

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank – Mayo de 2024

Análisis Corporativo Mayo de 2024

Alex Fusté

Chief Global Economist

+34 673 041 058

alex.fuste@andbank.com

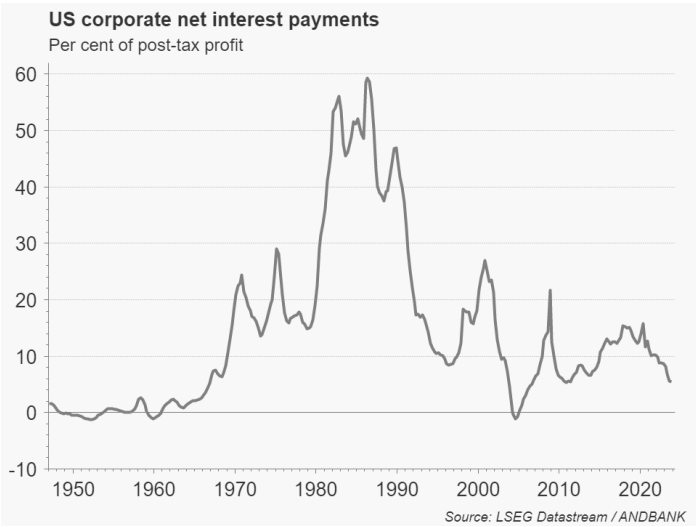
[@AlexfusteAlex](https://www.instagram.com/AlexfusteAlex)



Image created by Andbank using AI

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



El gráfico del mes debería tranquilizar a quienes piensan que, de seguir manteniendo altos los tipos de interés, la Reserva Federal perjudicaría al mercado. Retrasar las bajadas de tipos sin duda presionaría al alza el rendimiento de los bonos, lo que inquietaría a los analistas de renta variable, pero la evolución de los rendimientos podría no afectar de manera uniforme a toda la curva de tipos-plazos. Nos contamos, al fin y al cabo, entre quienes piensan que unos tipos de política de la Fed «más altos durante más tiempo» serían la mejor manera de anclar las expectativas de inflación, poniendo a su vez un tope en la TIR del extremo largo de la curva de rendimientos. En tal caso, el efecto en el mundo de la renta fija sería limitado (tan sólo afectaría a los vencimientos cortos). En suma: basándonos en el gráfico adjunto y en la reflexión precedente queda claro que en EE.UU. el pago de intereses de la deuda supone un problema para el gobierno únicamente, no para las empresas.



RENTA VARIABLE

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 30/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
USA - S&P 500	-1,7%	7,3%	5.116	5.112	-0,1%
Europe - Stoxx Europe 600	-0,4%	5,8%	507	514	1,4%
Euro Zone - Euro Stoxx	-1,1%	7,7%	511	534	4,5%
SPAIN - IBEX 35	-0,1%	8,6%	10.967	10.949	-0,2%
MEXICO - MXSE IPC	0,4%	0,8%	57.828	58.323	0,9%
BRAZIL - BOVESPA	-0,2%	-5,1%	127.352	140.952	10,7%
JAPAN - NIKKEI 225	-3,6%	14,8%	38.406	42.180	9,8%
CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	1,0%	4,4%	3.105	3.065	-1,3%
CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-1,3%	-4,4%	1.756	1.709	-2,7%
INDIA - SENSEX	1,2%	3,6%	74.800	76.866	2,8%
VIETNAM - VN Index	-6,0%	7,0%	1.210	1.356	12,1%
MSCI EM ASIA (in USD)	0,2%	4,2%	565	585	3,5%

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

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 30/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	-1,8%	-4,8%	4,62	4,50	5,6%
UK 10 year Gilt	-1,4%	-4,9%	4,29	4,50	2,6%
German 10 year BUND	-0,7%	1,1%	2,52	2,50	2,7%
Japanese 10 year Govie	-0,9%	-3,5%	0,86	1,00	-0,2%
Spain - 10yr Gov bond	-0,1%	-1,6%	3,30	3,50	1,7%
Italy - 10yr Gov bond	0,1%	0,1%	3,82	4,10	1,6%
Portugal - 10yr Gov bond	-0,2%	-2,2%	3,14	3,10	3,4%
Ireland - 10yr Gov bond	-0,3%	-3,8%	2,90	2,90	2,9%
Greece - 10yr Gov bond	-0,3%	-1,9%	3,38	4,25	-3,6%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,3%	1,6%	56,55	75	3,9%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	0,0%	2,1%	320,84	450	3,2%
Credit USD IG - CDX IG	0,4%	2,1%	54,26	75	5,5%
Credit USD HY - CDX HY	0,5%	3,5%	339,64	450	5,7%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 30/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,3%	-12,7%	26,18	25,00	35,6%
Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,9%	-12,8%	14,38	25,00	-70,6%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-3,5%	-3,7%	7,17	6,00	16,5%
India - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	2,2%	7,20	6,50	12,8%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	-3,7%	-4,2%	6,75	5,75	14,8%
China - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,2%	2,28	1,75	6,5%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	-0,7%	3,97	3,25	9,7%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	-1,8%	0,1%	2,75	1,75	10,8%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	-2,0%	-4,9%	3,41	3,40	3,5%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-1,4%	-2,6%	3,54	3,50	3,9%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-1,7%	-3,4%	1,65	2,65	-6,4%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-3,4%	-5,6%	9,94	9,50	13,4%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,1%	-3,3%	6,18	6,00	7,6%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,9%	-7,5%	11,61	11,25	14,5%
Brazil - 10yr Govie (USD)	-1,7%	-4,1%	6,66	6,75	5,9%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 30/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	-3,1%	15,2%	82,6	80,00	-3,1%
GOLD	1,7%	12,5%	2.319,8	2.100	-9,5%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,6%	-3,0%	1,070	1,05	-1,9%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,4%	-1,6%	1,25	1,29	2,9%
EURGBP (price of 1 EUR)	-0,2%	-1,5%	0,85	0,81	-4,6%
USDCHF (price of 1 USD)	0,5%	8,4%	0,91	0,87	-4,7%
EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	5,2%	0,98	0,91	-6,5%
USDJPY (price of 1 USD)	3,5%	11,2%	156,87	140,00	-10,8%
EURJPY (price of 1 EUR)	2,8%	7,8%	167,82	147,00	-12,4%
USDMXN (price of 1 USD)	2,8%	0,4%	17,02	18,50	8,7%
EURMXN (price of 1 EUR)	2,2%	-2,6%	18,21	19,43	6,7%
USDBRL (price of 1 USD)	1,2%	5,5%	5,12	5,00	-2,3%
EURBRL (price of 1 EUR)	0,6%	2,3%	5,48	5,25	-4,2%
USDARS (price of 1 USD)	2,2%	8,4%	876,50	1.000	14,1%
USDINR (price of 1 USD)	0,2%	0,4%	83,51	82	-1,4%
CNY (price of 1 USD)	0,2%	2,1%	7,24	7,50	3,5%



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

EE.UU.

Expectativas de una política monetaria más restrictiva brindan la oportunidad de empezar a elevar la *duración*

Reserva Federal y tipos de interés oficiales

En el mes de abril realizaron declaraciones relevantes varios miembros del Comité de Política Monetaria de la Fed (FOMC). Jerome Powell, su presidente, indicó que era improbable que los tipos de interés oficiales disminuyeran en el futuro próximo al afirmar que «los datos recientes no contribuyen a mejorar la confianza; antes bien, indican que lograrla probablemente llevará más de lo esperado». Otros miembros del FOMC se mostraron aún más escépticos ante una posible bajada de tipos. El presidente del Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, Neel Kashkari, sostuvo que la Fed necesitaba tener una mayor convicción en que la inflación estaba disminuyendo antes de recortar los tipos de interés, algo que podría no suceder antes de 2025. Y el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, John Williams, mencionó por su parte que, no siendo una subida de tipos su escenario base, la Fed no dudaría en subirlos si los datos indicasen la necesidad de hacerlo. El sesgo de estas declaraciones, más a subir que a bajar tipos, respondía a una cifra de inflación superior a la esperada y a otros datos (como el de ventas minoristas) indicativos de una fuerte actividad económica que explican el esfuerzo en ajustar las expectativas observado en los últimos dos meses. La escalada entre Israel e Irán también afecta al proceso de ajuste de expectativas, sobre todo porque un encarecimiento del petróleo provoca un repunte en las expectativas de inflación.

En estos momentos el mercado sólo prevé dos recortes de tipos de interés (de medio entero en total) para este año, un posicionamiento más cauto que el de la propia Reserva Federal, que en su *diagrama de puntos* de marzo apuntaba a una reducción de 75 pb a lo largo del año. El mercado descarta ahora que haya bajadas de tipos en las dos próximas reuniones (mayo y junio); para la de julio, a la fecha de este informe, la probabilidad de que la Fed mantenga los tipos de los *fondos federales* en el nivel actual es del 60%. Y la de que lleguemos a final de año sin ninguna bajada de tipos ha pasado del 0% a principios de año al 15% en la actualidad. En Andbank seguimos pensando que la Fed los recortará a lo largo de este año debido al coste reputacional que supondría no hacerlo, aunque los recortes, que posiblemente serían dos, bien podrían producirse en el último trimestre del año. Asimismo, habiendo introducido en febrero el escenario de tipos estables en 2024 (al que, no siendo nuestro caso central, asignábamos una probabilidad del 5-10%), asignáramos ahora a este escenario una probabilidad del 15-20%.

Inflación y actividad económica

El índice general de precios al consumo (IPC) subió en marzo al 3,5% interanual, por encima del dato de febrero (+3,2% interanual) y de las expectativas del mercado (+3,4% interanual). El IPC subyacente aumentó por tercer mes consecutivo (+3,8% interanual). La tasa trimestral anualizada se sitúa en el 4,5%, lo que indica que la inflación podría estar más enquistada de lo esperado. El aumento del IPC general se debió principalmente a los componentes de vivienda y energía. El dato de ventas minoristas de marzo (+0,7%), muy superior al esperado (+0,4%), es otra muestra más del aguante del gasto de consumo pese a los elevados tipos de interés. Excluidos automóviles y carburantes, el dato subyacente de ventas minoristas fue aún mayor (+1,1%), superando ampliamente las previsiones de los analistas. En el mercado laboral los datos indican firmeza de la actividad económica otro mes más. Las empresas crearon 303.000 puestos de trabajo, más que en cualquier otro mes desde enero de 2023. Y en febrero la tasa de desempleo cayó al 3,8%, manteniéndose en niveles históricamente bajos.

Mercados financieros

Renta variable. Nos sentimos cómodos con el nivel de valoración actual del mercado bursátil estadounidense. Para un beneficio por acción (BPA) previsto de 243 USD/acción para el S&P 500 y una relación precio/beneficios (PER) de 21 (equivalente a una rentabilidad implícita del 4,75%), la cotización ajustada o razonable para el S&P sería de 5.100 puntos. El índice cotiza muy cerca de este nivel, por lo que el mercado parece correctamente valorado. Mantendremos la exposición a renta variable estadounidense, sin posicionarnos más defensivamente mientras el índice no supere en más del 10% el precio razonable estimado. Por regiones, sin embargo, infraponderaríamos ligeramente este mercado (sobreponderando el europeo, cuya rentabilidad implícita ronda el 7,2%). Por sectores, las acciones de empresas tecnológicas y de servicios de comunicación siguen siendo las más rentables este año, aunque el alza del petróleo favorece a las energéticas. Seguimos aconsejando mantener un enfoque equilibrado entre distintos estilos de inversión y aprovechar oportunidades en sectores rezagados, como sucede actualmente con los valores de empresas de pequeña capitalización.

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. El mes pasado se nos complicó el posicionamiento en *duración*, ya que el rendimiento del bono del Tesoro (UST) a 10 años pasó del 4,2% a superar el 4,6%. No hubo cambios significativos en la pendiente de la curva de tipos-plazos, que sigue invertida, con el diferencial entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años estable en -35 pb. Al superar el bono a 10 años nuestro objetivo del 4,5% empezamos a elevar la *duración* en los mandatos de inversión. Nuestra estrategia es la siguiente: con el tipo del UST a 10 años en la zona del 4,5%, mantener una *duración* media de 5 años en deuda del bloque del dólar; si el rendimiento del UST subiese al 4,75%, aumentar la *duración* de la cartera de bonos a 7 años y, si alcanzase el 5%, incrementarla a 10 años. En el caso de la deuda corporativa se mantiene el posicionamiento Neutral tanto en el segmento de grado de inversión (IG) como en el de alto rendimiento (HY).

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Deuda soberana: (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 4,5%)

Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 450 pb)

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

US price-to-earning ratio

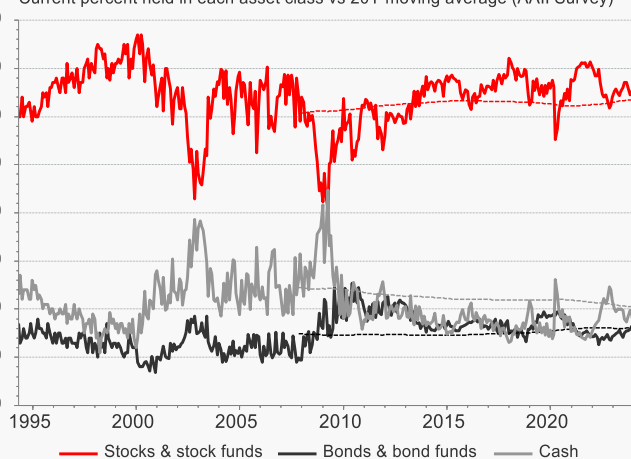
S&P 500



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

Ante los indicios de incipiente recuperación el BCE podría bajar tipos. Cómodos con acciones y deuda a corto plazo.

Actividad económica: señales tempranas de recuperación

La confianza empresarial va a más, corroborando las encuestas prospectivas sobre las señales tempranas de recuperación apuntadas desde principios de año. El sector servicios es el principal rayo de esperanza, con un 34% de sus directores de compras dispuestos a crear empleo e impulsar las inversiones. Las respuestas desde el sector industrial, en cambio, siguen reflejando atonía, y en particular el nivel de confianza revelado por las empresas alemanas dista mucho de ser satisfactorio: el 23% prevé una expansión, el 37% teme otra contracción de la producción. Factores negativos siguen siendo los altos tipos de interés, el débil crecimiento mundial y los conflictos en Ucrania y Gaza. Por lo que respecta a la inflación, sigue a la baja, haciendo buenas las previsiones del BCE. Los indicadores salariales y de márgenes empresariales dan muestras de moderación, apuntando la encuesta de *Indeed* a alzas salariales del 3,3% interanual en marzo, frente al 3,7% de media del primer trimestre de 2024. El riesgo reside en la evolución de los precios nacionales (los servicios siguen creciendo al 4% interanual) y de la energía. Según Lagarde, la desinflación «sigue adelante», aunque por la fuerte repercusión de la energía no debe esperarse que siga una senda lineal (estimaciones de marzo de los expertos del BCE para el precio del Brent en 2024: 79,7 USD/barril).

Banco Central Europeo: las bajadas de tipos podrían empezar en junio

Aunque el BCE no fijó en su comunicado de abril una fecha para empezar a recortar tipos, el mensaje implícito era claro: empezarían en junio, salvo imponderables, e independientemente de las decisiones que pudiera tomar la Fed. Algunos miembros apoyan ya una primera bajada de tipos en abril. Lagarde destacó la dependencia del BCE de los datos, no de la Fed, trazando una distinción entre la dinámica de las economías y la inflación. Tras la reunión, Stournaras declaró: «es hora de que el BCE se desvincule de la Fed». Aunque quepa esperar cierto grado de desacoplamiento entre Fed y BCE, probablemente será limitado. Mantenemos la previsión de dos recortes de tipos en los tipos de descuento y depósito del BCE en el segundo semestre de 2024 (con niveles del tipo de depósito del 3,5% para final de año), con el primero de ellos en junio, salvo que se desarrollase un escenario más inflacionista por efecto del crecimiento de los salarios, y sin que quepa descartar del todo un tercer recorte. El debate será por tanto más sobre la trayectoria de las bajadas de tipos que sobre su fecha de inicio. Según Villeroy: «salvo sorpresas, deberíamos recortar tipos en junio» y ese recorte «tendrá que ir seguido de otros».

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

Deuda pública. Mantenemos los objetivos tanto para el rendimiento del Bund alemán a 10 años (2,5%) como para los diferenciales de crédito de los bonos soberanos de Italia (160 pb), España (100 pb), Portugal (60 pb), Grecia (120 pb) e Irlanda (40 pb). La estrategia en *duración* en el bloque de la deuda denominada en EUR es mantener *duraciones* cortas, de 1 año, cuyos rendimientos superan holgadamente el 3,25% (mientras que vencimientos más largos ofrecen rendimientos más bajos, p. ej., el 2,5% del Bund10). En nuestra opinión, la rentabilidad de los segmentos largos seguirá dentro de 12 meses en ese 2,5% para el Bund, por lo que la mejor estrategia es permanecer sin *duración* en euros.

Deuda corporativa. Los diferenciales de crédito no han dejado de estrecharse desde principios de 2024, en todos los sectores y todas las calificaciones. Los mercados mantienen el optimismo sobre todos los activos de riesgo, deuda empresarial incluida. Sin embargo, las agencias de calificación crediticia prevén un aumento en las tasas de impago de los bonos europeos debido al apalancamiento, los vencimientos de deuda y la menor rentabilidad. Con miras a eludir una potencial ampliación de diferenciales estamos posicionándonos en *duraciones* medias de 3-4 años, en títulos defensivos y anticíclicos. Niveles objetivo de los diferenciales tanto para grado de inversión (75 pb) como alto rendimiento (450 pb).

Renta variable. Nos sentimos cómodos con el nivel de valoración actual del mercado bursátil europeo. Para un beneficio por acción (BPA) previsto de 36,6 EUR/acción para el Stoxx Europe 600 y una relación precio/beneficios (PER) de 14 (rentabilidad implícita del 7,14%), la cotización ajustada o razonable para el índice sería de 514 puntos. El mercado cotiza ahora ligeramente por debajo (509 puntos), por lo que su valoración parece correcta. Mantendremos una posición sobreponderada en renta variable europea mientras el índice no supere en un 10% su valor razonable estimado. El mercado europeo parece correctamente valorado respecto al pasado y modestamente en un contexto global, especialmente si se compara con el de EE.UU. Además, el análisis de las valoraciones tanto desde una perspectiva de capitalización bursátil como geográfica revela que, si bien los valores de gran capitalización parecen sobrevalorados en todos los mercados, la sobrevaloración es notablemente mayor en EE.UU. que en Europa y el Reino Unido. Además, los valores de pequeña capitalización estadounidenses cotizan cerca de su media desde 2008, mientras que sus homólogos europeos y británicos están bastante baratos respecto al pasado. Curiosamente, los valores de pequeña capitalización europeos han superado en rentabilidad a sus homólogos estadounidenses en las dos últimas décadas. Las previsiones del consenso para el crecimiento de los beneficios por acción reflejan opiniones heterogéneas pero prudentemente optimistas, con Europa excl. el Reino Unido en tendencia relativamente favorable. Sin embargo, los márgenes de beneficio dan muestras de comprimirse tras marcar máximos históricos. La trayectoria futura de los precios de la energía sigue siendo incierta. Si los precios energéticos se mantuviesen altos, el alivio anticipado en los costes de fabricación sería inferior al esperado. Los inversores se han percatado de ello y en las últimas semanas han reorientado posiciones hacia los sectores defensivos (como bienes de consumo básicos y servicios públicos) y el energético, que, pese a todo, siguen baratos. Centrarse en empresas con buenos negocios, niveles de valoración atractivos y equipos directivos honestos e íntegros será fundamental para sortear con éxito cualquier turbulencia del mercado.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

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

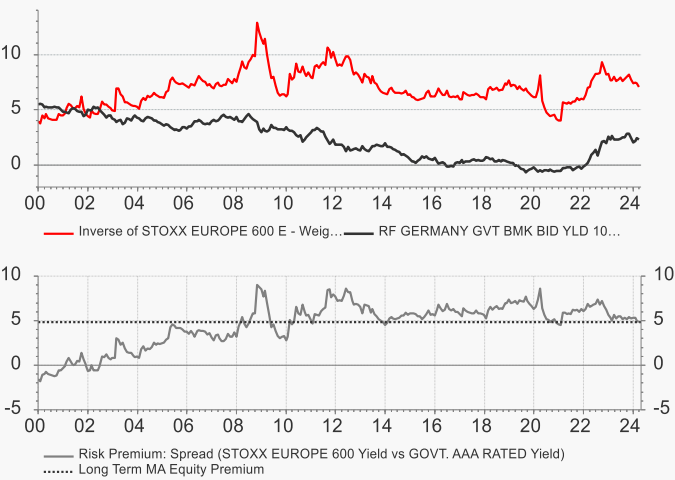
- P. periféricos: INFRAPONDERAR (IT 4,10%; ES 3,50%; PT 3,10%; IR 2,90%; GR 4,25%)

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): >1,10: comprar USD; 1,10-1,05: NEUTRAL; <1,05 vender USD.

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

Página 5

ESPAÑA

Mientras aguardamos a los resultados empresariales, las noticias económicas son buenas

Factores macroeconómicos y política económica

Comenzando por la actividad económica, el PIB español creció un 0,6% en el último trimestre de 2023, una cifra impresionante considerando que los elevados tipos de interés han llevado a la zona euro al estancamiento. Sin embargo, la cifra exagera la realidad, ya que la demanda privada (gasto de inversión y consumo de los hogares) se contrajo, y el aumento de inventarios fue el principal motor del crecimiento, añadiendo la friolera de 0,4 puntos porcentuales.

De cara al futuro, las expectativas de menores tipos de interés y la recuperación de la renta real de los hogares deberían contribuir a sostener el gasto y, por ende, la actividad económica. Además, el retraso en las inversiones financiadas por la UE hará que su impacto se deje sentir en el crecimiento sobre todo este año. También para este año se anticipa una temporada turística récord, con un aumento previsto de los ingresos del 8,6% respecto al año pasado, según la agencia privada Exceltur.

Según las últimas estimaciones de Eurostat, la economía previsiblemente crecerá un 1,7% en 2024 y un 2% en 2025, 20 pb por encima de nuestra previsión para ambos años, y superará la media de la Unión Europea del 0,9% y 1,7%, respectivamente. Eurostat destacó el consumo y la inversión como principales motores de la expansión económica este año: el aumento de la renta real y la utilización del ahorro acumulado de los hogares impulsarán el consumo privado, y la mayor ejecución del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia respaldará el crecimiento de la inversión. A largo plazo, los principales retos siguen estando en elevar la inversión y la productividad.

En lo que va de año los datos económicos siguen superando las expectativas. El PMI agregado pasó de 53,9 en febrero a 55,3 en marzo, en lo que supone el cuarto mes consecutivo de expansión del sector privado y el mejor dato desde abril de 2023. El índice PMI de actividad empresarial del sector servicios registró su nivel más alto desde mayo de 2023 (56,1 frente a 54,7 en febrero), al tiempo que la actividad manufacturera mantuvo sus buenos niveles previos (51,4 frente a 51,5 en febrero). La producción industrial creció en febrero el 1,3%, muy por encima de la media de la zona euro del 0,8% interanual. La partida de nuevos pedidos registró su mayor incremento de los últimos once meses, por lo que cabe esperar que la actividad manufacturera se mantendrá.

El mercado laboral sigue dando muestras de mejorar y el desempleo continúa descendiendo. El número de parados disminuyó en 33.405 personas en marzo y se sitúa ahora en 2,73 millones (-1,2% mensual y -4,7% interanual), lo que equivale a una tasa de desempleo del 11,5%, aún muy por encima de la media europea. Las iniciativas públicas dirigidas a fomentar la creación de empleo y los programas de mejora de cualificaciones han contribuido a esta tendencia positiva e infundido más optimismo en los consumidores.

Las ventas al por menor aumentaron en febrero un 1,9% interanual, lo que representa el decimoquinto incremento consecutivo, y los precios de la vivienda subieron de media el 4,2% en 2023. Este dato contrasta con la tendencia observada en muchos países de la zona euro, donde la vivienda se abarató de media el año pasado, en gran parte como consecuencia de la subida de los tipos de interés.

Por último cabe señalar que el dato de inflación armonizada (IPCA) de España aumentó en marzo al 3,3% interanual (+1,4% mensual), desde el 2,9% interanual de febrero, por encima del 2,4% interanual registrado en el conjunto de la zona euro. El dato también superó nuestra previsión del 2,8% interanual, pero no debería ser motivo de preocupación. El comunicado de prensa ofrece pocos detalles, pero confirma que hubo efectos de base contrarios en la inflación: la factura de los servicios públicos presionó al alza, mientras que la de los alimentos lastró los precios, bien que en menor medida de lo que preveíamos. El IPC general tiene visos de volver a subir en los próximos meses, en parte por la decisión del Gobierno de revertir los recortes fiscales anunciados durante la crisis energética. Esta es una de las razones por las que la inflación española superará la de la zona euro y alcanzará el 3% interanual a finales de 2024, por encima del 2% interanual previsto para el conjunto de la eurozona.

Mercado de renta variable

Por lo que respecta al mundo de las finanzas, las cotizaciones de las empresas españolas llevan un tiempo exhibiendo un notable comportamiento. El IBEX 35, índice integrado por las 35 empresas españolas de mayor capitalización bursátil, encadenó cuatro semanas al alza y subió casi un 11% en marzo, alcanzando un nivel que no se veía desde mayo de 2017.

La buena marcha de la economía española y los resultados empresariales del último trimestre del año pasado están mejorando la opinión del mercado. El consenso es ahora ligeramente más optimista para este año de lo que reflejan nuestras cifras. Mantenemos el BPA previsto para los próximos 12 meses en 986, con una leve ampliación del PER medio del mercado del actual 10,6x a 11x.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): SOBREPONDERAR

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

Spain Manufacturing PMI

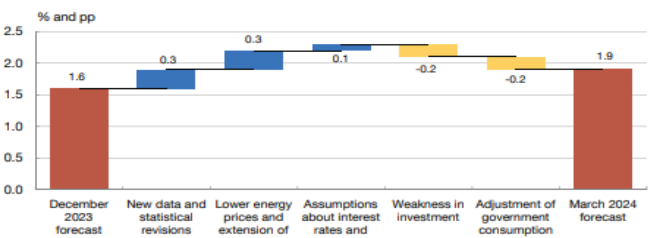
sa, >50 = growth since previous month



Source: S&P Global.

Data were collected 10-24 March 2023

3.a Changes in the GDP growth forecast for 2024



SOURCES: INE and Banco de España.

PMI Output Index

Industrial production

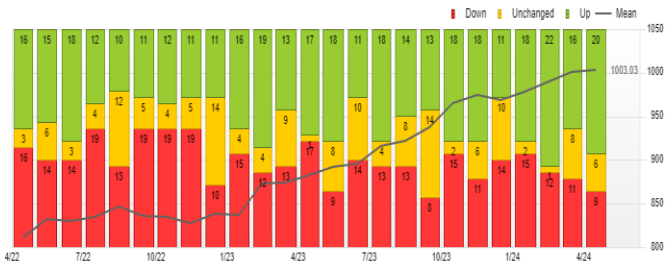
sa, >50 = growth since previous month



Sources: S&P Global, INE.

Single Period ▼ EPS ▼ Annual ▼ CY Dec '24E ▼ Two Years Ago ▼

IBEX 35 (180824) €10,687.20 Key Statistics FactSet Market Aggregates





CHINA

Los dispares datos económicos y las mayores tensiones geopolíticas siguen disminuyendo el apetito por el riesgo

CSRC resta importancia a los riesgos de exclusión de cotización en Bolsa para aplacar las ventas masivas de valores de pequeña capitalización bursátil

La Comisión Reguladora del Mercado de Valores de China (CSRC) afirmó que el endurecimiento de la normativa no provocaría una oleada de exclusiones de cotización, en una declaración dirigida a disipar las inquietudes de los inversores tras dos días de ventas masivas de valores de pequeña capitalización. El jefe del departamento de supervisión de empresas cotizadas de la CSRC, Guo Ruiming, indicó que las normas modificadas tenían por objetivo a las empresas *zombis* o «malos agentes» del mercado, no a las empresas de pequeña capitalización, y añadió que «es improbable que los cambios afecten al mercado en el corto plazo». Guo señaló que apenas una treintena de empresas podrían ser excluidas el año que viene debido a sus métricas financieras, mientras que otro centenar podrían recibir una advertencia de «tratamiento especial» y se les concedería un plazo de un año y medio para mejorarlas.

El FMI prevé tasas de crecimiento del PIB chino decrecientes hasta 2026 y advierte de riesgos para el sector inmobiliario

En su último informe de *Perspectivas de la economía mundial* el FMI prevé para China, frente al 5,2% de 2023, un crecimiento del 4,6% en 2024 y del 4,1% en 2025. La debilidad de la demanda interna sigue siendo el reto, ya que las exportaciones por sí solas difícilmente podrán compensarla.

El FMI también advirtió de que, sin un paquete integral de reestructuración para el atribulado sector inmobiliario, la recesión podría prolongarse y deslucir las perspectivas del país. El FMI recomendó a China acelerar la salida del mercado de los promotores inmobiliarios inviables y centrarse en finalizar proyectos de vivienda inacabados, apoyando al mismo tiempo el consumo de los hogares. La caída del mercado inmobiliario chino se acentuó en marzo, tanto en las inversiones como en los precios de la vivienda, lastrando la confianza. Los últimos datos interanuales exponen la depresión del sector, sin dar muestras de tocar fondo: inversión en promoción inmobiliaria (-9,5%); inversión residencial (-10,5%); superficie de viviendas construidas por promotores inmobiliarios (-11,1%); superficie de nuevas viviendas iniciadas (-27,8%) en enero-febrero; superficie vendida de nuevos locales comerciales (-19,4%); valor de los nuevos locales comerciales vendidos (-27,6%)...

Desempleo juvenil en China: nueva métrica, mismo problema

El aumento del paro juvenil en China empieza a ser alarmante y requiere atención. El desempleo entre jóvenes de 16 a 24 años alcanzó máximos históricos el verano pasado y Pekín decidió dejar de publicar datos. Seis meses después, la Oficina Nacional de Estadística (NBS) publicó el dato oficial de desempleo juvenil para diciembre de 2023: 14,9%. El gobierno dejó de informar sobre la tasa en junio de 2023, después de que alcanzara un máximo histórico por encima del 21%, o del 40% en regiones rurales o el 50% considerando trabajo a tiempo parcial o subempleo. La Oficina refinó la metodología y la nueva métrica excluye a los estudiantes.

Algunos factores que explican la tendencia negativa son, según N. Goldin (cuyo informe citamos), «la insuficiente creación de empleo en el sector privado y la inadecuación de cualificaciones». Aunque el número de graduados que acceden al mercado laboral ha aumentado (casi 12 millones en 2024), «no se crean puestos de trabajo suficientes para ellos, sobre todo porque las cargas normativas frenan el crecimiento de los sectores con más probabilidad de emplear jóvenes, como el tecnológico.» Y añade: «El mercado de trabajo juvenil chino tiene también características únicas: las exigencias que la cultura impone a los trabajadores jóvenes son elevadas, esperándose de ellos que trabajen “9-9-6” (es decir, de 9 de la mañana a 9 de la noche, seis días a la semana).» Ante horarios extenuantes y salarios bajos la opción es permanecer inactivo o bien convertirse en «hijo de profesión», cobrando una paga familiar por vivir y cuidar de padres o abuelos. La recesión económica general y el colapso del mercado inmobiliario en particular han ralentizado además la contratación, y los empleos idóneos para los recién incorporados al mercado laboral se cuentan también entre los más afectados.

Por otra parte, las presiones deflacionistas podrían persistir y provocar más exportaciones baratas de productos manufacturados, lo que podría avivar las tensiones comerciales con otros países. La avalancha de exportaciones chinas está provocando tensiones en mercados desarrollados como EE.UU. y la UE.

Geopolítica: visita oficial del canciller alemán en plenas tensiones comerciales

Olaf Scholz visitó oficialmente China en medio de crecientes tensiones entre Europa y China por acusaciones de competencia desleal. La delegación alemana incluía tres ministros del ejecutivo y directivos de BMW, Mercedes-Benz, Bayer, Merck y Siemens, quienes destacaron la importancia del mercado chino y afirmaron que retirarse de él no era una alternativa. La visita responde a la preocupación de Bruselas por que las empresas de la UE no disfruten de igualdad de condiciones, mencionándose factores como barreras de entrada y exceso de capacidad productiva. Scholz afirmó que la competencia entre China y Alemania debía ser leal, advirtiéndole al mismo tiempo contra posturas proteccionistas. Scholz probablemente advirtiera al Presidente Xi de que debía actuar pronto para evitar que la UE impusiera aranceles a productos chinos, vehículos eléctricos incluidos, para reequilibrar la relación comercial. Por su parte, Xi dijo a Scholz que Alemania debía ver y desarrollar las relaciones bilaterales con una perspectiva estratégica de largo plazo. El hecho es que no parece que las tensiones comerciales vayan a remitir de momento y que la probable imposición de aranceles podría deteriorar aún más las relaciones.

Perspectivas de mercado: mantenemos la prudencia antes los activos chinos

Recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable: Shanghai: INFRAPONDERAR; Shenzhen: 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

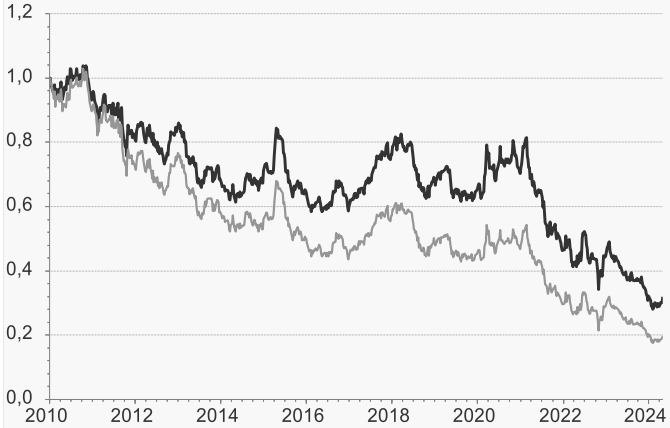
PE forward



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

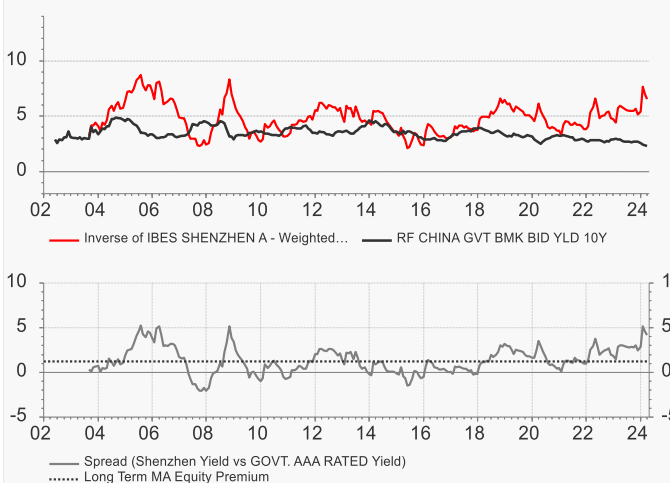
Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

JAPÓN

Mantenemos una postura favorable hacia la renta variable y el yen, que cotiza a niveles no vistos desde 1990

La demografía limita la inflación... y un diferencial de inflación favorable tendería, en principio, a apreciar la moneda

La contracción demográfica, el gran factor deflacionista, sigue plenamente operativo en Japón: con 124,4 millones de personas, el país encadenó su decimotercera caída poblacional al perder 595.000 habitantes en el año. El descenso entre japoneses nativos, de 837.000 personas, fue el mayor desde que se dispone de datos comparables (1950). Los hogares unipersonales, que en 2020 eran el 38%, supondrán en 2050 el 44,3%. Una menor inflación estructural, sobre todo si responde a ganancias de productividad, favorece la apreciación de una moneda. En el caso de la deflación japonesa lo preocupante es que no procede de mejoras en la productividad, sino del declive demográfico. El crecimiento medio de la productividad en Japón, del +0,5% anual en el periodo 2013-2023, contrasta con el de Estados Unidos, que en ese mismo periodo fue del +1,2% anual. En suma: que, sin invalidar la tesis de que los países con menor inflación tienden a tener monedas más fuertes, y a la espera de profundizar en las diferencias de productividad, mantenemos una opinión optimista sobre la evolución del cambio del yen frente al dólar (con un objetivo de 140) y el euro.

Pero están operando otros factores que explicarían la debilidad del yen

En particular, los flujos desde cuentas de ahorro de particulares en el marco del programa NISA dirigidos en un 80% hacia fondos que invierten en renta variable extranjera llevaron al regulador del sector de servicios financieros (FSA) a cursar instrucciones a las entidades financieras para que explicasen bien los riesgos que comportaría una apreciación del yen; por ejemplo, reduciría el valor expresado en yenes del patrimonio de los hogares invertido en acciones extranjeras (principalmente, de EE.UU.). Por otra parte, la depreciación del yen podría también responder a la inestabilidad geopolítica internacional. De hecho, al empeorar la situación en Oriente Medio el euro se depreció también con fuerza frente al dólar, pasando de comprar 1,09 a 1,06 dólares. El caso es que en situaciones de inestabilidad mundial el yen solía actuar tradicionalmente como activo refugio, algo que confiamos volverá a suceder si se deteriorase la situación geopolítica. Esta es, en definitiva, la razón por la que mantenemos la opinión favorable hacia el yen.

El mercado del yen, desconcertado por la falta de intervención cambiaria

Nos referimos a la perplejidad de los mercados ante la falta de intervención en el mercado de divisas aun después de que el yen se debilitara hasta cotizar a 153 unidades por dólar, un tipo de cambio que no se veía desde 1990. Tal inacción llevó a replantearse la seriedad del ministro de Finanzas, Suzuki, cuando en el Parlamento declaró que las autoridades no descartaban ninguna medida para corregir la excesiva volatilidad del tipo de cambio. Suzuki afirmó que «no son deseables oscilaciones excesivas» y que «las divisas deberían moverse de forma estable en reflejo de sus fundamentos». Al afirmar que no descartaba ninguna medida avivó el debate sobre posibles umbrales de activación en el cruce USD/JPY, especulándose que estaría entre los 152 y 155 yenes por dólar. Los analistas apuntaron que Japón disponía de amplias reservas de divisas para gestionar y reconducir la cotización del yen. La continuada debilidad del yen también suscitó especulaciones sobre un posible adelantamiento de la próxima subida de tipos por el Banco de Japón (BoJ), según Nikkei. No obstante, esto parece contradecir lo declarado por el gobernador del Banco de Japón, Kazuo Ueda, quien descartó en sede parlamentaria que la evolución del tipo de cambio pudiera motivar directamente un cambio en la política monetaria.

El BoJ señala que hay margen para reducir el estímulo monetario, sin dar fechas. Pero una política monetaria sin cambios favorece al mercado de renta variable.

El gobernador del BoJ reafirmó la política acomodaticia mientras no se alcanzase el objetivo de inflación. Pero añadió que, de ajustarse las condiciones económicas y de precios a lo previsto, la inflación tendencial se aceleraría gradualmente, en cuyo caso consideraría la posibilidad de minorar el estímulo, supeditándolo a los nuevos datos. También dijo que no tenía ninguna idea preconcebida sobre cuándo o cómo se ajustarían los tipos de interés a corto plazo. Ahora bien, la compra sostenida de deuda pública japonesa por el BoJ en abril confuta especulaciones sobre la reducción de estas operaciones y reafirma el mensaje de su junta de gobernadores de que las condiciones financieras seguirían siendo acomodaticias. Las posiciones especulativas cortas netas en el JPY registradas en la CFTC a 2 de abril ascendían a 1,79 billones de yenes, el segundo mayor volumen desde 2013, un posicionamiento que cuadra bien con la reciente depreciación del yen frente al dólar hasta sus mínimos de los últimos 34 años.

El TSE, ahora con menos PYMES, es un mercado más consolidado y estable, pero que retiene el atractivo característico de las empresas japonesas de tamaño medio

Nikkei examinó la reciente consolidación del TSE Prime Market, la antigua Primera Sección de la Bolsa de Tokio. Desde su remodelación hace dos años sus integrantes son un 20% menos (a finales de marzo cotizaban en el mercado principal 1.650 empresas, el menor número en 12 años) y su capitalización media es un 80% mayor (600.000 millones de yenes). Según Nikkei, el Prime Market aún tiene numerosas empresas cuya capitalización bursátil es relativamente baja (de hecho, la capitalización media no llega a la cuarta parte de la de las empresas del NYSE o del Global Select del Nasdaq). El mercado japonés sigue gustándonos por este motivo y por los avances en la reforma para optimizar el capital de sus empresas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

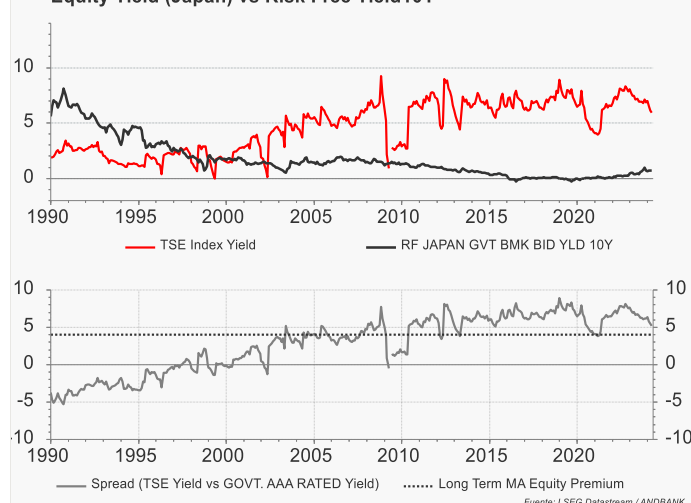
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,00%)

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

Japan Nikkei 225 price / earnings



Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Japan real narrow EER
Index, January 2010 = 100





INDIA

En 2027 se convertirá en la tercera economía mundial

Razones para invertir en la Bolsa india a pesar de las tensiones entre Irán e Israel

El impresionante crecimiento del PIB, la saneada recaudación fiscal directa, la relajación de la inflación y las expectativas de un monzón normal apuntan a que el mercado indio mantendrá su impulso. La economía de la India sobresale en un panorama mundial en el que la inflación sigue confundiendo a los responsables de las políticas y a las partes interesadas. Una postura de neutralidad ante tensiones geopolíticas como las señaladas propicia indirectamente un aumento de la inversión en economías más seguras. Las posibles perturbaciones en los mercados indios son de hecho mínimas. En el último trimestre de 2024 podrían comenzar los recortes de tipos, que inyectarán más liquidez en los mercados. En el corto plazo cabe inestabilidad derivada de dilemas de valoración o acontecimientos mundiales, claro está, pero estamos convencidos de que el argumento de crecimiento a largo plazo de la India se mantendrá intacto. Todo apunta a la continuidad del actual gobierno de la Alianza Democrática Nacional (NDA) liderado por el Partido Bharatiya Janata (BJP), lo que favorecería que la inversión mundial se dirigiera hacia la India, impulsando el crecimiento del PIB y contribuyendo a la estabilidad de los tipos de interés. A la luz de estos factores consideramos que conviene seguir invertidos en valores indios.

La estabilidad política de un tercer mandato de Modi favorecería a la renta variable y el crecimiento económico

Pese a la preocupación que suscita una mayor desigualdad en la distribución de la riqueza, el rápido crecimiento del PIB, que en tres años convertirá a la India en tercera economía mundial, es uno de los grandes pilares de la candidatura a la reelección del Primer Ministro Narendra Modi. En la década de sus dos mandatos consecutivos la India pasó de la décima a la quinta posición mundial por PIB, sólo por detrás de Estados Unidos, China, Japón y Alemania. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que la tendencia se mantendrá en los próximos años y que el PIB indio superará en 2027 la barrera de los 5 billones de USD, adelantando a Japón y Alemania. Este progreso económico sostenido contrasta con la ralentización de las principales economías. Mientras que el FMI prevé un crecimiento medio mundial del 3,1% en 2024, el Gobierno indio estima que su PIB crecerá más del 7% en este ejercicio fiscal y que lo hará a una tasa similar en 2025. Destacaríamos varias iniciativas dirigidas al desarrollo rural y otras que inyectan miles de millones de dólares en dotar de infraestructuras, y que contribuyen a la popularidad de Modi. Como la misión *India limpia* (2014), el plan *El agua es vida* (2019), que permite acceder a agua potable a casi 150 millones de hogares rurales, la reforma general de carreteras, puentes y estaciones de ferrocarril, o la multiplicación por dos de los aeropuertos (hasta 149) en la última década, pruebas todas de los fuertes avances en el desarrollo del país.

El 99% del potencial de este mercado probablemente esté aún por captar

El potencial de crecimiento indio sigue siendo enorme, por lo que creemos que todavía estamos en la fase inicial de su desarrollo. En nuestra opinión, el 99% del potencial de este mercado probablemente aún no se haya generado. Parece como si el gobierno hubiera promovido una serie de campeones empresariales para luego esparcir las semillas del éxito empresarial por todo el país. Lo que puede ser la razón por la que no parece inquietarse con la desigualdad en estos momentos. El PIB per cápita de la India, una sociedad predominantemente agraria, no llega a 3.000 dólares anuales. El objetivo es que la mano de obra agrícola haga la transición a otros sectores, con el consiguiente impulso de la productividad media y la renta per cápita.

India puede esquivar los retos geopolíticos para el comercio en el año fiscal 2025

Las exportaciones en este último año fiscal plagado de desafíos geopolíticos habrían alcanzado los 776.680 millones de USD, superando en 280 millones de USD el récord del año anterior. Nueva Delhi logró limitar el impacto de factores geopolíticos que elevaron el coste de los fletes para los exportadores, dirigiendo el crédito hacia nuevas áreas de exportación. La exportación de productos electrónicos, tradicionalmente débil, creció un 24% gracias a iniciativas oficiales como el plan de incentivos vinculados a la producción (PLI) y otras medidas en el marco de *Make in India*. La exportación de móviles aumentará un 30%, hasta superar los 15.000 millones de USD, registrando también buen crecimiento las exportaciones de sectores como ingeniería, farmacia, mineral de hierro, cerámica y artesanías. En sectores tradicionalmente intensivos en mano de obra como productos marinos, joyería, textil, confección y cuero India está perdiendo cuota de mercado mundial. La reducción del déficit comercial en el año fiscal 2024 se atribuye en gran medida a las menores importaciones netas de minerales, las importaciones netas de productos químicos y la compra de petróleo más barato a Rusia. Todo ello se ha apoyado en el abaratamiento de las materias primas y el aguante de la demanda interna.

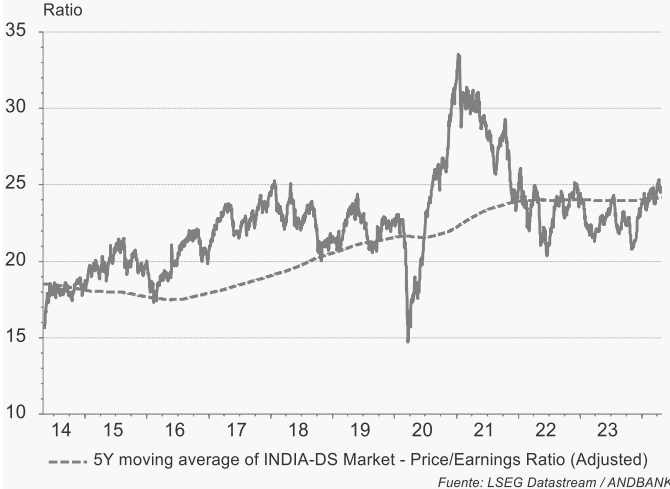
Previsiones para el año fiscal 2025

En su reciente informe de *Perspectivas del comercio mundial y estadísticas*, la Organización Mundial del Comercio (OMC) reconocía la resiliencia del comercio mundial ante perturbaciones económicas importantes. Entre 2019 y 2023 el volumen del comercio de mercancías aumentó un 6,3% y, el del comercio de servicios comerciales, un 21%. Según la OMC, las previsiones más optimistas para el año fiscal 2025 responden a expectativas de una disminución gradual de la inflación en 2024 y 2025 que permitiría que la renta real volviera a crecer en las economías avanzadas, lo que impulsaría el consumo de productos manufacturados.

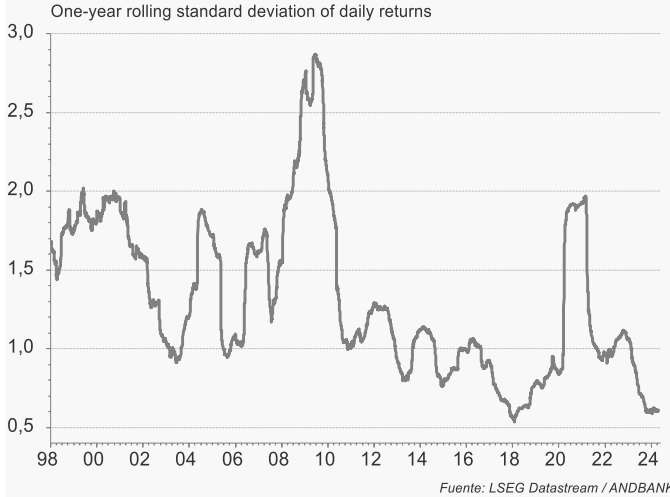
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,6%)
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 82)

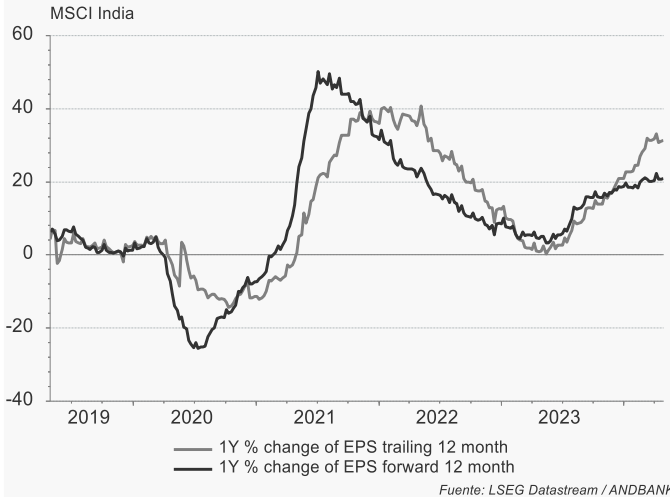
India Datastream index Price Earnings Ratio



India NIFTY 50 realised volatility



EPS (Trailing & Forward)





VIETNAM

El mercado se tambalea por la magnitud del fraude del grupo inmobiliario, pero la perspectiva aún es positiva

Fraude financiero masivo: escándalo nacional y pena capital para una magnate

Una multimillonaria magnate inmobiliaria ha sido condenada a muerte por su participación en el mayor caso de fraude financiero del país. Truong My Lan fue declarada culpable de soborno, vulneración de normativa bancaria y malversación de fondos por desviar 12.500 millones de USD de Saigon Commercial Bank (SCB). Lan, presidente de Van Thinh Phat Holdings Group y una de los principales accionistas del banco comercial vietnamita, ideó el fraude que formalizó solicitudes de préstamo falsas y utilizó empresas fantasma para desviar miles de millones del SCB en uno de los mayores casos de estafa empresarial de la historia. Lan orquestó el enorme desfalco a lo largo de una década, sobornando a funcionarios (incluido el pago de 5,2 millones de USD a un alto inspector del Banco Central) y controlando ilegalmente el banco comercial a través de cientos de empresas fantasma. La trama, que implicaba a altos funcionarios y más de mil filiales nacionales e internacionales, trajo a la memoria el escándalo del fondo 1Malasia Development Berhad (1MDB). La fiscalía pedía la pena capital, argumentando que este tipo de actividades fraudulentas debía «desterrarse para siempre», y el tribunal impuso el «castigo más severo» (cuando la pena de muerte es poco frecuente para delitos financieros en Vietnam). El funcionario del Banco Estatal de Vietnam que aceptó el soborno por pasar por alto actividades ilegales en el SCB fue condenado a cadena perpetua. Según las autoridades, la estafa deja más de 40.000 damnificados. Vietnam se ha convertido en un centro mundial de negocios y ha cortejado la inversión extranjera, posicionándose como una alternativa a China para empresas extranjeras que desean fabricar en Asia, pero casos como este pueden afectar a la disposición de esas empresas para hacer negocios o establecerse en el país.

Dimisión del Presidente en plena campaña anticorrupción

La dimisión de Vo Van Thuong sigue siendo la gran noticia de la semana. Los analistas políticos apuntan a conflictos internos en el partido y una posible lucha por el poder, mientras el Partido Comunista intenta mantener el control al tiempo que proyecta estabilidad. Considerando su impacto en la inversión extranjera, y habida cuenta de que la estabilidad ha sido recientemente un argumento de venta importante, esta noticia puede generar cierta volatilidad, pero no altera nuestra perspectiva favorable sobre el mercado bursátil vietnamita. A continuación se destacan algunos acontecimientos recientes que confirman nuestra postura.

Los bancos siguen cosechando beneficios a pesar de las noticias

Los bancos vietnamitas están arrasando en beneficios, incluso con un crecimiento neutral del crédito. SeABank registró un crecimiento de los beneficios antes de impuestos de casi el 41% interanual. VIB bank, cuyo objetivo de crecimiento de los beneficios antes de impuestos es del 13%-15%, tiene grandes planes de reparto de dividendo para 2024. ACB acaba de presentar sus resultados del primer trimestre, y se ha fijado un objetivo de crecimiento de los beneficios antes de impuestos para 2023 del 10%. HSBC Vietnam y Shinhan Bank Vietnam aumentaron también sus beneficios. En cuanto a las previsiones para 2024, el director del Departamento de Investigación de MB Securities estima que el crecimiento del crédito podría alcanzar en 2024 el objetivo del 14-15%, con expectativas de ser mejores tanto en el segmento de préstamos a empresas como en el de clientes particulares.

Tren de alta velocidad a China en 2030

Los trabajadores se preparan para iniciar la construcción de dos líneas ferroviarias de alta velocidad que enlazarán con China en 2030. En concreto, conectarán Hanói con las provincias fronterizas de Lao Cai y Lang Son, enlazando ahí con las redes ferroviarias chinas.

Acuerdos comerciales que impulsarán el crecimiento

Taiwán considera a Vietnam crucial para diversificar sus cadenas de suministro, en particular en los sectores de alta tecnología y servicios al consumidor. Vietnam y Tailandia están estudiando estrategias comerciales, y de visados para impulsar el turismo, por valor de casi 19.000 millones de USD. Los informes de esta semana también se refieren al estrechamiento de lazos con Laos, Arabia Saudí y Australia con miras a impulsar el desarrollo del comercio.

Un impulso sostenido en el ascenso de Vietnam

La transformación económica de Vietnam de industrias de baja tecnología a otras de alto valor añadido está llamando la atención, especialmente en los sectores del mueble y la electrónica. El país incluso ha superado a China como primer exportador de muebles a Estados Unidos, gracias a su destreza industrial y habilidad para evitar aranceles. Pero el rápido crecimiento va acompañado de retos, como el aumento de los costes asociados a la mano de obra y el suelo. Vietnam está orientándose hacia sectores más lucrativos, como el farmacéutico, de los que dependerá su futura capacidad exportadora.

El país se prepara para un cuarto auge de la inversión extranjera directa (IED), con inversiones en sectores de alta tecnología y desarrollo sostenible. La IED creció en 2023 un 32% (cuando el capital mundial sólo lo hizo un 3%) y alcanzó los 36.600 millones de USD. Tecnología, energías renovables, sanidad y sector inmobiliario encabezan las inversiones, mientras Vietnam procura mejorar el entorno de inversión y las infraestructuras. VietNam Association of Foreign Invested Enterprises (VAFIE) señaló que el país sigue siendo un destino atractivo para los flujos de IED, siendo más de 49.000 las empresas extranjeras que operan actualmente en él.

Por último, las aerolíneas vietnamitas se están abriendo a destinos internacionales, con vuelos directos desde Ho Chi Minh City a China, Alemania, Delhi y Turkmenistán.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

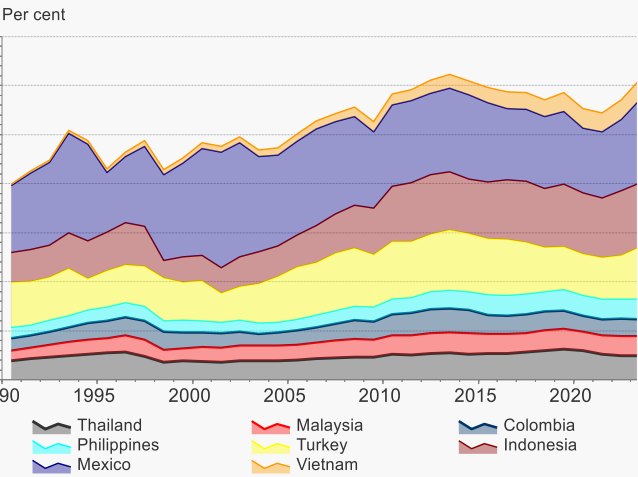
Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



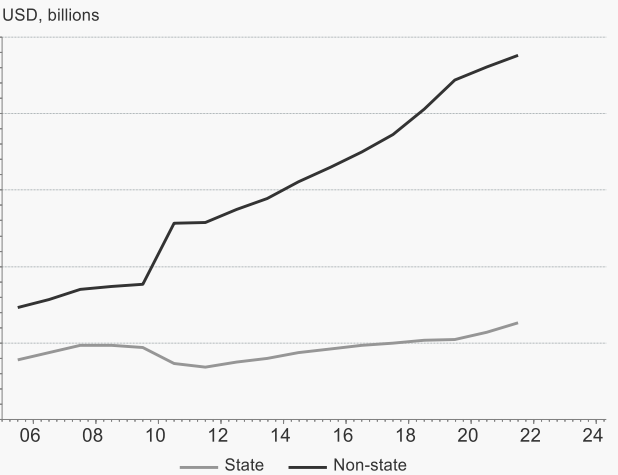
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Other EMs share of world GDP



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Vietnam GDP - State vs Private



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



ISRAEL

La situación se está complicando...

Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

Pese al aplastante fracaso del ataque con misiles con que Irán respondió al de Israel (el 99% fueron interceptados), el riesgo de conflagración regional pesó considerablemente más que todas las consecuencias económicas que conlleva. La guerra entra ya en su séptimo mes y en estos momentos no se vislumbra un final.

La prima de riesgo del país aumentó bruscamente tras el ataque con misiles, según quedó reflejado en el mercado de derivados sobre riesgos de incumplimiento crediticio (CDS). Estos eventos llegan en un mal momento (aunque ninguna guerra llega en buen momento), dado que se entiende que el efecto económico de abrir otro frente es más que considerable. Los datos presupuestarios de marzo muestran un déficit equivalente al 6,6% del PIB, que era el objetivo revisado para el conjunto del año. Esto obligará al Gobierno a practicar nuevos recortes y también, probablemente, a revisar al alza el objetivo de déficit presupuestario.

Otro golpe para el gobierno de Netanyahu fue la decisión de S&P de rebajar la calificación de la deuda soberana de AA- a A+, cambiando al mismo tiempo la perspectiva de estable a negativa. Los argumentos que justifican este cambio son similares a los que hemos venido comentando: el reciente recrudecimiento del conflicto entre Israel e Irán aumenta los riesgos geopolíticos y la agencia de rating considera que el déficit fiscal se ampliará al 8%. Tampoco cabe ignorar el reajuste que hizo el FMI en sus previsiones de crecimiento para la economía israelí este año, con una tasa de crecimiento prevista del 1,6%, inferior a la del Banco de Israel del 2%, y casi la mitad de la anterior proyección del FMI del 3,1%. Los mercados israelíes de capitales están muy «perturbados» por las consecuencias de estos acontecimientos, habiéndose configurando un entorno que previsiblemente pesará en los mercados hasta tanto no se aclare el panorama tanto en lo económico como en lo militar.

Renta fija

El mercado de renta fija reaccionó a los acontecimientos con bastante ímpetu, registrándose un aumento de los rendimientos a lo largo de toda la curva de tipos-plazos. El bono del Estado con vencimiento a 3 años pasó de un rendimiento del 4% a principios de mes al 4,4%, mientras que el bono a 10 años pasó del 4,43% a cerca del 4,9%. Sin embargo, y pese al fuerte aumento de los rendimientos, la pendiente de la curva no ha variado en absoluto. Esto significa que la relación rentabilidad-riesgo aún no es favorable para los vencimientos más largos, por lo que recomendamos permanecer en el extremo corto de la curva, es decir, posicionados en bonos cuyo vencimiento no supere los tres años.

El Banco Central de Israel mantuvo inalterado en su última reunión el tipo de interés de política en el 4,5%, decepcionando las expectativas del mercado de que instrumentaría una bajada de tipos de interés (un escenario que de hecho no era nuestro caso base). Su gobernador, Amir Yaron, indicó que el mayor nivel de incertidumbre exigía mantener el marco fiscal e insinuó que el tipo de interés de referencia no cambiaría en un futuro próximo. Yaron añadió que el Banco seguía previendo un tipo de interés del 3,75% para finales de 2024 y que, en caso de mejorar la situación de seguridad y estabilizarse el entorno de inflación, actuaría en consecuencia.

Los datos de inflación de marzo también parecen avalar la decisión de mantener sin cambio los tipos en un futuro próximo. El IPC subió en marzo el 0,6%, por encima de las expectativas del mercado de que lo haría un 0,5%. En términos interanuales, la inflación pasó del 2,5% en febrero al 2,7% en marzo. Los componentes que más subieron fueron vestido y calzado (+2 pp) y cultura y ocio (+1,5 pp), situándose en el otro extremo frutas y hortalizas frescas (-3 pp). La tasa de desempleo se mantuvo estable en el 3,3% en el primer trimestre de 2024, lo que indica que la actividad económica aguanta firme.

Renta variable

Los acontecimientos recientes han afectado lógicamente a las acciones. El índice Tel Aviv 125 cayó un 6,25% en el mes, prácticamente dando al traste con la rentabilidad acumulada desde principios de año. Todos los sectores registraron descensos en sus cotizaciones bursátiles, destacando negativamente las acciones bancarias (-8%) y el sector inmobiliario (-9%), mientras que el sector industrial registró un «ligero» descenso del 1,7%.

Reiteramos que el mercado bursátil israelí sigue cotizando a unos niveles de valoración que nos parecen atractivos en comparación con los de otros mercados desarrollados y en relación con sus múltiplos históricos medios de varios años. Pero la situación de seguridad hará muy difícil que el mercado se recupere pronto, y desde luego no lo hará mientras se mantenga la situación político-militar. Con todo, las empresas de defensa seguirán naturalmente suscitando el interés de los inversores, no sólo por la situación nacional, sino también ante el aumento de tensiones geopolíticas en el mundo, una circunstancia que obliga a numerosos países a incrementar significativamente su gasto en defensa.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

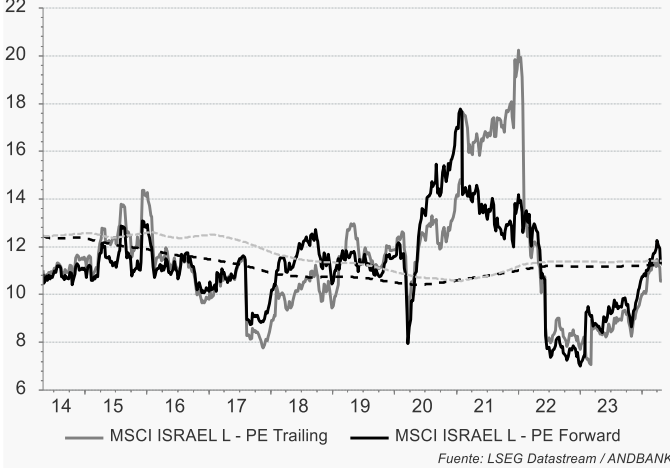
Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL

Deuda corporativa: NEUTRAL

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

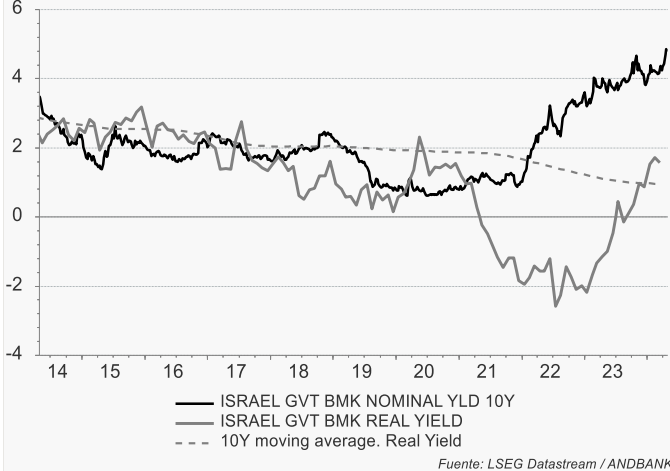
Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



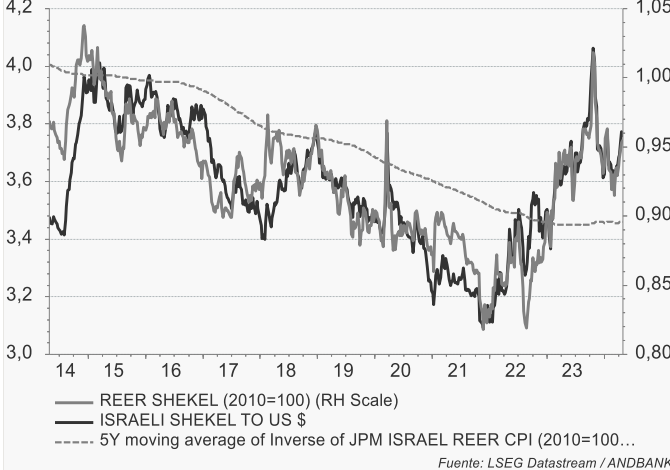
ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Israel Shekel

Spot & REER





BRASIL

Los fundamentos económicos del país son buenos, pero la política fiscal sigue suscitando preocupación

La inflación está controlada...

La economía brasileña registra una tendencia desinflacionista, con un aumento en marzo del índice oficial de precios al consumo (IPCA) de tan solo 0,16 pp, muy inferior a la mediana de previsiones. Con ello la inflación interanual se sitúa en el 3,93%, mostrando una ralentización que cabe atribuir a ajustes estacionales y al menor crecimiento de los precios de alimentos y carburantes. La Medida Provisional del Presidente Lula por la que se amplían los plazos para beneficiarse de las subvenciones al sector de energías renovables y los anticipos de Eletrobras podrían favorecer esta tendencia, así como acabar abaratando la factura de la electricidad en 2024 entre un 3,5% y 5%. No obstante, las buenas noticias, la persistente inflación en el sector servicios y la incertidumbre en los precios alimentarios dificultan alcanzar el objetivo del Banco central del 3,0%. Además, el diferencial entre los precios nacionales e internacionales de los carburantes está ampliándose, con los brasileños ya un 16% por debajo de los internacionales. Esta divergencia, sumada al encarecimiento del crudo Brent, apunta a que Petrobras podría verse obligada a elevar los precios de la gasolina, lo que repercutiría en la inflación de los próximos meses. El boyante mercado de trabajo brasileño, que superó las expectativas de los analistas, también podría influir en la dinámica de la inflación en los sectores intensivos en mano de obra y frenar la convergencia de la inflación. La inflación subyacente, que excluye los precios más volátiles, también siguió desacelerándose, lo que augura un entorno que facilitaría un ciclo de relajación monetaria gradual. Dicho esto, sigue con todo requiriendo atención la dinámica de la inflación subyacente en el sector servicios.

... pero se ignora hasta cuándo

En este entorno el Banco Central de Brasil (BCB) ha seguido bajando los tipos de interés, con otro recorte de medio punto porcentual en marzo que situó el tipo de referencia en 10,75%. La decisión validó las expectativas del mercado y confirmó las orientaciones previas del BCB. Sin embargo, ante las recientes señales de fortaleza de la actividad económica tanto en Brasil como en EE.UU., el comunicado dirigido a anclar las expectativas ha pasado de «dos recortes de igual magnitud» a «un movimiento de igual magnitud», lo que indica que el escenario se ha vuelto más dependiente de los datos. Este sutil cambio en la orientación al mercado otorga al BCB mayor flexibilidad para ajustar la relajación monetaria a la luz del entorno de inflación nacional y de todos los factores que recientemente han suscitado incertidumbre sobre la evolución global de las variables económicas.

La política fiscal sigue concitando la atención

Los mercados se vieron sorprendidos por un «pequeño cambio» en las reglas del marco fiscal. El *Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias* (PLDO) para 2025 detalla la estrategia fiscal del Gobierno para ese año. La propuesta que acaba de conocerse incluye una revisión del gasto y prevé ahorros por un total de 37.300 millones de reales hasta 2028. El PLDO prevé ahorros significativos, en particular en las prestaciones de la seguridad social (28.600 millones de reales de ahorro) y en el programa de seguro agrícola (Proagro). Con todo, la sorpresa estuvo en el objetivo de resultado presupuestario equilibrado (cero) en el saldo primario para 2025, cuando el objetivo anterior era de un superávit del 0,5%. Este nuevo enfoque fiscal, aparentemente menos conservador, podría responder a una postura económica más prudente. El saldo primario es el resultado de ingresos primarios totales de 2,86 billones de reales y de gastos por importe de 2,35 billones de reales el próximo año. La deuda pública bruta ascendería al 77,9% del PIB en 2025, previéndose su disminución a partir de 2028. Además de esta noticia, por lo que respecta a 2024, la Cámara Baja ha aprobado una enmienda que permite al Gobierno de Lula aumentar el gasto en 15.700 millones de reales este año. Esta medida, que elude la habitual evaluación de mayo y la sustituye por la de marzo, fue criticada por el mercado por cuanto podría erosionar la confianza en las perspectivas económicas de Brasil. La modificación se incorporó al texto de un proyecto de ley no relacionado, que el Tribunal Supremo ya había declarado inconstitucional en determinados contextos. Los fondos adicionales se destinan en parte a partidas finalistas que asignan los legisladores, lo que influirá en los próximos comicios municipales. El calendario de la enmienda es estratégico, ya que amplía el plazo para solicitar inclusiones en los presupuestos antes de junio, fecha límite tratándose de un año electoral.

La derecha cobra impulso de cara a las elecciones municipales

El último sondeo de opinión de *Quaest* muestra que los gobernadores de derechas de cuatro grandes estados están ganando popularidad y superan los índices de aprobación del Presidente Lula, lo que revela un posible realineamiento de la dinámica política: los gobiernos regionales obtienen mejor aprobación del público que la administración federal. También está cambiando la confianza en las perspectivas económicas, con un creciente pesimismo que tiene su reflejo en la menguante tasa de aprobación general de Lula. Esos gobernadores de la derecha, que tratan cada uno de atribuirse el legado político de Bolsonaro, buscan aprovechar sus mejores tasas de aprobación y las políticas de seguridad pública para posicionarse de cara a las presidenciales de 2026, en medio de la creciente preocupación de la ciudadanía por la delincuencia y la seguridad pública. Y hablando del movimiento de derechas en Brasil, acaba de ganar un notable valor: Elon Musk. Firme defensor de la libertad de expresión, Musk se ha alineado con el movimiento brasileño de extrema derecha al cuestionar el estatus democrático del país y amenazar con impugnar decisiones del Tribunal Supremo que afectan a X, su plataforma de medios sociales. Esto coincide con el gran interés de sus empresas por Brasil y su campaña general contra las normas en materia de desinformación. La tensión ha ido en aumento, llegando Musk a lanzar ataques contra el juez del Tribunal Supremo Alexandre de Moraes, quien ha estado tomando medidas contra la desinformación electoral. Esta situación ha generado un acalorado debate sobre el equilibrio entre libertad de expresión y *fake news*.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (dif. obj.: 700 pb; rend. obj.: 11,25%)

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

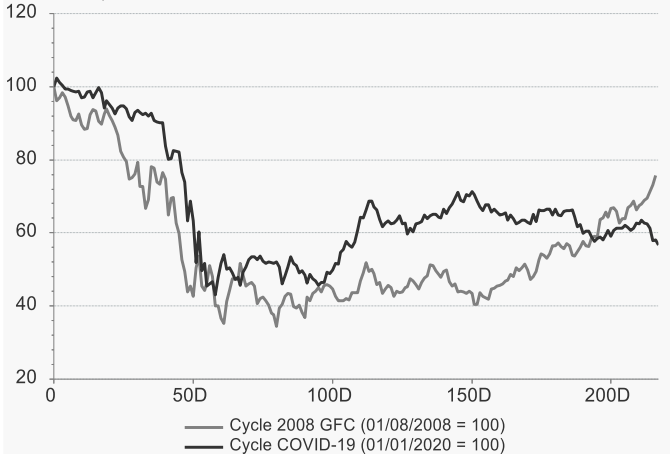
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

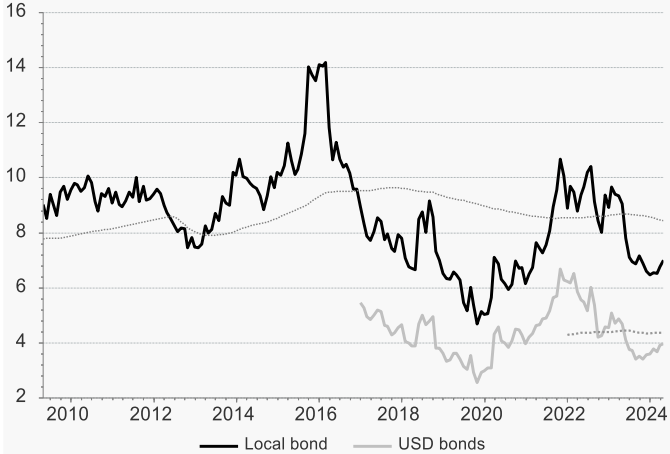
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



MÉXICO

Banxico recorta los tipos de interés, pero sus miembros difunden un mensaje de beligerancia frente a la inflación

Banco central

El Banco Central de México (Banxico) redujo su tipo de referencia 25 pb (de 11,25% a 11%), tal y como esperaba el consenso de los analistas, en una medida de política monetaria adoptada con cuatro votos favorables y uno en contra (4-1). Las expectativas del mercado antes de la reunión, medidas por los tipos a plazo (TIIE a 28 días), no descontaban el recorte, por lo que el tramo corto de la curva reaccionó inmediatamente al anunciarse la decisión. El banco central también ajustó ligeramente al alza sus expectativas de inflación para los trimestres siguientes, anticipando un nivel cercano al 4% para finales de este año.

Días después de la decisión, varios miembros del Comité de Política Monetaria declararon a los medios que ese recorte no debía interpretarse como el inicio de un ciclo de bajada de tipos. Jonathan Heath, subgobernador, indicó que el banco central probablemente sólo haría «ajustes finos» en los tipos de interés en el futuro, ya que la inflación obstinadamente alta requería mantenerlos elevados todavía durante un tiempo. Irene Espinosa, subgobernadora, señaló en la misma línea que era demasiado pronto para hablar de un ciclo de relajación prolongado.

Inflación y actividad

Algunos indicadores económicos correspondientes a febrero reflejaron una cierta ralentización interanual. La producción industrial cayó ligeramente, afectada por una caída de la construcción asociada a efectos de base desfavorables, quedando su crecimiento en el 3,3% interanual.

En marzo la inflación general ascendió al 4,42% interanual (+0,29 pp mensual), mientras que la subyacente pasó del 4,64% al 4,55% interanual, su nivel más bajo desde mayo de 2021. Estas cifras fueron inferiores a lo esperado por los analistas. Los principales factores en esta evolución fueron los precios de los servicios (+0,69 pp mensual, +5,37% interanual) y alimentos (+0,3 pp mensual, +5,01% interanual).

Situación política y política fiscal

Se ha publicado la revisión de los principales criterios de política económica para elaborar los Presupuestos de 2024. Destaca el aumento de los déficits públicos respecto a lo anunciado el pasado mes de septiembre, una dinámica esperada de las finanzas públicas que podría generar preocupación en las agencias de calificación crediticia. La previsión de crecimiento económico se mantuvo en +2,6%, en la parte alta del rango de previsiones de los analistas y por encima del +2,4% estimado por el FMI (que recientemente ajustó su previsión a la baja). Igualmente se ajustaron a la baja las expectativas de producción de crudo, que con todo siguen siendo altas comparadas con su evolución hasta la fecha. Por último, el nivel previsto de deuda sobre PIB se elevó hasta superar ligeramente el 50%.

Por otro lado, se acercan las elecciones presidenciales del 2 de junio. Según las encuestas de opinión, Claudia Sheinbaum, candidata oficialista, saca ventaja significativa a su inmediata rival, Xóchitl Gálvez, empresaria y actual senadora. Hasta el momento, la línea de las propuestas de campaña de Sheinbaum no se ha alejado de las políticas llevadas a cabo por el gobierno actual.

Mercados financieros

Renta variable. Mantenemos una perspectiva favorable sobre la exposición al mercado bursátil mexicano al comparar su nivel de valoración ajustado al ciclo con medidas históricas y su menor nivel de valoración con el de otros mercados de valores. Con todo, apuntamos varios factores que restarían atractivo a esta posición: posible recesión en EE.UU., deterioro de la situación fiscal y «ruido» político, y tipos de interés reales más elevados durante más tiempo. Nuestra cotización objetivo para el índice IPC al final de 2024 es de 58.800 puntos.

Renta fija y tipo de cambio. El cambio en las perspectivas monetarias indujo fuertes subidas de los tipos en pesos a lo largo de toda la curva de vencimientos, rozando el rendimiento del bono mexicano a 10 años denominado en pesos el 10%, lo que llevó a una ampliación del diferencial de rendimiento con el bono del Tesoro de EE.UU. hasta los 522 pb, por encima de su media del año (507 pb) y más cerca de nuestro objetivo (525 pb), que mantenemos por el momento. En cuanto al bono mexicano denominado en dólares, el diferencial aumentó a 165 pb, acercándose también al nivel que esperamos para los próximos 12 meses (175 pb).

La volatilidad del peso ha aumentado, habiéndose depreciado en las últimas semanas a medida que el dólar se fortalecía frente a la mayoría de las divisas. En lo que va de año su cambio se ha movido entre las 16,30 y, en las últimas semanas, 17 unidades por dólar. Mantenemos un cruce objetivo de 18,5 pesos por dólar de aquí a 12 meses.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): NEUTRAL

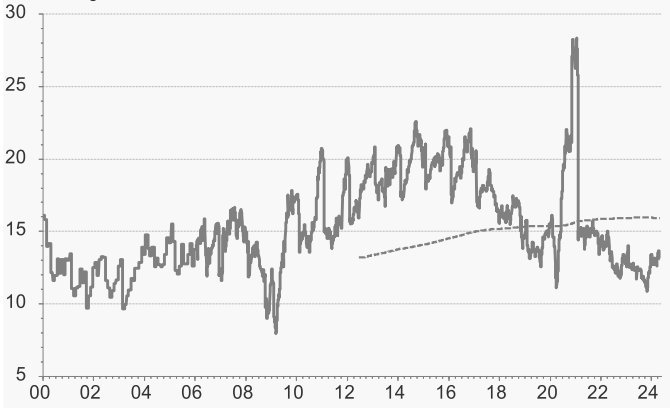
Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (diferencial obj.: 525 pb; rend. obj.: 9,5%)

Deuda soberana en USD: SOBREPONDERAR (diferencial obj.: 175 pb; rendimiento obj.: 6,0%)

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

Mexico MSCI Index price-to-earning

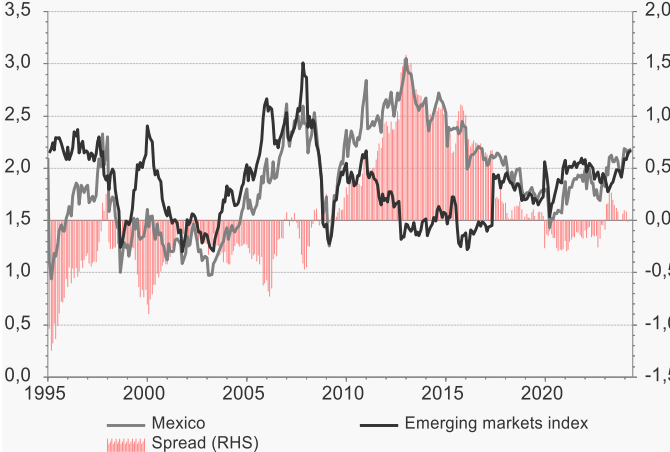
Trailing & Forward PE



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

La inflación sigue bajando al ralentizarse la actividad económica y aumentan las operaciones corporativas

Política: nuevo proyecto de Ley de bases más moderado

El Gobierno, tras semanas de negociaciones con gobernadores y bloques aliados, ha divulgado un borrador con la redacción modificada de la Ley de bases (Ley ómnibus) para su discusión en las comisiones del Congreso. La Ley de bases es la norma clave que el Gobierno promueve para llevar adelante las reformas que, a su entender, impulsarán el crecimiento del país. Cabe recordar que su versión anterior se retiró del Congreso cuando, en la Cámara de Diputados, tras ser aprobada en términos generales, sus distintos artículos comenzaron a ser rechazados en la votación en particular.

Una de las principales modificaciones es que la delegación de facultades y la declaración de emergencia pública se solicitan ahora por sólo un año, en lugar de los cuatro que establecía el proyecto anterior. La redacción modificada también reintroduce el tramo más bajo del impuesto sobre la renta (eliminado en las últimas semanas del Gobierno anterior en un intento por mejorar sus opciones en las elecciones), una moratoria para los activos no declarados (100.000 exentos y una penalización del 5% al 15% según el momento de registro) y cambios en el impuesto sobre bienes personales. El nuevo proyecto establece la posibilidad de privatizar parcial o íntegramente 18 empresas estatales (originalmente eran 40), entre ellas Aerolíneas Argentinas y Banco Nación.

El Gobierno también intenta incorporar a la Ley de bases, o tramitar como otra ley por separado, algunos artículos del Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) que suspendieron los tribunales. Entre ellos se cuentan aquellos que promueven la ampliación de tres a seis meses del periodo de prueba para nuevos empleados, la admisión de nuevas opciones de extinción de la relación laboral, la reducción de las multas por empleo no registrado al calcular las indemnizaciones por despido y la implantación de un sistema electrónico simplificado de registro de trabajadores. No está claro qué ocurrirá con los artículos relativos a las cuotas sindicales «solidarias», que fueron los más criticados por los sindicatos (en la actualidad, los empresarios están obligados a retener de los salarios de los trabajadores cuotas, comisiones o contribuciones por razón de pertenencia a asociaciones sindicales).

Empresas: el mercado de fusiones y adquisiciones comienza a reactivarse

En primer lugar, HSBC anunció la venta de su negocio en Argentina (banca, gestión de activos y seguros) al Grupo Galicia por 550 millones de USD. La operación se financiará con 275 millones de USD en efectivo y 200 millones de USD en acciones, y Galicia cancelará deuda emitida por HSBC Bank por importe de 75 millones de USD. HSBC tendrá que reconocer una pérdida de mil millones de USD tras esta operación, que forma parte de la estrategia global del banco de centrarse en el mercado asiático. También destacamos el proceso que realiza YPF para vender 55 áreas convencionales en seis provincias (proyecto Andes) para centrarse en la producción no convencional en Vaca Muerta. Con estas enajenaciones la compañía podrá reducir el coste de carga, con la idea de pasar de una composición actual de la producción mitad convencional, mitad no convencional a un objetivo de 80% no convencional y 20% convencional. Por último, la empresa de servicios financieros Consultatio (del magnate inmobiliario Eduardo Constantini) adquirió TPCG, una empresa dedicada a la negociación y gestión de activos.

Actividad económica

El Banco Mundial publicó su estimación de actividad económica para este año, que es de una caída del PIB del 2,8%. La mayoría de los datos publicados en los últimos meses reflejan esta contracción de la actividad, que no sorprende considerando las medidas del gobierno actual por reorganizar la economía. La producción industrial registró en febrero una caída del 0,7% (-9,9% interanual) y la construcción, del 2,6% (-24,6% interanual). Las matriculaciones de automóviles disminuyeron en marzo un 36,6% interanual (-30,2% en lo que va de año) y, las expediciones de cemento, un 43% interanual (-29,6% en lo que va de año). Dicho esto, hay que destacar también algunas partes de la economía en las que las noticias invitan al optimismo. Además de la buena cosecha prevista para este año, la minería aumentó en febrero (+13,4% interanual) y, con el desarrollo del petróleo y gas, en otro motor de la actividad económica.

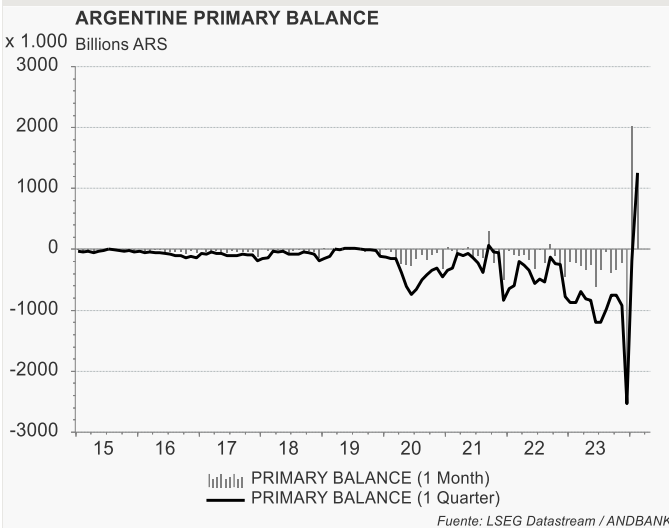
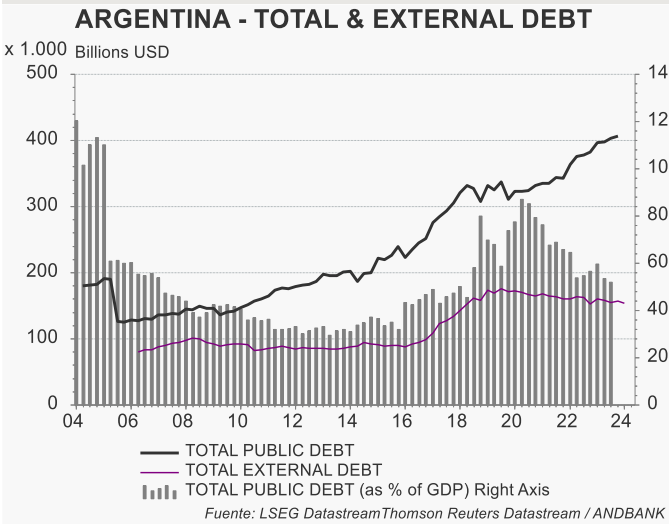
Inflación: los precios, de nuevo por debajo de las expectativas del mercado

El IPC aumentó un 11% en marzo (+287,9% interanual), con un dato que vuelve a situarse por debajo de las expectativas del mercado (+12,5%) y de la cifra del mes anterior (+13,2%). Lo más destacado es que la inflación subyacente se situó en +9,4% (frente al 13,2% de febrero) y que los precios regulados contribuyeron a elevar la tasa al subir un +18,1% (+21,1% mensual). Esto último era de esperar, por dos razones: primera, porque el Gobierno está ajustando las tarifas de los servicios para adaptarlas a los costes de su prestación y, segunda, porque el curso escolar arrancó en marzo, lo que provocó un aumento del +52,7% en los servicios relacionados con educación. El Gobierno aspira ahora a alcanzar en abril una inflación inferior al 10%.

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)

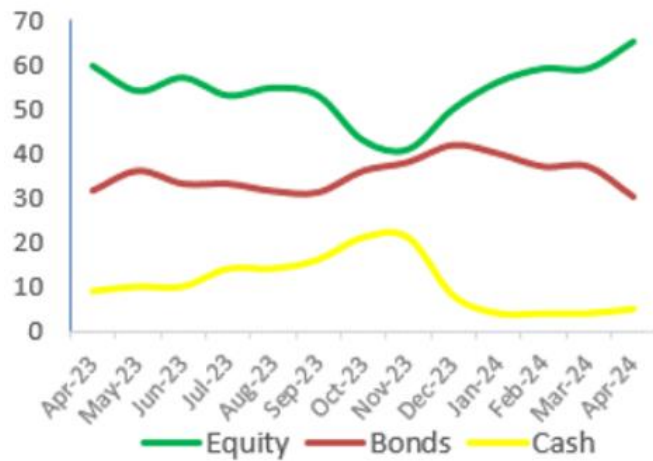


ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

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%	21,02	4,76%	0,14%	2,00%	21,00	4,76%	0,14%	5.116	5.112	-0,1%	MW-UW
Europe - Stoxx Eui	36,6	4,39%	13,81	7,24%	4,72%	5,00%	14,00	7,14%	4,62%	507	514	1,4%	OW
Spain IBEX 35	1.000,0	5,49%	11,02	9,08%	5,78%	5,70%	11,00	9,09%	5,79%	10.968	10.949	-0,2%	MW
Mexico IPC GRAL	4.486	10,18%	12,89	7,76%	-2,18%	-0,90%	13,00	7,69%	-2,24%	57.828	58.323	0,9%	MW
Brazil BOVESPA	15.489	12,03%	8,22	12,16%	0,55%	-1,10%	9,10	10,99%	-0,62%	127.352	140.952	10,7%	MW
Japan NIKKEI 225	1.758	25,56%	21,85	4,58%	3,71%	4,00%	24,00	4,17%	3,30%	38.406	42.180	9,8%	OW
China SSE Comp.	306,5	14,56%	10,13	9,87%	7,59%	4,80%	10,00	10,00%	7,72%	3.105	3.065	-1,3%	UW
China Shenzhen C	120,0	23,60%	14,38	6,95%	4,67%	1,25%	14,00	7,14%	4,86%	1.756	1.709	-2,7%	UW
India SENSEX	3.750	26,07%	20,45	4,89%	-2,31%	-2,00%	21,00	4,76%	-2,44%	74.840	76.866	2,7%	OW
Vietnam VN Index	123,3	30,47%	9,81	10,19%			11,00	9,09%		1.210	1.356	12,1%	OW
MSCI EM ASIA	43,4	22,32%	13,04	7,67%			13,50	7,41%		565	585	3,5%	OW

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.

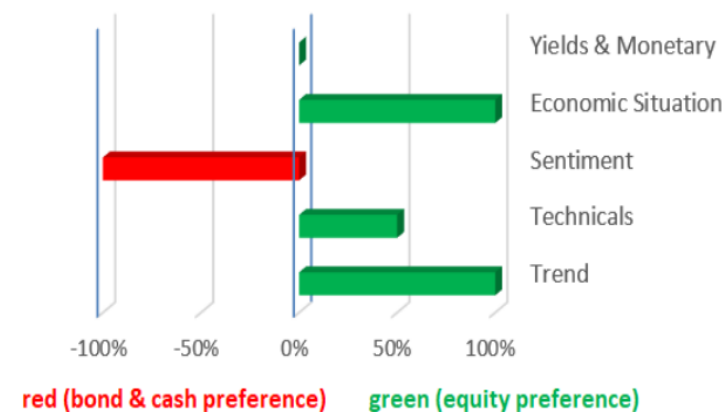
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



Asignación táctica de activos

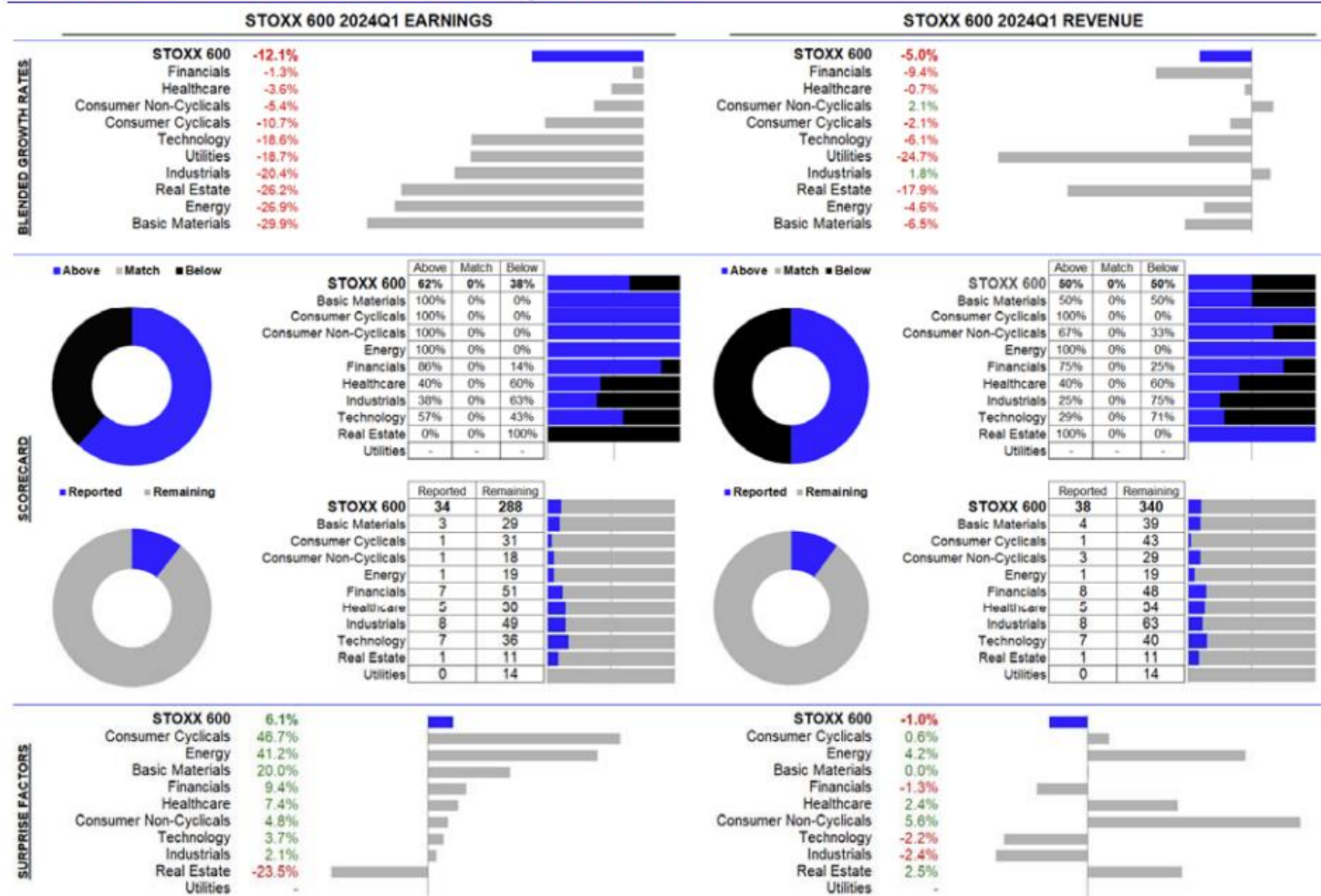
GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	67%	61,8%
Europe ex. U.K.	13%	12,5%
Emerging Markets	10%	10,7%
Japan	5%	5,5%
U.K.	2%	3,7%
Canada	2%	2,9%
Pacific ex. Japan	1%	2,9%

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



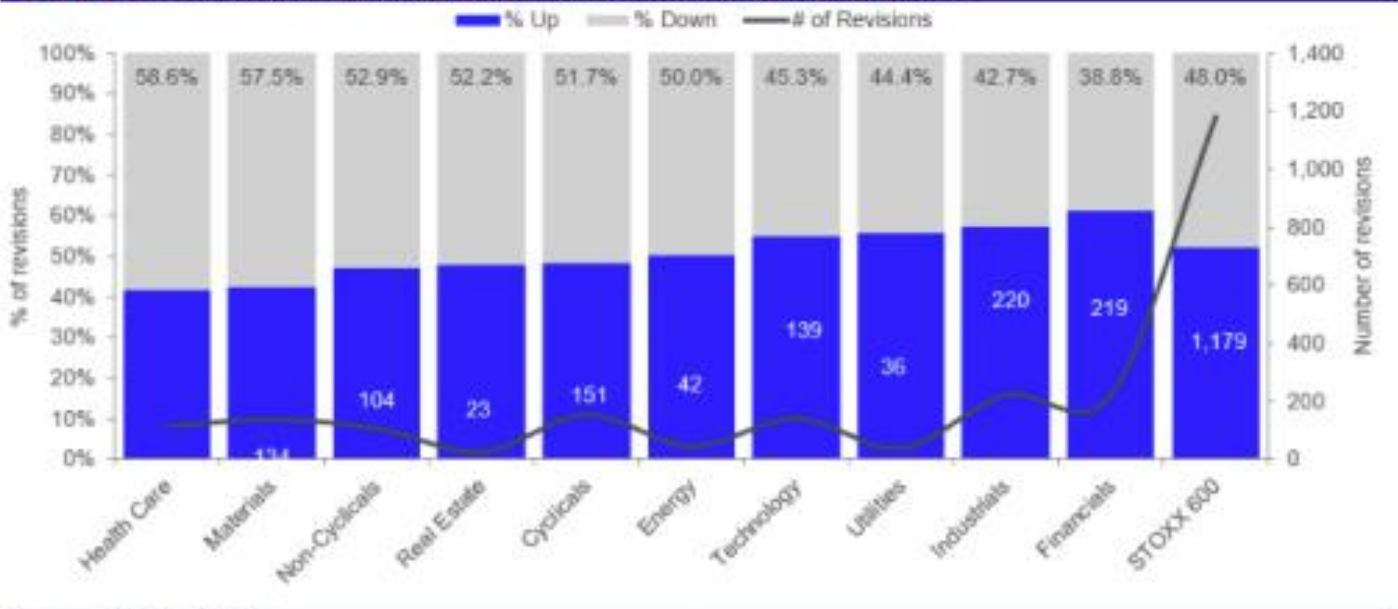
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q1 2024 Earnings Dashboard



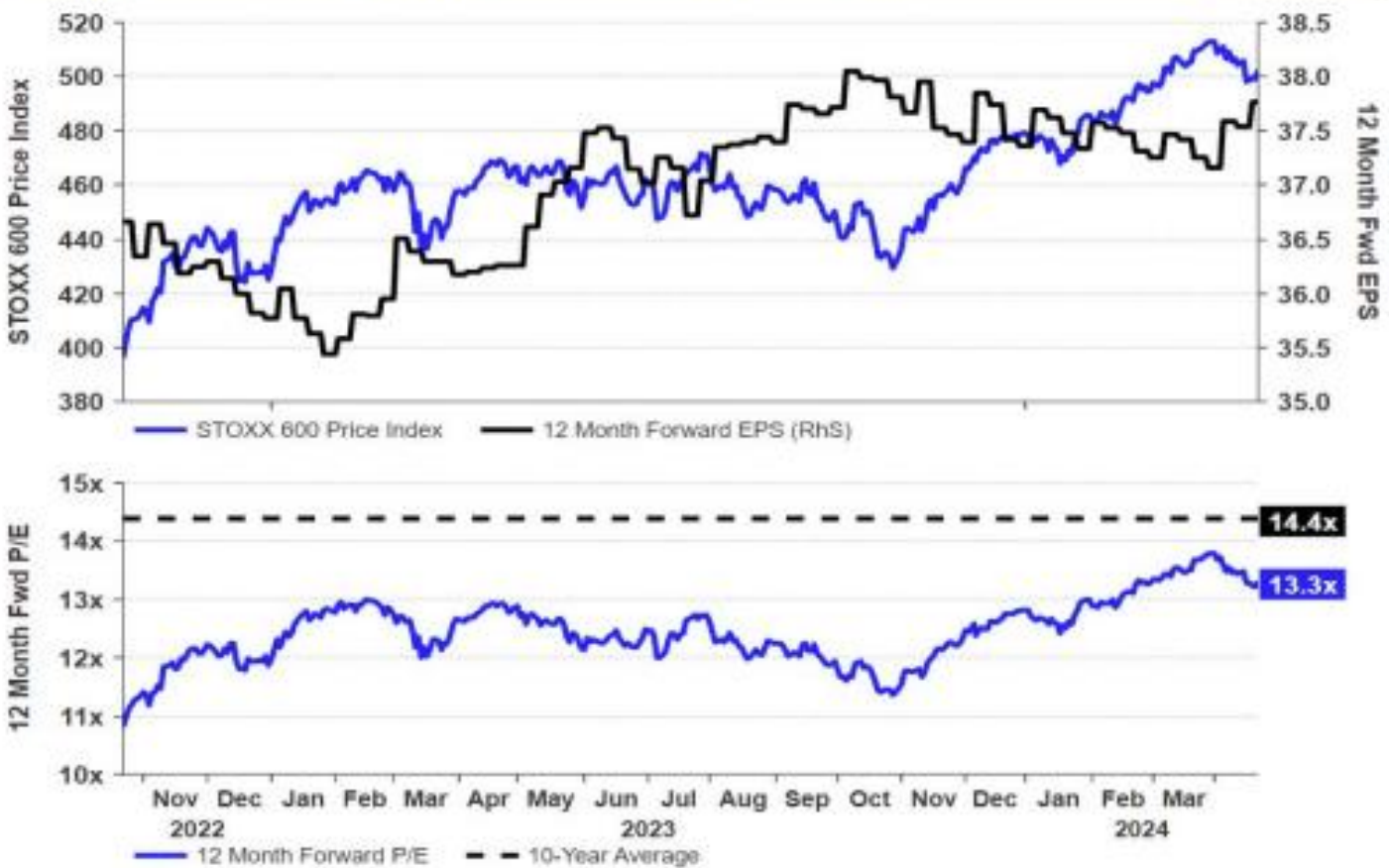
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

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

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

BLENDED GROWTH RATES

S&P 500	5.6%
Comm. Services	43.4%
Technology	22.7%
Consumer Discretionary	20.9%
Utilities	20.5%
Financials	10.5%
Industrials	6.3%
Real Estate	4.5%
Consumer Staples	2.4%
Materials	-21.8%
Energy	-24.1%
Health Care	-26.9%

S&P 500

3.8%	
Comm. Services	6.8%
Technology	7.3%
Consumer Discretionary	5.2%
Utilities	-3.3%
Financials	3.5%
Industrials	2.8%
Real Estate	6.6%
Consumer Staples	1.7%
Materials	-4.7%
Energy	-2.8%
Health Care	7.4%

SCORECARD

■ Above ■ Match ■ Below

	Above	Match	Below
S&P 500	78%	6%	16%
Consumer Discretionary	79%	4%	17%
Consumer Staples	87%	7%	7%
Energy	60%	20%	20%
Financials	71%	6%	24%
Health Care	100%	-	-
Industrials	72%	9%	19%
Materials	69%	8%	23%
Real Estate	75%	25%	-
Technology	88%	-	12%
Comm. Services	90%	-	10%
Utilities	57%	-	43%

S&P 500

■ Reported ■ Remaining

	Reported	Remaining
S&P 500	233	267
Consumer Discretionary	24	28
Consumer Staples	15	23
Energy	10	13
Financials	51	20
Health Care	26	38
Industrials	43	36
Materials	13	15
Real Estate	8	23
Technology	26	39
Comm. Services	10	9
Utilities	7	23

BLENDED GROWTH RATES

S&P 500	3.8%
Comm. Services	6.8%
Technology	7.3%
Consumer Discretionary	5.2%
Utilities	-3.3%
Financials	3.5%
Industrials	2.8%
Real Estate	6.6%
Consumer Staples	1.7%
Materials	-4.7%
Energy	-2.8%
Health Care	7.4%

S&P 500

60%	0%	40%	
Consumer Discretionary	54%	-	46%
Consumer Staples	73%	-	27%
Energy	70%	-	30%
Financials	61%	-	39%
Health Care	88%	-	12%
Industrials	44%	-	56%
Materials	62%	-	38%
Real Estate	63%	-	38%
Technology	65%	-	35%
Comm. Services	50%	-	50%
Utilities	14%	-	86%

SCORECARD

■ Reported ■ Remaining

	Reported	Remaining
S&P 500	233	267
Consumer Discretionary	24	28
Consumer Staples	15	23
Energy	10	13
Financials	51	20
Health Care	26	38
Industrials	43	36
Materials	13	15
Real Estate	8	23
Technology	26	39
Comm. Services	10	9
Utilities	7	23

S&P 500

9.5%	
Comm. Services	13.5%
Consumer Discretionary	11.6%
Health Care	11.2%
Industrials	10.6%
Financials	9.9%
Materials	9.9%
Consumer Staples	8.4%
Technology	7.2%
Utilities	7.2%
Real Estate	1.8%
Energy	0.8%

S&P 500

1.2%	
Comm. Services	0.6%
Consumer Discretionary	0.7%
Health Care	2.5%
Industrials	0.8%
Financials	1.9%
Materials	0.9%
Consumer Staples	0.2%
Technology	1.0%
Utilities	-7.8%
Real Estate	-0.6%
Energy	2.5%

	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
Revenue	15.1%	14.0%	13.6%	11.7%	5.8%	3.6%	0.5%	1.7%	3.7%	3.8%	4.1%	4.5%	5.2%	5.7%	5.9%	5.7%	5.4%
Net Income	30.1%	9.6%	5.9%	2.6%	-6.1%	-2.8%	-5.4%	4.4%	8.3%	3.6%	9.3%	7.2%	13.4%	16.1%	13.0%	11.7%	12.2%
Earnings	32.1%	11.4%	8.4%	4.4%	-3.2%	0.1%	-2.8%	7.5%	10.1%	5.6%	11.1%	8.8%	14.8%	16.7%	13.7%	12.7%	12.1%

Source: LSEG I/B/E/S



MATERIAS PRIMAS

Página 18

ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 75-95 USD/barril

Comprar por debajo de 75 USD; vender por encima de 95 USD.

El análisis mensual de la evolución del mercado energético respalda una postura alcista para el precio del crudo (10 factores alcistas y 4 bajistas)

(Factor alcista) – Los fondos que invierten en petróleo se vuelven alcistas al intensificarse el conflicto en Oriente Medio. Los inversores se muestran cada vez más optimistas sobre el petróleo, en un entorno en que Arabia Saudí y sus aliados de la OPEP+ limitan la producción, pese al aumento de la demanda, y en el que la guerra encubierta entre Israel e Irán se hace patente. En la semana de cambio de mes, fondos de cobertura y otros gestores de cartera compraron el equivalente a 37 millones de barriles a través de los seis contratos de futuros y opciones más importantes relacionados con el petróleo.

(Factor alcista) – Cuota de la OPEP. Según Reuters, el ministro de Petróleo de Kazajistán afirmó que su país compensará la reciente superación de su cuota de producción de petróleo en 130.000 barriles diarios (bpd).

(Factor alcista) – El nivel más bajo registrado. También según Reuters, las importaciones de crudo mexicano por EE.UU. marcaron un mínimo a principios de abril al reducir PEMEX, la empresa estatal de energía de México, las exportaciones para incrementar el suministro a sus propias refinerías. Según la Agencia de Información Energética (EIA) de Estados Unidos, las importaciones cayeron a 209.000 bpd en la semana que finalizó el 5 de abril. A efectos de comparación, las importaciones ascendieron en 2023 a una media de 733.000 bpd semanales y el anterior mínimo semanal, en la última semana de 2021, fue de 226.000 bpd.

(Factor alcista) – Vitol prevé un precio del petróleo en la horquilla de los 80-100 USD/barril, con buen crecimiento de la demanda en 2024. Russell Hardy, consejero delegado de Vitol, la mayor comercializadora de materias primas energéticas del mundo, señaló el martes en una conferencia que «el barril de petróleo cotizará en un rango de 80 a 100 dólares» y que «en 2024 la demanda mundial de petróleo se incrementará en 1,9 millones de barriles por día (Mbpd)».

(Factor alcista) – El impulso de la demanda de petróleo en India en el primer trimestre tendrá continuidad en el segundo. La demanda india de productos petrolíferos creció en el primer trimestre un 4,3% interanual, hasta los 5,3 Mbpd, con un fuerte aumento del consumo de gasolina, gasóleo y queroseno de aviación, una tendencia que probablemente se mantendrá en el segundo trimestre. La intensificación de la actividad electoral dará otro impulso a la demanda de energía en el trimestre y sostendrá el repunte iniciado a mediados de 2023 en la factura de importación de petróleo. En palabras de un analista de Mumbai: «La demanda india de petróleo previsiblemente aumentará en el trimestre comprendido entre abril y junio debido a la celebración escalonada de elecciones generales en abril y mayo».

(Factor alcista) – Las perturbaciones de oferta sacuden el mercado, aumentando la probabilidad de que el barril alcance los 100 USD. El petróleo superó hace unos días los 90 USD/barril con las tensiones militares entre Israel e Irán como detonante inmediato. Pero este repunte responde a razones más profundas, explicándose por perturbaciones de la oferta mundial que están intensificando el temor a que resurja la inflación impulsada por el encarecimiento de las materias primas. (1) La reciente decisión de México de recortar drásticamente las exportaciones de crudo está agravando la contracción mundial de la oferta, obligando a las refinerías estadounidenses a recurrir a más barriles nacionales. (2) Las sanciones estadounidenses que han bloqueado los fletes marítimos de crudo ruso podrían imponerse en un futuro próximo al petróleo venezolano. (3) Los ataques hutíes a petroleros en el Mar Rojo han generado retardos en el transporte de crudo. (4) El paso de buques por el Canal de Panamá sigue muy restringido y el hecho de que las dos principales infraestructuras de paso marítimo estén cerradas o limitadas alarga enormemente las rutas para todos los barcos y reduce la disponibilidad de buques, con la consiguiente amenaza de interrupción en la entrega de materias primas energéticas, y con ello, de potencial desabastecimiento. (5) A los problemas de Suez y Panamá hay que añadir ahora una posible interrupción del tránsito por el estrecho de Ormuz tras el ataque de Irán a un buque mercante, algo que podría crear problemas para el tránsito de los buques que utilizan los saudíes para suministrar sus productos energéticos. (6) Por último, y pese a todas estas circunstancias, la OPEP y sus aliados se atienen a sus recortes de producción.

(Factor alcista) – Las empresas energéticas estadounidenses reducen por tercera semana consecutiva el número de plataformas petrolíferas y de gas natural en funcionamiento, lo que no ocurría desde octubre. Tras haber cerrado una, esta cifra, un indicador adelantado de la producción futura, fue de 620 en la primera semana de abril, la más baja desde febrero. Según Baker Hughes, en estos momentos hay 131 plataformas menos (-17%) que hace un año.

(Factor alcista) – «La OPEP posiblemente encuentra satisfactorios los precios actuales del petróleo», aunque podría tener dificultad para mantenerlos. Según Reuters, la decisión de mantener inalterada la política de producción en la reunión de ministros de la OPEP+ no fue ninguna sorpresa, ya que el mercado mundial del crudo está casi exactamente donde el grupo quiere. El Comité Ministerial de la OPEP+ mantuvo el miércoles los objetivos de producción, si bien señaló que algunos países que habían bombeado en exceso se habían comprometido a mejorar su cumplimiento. Esto significa que los recortes voluntarios de producción de 2,2 Mbpd seguirán en vigor al menos hasta finales de junio, sumándose a los recortes actuales de 3,66 Mbpd acordados en 2022.

(Factor alcista) – Fuentes del sector indican que es poco probable que la OPEP introduzca cambios en su política de producción. Según indicaron a Reuters tres fuentes de la OPEP+, el Comité Ministerial de la OPEP+ no tiene visos de recomendar cambios en la política de producción de petróleo en próximas reuniones, tras la decisión que ya tomó de ampliar hasta junio los recortes voluntarios de producción.

(Factor alcista) – Previsiones de BofA. Según Reuters, BofA elevó sus previsiones para 2024 para Brent y WTI a 86 y 81 dólares por barril, respectivamente, al tiempo que esperaba que este verano se alcanzaría un máximo de 95 USD/barril.

(Factor bajista) – EE.UU. no intervendrá. El presidente Biden comunicó al primer ministro Netanyahu que EE.UU. no participaría en contraofensivas contra Irán.

(Factor bajista) – India-Rusia. Un funcionario del Tesoro estadounidense encargado de la política económica afirmó que Estados Unidos nunca intentaría que la India dejase de importar petróleo ruso: «a Washington le interesa que la energía siga fluyendo para evitar crisis de suministro causadas por la guerra en Ucrania».

(Factor bajista) – Las exportaciones de petróleo de Irán y Venezuela alcanzaron en marzo su mayor nivel desde principios de 2020. Las exportaciones de petróleo iraní ascendieron a 35.800 millones de USD entre marzo de 2023 y marzo de 2024, con China como principal comprador. Pese a la reimposición de sanciones estadounidenses a Teherán en 2018, las compras chinas de petróleo iraní han permitido a Irán mantener un superávit en la balanza comercial (excluidas exportaciones de petróleo, habría registrado un déficit comercial de 16.800 millones de USD). Por su parte, las exportaciones de petróleo venezolano alcanzaron en marzo su nivel más alto desde principios de 2020, ya que los clientes se apresuraron a cerrar contratos de compra en previsión de la expiración de una exención temporal de EE.UU. que ha permitido a Venezuela vender libremente su crudo. PDVSA indicó que estaba preparada para cualquier escenario, incluida la reimposición de sanciones petroleras totales cuando expirase la actual exención.

(Factor bajista) – Oleoducto Irak-Turquía: Irak reabrirá su propio oleoducto. Bagdad reabrirá a finales de mes un oleoducto que permitiría bombear 350.000 barriles diarios a Turquía. La reapertura del oleoducto Kirkuk-Ceyhan, cerrado desde hace una década, sería la alternativa a otro de la región del Kurdistan cerrado desde hace un año. Las compañías petroleras tendrían que negociar con el gobierno federal de Bagdad para vender petróleo a Turquía a través del oleoducto reactivado; esto podría contrariar a los kurdos, que dependen casi por completo de los ingresos derivados del petróleo. Quizás no de inmediato, pero cualquier nueva ruta de transporte de energía por oleoducto desde la región a Turquía, y potencialmente de ahí a Europa, es una buena señal: elimina el riesgo de falta de conexión energética con Europa, reduciendo con ello su vulnerabilidad energética, y el de una escasez que dispararía el precio de los combustibles.



MATERIAS PRIMAS

Página 19

METALES PRECIOSOS – ORO

Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 2.200-2.400 USD/onza

Comprar por debajo de 2.200 USD; vender por encima de 2.400 USD.

Factores positivos para el oro

En el marco de los cuatro cuadrantes el mejor escenario teórico para el oro es aquel que combina inflación con recesión («recesión inflacionista» o *estanflación*). El que ahora prevemos nos sitúa en uno en el que la inflación se combina con un ciclo expansivo («auge inflacionista»). Este escenario, aun no siendo el mejor para el metal áureo, no deja de resultar propicio como clase de activo, aunque su rentabilidad no debería superar con todo la de la renta variable. Huelga decir que el precio del oro también viene determinado por otros factores, como por ejemplo la decisión de los bancos centrales de Asia de ir desplazando al USD de sus reservas estratégica, un factor que actualmente favorece al oro.

El oro podría ser el mejor activo antifrágil en 2024. 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 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 se retirasen las medidas de QT, los bonos del Tesoro de EE.UU. recuperarían su papel de activo refugio y superarían en rentabilidad al oro. Para entonces cabe esperar que el oro pase a un segundo plano, aunque sólo una vez que haya finalizado la QT. Algo para lo que aún queda bastante trecho.

Factores negativos para el oro

El oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,23516 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 1.877 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 cayó a 85,06x, todavía por encima de su media de 20 años de 68,27 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 1.861 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio subió a 2,32x, por encima de su media de los últimos 20 años de 1,79x, 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 1.666 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente está en 27,55x, superando aún con creces su media de los últimos 20 años de 19,49x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 85 USD/barril (el valor medio de nuestra nueva horquilla de 75-95 USD/barril), y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.656 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

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 periodo 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 enfriarse 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? 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 periodo. Si esos mercados volviesen 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.

TIPOS DE CAMBIO
Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	32,62	19,12	32,6	-28,2	2,7	1,61
USD vs G10	36,29	18,65	36,3	-25,4	4,3	1,82
EM	3,67	-0,48	4,2	-0,8	2,1	1,18
EUR	-1,34	-5,56	23,4	-8,6	9,2	-1,13
JPY	-14,53	-3,88	0,6	-15,0	-8,5	-1,41
GBP	-2,04	-4,82	5,6	-6,5	-0,7	-0,45
CHF	-5,84	-2,80	0,2	-6,0	-2,5	-2,01
BRL	0,02	-0,16	1,0	-0,8	0,0	0,07
MXN	3,65	-0,32	4,3	-0,5	1,8	1,67
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-6,24	0,65	6,1	-7,0	-1,4	-1,34
CAD	-5,60	-1,89	6,1	-6,0	-0,4	-1,71

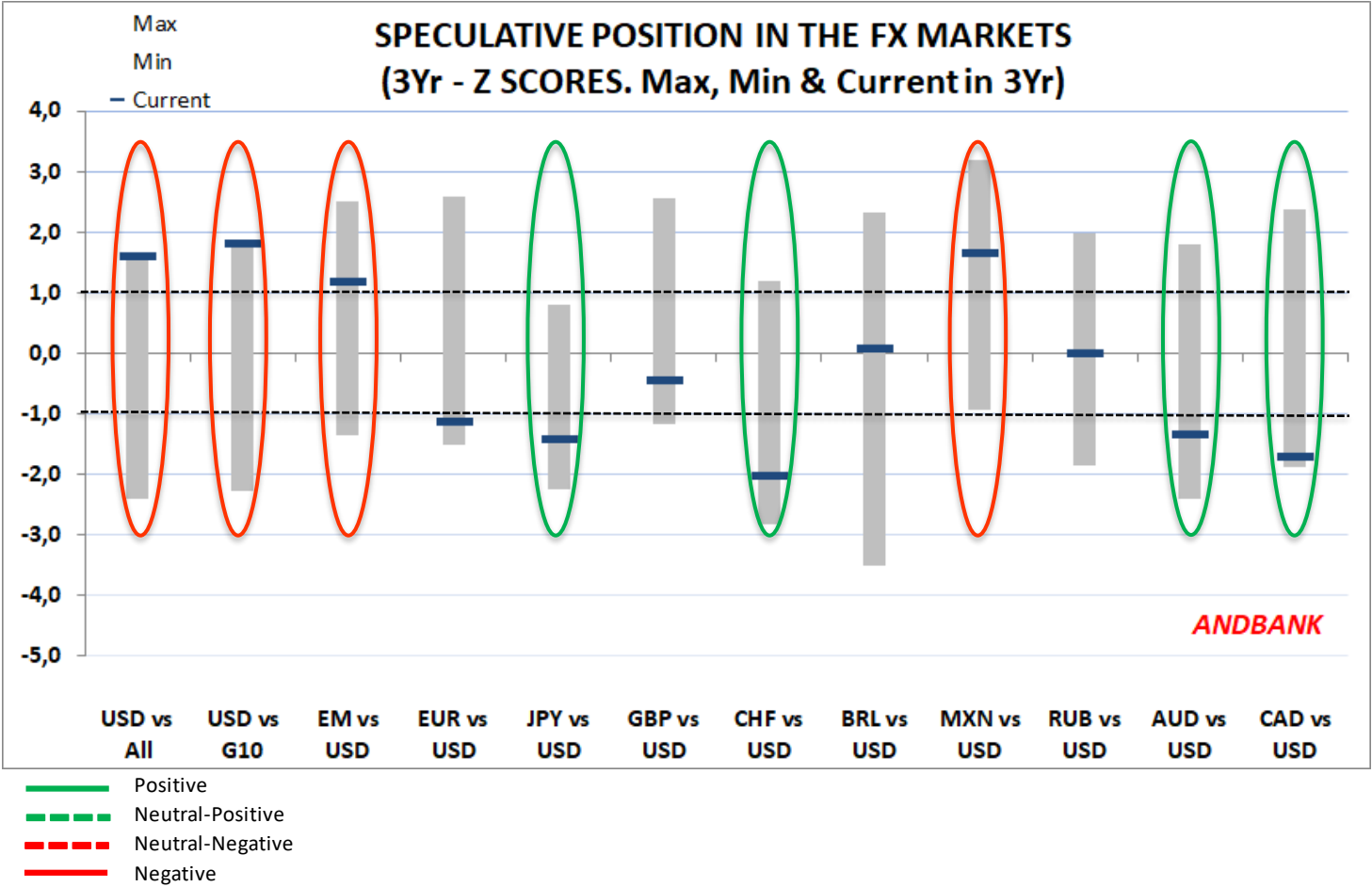
Positive

Neutral-Positive

Neutral-Negative

Negative

ANDBANK



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 30/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	-1,7%	7,3%	5.116	5.112	-0,1%
	Europe - Stoxx Europe 600	-0,4%	5,8%	507	514	1,4%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-1,0%	7,7%	511	534	4,5%
	SPAIN - IBEX 35	-0,1%	8,6%	10.969	10.949	-0,2%
	MEXICO - MXSE IPC	0,4%	0,8%	57.828	58.323	0,9%
	BRAZIL - BOVESPA	-0,2%	-5,1%	127.352	140.952	10,7%
	JAPAN - NIKKEI 225	-3,6%	14,8%	38.406	42.180	9,8%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	1,0%	4,4%	3.105	3.065	-1,3%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-1,3%	-4,4%	1.756	1.709	-2,7%
	INDIA - SENSEX	1,3%	3,6%	74.832	76.866	2,7%
	VIETNAM - VN Index	-6,0%	7,0%	1.210	1.356	12,1%
	MSCI EM ASIA (in USD)	0,2%	4,2%	565	585	3,5%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,8%	-4,8%	4,62	4,50	5,6%
	UK 10 year Gilt	-1,4%	-4,9%	4,29	4,50	2,6%
	German 10 year BUND	-0,7%	1,1%	2,52	2,50	2,7%
	Japanese 10 year Govie	-0,9%	-3,5%	0,86	1,00	-0,2%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,1%	-1,6%	3,30	3,50	1,7%
	Italy - 10yr Gov bond	0,1%	0,1%	3,82	4,10	1,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,2%	-2,2%	3,14	3,10	3,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,3%	-3,8%	2,90	2,90	2,9%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,3%	-1,9%	3,38	4,25	-3,6%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	1,6%	56,55	75	3,9%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,0%	2,1%	320,84	450	3,2%
	Credit USD IG - CDX IG	0,4%	2,1%	54,26	75	5,5%
	Credit USD HY - CDX HY	0,5%	3,5%	339,64	450	5,7%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,3%	-12,7%	26,18	25,00	35,6%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,9%	-12,8%	14,38	25,00	-70,6%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-3,5%	-3,7%	7,17	6,00	16,5%
	India - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	2,2%	7,20	6,50	12,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-3,7%	-4,2%	6,75	5,75	14,8%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,2%	2,28	1,75	6,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	-0,7%	3,97	3,25	9,7%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-1,8%	0,1%	2,75	1,75	10,8%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-2,0%	-4,9%	3,41	3,40	3,5%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-1,4%	-2,6%	3,54	3,50	3,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-1,7%	-3,4%	1,65	2,65	-6,4%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-3,4%	-5,6%	9,94	9,75	11,4%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,1%	-3,3%	6,18	6,25	5,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,9%	-7,5%	11,61	11,50	12,5%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-1,7%	-4,1%	6,66	7,00	3,9%
Commodities	Oil (WTI)	-3,1%	15,2%	82,6	80,00	-3,1%
	GOLD	1,7%	12,5%	2.319,8	2.100	-9,5%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,6%	-3,0%	1,070	1,05	-1,9%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,4%	-1,6%	1,25	1,29	2,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,2%	-1,5%	0,85	0,81	-4,6%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,5%	8,4%	0,91	0,87	-4,7%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	5,2%	0,98	0,91	-6,5%
	USDJPY (price of 1 USD)	3,5%	11,2%	156,87	140,00	-10,8%
	EURJPY (price of 1 EUR)	2,8%	7,8%	167,82	147,00	-12,4%
	USDMXN (price of 1 USD)	2,8%	0,4%	17,02	18,50	8,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	2,2%	-2,6%	18,21	19,43	6,7%
	USDBRL (price of 1 USD)	1,2%	5,5%	5,12	5,00	-2,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,6%	2,3%	5,48	5,25	-4,2%
	USDARS (price of 1 USD)	2,2%	8,4%	876,50	1.000	14,1%
	USDINR (price of 1 USD)	0,2%	0,4%	83,51	82	-1,4%
	CNY (price of 1 USD)	0,2%	2,1%	7,24	7,50	3,5%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 22

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.