESPAÑA

## Los buenos resultados del año pasado parecen tener continuidad en este

### Factores macroeconómicos

La Comisión Europea acaba de publicar sus previsiones de invierno para los países de la UE, en las que recorta la previsión de crecimiento de la Eurozona para este año del 1,2% al 0,8%, al tiempo que mantiene sin cambios la previsión para España (+1,7%). La Comisión redujo su previsión de inflación media para 2024 del 3,4% al 3,2%, anticipando una tasa del 2,1% para el próximo año. Estas cifras de PIB son algo mejores que las previstas por Andbank para 2024 (+1,5%) y, en lo que respecta a la evolución de los precios, coinciden con las nuestras.

La Comisión señala que el mejor comportamiento previsto de la economía española responde a una actividad mejor de lo esperado a finales de 2023 y a la evolución de consumo e inversión, que seguirán sosteniendo la actividad económica en un escenario de ralentización. Estamos de acuerdo con la primera parte de la explicación, pero no con la segunda. Aunque la inversión mejorará este año desde su decepcionante nivel del año pasado, este año esperamos un buen comportamiento no sólo del consumo, privado y público, sino también de las exportaciones.

Ya se han publicado los primeros datos de actividad de este año y, por ahora, son alentadores. El PMI agregado de enero ascendió a 51,5 (desde 50,4 en diciembre de 2023), con un avance del PMI industrial a 49,2 (desde 46,2) y del PIMI de servicios a 52,1 (desde 51,5), encadenando en este último caso el quinto mes de crecimiento y las mejores cifras de la encuesta desde julio de 2023.

Los precios al consumo aumentaron un +3,4% interanual en enero, frente al +3,1% registrado hasta diciembre. Los datos para Francia, Alemania e Italia fueron, respectivamente, del 3,4%, 3,1% y 0,9% interanual. El repunte de la inflación en España se debió principalmente a sendas subidas de los precios de la electricidad y el gas del 9,4% y 7% interanual. El Gobierno español puso fin en enero a la reducción del IVA en la factura de la electricidad que había aprobado dos años antes. En cuanto a la inflación subyacente, que excluye los precios de alimentos frescos y energía, el comportamiento es más alentador, ya que bajó del 3,8% al 3,6% interanual en el mismo periodo, su nivel más bajo desde marzo de 2022.

Otro efecto positivo de la actividad económica mejor de lo previsto en el segundo semestre de 2023 fue la reducción de la ratio deuda pública/PIB. En diciembre de 2023 se situó en 107,7%, un significativo descenso de 17,6 pp desde el máximo que marcó durante la pandemia. Esta disminución fue 40 pb mayor que la previsión del Plan Presupuestario, que estimaba una deuda del 108,1% del PIB a finales de 2023.

Hablando de deuda, la última subasta de bonos soberanos a 30 años puso de manifiesto un considerable apetito por la deuda española. La emisión ascendió a 6.000 millones de euros, el mayor importe registrado para un bono del Tesoro de ese vencimiento; la demanda superó los 83.700 millones, por lo que la sobresuscripción fue de 14 veces. Esta fuerte demanda, unida a la participación de inversores internacionales, que representaron más del 91% del total de la emisión, demuestra la confianza de los inversores extranjeros en la economía española y en su evolución a largo plazo, lo que es especialmente relevante en un contexto en el que el BCE se retira gradualmente del mercado. Con esta sindicación, el Tesoro ha emitido ya 40.846 millones de euros en poco más de un mes, lo que supone el 23,6% de su plan de financiación a medio y largo plazo para 2024. El vencimiento medio del saldo vivo de la deuda soberana es de 8 años y, el interés medio, del 2,1%.

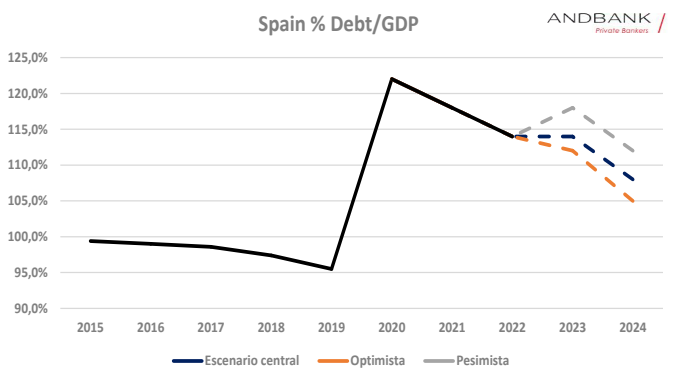
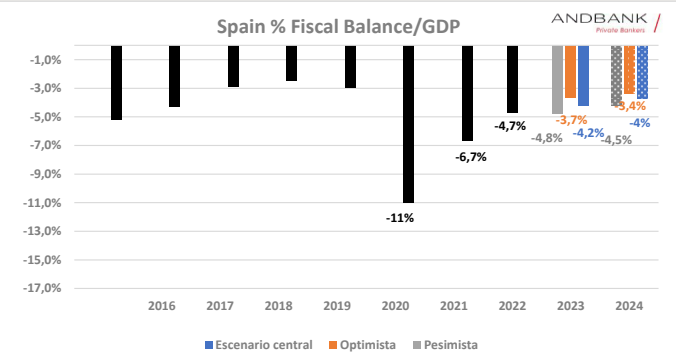
### Mercado de renta variable

Este mes se publicaron los resultados de 2023 de los bancos españoles. El trimestre deparó beneficios récord para el sector bancario, con márgenes de intermediación que crecieron por encima del 10% en todos los bancos cotizados. Los balances bancarios siguen siendo sólidos y los ratios de cobertura siguen mejorando gracias a la buena evolución del empleo y los salarios. Tras los satisfactorios informes de resultados de los bancos, que representan una tercera parte del índice selectivo IBEX, y a la vista de la mejora de los datos económicos de España, los analistas han vuelto a revisar sus previsiones de resultados para 2024. Esto sitúa el beneficio por acción (BPA) esperado por el mercado casi en los mismos niveles que Andbank fijó en su estrategia anual (985 puntos del consenso frente a 986 de la previsión de Andbank). Preferimos esperar, antes de revisar las previsiones, a los resultados del resto del índice, en especial a los de las compañías energéticas, que no lo tuvieron fácil en 2023. Tampoco debemos olvidar que algunas empresas con peso significativo en el IBEX, como Amadeus, Inditex y Telefónica, aún no han comunicado sus resultados, lo que constituiría una información relevante que podría llevarnos a recalibrar las expectativas.

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

Deuda soberana (bono español a 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 3,50%)

Renta variable (IBEX): SOBREPONDERAR





COYUNTURA MACROECONÓMICA

# CHINA

## Las medidas para apuntalar el mercado son insuficientes: es un entorno reservado a los operadores cortoplacistas

### Mercados financieros: los inversores confían en nuevas medidas de rescate

Las gestoras de fondos piensan que Pekín tendrá que hacer más para convencer a los inversores de que el mercado chino, tras perder en los últimos tres años 5 billones de dólares de capitalización bursátil, sostendrá el repunte que registró en la primera quincena del mes espoleado por medidas de rescate. En palabras de la gestora Pictet: «Las medidas dirigidas a apuntalar las cotizaciones no bastan por sí solas para sostener el repunte que en la primera semana de febrero permitió a los mercados de China continental y Hong Kong recuperar un total de 377.000 millones de dólares de capitalización».

Los inversores redirigirán la atención hacia la economía y los beneficios empresariales una vez se desvanezca el entusiasmo asociado a las últimas medidas de rescate. El mercado las ha acogido con satisfacción: el fondo soberano de China ha impulsado la compra de ETFs, el regulador del mercado de valores se ha comprometido a sancionar duramente conductas comerciales indebidas y se han reimpuesto límites a las ventas en corto. Pero sigue pareciéndonos que los fundamentos económicos y empresariales de China se han deteriorado. Los beneficios de empresas de primera línea como, entre otras, Alibaba Group Holding y Semiconductor Manufacturing International Corp., se redujeron en el último trimestre.

### El «aplazamiento indefinido» del Pleno del Partido Comunista Chino no ayuda

Los responsables de las políticas oficiales se reunían en el pasado en pleno para debatir y elaborar estrategias de desarrollo económico para los siguientes cinco años. Un enfoque claro de políticas favorables al mercado es crucial para restaurar la confianza de los empresarios e inversores del país, traumatizados por las restricciones impuestas a la industria tecnológica en los tres últimos años y por las draconianas políticas de covid cero. El hecho de que la asamblea plenaria se haya aplazado indefinidamente no contribuye precisamente a transmitir la seguridad que necesitan empresarios e inversores extranjeros.

### La política lo impregna todo en el mercado chino, con efectos imprevisibles

Las grandes empresas chinas siguen reticentes a invertir en nuevos negocios mientras no mejore la visibilidad sobre las políticas. Como botón de muestra, el fundador de Tencent Holdings, Pony Ma Huateng, afirmó recientemente que el gigante de las redes sociales preferiría sacrificar parte de su mercado de pagos digitales a correr el riesgo de enfrentamientos con los bancos estatales.

China también se enfrenta al posible recrudecimiento de tensiones geopolíticas. Los congresistas estadounidenses tienen en el punto de mira a las biofarmacéuticas chinas con un proyecto de ley que prohíbe al gobierno estadounidense celebrar contratos con ellas, lo que ha provocado fuertes pérdidas de capitalización bursátil en WuXi Biologics y WuXi AppTec, las mayores empresas de su industria biotecnológica. Por su parte, el expresidente Donald Trump ha amenazado, en caso de resultar elegido en las elecciones presidenciales de noviembre, con imponer aranceles superiores al 60% a los productos chinos. Estos contratiempos siguen inquietando a los inversores; sobre todo a los operadores extranjeros, quienes, pese a que las valoraciones siguen en mínimos históricos, han vendido en los últimos seis meses acciones chinas por un importe récord de 201.000 millones de yuanes (27.900 millones de dólares).

### Consideramos que el mercado chino sólo es apto para operativas cortoplacistas

En este delicado escenario puede tener sus ventajas mantenerse ágiles y dotarse de flexibilidad. Quienes operan a corto plazo encontrarán oportunidades en plena volatilidad, ya que los valores de empresas estatales y gran capitalización se beneficiarán de las compras oficiales. A los inversores a largo plazo, en cambio, les convendría mejor esperar a que las políticas estuvieran más claras.

Los niveles de valoración relativos de las acciones chinas están de hecho en mínimos históricos, pero las perspectivas para esta clase de activo no son particularmente halagüeñas. Los inversores dudan no sólo de la disposición de Pekín a favorecer la reactivación del mercado con medidas de estímulo fiscal, sino también de que las políticas, tanto internas como en el exterior, se encaminen de hecho hacia la reforma y la liberalización.

### Pekín sustituye al supervisor del mercado bursátil chino

El veterano Wu Qing, con años de experiencia tanto en la Bolsa de Shanghái como en el regulador de valores, ha sustituido a Yi Huiman al frente de la comisión reguladora del mercado de valores chino (CSRC), que supervisa 8.300 billones de USD de capitalización. La remodelación implica que los máximos dirigentes están más atentos al mercado de capitales. A Wu se le tiene por estrecho colaborador del primer ministro Li Qiang, que en enero instó a adoptar medidas más contundentes para detener la caída de las Bolsas. Ex vicecalde de Shanghái antes de asumir la presidencia de la CSRC, Wu fue uno de los lugartenientes de Li cuando éste se convirtió en líder del Partido y estuvo al frente de la metrópoli hasta 2022. Ahora bien, todas estas medidas para frenar las caídas bursátiles perderían efectividad ante indicadores económicos y resultados empresariales sombríos. El crecimiento chino bien podría ralentizarse hasta el 4,8% en 2024, por debajo del objetivo anual implícito del 5%. La principal preocupación siempre han sido la magnitud de la recuperación económica y el respaldo de la política macroeconómica, pero hasta el momento no se aprecian cambios sustanciales en una ni en otro. Es más, tampoco se vislumbra la recuperación del sector inmobiliario, que es clave para que pueda mejorar la confianza inversora.

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

Renta variable: Shanghái: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.

Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo a 10 años: 1,75%)

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

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE forward



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

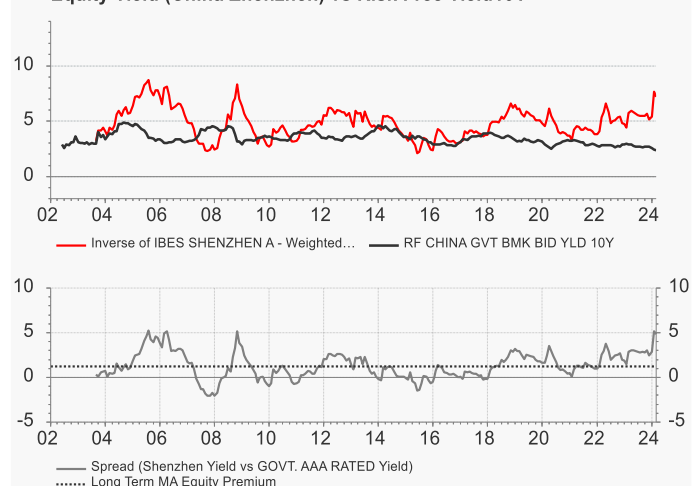
Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



## JAPÓN

### El regulador insiste en la reforma para optimizar el precio cotizado de las acciones, que más *blue chips* aplicarán

#### TSE insiste en exigir a las empresas mejorar las métricas de eficiencia del capital y el precio cotizado de sus acciones, y más *blue chips* se comprometen a hacerlo

La sociedad rectora de la Bolsa de Tokio (TSE) publicó la lista actualizada de empresas que se comprometen a optimizar la cotización de sus acciones, que en su mercado principal pasaron de 660 en diciembre a 726 en enero. Entre las empresas recién incorporadas figuran algunas sólidamente implantadas en el mercado (*blue chips*) como Daikin Industries, Rohm, Yakult y Kagome, pero aún destacan por su ausencia Toyota, Keyence, Fast Retailing y SoftBank.

Según Jefferies, en torno al 47% de las empresas integradas en el índice general japonés Topix aún cotizan por debajo de su valor contable, cuando en Europa son el 18,4% y, en EE.UU., el 4,8%. Esta diferencia indica que las empresas japonesas tienden a mantener excedentes de caja y otros activos, como acciones de otras empresas, en lugar de utilizarlos para impulsar los beneficios o el precio de la acción.

TSE promueve una reforma que obliga a las empresas a reconocer el lastre que representan sus bajos ratios precio/valor contable, para lo que insta a los equipos directivos a comunicar las causas de ratios bajos (relacionadas en su mayoría con estructuras de capital o financiación excesivamente complejas e ineficientes), así como las medidas que adoptarán para impulsar el precio de su acción. Pretende con ello que las empresas identifiquen la situación y la admitan ante sus inversores. Esta medida es la última de varias reformas encaminadas a realzar el atractivo del mercado bursátil para los inversores. Las empresas han empezado a responder a estas exigencias y las recompras de acciones marcaron un máximo histórico el pasado mayo. Algunas, como Toyota Motor, anunciaron que venderían participaciones cruzadas. La primera lista de empresas que anunciaron planes para mejorar la eficiencia del capital y la cotización de la acción incluía 660 de las 1.656 cotizadas en el mercado principal de la Bolsa de valores de Tokio (el 40%); otras 155 empresas (el 9%) consideraban adoptar medidas (los porcentajes en julio fueron 20% y 11%, respectivamente). De 1.649, 300 (19%) ya anunciaron medidas o se las estaban planteando. TSE, que actualiza mensualmente la lista, tenía pensado destacar a principios de febrero los mejores ejemplos de divulgación corporativa.

Esta iniciativa de publicar la lista no sólo es relevante para las empresas sino también para los inversores, que sabrán ahora cuáles de ellas se toman en serio acometer dichos cambios. Esto debería brindar apoyo al mercado, ya que su actualización mensual pondrá de manifiesto que cada vez son más las empresas que atienden a los intereses de sus accionistas.

#### Operaciones internacionales con valores en la semana cerrada a 10 de febrero

**Inversores internacionales:** fueron compradores netos de renta variable japonesa por importe de 621.300 millones de yenes (semana anterior: compras netas por 308.200 millones de yenes) y compradores netos de deuda japonesa a largo plazo por 175.900 millones de yenes (semana anterior: compras netas por 397.700 millones de yenes).

**Inversores nacionales:** fueron compradores netos de renta variable extranjera por importe de 22.100 millones de yenes (semana anterior: ventas netas por 194.500 millones de yenes) y compradores netos de deuda extranjera a largo plazo por 1,499 billones de yenes (semana anterior: compras netas por 456.700 millones de yenes).

#### El PIB seguirá en contracción hasta el segundo trimestre

Según una encuesta de Nikkei a 10 economistas, el consenso apunta a una nueva contracción del PIB del 0,3% trimestral anualizado en el primer trimestre, tras la sorprendente contracción del 0,4% en el trimestre anterior. Algunas de las razones aducidas son los efectos adversos como consecuencia del terremoto en la península de Noto y las perturbaciones derivadas del escándalo de Daihatsu, que paralizó las entregas de vehículos. De las previsiones, seis fueron positivas y cuatro negativas. El consenso para el segundo trimestre es de un crecimiento del 1,8%, esperando todos los encuestados cifras de crecimiento positivas. También se expresó la expectativa generalizada de que la demanda privada repuntará cuando los mejores beneficios empresariales impulsen la confianza de los hogares como resultado de las alzas salariales que se obtendrán en las próximas negociaciones de primavera (*shunto*).

Las previsiones para el IPC subyacente tampoco cambiaron mucho, si bien se anticipó que la trayectoria trimestral se moderaría hasta situarse en el primer trimestre de 2026 por debajo del objetivo del 2% del Banco de Japón.

#### Las previsiones económicas del BoJ siguen apuntando a normalizar su política

Si bien la retórica del Banco de Japón (BoJ) apunta claramente al final de su política de tipos negativos (NIRP), Ueda, su gobernador, declaró en sede parlamentaria que «el banco central examinará si mantiene sus distintas medidas de relajación monetaria, tipos de interés negativos incluidos, cuando se vislumbra la consecución sostenida del objetivo de inflación». Y reiteró que «es probable que las condiciones monetarias sigan siendo acomodaticias incluso después de poner fin a los tipos negativos». Por otra parte, fuentes del BoJ dieron a entender que «no preocupan los últimos datos de PIB del cuarto trimestre», indicativos de recesión técnica.

#### Los resultados del ejercicio fiscal 2023, casi en su tercer récord anual consecutivo

El análisis de los resultados de empresas del mercado principal de la Bolsa de valores de Tokio apunta a que el beneficio neto total obtenido en el ejercicio fiscal de 2023 aumentará un 13% interanual, hasta 43,5 billones de yenes (290.000 millones de dólares), tras revisar al alza en 3,5 billones de yenes la cifra de la previsión de mayo. El sector manufacturero prevé un crecimiento del 16%, hasta 21,4 billones de yenes, combinado con el no manufacturero del 11%, hasta 22,1 billones de yenes. Los márgenes de beneficio neto pasarán del 5,5% del ejercicio fiscal 2022 al 5,8%, lo que marca su nivel más alto desde 2008 (sin contar el extraordinario 6,1% del ejercicio fiscal 2022 tras la pandemia).

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,00%)

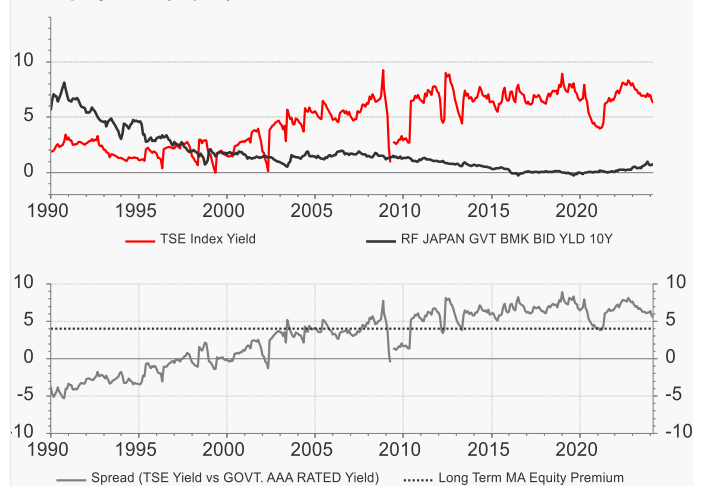
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 140)

Japan Nikkei 225 price / earnings



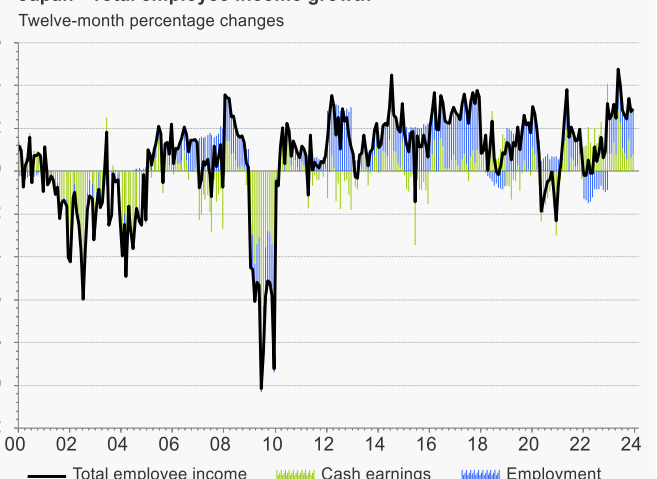
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan - Total employee income growth



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



## INDIA

### El BJP, partido pro-mercado, obtuvo en las elecciones estatales un notable impulso de cara a las generales

#### El resultado de las elecciones estatales favoreció al BJP más de lo anticipado

El BJP obtuvo una victoria decisiva en tres de cuatro estados (Madhya Pradesh, Rajasthan y Chhattisgarh), con el Partido del Congreso ganador en Telangana. Estos resultados estatales proporcionan un impulso significativo al BJP de cara a las elecciones generales, convocadas en India para abril-mayo de este año. La fuerte posición del BJP en estados clave como Madhya Pradesh, Rajasthan, Gujarat y Uttar Pradesh fomentará un tono más optimista en el mercado, que se justificaría por la continuidad de las políticas, la agenda de reformas, el desarrollo y el crecimiento económico. El BJP puede ahora, de cara a las elecciones generales, centrarse más en el aspecto social y en planes relacionados con el bienestar.

#### La fortaleza económica de la India se refleja en varios indicadores clave

El crecimiento del PIB, del 7,7% en la primera mitad del año fiscal 2024, estuvo impulsado por la sólida dinámica del sector manufacturero y la inversión, debido en parte a los impresionantes beneficios de las empresas del Nifty50 en el primer semestre del año fiscal 2024. La producción industrial (medida por el PII) creció un 10,3% interanual en agosto de 2023, su mayor tasa de crecimiento desde junio de 2023 (el aumento en julio fue del 6,0%). El sector manufacturero creció un 9,3%, minería un 12,3% y electricidad un 15,3%. Las tendencias positivas continuaron a finales de 2023, como reflejan datos recopilados con alta frecuencia como la recaudación del impuesto sobre bienes y servicios (GST), las ventas de automóviles, la demanda de energía y las encuestas a directores de compras (PMI). Las favorables condiciones a nivel mundial, con la estabilización de los tipos de interés, los precios del crudo Brent y los rendimientos de los bonos, afianzan todavía más las perspectivas económicas de la India. El índice PMI del sector manufacturero se desaceleró en octubre (pasando a 55,5, desde 57,5 en septiembre) en reflejo del menor aumento de las carteras de pedidos, pero se mantuvo con todo en un razonable nivel expansivo. El PMI de servicios también cayó, pero mantuvo un impresionante 58,4 en octubre. Según datos oficiales, el índice agregado de las ocho industrias principales ganó un 8,1% en septiembre de 2023, frente al 8,3% de septiembre de 2022. Las ocho registraron crecimiento positivo, salvo refino de petróleo, que se contrajo un 0,4% en septiembre de 2023.

La inflación (medida por el IPC) cayó del 6,83% en agosto de 2023 al 5,02% en septiembre, ayudada por la significativa desaceleración en los precios alimentarios, y se situó en el tope del rango del Banco de la Reserva de la India (RBI).

#### El impulso del mercado de valores indio se mantendrá hasta las elecciones

Los beneficios empresariales del primer semestre del año fiscal 2024 (que comenzó en abril) fueron impresionantes: aumentaron un 30% interanual. Su tasa de crecimiento previsiblemente se estabilizará alrededor del 20% interanual en el segundo semestre. De aquí a 12 meses, y contando con una leve expansión del PER (de 20x a 21x) debido a las expectativas de victoria política del BJP y de continuidad de su agenda pro-mercado, pensamos que el índice Sensex debería cotizar entre los 78.000 y 80.000 puntos (actualmente está en 73.000). Además, las perspectivas sobre la evolución de los tipos de interés estadounidenses y los sólidos datos del PIB del segundo trimestre de la India (con previsiones actualizadas del PIB para el año fiscal 2024) han mejorado las perspectivas para las acciones indias. Asimismo, el hecho de que los tipos de interés toquen techo en todo el mundo estimulará los flujos de inversión desde el extranjero hacia la India. Desde que se anunciaron los resultados financieros el 3 de diciembre, y hasta el 15 de enero de 2024, los mercados habían ganado un 8-9%, un impulso con visos de mantenerse hasta las elecciones generales de abril-mayo de 2024.

Cabe preguntarse por cómo habría que invertir en este entorno. Las empresas de pequeña y mediana capitalización bursátil (con revalorizaciones del 24% y 30%, respectivamente) batieron significativamente a las de gran capitalización (4,5%) el año pasado. Su mejor comportamiento se atribuye a unos niveles de valoración atractivos durante la pandemia y a las expectativas de que serán las que más se beneficiarán del fuerte crecimiento económico. Si bien es cierto que algunos podrían considerar elevados estos niveles de valoración, la realidad del país es muy diferente a la de hace 10 años, por lo que debería restarse importancia a los análisis históricos. Dicho esto, la valoración actual del índice de mediana capitalización es de 21,8x, frente a su PER medio de largo plazo de 15,8x, lo que implica una prima de valoración del 38%. De manera similar, la valoración actual del índice de pequeña capitalización es de 18,4x, frente a su PER medio de largo plazo de 14,1x, que supone una prima del 30%. Pese a todo, persiste el potencial de revalorización a largo plazo de las empresas de pequeña y mediana capitalización, por mucho que la relación rentabilidad-riesgo se haya reducido al haber aumentado los PER. La rentabilidad a corto plazo en estos segmentos puede ser moderada, por lo que parece que ha llegado el momento de reorientar la cartera de inversiones en India hacia valores de mayor capitalización. Identificaremos el vehículo conducente a este objetivo para adquirir exposición a este segmento del mercado en nuestros mandatos discrecionales.

#### El banco central de la India mantuvo su tipo repo en el 6,50%

Los seis miembros del Comité de Política Monetaria del Banco de la Reserva de la India, en su cuarta revisión bimestral de la política monetaria del año fiscal 2024, votaron por unanimidad mantener inalterado en el 6,50%, por cuarta vez consecutiva, el tipo oficial de sus operaciones repo. El Comité reiteró su intención de retirar la acomodación de forma que la inflación pudiera ir ajustándose progresivamente al objetivo sin perjudicar el crecimiento. Esto parece avalar la importancia de reorientar la cartera de inversiones hacia posiciones de mayor capitalización.

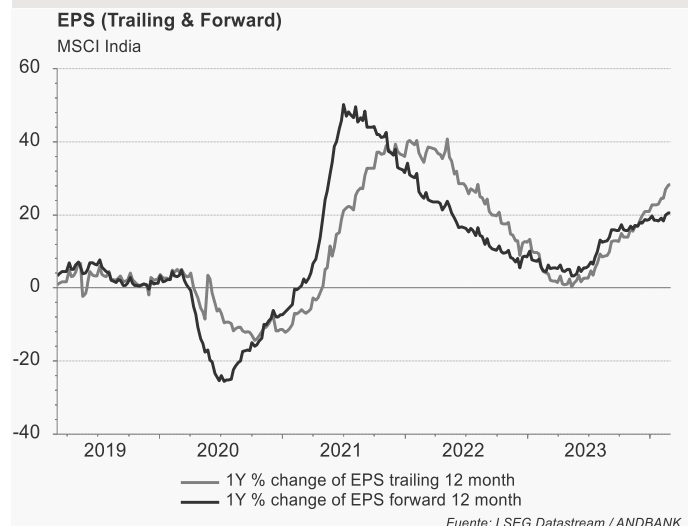
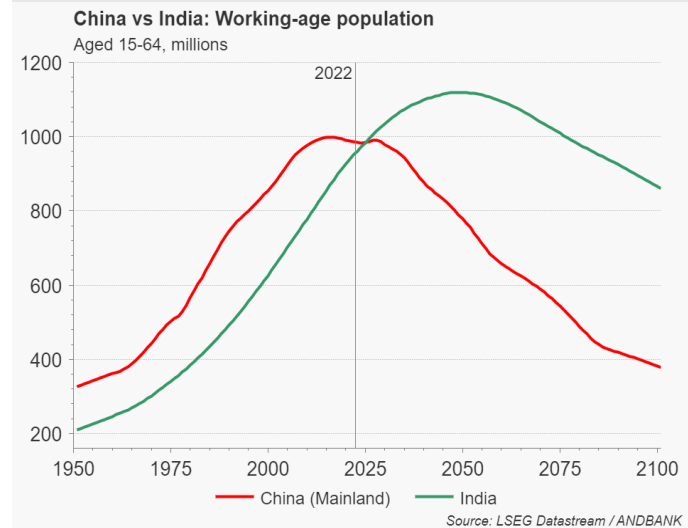
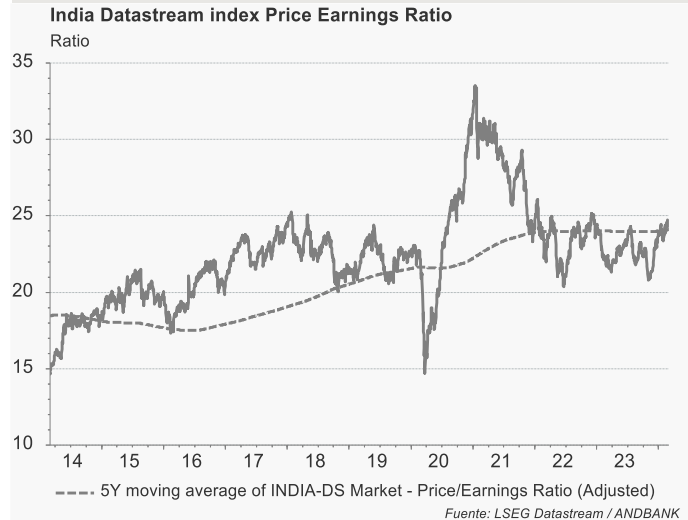
#### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR

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

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 82)







## VIETNAM

### La IED se dispara, lo que avala el atractivo del país para las empresas extranjeras y mejora la confianza inversora

#### La confianza inversora mejora gracias a noticias favorables: Ley del Suelo

Enero fue un mes muy activo. La Asamblea Nacional aprobó la Ley del Suelo (que establece múltiples métodos aceptables de tasar terrenos, y que entrará en vigor en 2025) y también la Ley de Instituciones de Crédito (que reduce el riesgo de participación cruzada y endurece el préstamo a entidades relacionadas). Se ha debatido mucho sobre el plan económico para 2024 y el SBV se ha fijado como objetivo un crecimiento del crédito del 15% (frente al 13,71% registrado en 2023). Las noticias favorables ayudaron a afianzar y mejorar la confianza de los inversores, y el índice VNI ganó un 3,04% en enero.

#### Las perspectivas del mercado a corto plazo siguen siendo favorables

El índice VNI ganó tanto en puntos como en volumen, una evolución que reforzó su tendencia alcista a corto plazo. Es probable que siga poniéndose a prueba la zona de resistencia de 1240-1250 puntos (ahora, en 1225) pero, por el momento, el nivel está resultando infranqueable para el mercado. Queremos hacer hincapié, por tanto, en la posibilidad de que el índice experimente una corrección al acercarse a dicha resistencia. Recomendamos mantener la posición, pero abstenerse de incrementar la exposición a acciones. Los beneficios empresariales del cuarto trimestre de 2023 siguieron mejorando significativamente: a 5 de febrero, el beneficio neto total había aumentado un 35,3% interanual y un 4,8% trimestral.

#### Las entradas de IED mantienen su fortaleza

Vietnam sigue consolidando su posición como un destino preferente para la inversión extranjera directa (IED), con un vigoroso repunte del capital registrado y nuevos proyectos a principios de 2024. Una política de inversión abierta y flexible, unida a la mejora del entorno empresarial, atrajo 36.610 millones de USD en IED en 2023, un aumento del 32% respecto al año anterior, y del 100% respecto a la media de los últimos 5 años. Tan sólo Hanói atrajo casi 870 millones de USD en IED en enero, que afluyeron mayoritariamente hacia los sectores manufacturero y de transformación. Del total de entradas de capital registradas, las nuevas rondaron los 20.190 millones de USD (55% del total), lo que supone un aumento del 62,2%. Los nuevos proyectos fueron 3.188 (+56,6%); entre ellos, los de las industrias manufacturera y de transformación, que contribuyen significativamente al desarrollo sostenible de la economía, siguen a la cabeza, con una inversión total de capital superior a 23.500 millones de USD, lo que representa el 64,2% del capital total invertido registrado.

#### La política de inversión abierta y flexible crea un entorno empresarial favorable

Con una población en rápido crecimiento, en especial la clase media, el potencial de desarrollo económico y la tasa de crecimiento de Vietnam son muy superiores a los de otros países asiáticos, incluido Japón. Dados sus atractivos factores de inversión, numerosas empresas extranjeras, principalmente japonesas, quieren invertir en el país. Choi Joo Ho, Director General del Complejo de Samsung en Vietnam, opina que «las empresas globales de tecnologías de la información tienen actualmente puesto el ojo en Vietnam como centro clave para los teléfonos móviles». El Gobierno vietnamita ha aplicado las políticas de apoyo prometidas, lo que ha permitido a Samsung contar en todo momento con un excelente entorno empresarial».

#### Preparado para recibir grandes inversores, ayudar a las exportaciones agrícolas y fortalecer la moneda

Hay tres campos en los que consideramos que el gobierno debería centrar sus esfuerzos para recibir la inversión de grandes empresas: 1) potenciar la competitividad del entorno inversor; 2) mejorar la calidad de la gestión estatal en materia de inversión extranjera en todos los niveles; y 3) desarrollar un sector empresarial nacional fuerte con la suficiente capacidad de integración internacional para crear empresas conjuntas y cooperar con inversores extranjeros, en especial reformando la administración, mejorando el sistema jurídico y aumentando la calidad y eficacia de la gestión estatal de la inversión extranjera. Nuestra conjetura es que, si bien en todas estas áreas se avanza en la dirección correcta, la competencia con otros países para atraer IED será feroz. Al mismo tiempo, el primer ministro Pham Minh promueve la mejora de la conectividad ferroviaria y logística para apoyar no sólo a fabricantes, sino también a exportadores agrícolas a China y a otros países con un proceso comercial racionalizado. Las exportaciones agrícolas a China ascendieron en 2023 a 11.500 millones de USD, por lo que esta medida podría ampliar sustancialmente las exportaciones a ese país y garantizar una competitividad continuada de los productos agrícolas vietnamitas. Esto contribuirá a mantener reservas de divisas con las que sostener el tipo de cambio de la moneda vietnamita.

#### La banca registra depósitos récord y una expansión del crédito

La banca vietnamita también se expandió en 2023, con un crecimiento del volumen total de los depósitos respecto a 2022 del 14%, hasta la cifra récord de 13.500 billones de dong (562.000 millones de dólares). El crecimiento del crédito, estimado en el 13,5% (con una cifra similar para el saldo vivo de los préstamos), parece correcto y es indicativo de una recuperación económica que induce una mayor demanda de crédito. El aumento del crédito a finales de año respondió a las medidas adoptadas por la industria. De cara a 2024, el Banco Estatal de Vietnam (SBV) se ha fijado un ambicioso objetivo de crecimiento del crédito del 15%; en caso de materializarse esto inyectaría en la economía vietnamita unos 2.000 billones de VND en forma de préstamos (83.000 millones de dólares).

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

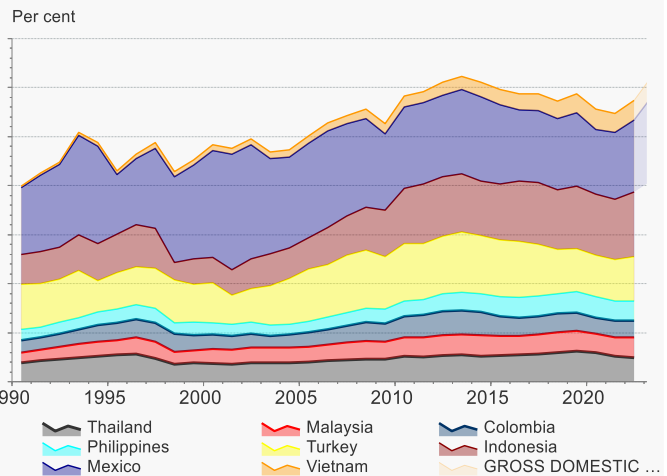
Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



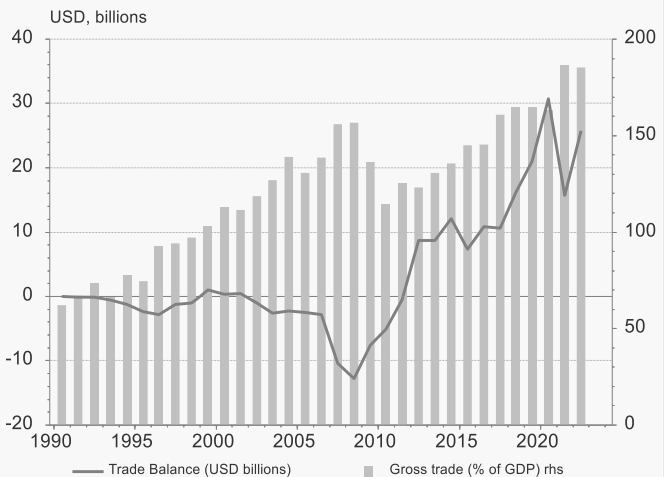
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Other EMs share of world GDP



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Vietnam Gross Trade & Trade Balance



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# ISRAEL

## El mercado parece «ignorar» los riesgos geopolíticos... y quizás tenga razón

### Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

La economía israelí se contrajo en el cuarto trimestre un 19,4% (en términos anuales), en un contexto de fuerte perturbación de la actividad sobre todo en los meses de octubre y noviembre. La división de estudios del Banco de Israel preveía en enero que, pese a la fuerte caída del cuarto trimestre, «el crecimiento del PIB en 2023 y 2024 será del 2%». Comparado con el de otros países de la OCDE el crecimiento de la economía israelí en el conjunto de 2023 fue elevado, aunque respondió principalmente al aumento de la población (próximo al 2%) y al fuerte incremento del gasto público corriente (+8,3%). También es importante señalar que las cifras preliminares del primer trimestre apuntan a una intensa aceleración del crecimiento a partir de los datos de la encuesta de tendencias empresariales, con un fuerte aumento de la oferta de empleo y un incremento de las compras con tarjeta de crédito por encima de la media del mismo período del año anterior.

El IPC del mes de enero se mantuvo inalterado respecto al mensual de diciembre. En términos interanuales descendió, pasando del 3,0% de diciembre al 2,6% en enero, por debajo de lo que esperaba el mercado. La fuerte caída de la actividad económica y de la inflación, que ahora se sitúa dentro del rango objetivo del Banco Central (1%-3%), unida al fortalecimiento del shekel, hacen prever un nuevo recorte del tipo de referencia por parte del Banco Central.

Al mismo tiempo Amir Yaron, gobernador del Banco Central de Israel, precisó que el ritmo de los recortes de tipos de interés sería «comedido» y que las decisiones sobre los tipos se debían adoptar en esos momentos con prudencia al no haber terminado la guerra y existir riesgo real de escalada en la guerra con Hezbolá. Además, en línea con las explicaciones de altos cargos de la Fed y el BCE, desde el Banco Central de Israel se ha indicado recientemente en más de una ocasión que recortar los tipos de interés de manera brusca o precipitada podría provocar un repunte de la volatilidad en los mercados y también de la inflación, lo que se consideraba bastante más peligroso que los daños que pudiera ocasionar una política monetaria de «tipos más altos durante más tiempo».

Al margen de los otros factores que desaconsejarían un recorte de los tipos de interés en la próxima reunión, si tenemos en cuenta la considerable aceleración de la actividad económica a principios del primer trimestre, el renovado aumento de la oferta de empleo, el incremento de las expectativas de inflación desde la decisión sobre los tipos de interés de enero, y el hecho de que la división de estudios del Banco Central espera un tipo de interés del 3,75%-4,0% para finales de año, tras el reciente aumento en los rendimientos recomendamos ampliar la *duración* hasta los cuatro años.

Por último hemos de destacar la revisión a la baja de la calificación crediticia de la deuda de Israel por parte de la agencia Moody's, que la rebaja de A1 a A2 al considerar que «el conflicto militar actual con Hamás, sus secuelas y consecuencias más amplias elevan sustancialmente el riesgo político para Israel, además de debilitar sus instituciones ejecutivas y legislativas y su fortaleza fiscal en el futuro próximo». Moody's también degradó la perspectiva a negativa. Amir Yaron, en una declaración hecha pública tras la decisión de Moody's, afirmó que «para reforzar la confianza de los mercados y las agencias de calificación en la economía israelí es importante que el gobierno y la Knesset adopten medidas que resuelvan los problemas económicos que plantea el informe».

### Renta variable

El comportamiento de la bolsa israelí resultó muy sorprendente el último mes, con el índice Tel Aviv 125 anotándose una subida superior al 4%. Con esto, la rentabilidad desde principios de año ronda el 7,5%. Este buen comportamiento parece ignorar la guerra en la franja sur de Gaza (que estaría cediendo en intensidad) y el temor a un nuevo conflicto militar en el norte de Israel. Las empresas vinculadas al sector del gas registraron los mejores resultados, revalorizándose el 7,5%, tras el acuerdo alcanzado con Egipto para triplicar el suministro de gas. Los bancos también obtuvieron buenos resultados y se revalorizaron el 4,2%; las acciones inmobiliarias se apreciaron un más modesto 0,75%. También destacaríamos como noticia favorable para el mercado la compra de una participación del 5% en la Bolsa de Tel Aviv por Bill Ackman, fundador y director ejecutivo de Pershing Square Capital Management.

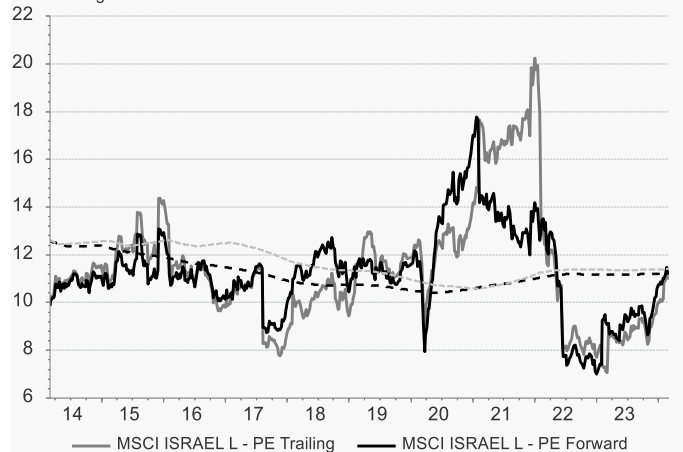
Pese a los impresionantes resultados seguimos pensando que la bolsa israelí cotiza a un nivel relativamente bajo, aunque hemos de añadir que el mercado parece estar ignorando los riesgos geopolíticos y de seguridad. En consecuencia mantenemos la recomendación de ponderación «neutral» (en comparación con los mercados desarrollados).

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

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

Israel price-to-earning ratio

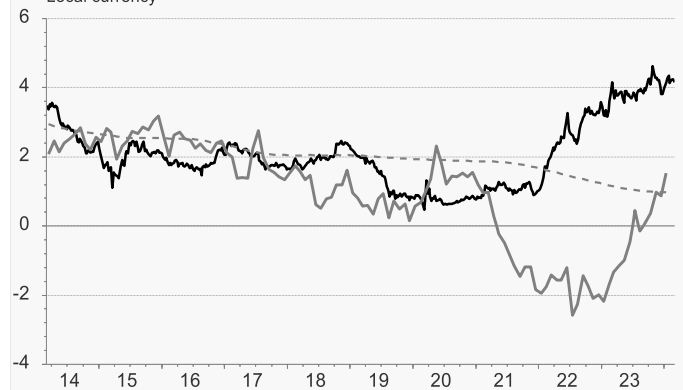
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



**COYUNTURA MACROECONÓMICA**

# BRASIL

## Sin política antes de los Carnavales

El Carnaval llegó antes este año (a mediados de febrero) y parece que los políticos no tienen prisa por volver a Brasilia. En octubre de este año se celebrarán elecciones municipales, por lo que es previsible que los legisladores intenten pasar el mayor tiempo posible en las regiones en las que fueron elegidos para recabar un mayor apoyo de los candidatos de su partido.

### Fuerte crecimiento económico en 2023

El IBC-Br, el indicador mensual que calcula el Banco Central de Brasil, ganó en diciembre 0,82 pp respecto a noviembre, por encima de lo estimado previamente. Esta buena tendencia disipa los temores de retroceso de la actividad económica y mantiene el último trimestre de 2023 en positivo. Aunque la economía se ralentizó en el cuarto trimestre, continúa aguantando. El crecimiento se apoyó en los avances registrados en el mes por los sectores industrial (+1,1%) y de servicios (+0,3%). No se oculta que se crece sobre una base de comparación relativamente frágil, pero lo importante es que no deja de ser un avance. El IBC-Br para el conjunto de 2023 reflejó un crecimiento del PIB del 2,45%, lo que significa que la actividad económica superó las expectativas y cerró el año exhibiendo robustez. La estimación ahora es que el crecimiento de la economía en 2023 rondó el 3%, notablemente más de lo inicialmente estimado. Sin embargo, pese a estas «sorpresas» positivas para la actividad de 2023, los economistas mantienen la prudencia para este año, y esperan de hecho cierta desaceleración. La previsión media del mercado para el crecimiento del PIB de 2024 es del 1,6%, según la encuesta Focus que elabora el Banco Central.

### El frente fiscal sigue siendo la principal preocupación del mercado

El sector público consolidado registró en 2023 un déficit primario de 249.100 millones de BRL (equivalente al 2,29% del PIB), frente al superávit de 126.000 millones de BRL (1,25% del PIB) de 2022. La deuda bruta de las administraciones públicas, que incluye las administraciones federal, estatales y municipales de Brasil, representó el 74,3% del PIB en el mismo período.

El objetivo fiscal para 2024 es el déficit cero, algo muy difícil de alcanzar. Estamos analizando *Prisma Fiscal*, un sistema de recolección de expectativas de mercado desarrollado por la Secretaría de Política Económica (SPE), dependiente del Ministerio de Hacienda, que sigue la evolución de las principales variables fiscales brasileñas a partir de expectativas del mercado. El informe *Prisma Fiscal* de febrero de 2024 refleja mejoras en casi todas las previsiones para los años 2024, 2025 y 2026: i) PIB nominal (en billones de BRL): 11,5; 12,1 y 12,8; ii) recaudación fiscal (en billones de BRL): 2,5; 2,7 y 2,9; iii) deuda/PIB (en porcentaje del PIB): 77,7%, 80,1% y 82,5%; iv) saldo fiscal primario (en billones de BRL): -83,97; -79,74 y -67,56. Las expectativas más recientes del mercado efectivamente mejoran, pero están lejos del superávit fiscal implícito en los objetivos del marco fiscal propuesto por el Ministro de Hacienda, Fernando Haddad, el año pasado. Las cifras previstas para 2024-2026 no son malas, no sugieren un colapso; pero el Gobierno debe demostrar que es consciente de que las mejoras no van al ritmo deseable.

### Panorama de inversión

Las perspectivas continúan siendo buenas este año para los inversores en activos brasileños. El mercado sigue previendo que en el ciclo actual la tasa *terminal* del tipo de referencia Selic rondará el 9,0% (actualmente está en el 11,25%), con expectativas de inflación en torno al 3,5% para 2024 y 3,0% para 2025. Y, como se ha dicho, la economía da muestras de aguantar bien: los salarios ajustados por la inflación siguen creciendo, el mercado de trabajo está tensionándose y la confianza de los consumidores está mejorando.

Dicho esto, tanto la renta fija como la renta variable brasileñas tuvieron un comienzo de año difícil, principalmente por el ajuste en las cotizaciones registrado en torno a la fecha prevista de la primera bajada de tipos en Estados Unidos. La Reserva Federal debería comenzar a reducir sus tipos de interés entre finales de primavera y principios del verano de 2024. Esta medida marcaría el inicio de un ciclo de relajación monetaria, que debería mejorar aún más las expectativas del mercado nacional. Mientras tanto, cada vez que el mercado retrasa la fecha, el rendimiento del Tesoro a 10 años sube, algo a lo que los mercados brasileños parecen estar reaccionando muy mal.

Además de repercutir directamente en la curva de tipos de interés, unos tipos más bajos en EE.UU. deberían también mejorar las perspectivas de todas las divisas de países de mercados emergentes, lo que incluye al real brasileño. Eso debería facilitar la afluencia de más inversión extranjera hacia Brasil, una circunstancia que siempre impulsa al mercado bursátil.

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL- SOPREPONDERAR

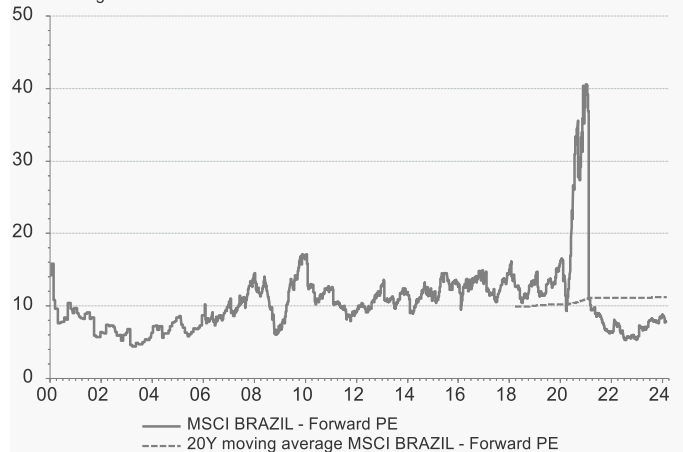
Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 700 pb; rend. obj.: 11,2%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 250 pb; rendimiento obj.: 6,75%)

Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,00)

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

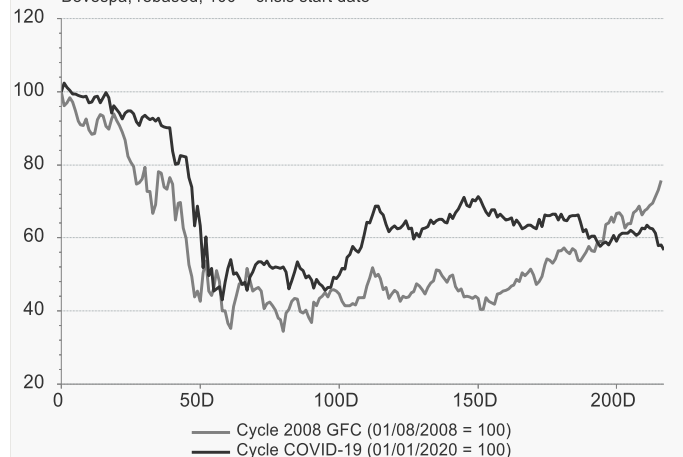
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

**Brazil equities (USD), 2008 vs 2020**

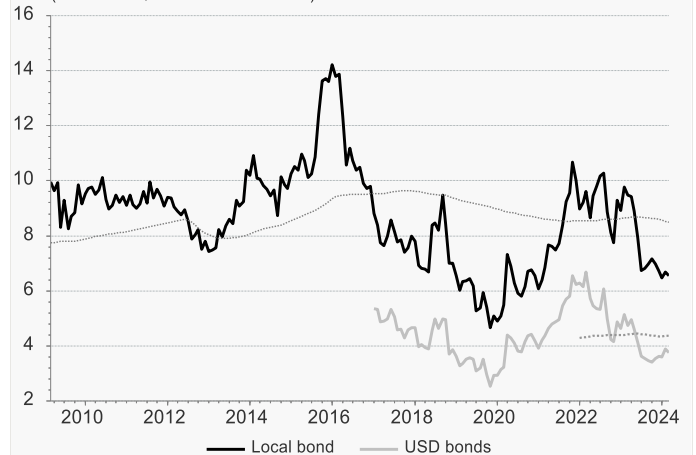
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

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

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# MÉXICO

## AMLO impulsa reformas populistas cuya probabilidad de aprobación es prácticamente nula

### Banco central

En su primera decisión de política monetaria del año, Banxico mantuvo su tipo de referencia en 11,25%. El Banco central eliminó de su orientación el pasaje que mencionaba que mantendría sin cambio su tipo de política por tiempo indeterminado e indicó que estaba considerando su próxima medida. En concreto, los miembros del consejo han empezado a analizar la posibilidad de realizar un recorte antes de que la Reserva Federal reduzca su tipo de referencia, partiendo del supuesto de que la inflación mantiene una tendencia a la baja a pesar del reciente aumento del IPC general. La próxima reunión se celebrará el 21 de marzo. Las encuestas prospectivas a analistas esperan que el tipo de referencia a finales de este año se situará 175 pb por debajo del nivel actual, mientras que el mercado ha reducido su expectativa a un recorte de sólo 100 pb.

### Inflación y actividad

La economía mexicana se mantuvo en la senda de crecimiento el año pasado, con un dato de crecimiento de la actividad económica del 3,1% en 2023 en su primera revisión, a pesar de una leve desaceleración de la economía en el cuarto trimestre del año pasado. En 2022 la economía creció un 3,9%. El comercio exterior explica una buena parte de esta dinámica, con un fuerte aumento de las exportaciones de manufacturas. En el último informe de la balanza comercial estadounidense México aparecía como su mayor socio comercial, con China en segundo lugar. Este contexto también ha facilitado las perspectivas de inversión extranjera en el país.

La inflación repuntó en enero y se situó en el 4,88% interanual (desde el 4,66% interanual en diciembre), impulsada por el encarecimiento de los productos agrícolas, incluidos en la inflación no subyacente. El índice del componente subyacente mantuvo su tendencia a la baja, pasando del 5,09% al 4,76% interanual. Pero la métrica más fundamental sigue por encima del extremo superior del rango objetivo a largo plazo del Banco Central (3% ± 1pp). El Banco central espera que la inflación cierre este año en el 3,5% interanual.

### Situación política y política fiscal

Durante el mes pasado no hubo cambios relevantes en las perspectivas fiscales. México, pese al aumento del déficit previsto para 2024, todavía sigue diferenciándose favorablemente de sus pares emergentes, en particular de los de la región.

En el ámbito político la noticia principal fue la presentación por el presidente López Obrador de un paquete de propuestas e iniciativas de reforma constitucional. Las propuestas parecen poco viables, dado que el partido del presidente y sus partidos satélites no cuentan actualmente con la mayoría cualificada necesaria (dos tercios del Congreso) para modificar la Constitución. Algunas propuestas, como el aumento del salario mínimo por encima de la inflación o un cambio en el sistema de pensiones que permitiría a las personas que empezaron a trabajar en 1997 jubilarse con el 100% de su último salario, podrían ser populares y seguramente generarán debate, sobre todo en año electoral, pero las propuestas iniciales no han recibido el apoyo de la oposición y serían desastrosas para las empresas y para las finanzas públicas.

Por último, Moody's rebajó la calificación crediticia de la petrolera estatal Pemex dos escalones, de B1 a B3, lo que deja su deuda seis escalones por debajo del grado de inversión.

### Mercados financieros

**Renta variable.** Mantenemos una perspectiva favorable sobre la exposición al mercado bursátil mexicano al compararlo con su nivel de valoración ajustado al ciclo con medidas históricas y su menor nivel de valoración (PER a 12 meses de 12,6x) con el de otros mercados de valores. Con todo, apuntamos varios factores que restarían atractivo a esta posición: una posible recesión en EE.UU., un deterioro de la situación fiscal y tipos de interés reales más elevados durante más tiempo. Nuestra cotización objetivo para el índice IPC al final de 2024 está en 58.800 puntos.

**Renta fija y tipo de cambio.** Nuestra convicción es que en 2024 se materializará un descenso de la inflación, aunque el proceso será lento sobre todo en el caso de la inflación subyacente. Los bonos mexicanos denominados en pesos parecen sobrevalorados, con un diferencial sobre los bonos del Tesoro estadounidense (500 pb) inferior a su media de 12 meses (517 pb). Debido al reciente retroceso de los tipos mexicanos hasta el 9,3%, y dadas las perspectivas de política monetaria, revisamos ligeramente a la baja el diferencial objetivo (de 550 pb a 525 pb) para los próximos 12 meses. En cuanto al bono mexicano denominado en dólares, el diferencial se ha mantenido en torno a 170 pb, inferior a los 175 pb que esperamos para los próximos 12 meses.

El peso sostuvo el tipo de cambio durante la reciente apreciación del dólar, explicándose esa fortaleza por el diferencial positivo de tipos de interés de México frente a EE.UU., las buenas perspectivas de inversión en el país debido a la tendencia al *nearshoring* y una diferenciación a su favor en los ámbitos macroeconómico y fiscal frente a divisas de otros países con economías emergentes. En concreto, el peso mexicano cotizó en una horquilla de 17-17,4 MXN por USD. Por nuestra parte mantenemos la previsión de un cambio para los próximos 12 meses de 18,50 pesos por dólar.

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

Renta variable (IPC México): SOPREPONDERAR

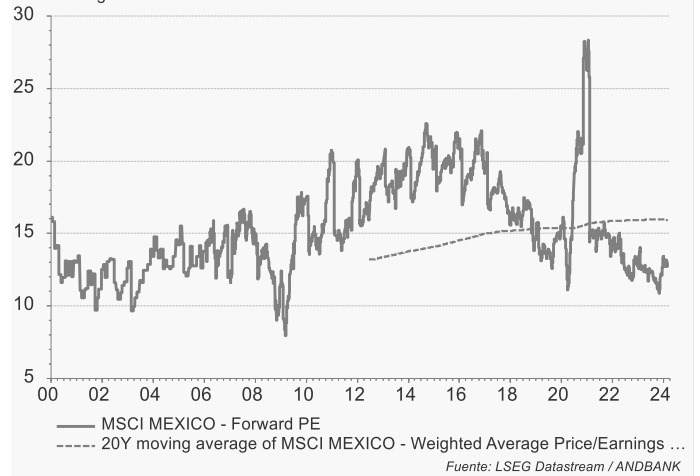
Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 525 pb; rend. obj.: 9,5%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 175 pb; rendimiento obj.: 6%)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 18,50)

Mexico MSCI Index price-to-earning

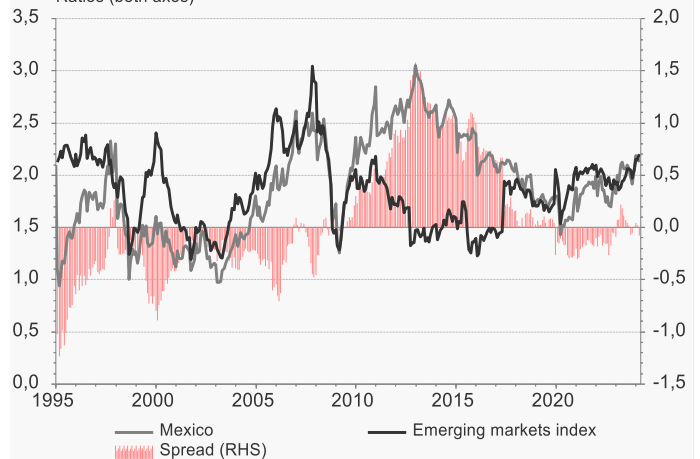
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

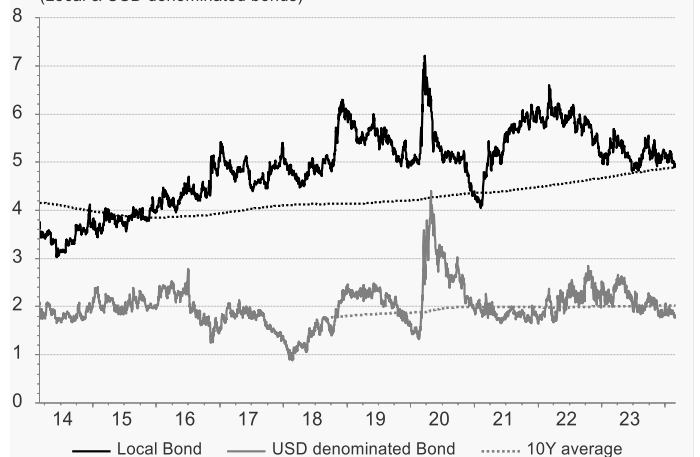
Ratios (both axes)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## Ley ómnibus: el culebrón del verano argentino

### Política: primera derrota en el Congreso para el Gobierno de Milei

Tras un arduo proceso de negociación con miembros de la oposición no afines al kirchnerismo, el Gobierno logró a comienzos de febrero la aprobación general de la Ley ómnibus (cuyo título formal es *Ley de bases y puntos de partida para la libertad de los argentinos*). Esta ley, con el megadecreto inicial, constituye una de las piedras angulares del programa de reformas que impulsa el presidente Javier Milei, e incluye disposiciones que cambian múltiples aspectos de la vida económica y social de los argentinos.

La ley se aprobó por 144 votos a favor (37 diputados de *La Libertad Avanza*, 37 del *PRO*, 32 de la *Unión Cívica Radical*, 18 *Hacemos Coalición Federal*, 9 *Innovación Federal*, 3 *Independencia*, y 8 de otros bloques) y 109 en contra. Para ello el gobierno tuvo que eliminar todo el capítulo fiscal de la ley pocos días antes de que se votase en el Congreso, ya que las diferencias en materia financiera eran el principal punto de fricción en las negociaciones entre Milei y aquellos legisladores de la oposición que previamente se habían mostrado más inclinados a aprobar la ley, principalmente los vinculados a mandatarios provinciales. Esa sección de la ley incluía modificaciones, entre otros, al Impuesto sobre la Renta y el Patrimonio, y cambios en la fórmula de actualización de pensiones y en los derechos de exportación. La siguiente fase del proceso era aprobar, modificar o eliminar cada uno de los artículos por separado. Sin embargo, algunos de los legisladores que previamente habían aprobado la ley general votaron en contra de algunos de sus artículos. Al enterarse de esto, el Presidente ordenó al jefe del bloque de la LLA, Oscar Zago, detener el debate de la ley. Con ello habrá de volver al punto de partida, es decir, a ser debatida nuevamente en las Comisiones del Congreso.

El Ministro de Economía, Luis Caputo, intentó tranquilizar al mercado y afirmó que el programa económico del Gobierno no se había modificado y que el ejecutivo actual seguía comprometido con el objetivo del equilibrio de las cuentas públicas. Según su declaración, la parte central del programa de estabilización no se había incluido en el proyecto de Ley ómnibus. A la fecha del presente informe se desconoce cómo piensa avanzar el Gobierno para lograr que se apruebe. El Presidente se ha pronunciado muy duramente contra quienes aprobaron la ley general pero luego votaron en contra en la votación particular, lo que puede complicar futuras negociaciones. Como cabía esperar, la fragmentación del Congreso está siendo un obstáculo para Milei en sus primeros meses en el cargo, y no sería de extrañar que siguiera siendo así al menos hasta las próximas elecciones de mitad de legislatura.

### FMI: se conciliaron las previsiones y se establecieron nuevos objetivos

El Fondo Monetario Internacional (FMI) manifestó que, si bien los principales objetivos del actual programa con Argentina no se alcanzaron a finales del año pasado, el organismo multilateral aprobaba una dispensa, al tiempo que establecía nuevos objetivos con el nuevo gobierno argentino («...ambiciosos planes para volver a encarrilar el programa»). En su informe, el FMI afirma que ha acordado con el Gobierno una hoja de ruta para dismantelar progresivamente los controles de tipos de cambio a lo largo de 2024, incluida la eliminación en junio del tipo de cambio preferencial para las exportaciones y, para finales de año, del impuesto PAIS sobre las importaciones. El FMI también revisó a la baja su previsión de PIB de Argentina para 2024 a una contracción del 2,8% desde su previsión anterior de una expansión del 2,8%. Esta última se basaba en el supuesto de que el nuevo gobierno no procedería a corregir el tipo de cambio y la situación fiscal, un supuesto que parece bastante alejado de la realidad. En el marco de la séptima revisión del programa, el FMI aprobó el desembolso de 4.700 millones de USD.

### Inflación: las tasas de inflación empiezan a moderarse

El IPC de enero se situó en +20,6%, por debajo de las expectativas (+21,9% según la encuesta del Banco Central) y del dato de diciembre (+25,5). Con la nueva cifra mensual, la inflación interanual se sitúa en el 254,4%. El índice del componente de precios subyacentes disminuyó al 20,2% (+20,4% en el caso de alimentación y bebidas), desde el 28,3% de diciembre; en sentido contrario se movieron los precios regulados, que aumentaron del 20,7% en diciembre al 26,6% en enero. En las dos últimas medidas mensuales del IPC el aumento estacional de los precios ha sido sensiblemente inferior a la media (+16,2% en ambos casos).

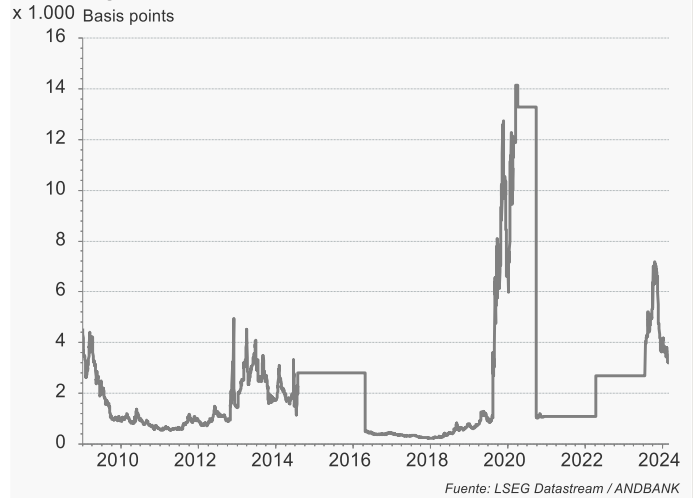
El mercado espera un aumento de los precios de alrededor del 15% en febrero y del 10% en marzo. El crecimiento a tasa decreciente del componente subyacente sería el principal factor del descenso de la inflación, que se explicaría principalmente por la desaceleración de la actividad económica. No obstante, los aumentos en los precios regulados contrarrestarán en parte ese descenso, ya que los precios del transporte y los servicios públicos requieren más ajustes para posibilitar el relativo equilibrio de los precios que persigue el Gobierno.

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

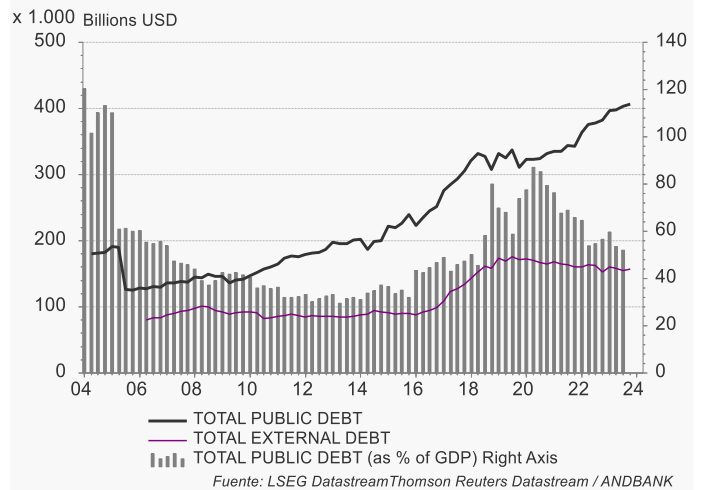
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2024: 1.600)

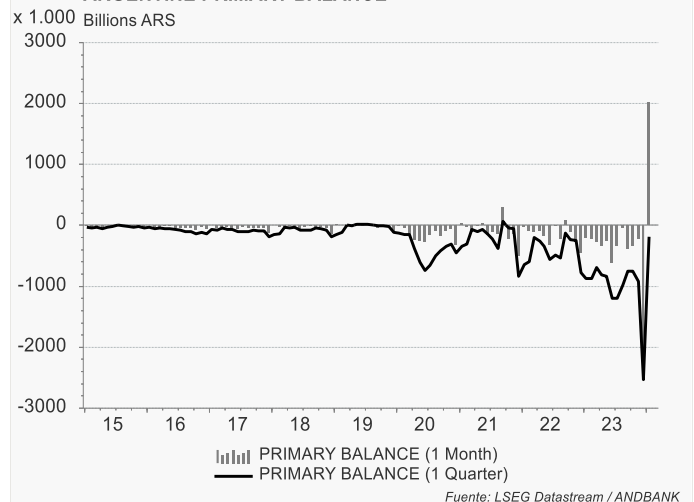
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENDA VARIABLE

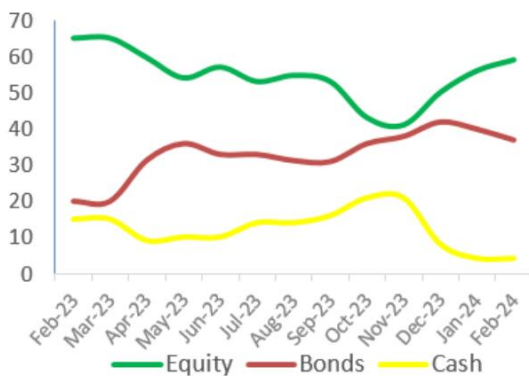
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Análisis fundamental**

Index	Projected EPS 2024	Projected EPS Growth 2024	PE (fw)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Reasonable PE	Implied Equity Yied at Reasonable PE	Implied Risk Premium at Reasonable PE	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price	[E[Perf] to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	243,4	9,92%	21,10	4,74%	0,53%	2,00%	19,00	5,26%	1,06%	5.137	4.625	-10,0%	MW-UW
Europe - Stoxx Eu	36,9	5,25%	13,49	7,41%	5,00%	5,00%	14,00	7,14%	4,73%	498	517	3,8%	OW
Spain IBEX 35	986,0	4,01%	10,20	9,80%	6,50%	5,70%	11,00	9,09%	5,79%	10.061	10.846	7,8%	OW
Mexico IPC GRAL	4.486	10,18%	12,38	8,08%	-1,07%	-0,90%	13,00	7,69%	-1,45%	55.536	58.323	5,0%	MW-OW
Brazil BOVESPA	15.489	12,03%	8,34	11,99%	1,26%	-1,10%	9,10	10,99%	0,26%	129.180	140.952	9,1%	MW-OW
Japan NIKKEI 225	1.758	25,56%	22,82	4,38%	3,67%	4,00%	24,00	4,17%	3,46%	40.109	42.180	5,2%	MW
China SSE Comp.	306,5	14,56%	9,92	10,09%	7,73%	4,80%	10,00	10,00%	7,65%	3.039	3.065	0,9%	UW
China Shenzhen C	126,4	30,16%	13,68	7,31%	4,96%	1,25%	15,00	6,67%	4,31%	1.729	1.896	9,7%	UW
India SENSEX	3.750	26,07%	19,95	5,01%	-2,04%	-2,00%	21,00	4,76%	-2,29%	73.875	77.761	5,3%	OW
Vietnam VN Index	123,3	30,47%	10,23	9,77%			11,00	9,09%		1.261	1.356	7,5%	OW
MSCI EM ASIA	43,4	22,32%	12,59	7,94%			13,50	7,41%		546	585	7,2%	OW

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.**

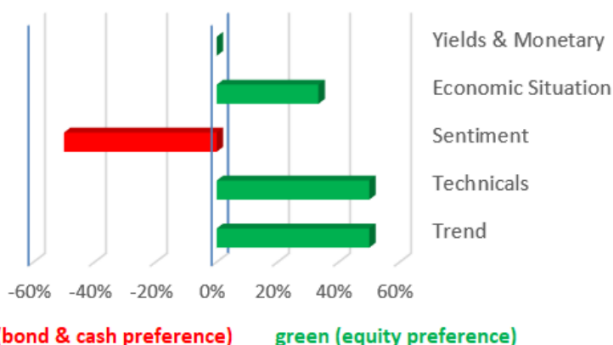
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



Asignación táctica de activos

GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	67%	61,8%
Europe ex. U.K.	13%	12,5%
Emerging Markets	10%	10,7%
Japan	5%	5,5%
U.K.	2%	3,7%
Canada	2%	2,9%
Pacific ex. Japan	1%	2,9%

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (5 indicadores de Betalping)



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



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

Exhibit 1A. STOXX 600: Q4 2023 Earnings Dashboard

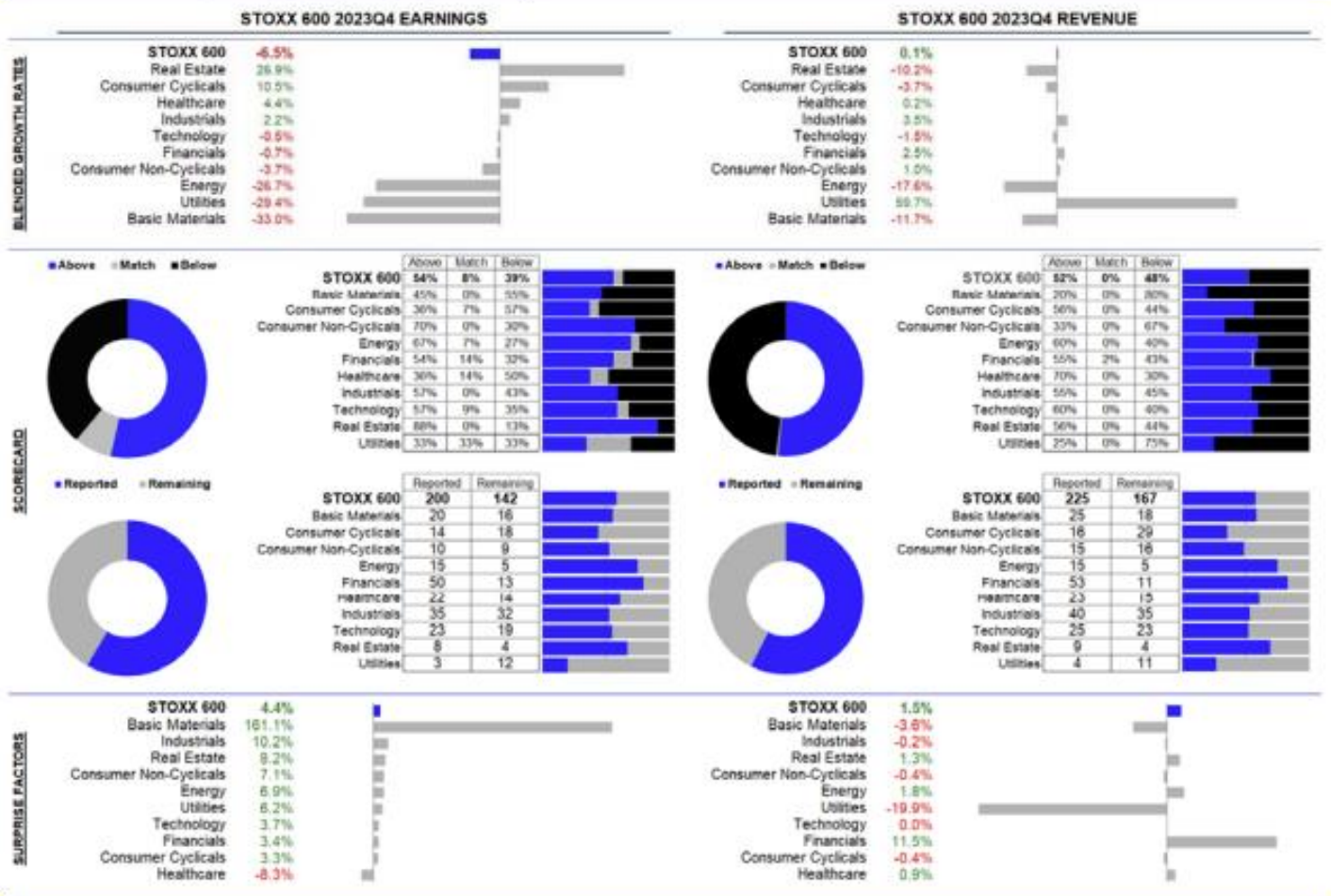
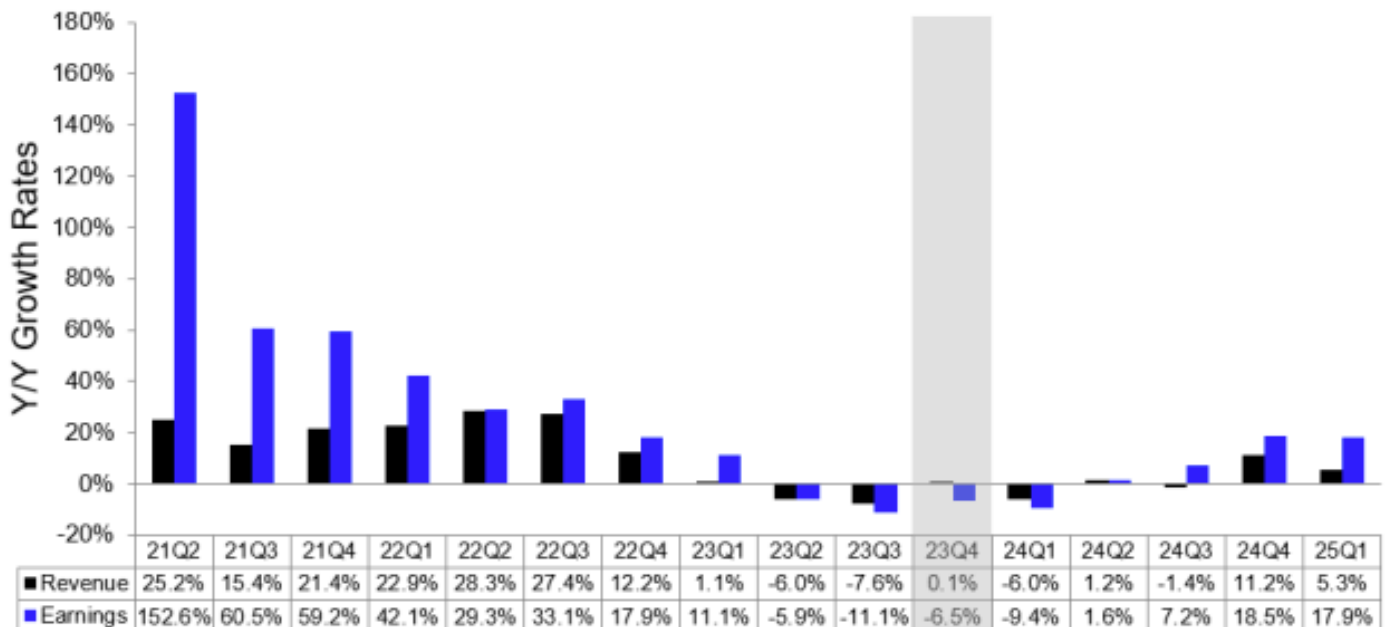


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



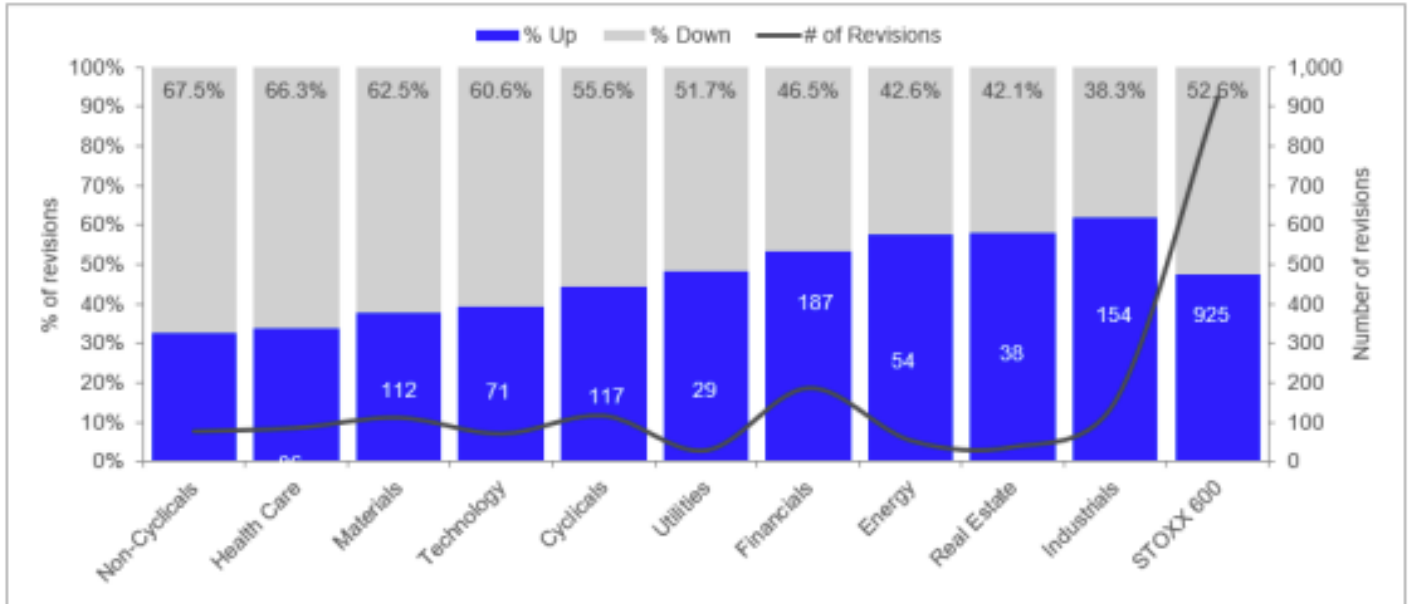
Source: LSEG I/B/E/S



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

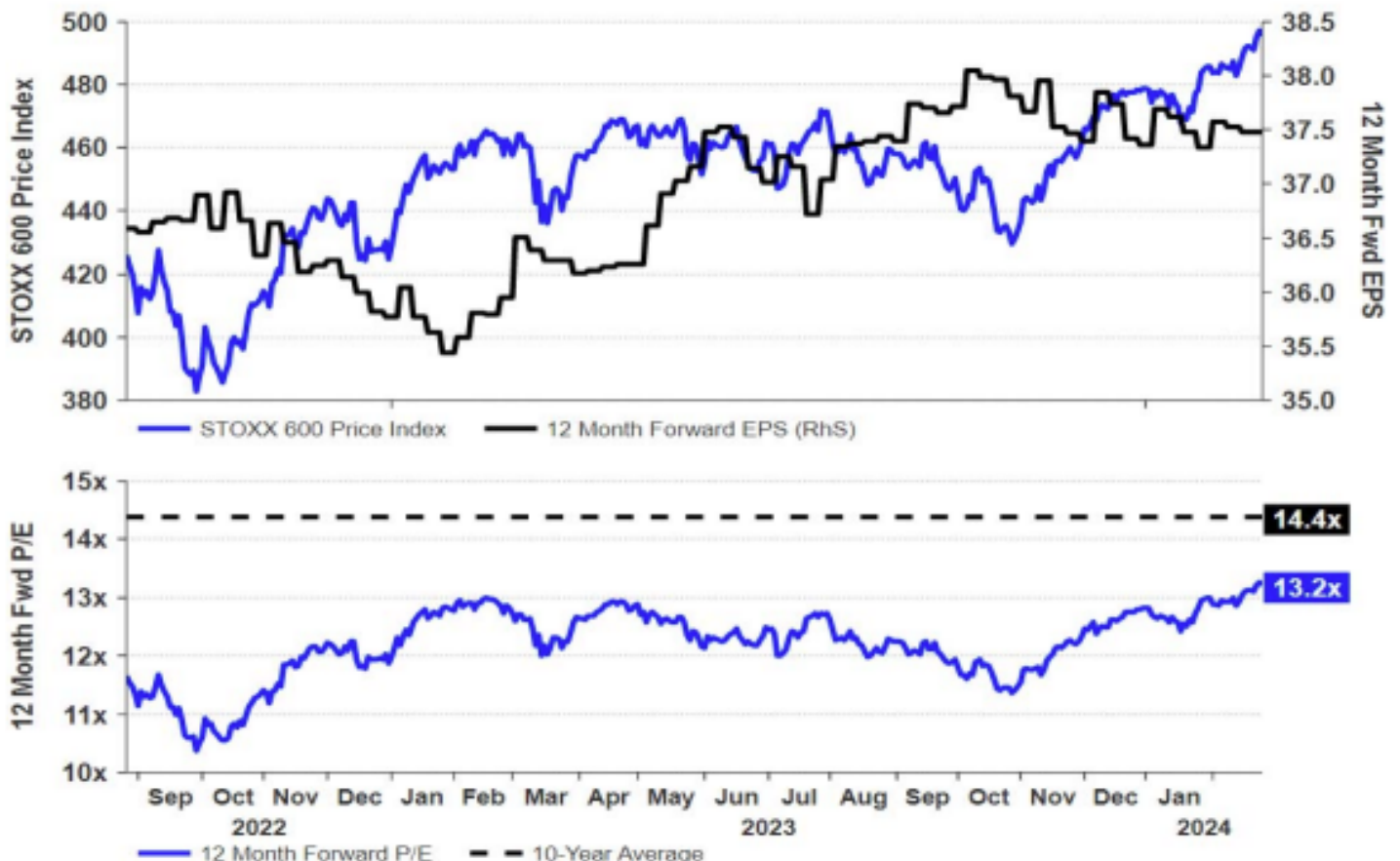
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

**Exhibit 16A. STOXX 600: Weekly Earnings Estimate Revisions by Sector**



Source: LSEG I/B/E/S

**Exhibit 17A. STOXX 600: 12-month Forward Price/Earnings Ratio**



Source: LSEG Datastream





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2023Q4 S&P 500 Earnings Dashboard

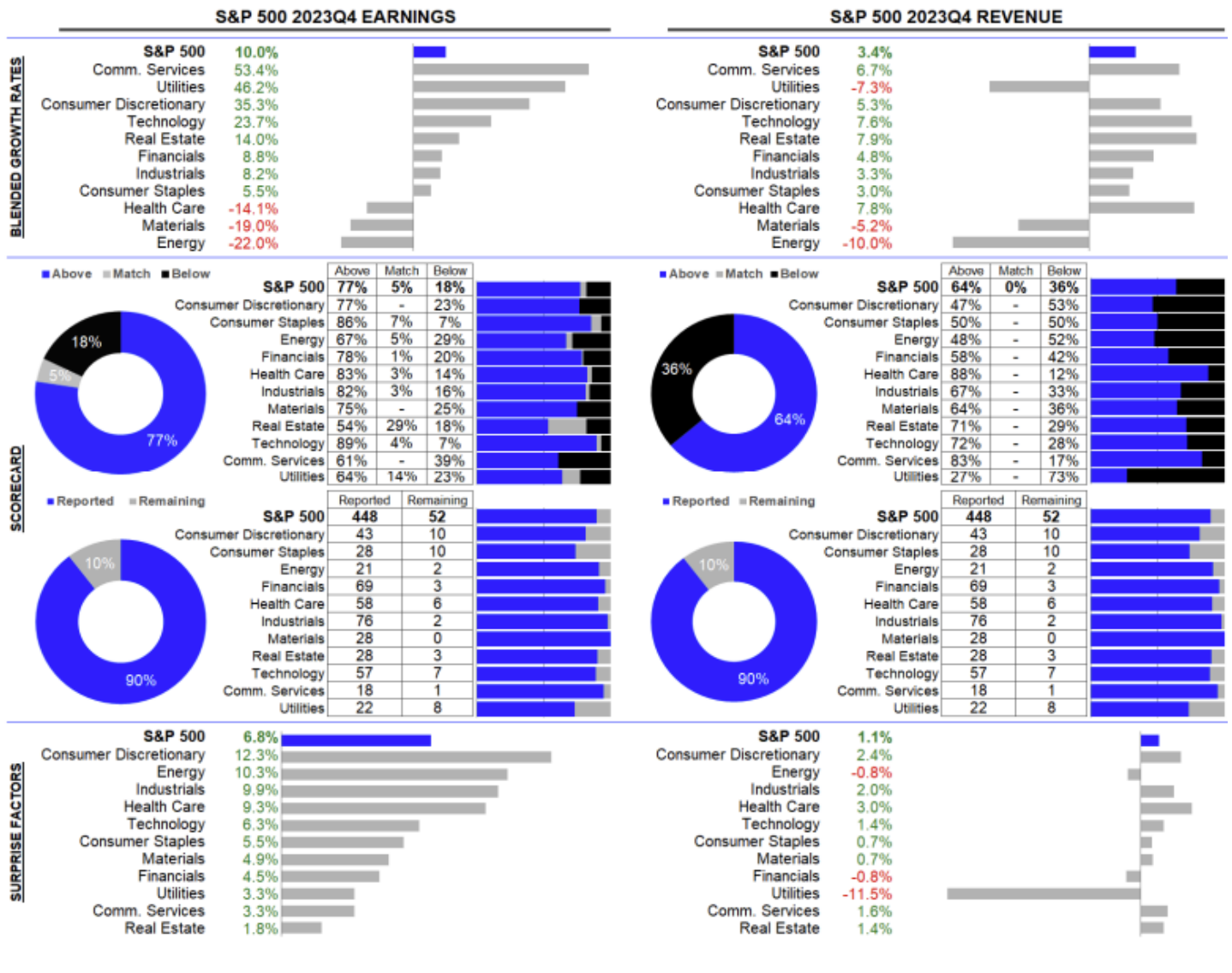
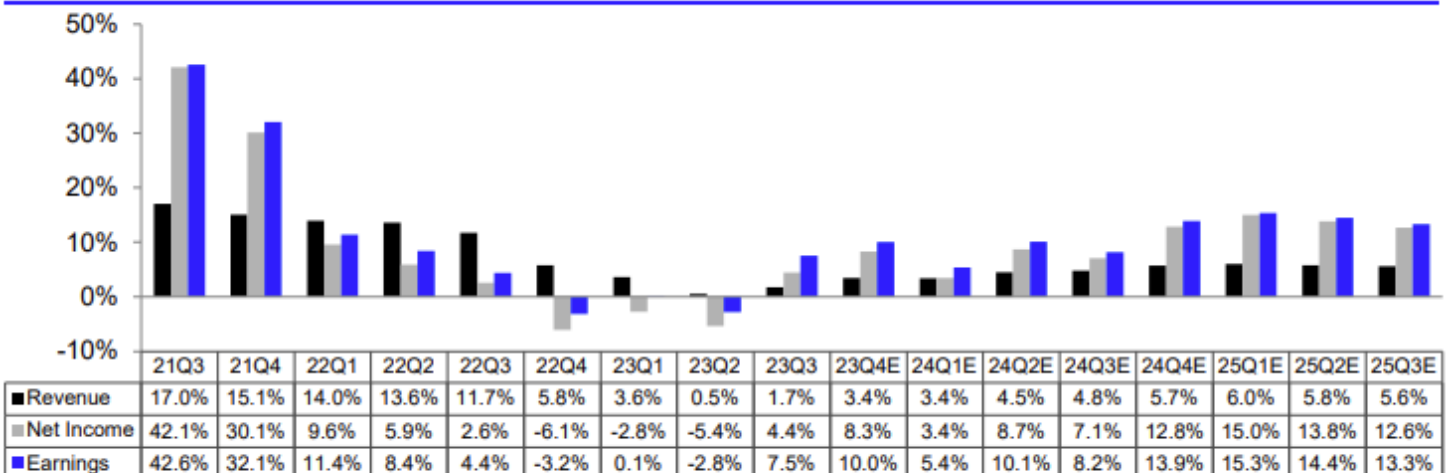


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates





## MATERIAS PRIMAS

Página 18

### ENERGÍA – PETRÓLEO

#### **Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 70-90 USD/barril** (Comprar por debajo de 70 USD; vender por encima de 90 USD.)

#### **Factores a corto plazo**

**(Factor alcista para el precio) – Reposición de reservas.** Las medidas de China, EE.UU. y Europa para reponer unas reservas de petróleo muy mermadas podrían impulsar los precios en los próximos meses. Las interrupciones del suministro provocadas por las sanciones a Rusia, las disrupciones en el Mar Rojo y los prolongados recortes de producción de la OPEP+ han consumido los inventarios mundiales de petróleo y estos apenas se han recuperado, con los operadores incapaces de justificar los costes de almacenamiento. Los datos disponibles en lo que va de año reflejan un déficit estacional en las existencias de crudo y combustibles de casi 29 millones de barriles, frente al superávit medio típico en enero de 20 millones de barriles en el periodo 2015-2019. China está comprando mucho petróleo para esta primavera para reponer existencias, mientras EE.UU. rellena gradualmente su Reserva Estratégica de Petróleo tras vender una cantidad récord de reservas oficiales en 2022. Esta combinación de factores podría acabar llevándonos a revisar al alza las perspectivas trimestrales para los precios del Brent hasta una media de 82-85 USD/barril.

**(Factor alcista para el precio) – Compromiso de recortar la producción.** Irak y Kazajistán se comprometieron a cumplir los nuevos objetivos de producción de la OPEP+ tras no haber cumplido plenamente el mes pasado sus compromisos de recortarla.

**(Factor alcista para el precio) – Productos de refino rusos.** Según Bloomberg, el refinado ruso de petróleo disminuyó aún más en la última semana como consecuencia de los ataques que sufren sus refinerías por drones ucranianos. Las instalaciones rusas procesaron 5,16 millones de barriles de crudo diarios en la segunda semana de febrero (según cálculos basados en cifras históricas, 94.000 barriles diarios menos que en la semana anterior). Esto redujo las remesas rusas de crudo por vía marítima por segunda semana consecutiva, temiéndose que la semana próxima pudiera complicarse la venta a la India un grado clave en el Pacífico. Moscú ha tenido dificultades para hacer llegar su crudo *sokol* a la India, el principal mercado del grado producido por el proyecto Sajalín 1.

**(Factor bajista para el precio) – Desregulación en EEUU.** Una segunda presidencia de D. Trump probablemente conllevaría el fomento de las actividades de exploración y producción de petróleo y gas, dismantelar las agencias de regulación de la energía y cambiar las prioridades climáticas. El presidente actual, Joe Biden, ha aplicado programas que aspiran a mitigar el cambio climático fomentando las energías renovables e imponiendo regulaciones más estrictas para los combustibles fósiles. Gran parte de lo alcanzado podría perderse si Trump ganara las elecciones, ya que el líder republicano probablemente volvería a la Casa Blanca con una serie de órdenes ejecutivas para promover el petróleo y el gas. Eso podría incluir reanudar la concesión de permisos de exportación de GNL, revocar mandatos que imponen vehículos eléctricos y volver a retirar a Estados Unidos del pacto de Naciones Unidas de lucha contra el calentamiento global. A estas medidas a corto plazo seguirían otras a más largo plazo para reducir la regulación medioambiental y la burocracia gubernamental y, dependiendo de la composición del Congreso en ese momento, revocar disposiciones de la ley climática de Biden, la Ley de Reducción de la Inflación. Reuters entrevistó a una docena de consultores políticos republicanos y ex funcionarios del gobierno de Trump que están sentando las bases del enfoque de las cuestiones energéticas en una eventual segunda presidencia. Según ese borrador de política, esta implicaría otro giro radical en las políticas estadounidenses de producción y consumo de energía. La energía ya es un tema omnipresente en la campaña de Trump: en sus mítines suele criticar la política energética del Gobierno de Biden y corear, para arengar a sus bases, un eslogan a favor de impulsar las perforaciones. Algunos de los más próximos a Trump, como su hija Ivanka, han intentado convencerle de no abandonar el pacto de la ONU, a lo que Trump habría respondido: «No sabría cómo transmitir ese mensaje a mi base».

**(Factor bajista para el precio) – Consolidación en la cuenca del Pérmico estadounidense.** Las consolidaciones empresariales en la región permitirán a los productores mantener la rentabilidad incluso ante caídas de precios de las materias primas energéticas.

**(Factor bajista para el precio) – Noruega.** Según Statistics Norway, las compañías petrogasistas que operan frente a las costas noruegas invertirán este año unos 23.000 millones de USD en extracción de hidrocarburos y oleoductos, superando con ello en un 13% la cifra final de inversión de 2023.

**(Factor bajista para el precio) – La India reanudó la compra de crudo ruso tras un paréntesis de 2 meses.** En ese tiempo, más de 10 millones de barriles de *sokol* flotaron sin vender en buques petroleros en una de las mayores interrupciones del comercio de petróleo ruso desde que Occidente impusiera sanciones a Moscú. Las refinerías estatales indias habían dejado de comprar ese grado ruso después de que el gobierno indio, durante un tensionamiento de las relaciones entre Nueva Delhi y Pekín, desaconsejara a sus refinerías pagar el petróleo ruso con yuanes chinos.

**(Factor bajista para el precio) – Irak busca inversores chinos para materializar ambiciosos planes de crecimiento de la producción.** Irak, el segundo productor de crudo de la OPEP, que a mediados de 2023 producía 5,4 millones de barriles diarios (Mbdp), se ha propuesto un objetivo de capacidad de 7 Mbdp para 2027. El ambicioso y sostenido empeño iraquí por aumentar su capacidad de producción de crudo ha llevado a Bagdad a mirar cada vez más hacia Oriente para las inversiones necesarias, ya que su capacidad de exportación queda limitada por las infraestructuras. Las empresas chinas, que poseen participaciones directas en unos 24.000 millones de barriles de reservas (el 34% de las reservas probadas de Irak), producen unos 3 Mbdp (lo que representa el 66% de la producción total iraquí). Pero estos planes de expansión se resienten por problemas internos como la escasa capacidad de exportación y de acceso al agua. Las disputas por el control de la producción en la región semiautónoma del Kurdistán también han mermado considerablemente la producción iraquí de crudo. Además, Irak está sujeto a una cuota en el seno de la OPEP+ de 4 Mbdp, aunque su producción reciente haya sido bastante superior (4,27 Mbdp en enero).

#### **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 otras fuentes alternativas de energía. En teoría, la menor producción de energía a partir de petróleo convencional debería quedar fácilmente compensada por una rápida alza en la producción a partir de petróleo de esquisto.



## METALES PRECIOSOS – ORO

**Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.800-2.000 USD/onza**  
(Comprar por debajo de 1.800 USD; vender por encima de 2.000 USD.)

### Factores positivos para el oro

**El oro podría ser el mejor activo antifrágil en 2023.** El oro se considera, al igual que el bono «libre de riesgo» del Tesoro de EE.UU. (UST), un activo antifrágil. Los inversores siempre han de decidir qué activo antifrágil tendrán en cartera para protegerse de la inestabilidad de los mercados financieros. La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (oro y 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 el corto plazo**, y mientras perduren las medidas de ajuste cuantitativo (QT) por las que la Fed coloca en el mercado un elevado volumen de UST, la revalorización del oro podría seguir superando el rendimiento del bono estadounidense. **Con una perspectiva de más largo plazo**, una vez hayan terminado las medidas de QT, ya no consideraríamos ilimitada la oferta de UST, sino más bien bastante limitada. Esto debería facilitar que los bonos del Tesoro de EE.UU. recuperasen su papel de activo refugio y superasen en rentabilidad al oro, con la consiguiente pérdida de protagonismo y atractivo de este último.

### Factores negativos para el oro

**El oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,25354 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 1.678 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.256 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal debería rondar los 1.551 USD/onza.

**El oro frente a la plata.** La ratio Oro/Plata se elevó a 89,71x, todavía por encima de su media de 20 años de 68,05 veces, lo que indicaría que el oro 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 la relación alcance su media de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.573 USD/oz.

**El oro frente al paladio.** La ratio oro/paladio subió a 2,14x, siendo la primera vez desde noviembre de 2016 que supera su media de 20 años de 1,70x, lo que indicaría que el oro se ha encarecido respecto al paladio. Suponiendo que el paladio está bien valorado, para que la ratio retornase a su media de largo plazo el oro debería cotizar a 1.609 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Actualmente está en 25,63x, por lo que aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 19,38x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 80 USD/barril (el valor medio de nuestra nueva horquilla de 70-90 USD/barril), y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.550 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**En el marco de los cuatro cuadrantes** proponemos un cuadrante para 2024 en el que se combinaría un crecimiento bajo (pero positivo) con inflación en vías de moderación. Dado que la estancación constituye un entorno más propicio para el oro, tal escenario, al desplazar el de recesión con inflación, apuntaría a un comportamiento deslucido del oro. Por supuesto, el precio del oro también dependería de las decisiones de gestión de la masa monetaria por los bancos centrales occidentales y, en el caso de los bancos centrales asiáticos, de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas.

**Los fuertes rendimientos negativos de los bonos han desaparecido.** Durante los periodos 2010-2017 y 2020-2022 la desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija —el hecho de no pagar cupón— quedó neutralizada cuando numerosos títulos de deuda global «ofrecían» tipos nominales negativos, brindando argumentos de peso para comprar oro. Pero tal circunstancia ya no existe y la mayoría de los bonos del universo del USD ofrecen rentabilidades positivas, ganando atractivo frente a un activo que vuelve a sufrir la desventaja de no pagar cupón. Desde esta perspectiva, la desventaja histórica del oro volvería a ponerse de manifiesto y su rentabilidad debería ser inferior a la del bono del Tesoro estadounidense.

**Los cuatro riesgos para el recorrido alcista del oro que se han identificado ya no parecen tan distantes. ¿De qué riesgos se trata?** El alza del oro de 1976-80 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación, provocando 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, el USD). En el período 2001-11 (cuando la cotización del oro se disparó de 300 a 1.800 USD/oz), la política de «cañones y mantequilla» de George W. Bush estimuló alzas en países de 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) aumento de los tipos reales; 3) apreciación del USD; y 4) pérdida de impulso de los compradores en países de mercados emergentes. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su 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**. Porque el metal áureo ha perdido totalmente el impulso desde agosto de 2020, pero también porque las subidas de tipos de interés se hicieron realidad.

- **Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo ALTO).** Aunque hace dos años parecía impensable que las autoridades monetarias subieran los tipos de interés; ahora es un hecho y los tipos positivos se mantendrán durante un tiempo.

- **Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha seguido mejorando gradualmente a lo largo de 2023, continuando la mejoría observada en 2022 (pasando del -4,53% del PIB en el primer trimestre de 2022 al -3,1% en el segundo de 2023). Esto conduce a una escasez relativa de dólares y, en consecuencia, a un repunte del índice del dólar. De mantenerse esta tendencia en el déficit por cuenta corriente de EE.UU. el precio del oro podría quedar contenido. Pensamos que la balanza por cuenta corriente estadounidense seguirá mejorando hacia su nivel medio histórico del -3% del PIB, un nivel que debería mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que hundiría el precio del oro. Si las relaciones comerciales entre EE.UU. y China siguen deteriorándose, el déficit por cuenta corriente estadounidense podría incluso reducirse y situarse en el 2% del PIB. En tal escenario, el flujo de USD desde EE.UU. hacia el mundo sería la mitad que en otros periodos, lo que podría sostener bien el índice del USD y limitar al alza el precio del oro. Asimismo, una Fed más decidida en su estrategia de endurecimiento podría provocar una cierta escasez de dólares, lo que perjudicaría no poco al oro.

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

- **Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía perdurable. El precio del oro lleva un tiempo (desde agosto de 2020) 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 volvieran a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido, pero por el momento no está claro que la riqueza generada en Asia pueda resurgir en el corto plazo.



DIVISAS

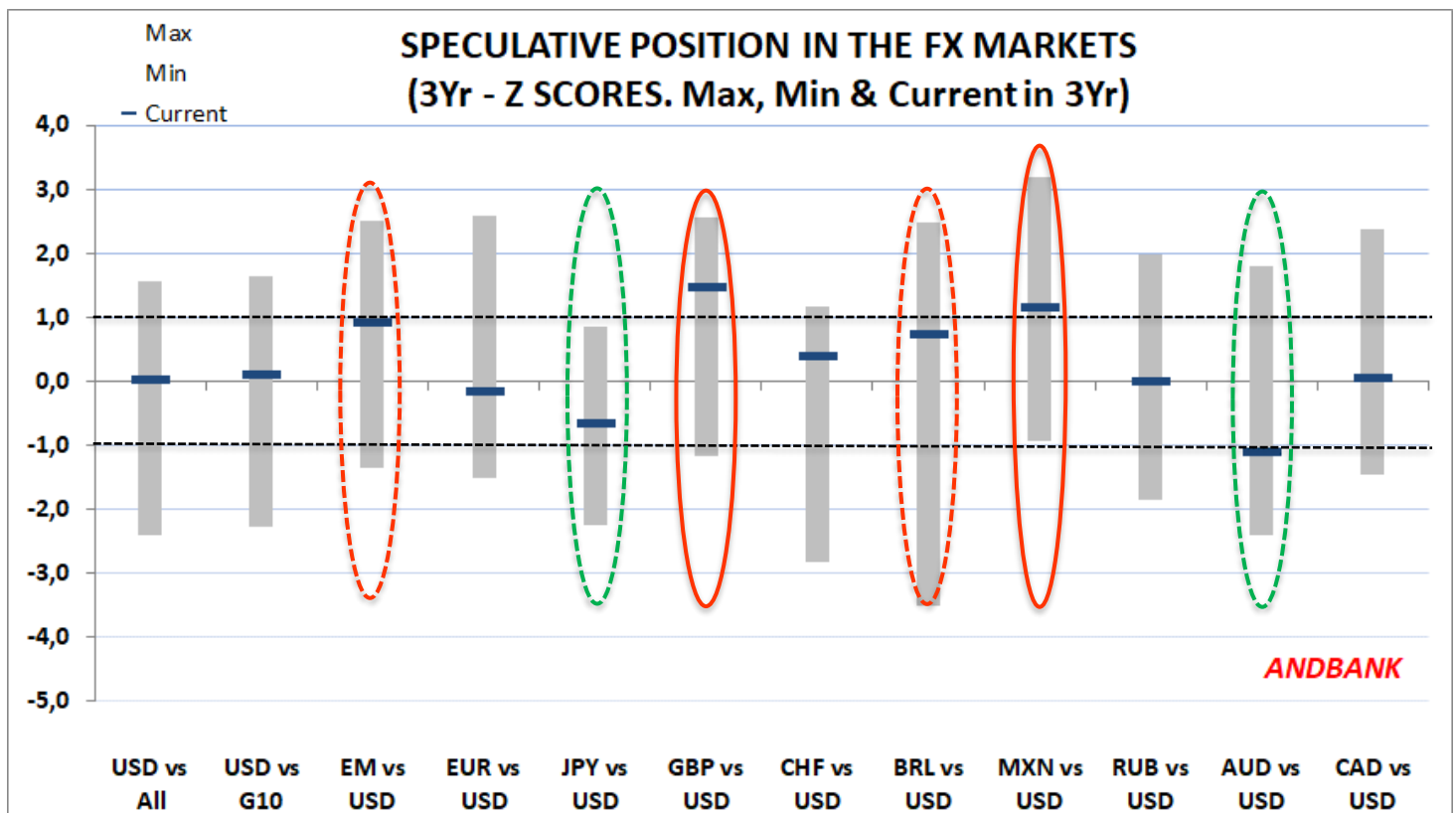
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn S)	Change vs last month (Bn S)	3-yr Max (Bn S)	3-yr Min (Bn S)	3-yr Avg (Bn S)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	2,09	8,07	32,1	-28,2	1,7	0,02
USD vs G10	5,19	8,46	32,7	-25,4	3,2	0,12
EM	3,11	0,39	3,9	-0,8	1,9	0,93
EUR	8,52	-3,51	23,4	-8,6	9,9	-0,15
JPY	-11,02	-4,21	0,6	-15,0	-8,3	-0,65
GBP	3,68	0,97	4,3	-6,5	-0,7	1,48
CHF	-1,71	-1,14	0,2	-6,0	-2,3	0,40
BRL	0,36	-0,02	1,0	-0,8	0,0	0,75
MXN	2,75	0,41	3,3	-0,5	1,6	1,16
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-5,18	-1,33	6,1	-6,3	-1,3	-1,10
CAD	-0,10	0,08	6,1	-5,1	-0,3	0,06

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 21

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	3,6%	7,7%	5.137	4.625	-10,0%
	Europe - Stoxx Europe 600	2,8%	3,9%	498	517	3,8%
	Euro Zone - Euro Stoxx	4,1%	5,7%	501	535	6,7%
	SPAIN - IBEX 35	0,0%	-0,4%	10.059	10.846	7,8%
	MEXICO - MXSE IPC	-4,6%	-3,2%	55.536	58.323	5,0%
	BRAZIL - BOVESPA	1,6%	-3,7%	129.180	140.952	9,1%
	JAPAN - NIKKEI 225	10,9%	53,7%	40.109	42.180	5,2%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	11,3%	2,2%	3.039	3.065	0,9%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	15,9%	-5,9%	1.729	1.896	9,7%
	INDIA - SENSEX	2,5%	2,3%	73.865	77.761	5,3%
	VIETNAM - VN Index	7,6%	25,9%	1.261	1.356	7,5%
	MSCI EM ASIA (in USD)	4,5%	0,6%	546	585	7,2%
	<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	-1,1%	1,9%	4,21	<b>4,25</b>
UK 10 year Gilt		-1,2%	0,7%	4,11	4,50	1,0%
German 10 year BUND		-1,3%	4,1%	2,41	<b>2,50</b>	1,7%
Japanese 10 year Govie		-0,4%	-1,9%	0,71	1,00	-1,6%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-0,9%	6,9%	3,30	3,50	1,7%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,3%	12,0%	3,88	4,40	-0,3%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,7%	8,1%	3,05	3,10	2,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	-1,1%	5,7%	2,80	2,90	2,0%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,9%	15,5%	3,31	4,25	-4,2%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,6%	4,7%	53,37	75	3,8%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,3%	12,8%	303,35	450	2,6%
	Euribor 3m					
	Credit USD IG - CDX IG	0,6%	7,5%	51,50	75	5,4%
	Credit USD HY - CDX HY	1,2%	15,8%	337,02	450	5,6%
	Liber Usd 3m					
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-4,3%	-121,2%	25,63	25,00	30,7%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-3,0%	-7,6%	12,84	25,00	-84,4%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	10,8%	6,58	5,75	13,2%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,5%	10,8%	7,05	6,60	10,7%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	12,7%	6,23	5,50	12,1%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,8%	7,2%	2,35	1,75	7,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	6,0%	3,84	3,00	10,6%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,8%	1,9%	2,56	1,75	9,0%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,4%	3,8%	3,05	4,00	-4,5%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-0,8%	6,7%	3,33	3,50	2,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	2,3%	1,18	2,25	-7,3%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,5%	9,6%	9,15	9,50	6,3%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,7%	7,3%	5,92	6,00	5,2%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	0,0%	30,8%	10,73	11,25	6,6%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,6%	9,2%	6,29	6,75	2,6%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	10,4%	-0,6%	79,8	80,00	0,3%
	GOLD	2,3%	14,3%	2.085,1	2.000	-4,1%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	0,6%	1,3%	1,085	1,05	-3,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,3%	4,7%	1,27	1,29	1,8%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,3%	-3,2%	0,86	0,81	-4,9%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,9%	-4,5%	0,88	0,87	-1,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	2,4%	-3,2%	0,96	0,91	-4,6%
	USDJPY (price of 1 USD)	1,4%	14,7%	150,38	140,00	-6,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,9%	16,3%	163,13	147,00	-9,9%
	USDMXN (price of 1 USD)	-0,6%	-12,7%	17,01	18,50	8,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,0%	-11,4%	18,45	19,43	5,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,3%	-6,3%	4,95	5,00	0,9%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,3%	-5,0%	5,37	5,25	-2,3%
	USDARS (price of 1 USD)	1,9%	377,0%	843,00	1.000	18,6%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	0,2%	82,88	82	-0,7%
	CNY (price of 1 USD)	0,1%	4,4%	7,20	7,50	4,2%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Together  
Everyone  
Achieves  
More



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



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



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



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



**Guillermo Babé**  
Europe: Equity  
+41 22 818 39 40



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



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



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



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



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



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



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

## AVISO LEGAL

Página 23

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.