

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Abril de 2023

## Análisis corporativo

Abril de 2023



**Alex Fusté**

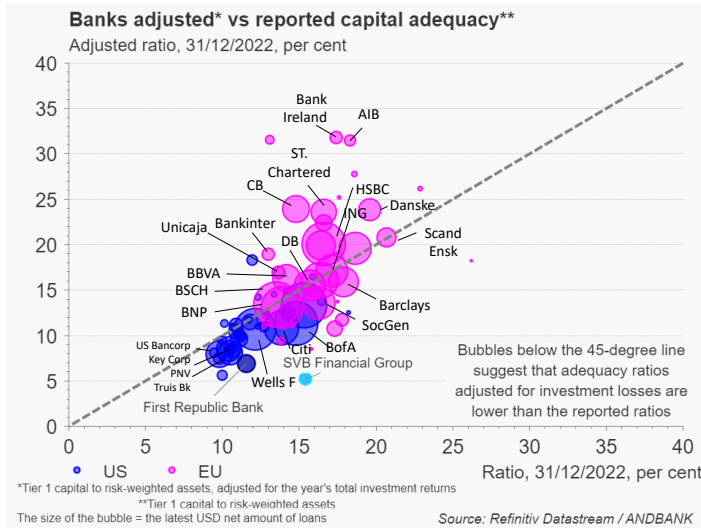
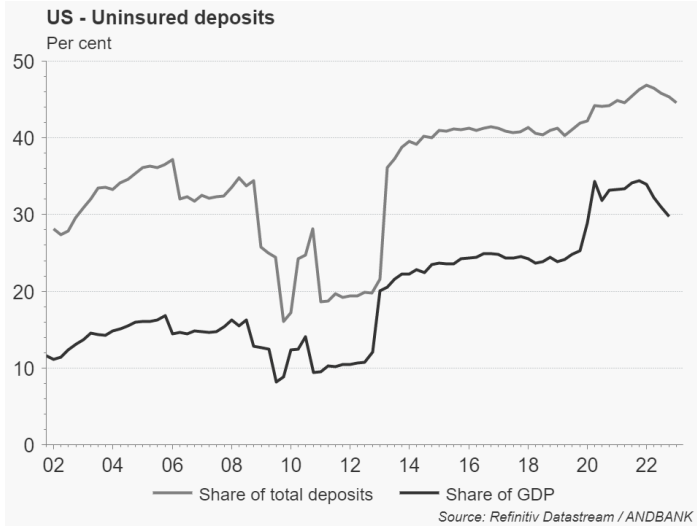
Economista Jefe Global

+34 673 041 058

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

# RESUMEN EJECUTIVO

## GRÁFICO DEL MES



## RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	3.971	3.267	-17,7%	UW-MW	4.247
Europe - Stoxx Europe 600	448	390	-13,0%	UW-MW	468
Euro Zone - Euro Stoxx	446	372	-16,7%	UW-MW	446
Spain IBEX 35	9.025	8.933	-1,0%	MW-OW	9.826
Mexico IPC GRAL	53.209	59.066	11,0%	OW	64.972
Brazil BOVESPA	101.185	106.896	5,6%	MW	117.586
Japan NIKKEI 225	27.884	29.367	5,3%	OW	32.304
China SSE Comp.	3.240	2.993	-7,6%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	2.103	1.980	-5,9%	UW	2.178
India SENSEX	57.960	68.564	18,3%	OW	75.420
Vietnam VN Index	1.056	1.258	19,1%	OW	1.384
MSCI EM ASIA	526	588	11,7%	OW	647

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

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	3,4%	3,57	4,00	0,1%
Core countries	UK 10 year Gilt	2,6%	3,45	3,75	1,0%
	German 10 year BUND	2,8%	2,28	2,50	0,5%
	Japanese 10 year Govie	0,9%	0,31	0,75	-3,2%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	3,4%	3,32	3,50	1,9%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	5,6%	4,13	4,50	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	4,1%	3,13	3,50	0,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	3,7%	2,70	3,00	0,3%
	Greece - 10yr Gov bond	4,8%	4,11	5,00	-3,0%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,5%	97,65	100	3,9%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,0%	484,47	550	5,9%
	Credit USD IG - CDX IG	1,3%	83,12	100	5,5%
	Credit USD HY - CDX HY	1,8%	503,58	600	7,3%

## RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)	
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,9%	10,78	11,75	3,0%	
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	3,3%	10,26	14,00	-19,7%	
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	3,0%	6,75	6,25	10,7%	
Asia (Local currency)	India - 10yr Gov bond (local)	1,8%	7,31	7,00	9,8%	
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	6,2%	6,24	7,50	-3,8%	
	China - 10yr Gov bond (local)	0,6%	2,85	2,75	3,7%	
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	3,97	4,00	3,7%	
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	3,0%	2,13	3,50	-8,8%	
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	2,4%	2,86	4,00	-6,2%	
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	4,4%	3,20	4,50	-7,2%	
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,1%	1,19	2,25	-7,3%	
	Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,7%	8,96	9,00	8,6%
	Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,4%	5,71	6,00	3,4%
Brazil - 10yr Govie (Loc)		1,7%	12,89	13,50	8,0%	
Brazil - 10yr Govie (USD)		3,7%	6,22	7,00	0,0%	

## MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Commodities	Oil (WTI)	-8,8%	73,2	87,50	19,5%
	GOLD	8,2%	1.973,7	2.200	11,5%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,3%	1,084	1,050	-3,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	2,0%	1,23	1,22	-1,1%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,7%	0,88	0,86	-2,0%
	USDCHE (price of 1 USD)	-0,5%	0,92	0,97	5,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,8%	1,00	1,02	2,1%
	USDJPY (price of 1 USD)	-0,2%	130,86	120,00	-8,3%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,2%	141,92	126,00	-11,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	-6,4%	18,23	20,00	9,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-5,2%	19,75	21,00	6,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-2,3%	5,17	5,25	1,6%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,0%	5,60	5,51	-1,6%
	USDARS (price of 1 USD)	17,6%	207,82	370,00	78,0%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,7%	82,17	84,00	2,2%
	CNY (price of 1 USD)	-0,3%	6,87	7,50	9,1%





COYUNTURA MACROECONÓMICA

# SECTOR BANCARIO INTERNACIONAL

La solvencia del sector bancario europeo ha mejorado significativamente durante la última década, mitigando posibles efectos de contagio.

Atendiendo primero a los grandes bancos de la zona euro (cuyos activos totales equivalen al 80% del PIB de la región), el sector está en la actualidad mucho mejor que en 2015 gracias a una regulación y supervisión mejores y más coherentes. La tasa de morosidad se redujo al situarse los préstamos dudosos (NPL) por debajo del 3% de la cartera de inversión crediticia (tras superar el 7%), al tiempo que el ratio de capital ordinario de Nivel 1 (CET1) promedio se incrementó en más de 2 puntos porcentuales ( rondando ahora, por recursos propios, el nivel de sus homólogos estadounidenses). La liquidez también mejoró, elevándose el ratio de (cobertura de) liquidez (LCR) del 125% en 2015 al 150% en 2022, muy por encima del mínimo regulatorio del 100%. Con todo, los grandes bancos estadounidenses suelen ser más rentables, con una rentabilidad sobre recursos propios (RoE) 3 puntos porcentuales superior a la de los europeos. Algo que se refleja también en la cotización bursátil: la relación precio-valor contable (PBR) de la banca es consistentemente mayor en EE.UU. Al ampliar el universo muestral para incluir bancos más pequeños, la robustez de la banca europea tiende a ser mayor.

**Sin embargo, los bancos europeos siguen muy expuestos al riesgo-país, creando un nexo peligroso**

Los bancos europeos tienen en su balance un volumen importante de bonos nacionales, debido también a la necesidad de disponer de activos líquidos. El nexo entre la banca comercial y el emisor soberano plantea serios riesgos para la estabilidad financiera y apenas se ha abordado, más que parcialmente, en los últimos años (no se ha producido una reducción sustancial en las carteras de deuda nacional).

**Mecanismo de extinción de incendios en Europa: la zona euro ha reforzado su marco de supervisión y resolución bancaria, pero no su esquema de depósitos regionales. En principio, estos mecanismos de supervisión y resolución deberían ser suficientes para gestionar episodios específicos de estrés en alguna entidad.**

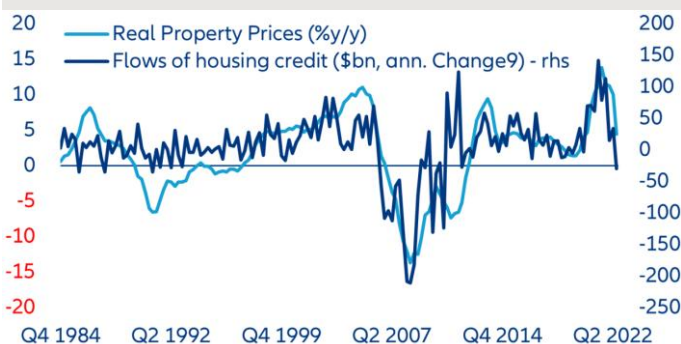
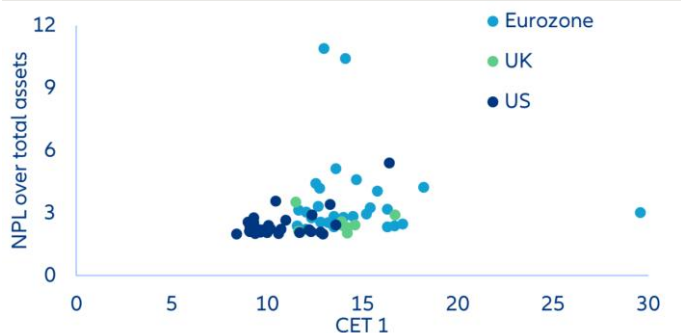
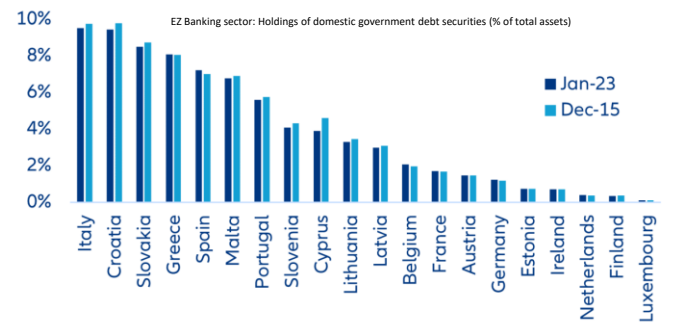
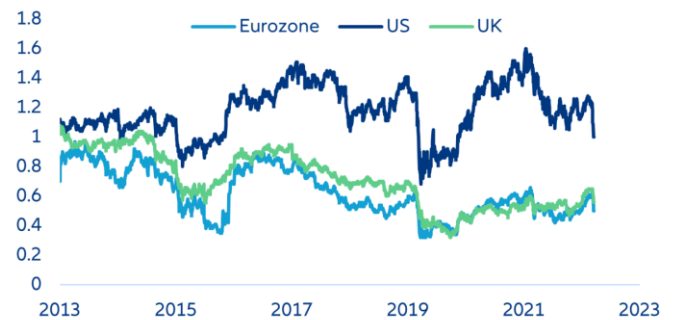
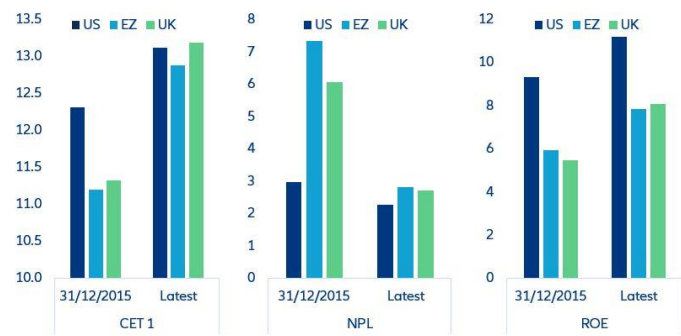
La gran crisis financiera (GCF) mundial de 2008 y la posterior crisis de deuda soberana en Europa dieron lugar a la **Unión Bancaria (UB)** europea, diseñada como un conjunto de reglas comunes para generar una mayor resiliencia. En la actualidad la UB se apoya en dos pilares: el **Mecanismo Único de Supervisión (SSM/MUS)** y el **Mecanismo Único de Resolución (SRM/MUR)**. El **MUS**, formado por el BCE y las autoridades nacionales de supervisión, es esencialmente un sistema de supervisión bancaria coherente y común. El **MUR** lo componen la Junta Única de Resolución y las autoridades nacionales de resolución, y proporciona herramientas para resolver de una manera ordenada bancos en quiebra y proteger a los contribuyentes de los países participantes de la UE del coste asociado a los rescates externos (*bail-out*). Otro elemento importante es el **Fondo Único de Resolución (SRF/FUR)**, integrado en el MUR, es un fondo de emergencia del que sólo se dispondría tras haber agotado todas las demás posibilidades, entendiéndose la recapitalización interna (*bail-in*). A través del FUR es la propia industria financiera la que asegura la estabilización del sistema financiero, no los contribuyentes. Los bancos están legalmente obligados a realizar una aportación anual a dicho fondo; el FUR, que tenía 66.000 millones de EUR al cierre de 2022, deberá alcanzar a finales de 2023 al menos el 1% del monto de los depósitos garantizados de las entidades de crédito de la UB. La reforma del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM/MEDE) creó un mecanismo de respaldo común (**common backstop**), otro instrumento que mejora la capacidad de la UB para gestionar la quiebra de bancos. Este fondo de emergencia adicional, que iguala en tamaño al FUR utilizando dinero público, refuerza la confianza en el sistema. El respaldo funciona de la siguiente manera: en caso de que se agotase el FUR, el MEDE prestaría al FUR los fondos necesarios para financiar la resolución. El MEDE opera como último recurso al conceder una línea de crédito renovable, estableciéndose el tope nominal para los préstamos del MEDE en 68.000 millones de EUR. El FUR deberá devolver el préstamo del MEDE en un plazo de tres años con dinero de la aportación de los bancos (con una posible prórroga hasta cinco años). De este modo, a medio plazo, los préstamos del MEDE serían fiscalmente neutrales. No obstante, aún está pendiente el tercer pilar de la UB, el **Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS/SEGD)**, que proporcionaría una cobertura del aseguramiento de depósitos mayor y más uniforme que la prestada por los sistemas nacionales de garantía de depósitos. Una condición previa es la reducción sustancial de la exposición de los bancos nacionales a la deuda soberana nacional, rompiendo círculos viciosos entre la banca y el emisor soberano.

**Consecuencias de las quiebras de bancos estadounidenses: lo más probable es que la quiebra de cuatro bancos regionales reduzca la oferta de crédito y refuerza nuestra opinión de que la economía de EE.UU. enfilará una recesión en el 4Q 2023.**

La última encuesta de opinión (correspondiente al cuarto trimestre de 2022) a directores de crédito puso de manifiesto un marcado endurecimiento de los criterios de concesión de crédito en todos los tipos de productos. En el mercado de la vivienda, la contención en los nuevos préstamos hipotecarios apunta a un deterioro del crecimiento de los precios inmobiliarios, lo que probablemente minorará el gasto de consumo de los hogares. Los bancos estadounidenses, con miras a conservar capital y disponer de colchones de liquidez, previsiblemente endurecerán aún más los requisitos para conceder crédito.

La ampliación del descalce de plazos de SVB fue a más en un contexto de agresivo crecimiento del balance. Los reguladores en EE.UU. parecen preferir extinguir incendios a prevenirlos, y estas importantes deficiencias regulatorias acabaron convirtiéndose en negligencia ante la deficiente gestión de riesgos de SVB y otras entidades. El deterioro del valor de los activos bancarios hace considerablemente más vulnerable al sistema bancario estadounidense ante pánicos bancarios por parte de los depositantes no asegurados, y los bancos se volverán aún más precavidos. SVB estaba lejos de ser entre los bancos estadounidenses el peor capitalizado o tener las mayores pérdidas no reconocidas. Sólo con que la mitad de los depositantes no asegurados decidiera retirar sus fondos, los depositantes asegurados de casi 190 bancos estarían en riesgo de sufrir una merma patrimonial.

La quiebra de SVB augura crecientes fricciones en el sistema financiero. En EE.UU., la tiritá (discrecional) actual sobre la protección integral de los depositantes ha reforzado la confianza, pero también entrañaría restricciones fiscales si los mercados pusieran a prueba más bancos. **Credit Suisse era uno de los principales operadores de la Fed, y los acontecimientos revelan que persiste el riesgo de un contagio en toda regla.**





# EE.UU.

## El colapso de bancos regionales redirige la atención de la inflación al sector financiero y la actividad económica

### La Reserva Federal y el colapso de SVB

Las expectativas del mercado sobre el tipo *terminal* de la Fed han sido muy cambiantes en las últimas semanas. Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, declaró el 8 de marzo, en comparecencia ante el Congreso, que «los datos económicos han resultado ser mejores de lo esperado, lo que apunta a que el nivel final de los tipos de interés probablemente será más alto de lo anticipado», y añadió que «si todos los datos indicaran la conveniencia de acelerar el endurecimiento monetario, estaríamos dispuestos a aumentar el ritmo de las subidas de tipos». Antes de su declaración se había conocido otro informe del mercado laboral con cifras bien firmes. Ambos elementos generaron expectativas de tipos de interés más altos, y durante más tiempo, de lo que antes se esperaba. Por esas fechas, el escenario base para la decisión de la Fed de marzo pasó a ser de un aumento de 50 pb, lo que situaría el tipo *terminal* en el 5,7%.

Entonces se produjo el colapso de Silicon Valley Bank (SVB), el decimosexto banco de EE.UU. por activos. Se trató de la segunda mayor quiebra bancaria en la historia de EE.UU., solo por detrás de la de Washington Mutual en 2008. Una retirada gradual de depósitos, en su mayoría por parte de empresas de reciente creación que necesitaban liquidez para continuar operando en un entorno de menor disponibilidad de financiación a través de capital-riesgo, se convirtió en un pánico bancario en toda regla, cuyo desencadenante fue el anuncio de recapitalización del banco tras haber vendido a pérdidas un volumen importante de bonos del Tesoro y MBS para afrontar los problemas de liquidez que padecía. Si bien aún es demasiado pronto para conocer todos los detalles, está claro que hubo fallos serios en su gestión de riesgos, en particular del riesgo de duración de la cartera, y que su colchón de liquidez para atender las retiradas de depósitos era limitado. Aunque todavía se observa un efecto de contagio sobre otros bancos regionales con un perfil de riesgo similar, siendo el First Republic Bank el más problemático, la sangría habría sido mayor sin la intervención del gobierno (FDIC, Fed y Tesoro). La FDIC creó el National Bank of Santa Clara para proteger a los depositantes asegurados, al tiempo que la Reserva Federal creó un programa de préstamo de emergencia para proporcionar liquidez a bancos que la necesitaran. Como resultado de la intervención, el balance de la Fed se amplió en casi 400.000 millones de USD en dos semanas.

La Fed subió finalmente los tipos 25 pb. En la conferencia de política monetaria Powell sostuvo que los problemas del sector bancario se limitaban a unas pocas instituciones, enfatizando que el sistema financiero en su conjunto era «sólido y resistente». La previsión mediana para este año de los miembros del FOMC es de un alza de tipos adicional. El mercado cotiza ahora la posibilidad de que ya estemos en el nivel del tipo *terminal* o muy cerca del mismo, apostando a que a partir de la reunión de junio el banco central invertirá pronto la marcha y comenzará a reducir los tipos de interés. La atención se desplazó entonces de la inflación a las eventuales consecuencias de las dificultades del sector financiero para la actividad económica. El mercado también empezó a prestar más atención a las palabras de Janet Yellen, Secretaria del Tesoro, quien primero afirmó que el gobierno no estaba considerando ampliar las garantías de la FDIC a todos los depósitos bancarios para, al día siguiente, añadir que el Tesoro estaría dispuesto a adoptar medidas adicionales en caso de ser necesario.

### Inflación y actividad económica

Las cifras del IPC general estuvieron en línea con lo esperado, con un aumento de la inflación de 0,4 pp en el mes (+6% interanual). El IPC subyacente, sin variación en el mes, creció con todo un 5,5% interanual. El coste de alojamiento y vivienda, con una subida de 0,8 pp (+8,1% interanual), mantiene el IPC en niveles altos, si bien los analistas esperan que se desacelere a lo largo del año. Antes se mencionó que tuvimos otro buen informe de empleo en marzo. En efecto, la tasa de desempleo subió al 3,6%, frente al 3,4% previsto, pero principalmente se debió al aumento de la población activa. Se crearon 311.000 puestos de trabajo y los salarios aumentaron solo un 0,2% en el mes, por debajo de lo esperado, una señal alentadora para la Reserva Federal. Seguimos muy atentos al mercado inmobiliario, cuyos precios registraron la primera caída anual desde 2012 (-0,2% interanual) y ahora se sitúan un 12,3% por debajo del máximo de junio de 2022. La compraventa de vivienda de segunda mano, tras encadenar caídas 12 meses, aumentó un 14,5% en el mes, pese a lo cual continúa un 22% por debajo del nivel del año pasado.

### Mercados financieros

**Bonos del Tesoro y deuda corporativa.** Tras brindar la oportunidad de volver a aumentar la duración, el rendimiento del bono estadounidense a 10 años pasó del 4% a principios de marzo al 3,4% actual. Al mismo tiempo se ha elevado la pendiente de la curva de tipos-plazos, con el diferencial de rendimiento entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años pasando de -100 pb a -40 pb. Los diferenciales crediticios en las categorías de grado de inversión (IG) y de alto rendimiento (HY) aumentaron 20 pb y 100 pb, respectivamente, pero aún se hallan en niveles bajos y no se aprecia particular inquietud en materia de riesgo crediticio.

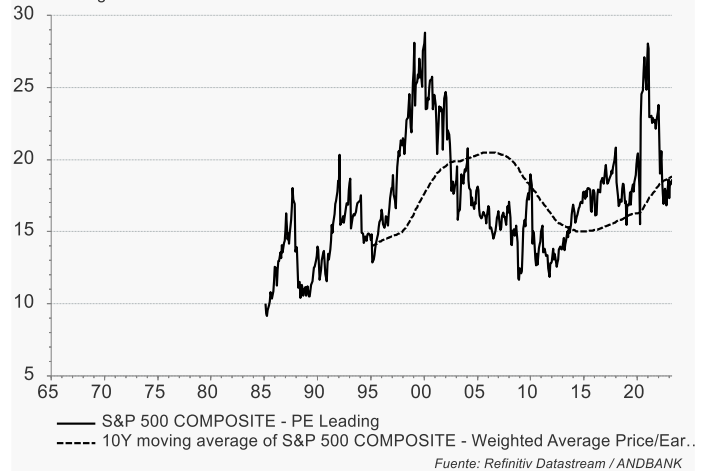
**Renta variable.** Después de haber flaqueado en febrero esta clase de activo se ha comportado favorablemente en las últimas semanas. Las empresas de *crecimiento* siguen destacándose sobre el resto, como hicieron en enero, y acumulan una revalorización del +16,1% en lo que va de año (medida por el índice Nasdaq 100), mientras que las de *valor* no han levantado cabeza (-4%) en el mismo periodo (índice Russell 1000 Value), siendo el sector financiero el principal lastre (-9,89%). Nos atenemos a nuestra recomendación de mantener una cartera equilibrada entre empresas de *valor/cíclicas* y de *crecimiento de calidad*.

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

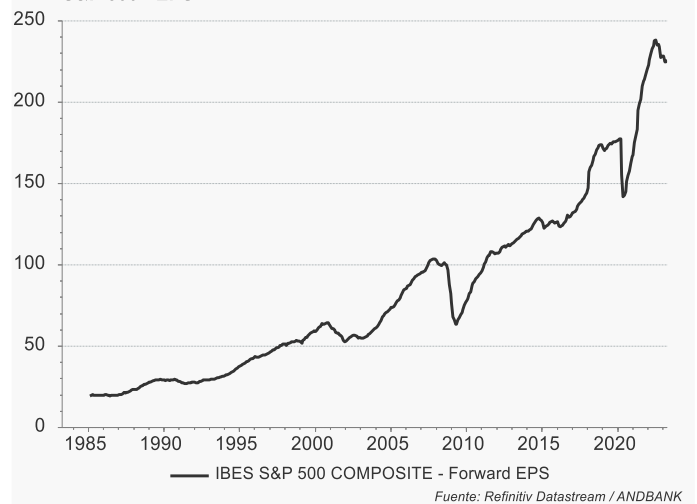
Renta variable (S&P): INFRAPONDERAR-NEUTRAL  
Deuda soberana: (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 4%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 100 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 600 pb)  
Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

US price-to-earning ratio

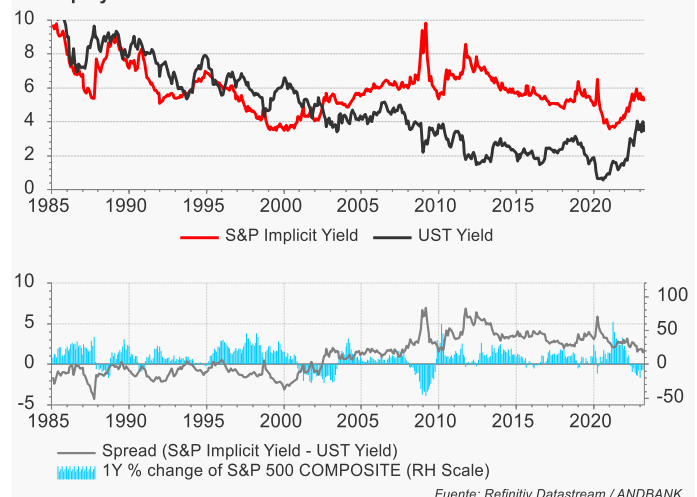
Trailing & Forward PE



S&P 500 - EPS



Equity Yield & UST Yield





## EUROPA

### Pese a la caída de Credit Suisse, los bancos afrontan en mejores condiciones las disrupciones del mercado

#### Las nuevas previsiones se apoyan en supuestos desfasados

Las últimas estimaciones del BCE podrían ser efímeras al no incorporar la reciente inestabilidad financiera. Suponen un escenario base de menor inflación general, pero con mayores presiones en los precios subyacentes (4,6% interanual en 2023, 2,5% interanual en 2024 y 2,2% interanual para 2025). Las previsiones de crecimiento del PIB, por su parte, han mejorado para 2023, bien que en detrimento de lo previsto para 2024-2025, reflejando más optimismo que el consenso de analistas. Si este nuevo marco económico se mantuviera, el escenario de inflación plantearía un reto al BCE.

Los datos de actividad y de encuestas recientes pusieron de manifiesto un mercado laboral sólido y mayores plazos de entrega de pedidos. En cuanto a la confianza, no obstante la recuperación de la opinión de consumidores y del sector servicios, las cosas podrían empeorar rápidamente, como sucedió con el último dato de confianza de la economía alemana (ZEW). La inflación, como se esperaba, se ha resistido a bajar, con presiones en aumento en los precios subyacentes. A partir de marzo deberíamos asistir a una notable desaceleración de las cifras de inflación armonizada (IPCA), aunque con persistencia de las presiones subyacentes.

#### En plena inestabilidad financiera, ¿qué cabe esperar del BCE?

La reunión de política monetaria del BCE de marzo se concretó en el aumento de tipos esperado y anunciado previamente (+50 pb), justificado por la inflación y el respaldo del banco central suizo (SNB) a Credit Suisse (CS). No se examinaron otras opciones y la decisión se adoptó por amplia mayoría. Los instrumentos de liquidez son más adecuados para abordar la inestabilidad financiera y el BCE ha mostrado voluntad de actuar de ser necesario, como reflejan las medidas coordinadas con otros bancos centrales tras la venta forzada de CS.

En cambio, la decisión sobre tipos de la reunión de mayo no está definida: el BCE ha reforzado su dependencia de los datos y no adquiere compromiso alguno. Los mercados cotizan ahora menos de 25 pb en esa reunión y las estimaciones del tipo *terminal* se han revisado a la baja hasta rondar el 3,3%. Tras el rescate de CS quienes sostenían una postura más restrictiva (*halcones*) parecen más flexibles y han aparecido algunas posiciones moderadas (*palomas*). Pese a su determinación en combatir la inflación, si persistiera la inestabilidad el BCE bien podría optar por menores subidas (+25 pb) o por hacer una pausa. El proceso de transmisión de la política monetaria que comienza a observarse en el canal de crédito (mayor coste de endeudamiento, menor demanda de crédito, requisitos más exigentes de cesión) irá a más al afectar el endurecimiento de las condiciones financieras al préstamo bancario, que sigue constituyendo el grueso de la financiación a largo plazo de las empresas de la zona euro. Si las tensiones cediesen las subidas de tipos se reanudarían, ya que la inflación sigue en niveles altos y con rigidez a la baja. En lo que respecta a la inflación, hay «más camino que recorrer», en palabras de Lagarde. Esperamos nuevas subidas de tipos, pero su trayectoria futura se ha vuelto más incierta y el proceso podría ralentizarse.

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

**Deuda pública.** Se ha producido un cambio radical y repentino en las expectativas de tipos de los bancos centrales y la cobertura de posiciones cortas ha contribuido al repunte de los precios de los bonos. Las grandes incertidumbres sobre el sector financiero y las expectativas de tipos oficiales del BCE afectan a las estimaciones de rendimiento de los bonos. En el caso de que la confianza se estabilizara y la incertidumbre no fuera a más mantendríamos el escenario de estabilización de los tipos de interés para el verano (alrededor del 3,5%) y un rendimiento objetivo para el Bund del 2,5%. Advirtéase, con todo, que episodios comparables de tensiones financieras muestran que las intervenciones de política pueden estabilizar la confianza, pero necesitan tiempo para producir un cambio duradero.

**Deuda corporativa.** Tras el buen arranque de 2023, lo sucedido con CS y los bancos regionales estadounidenses ha devuelto la volatilidad e incertidumbre a los mercados. Aun así, la deuda empresarial europea ha demostrado bastante aguante: los diferenciales tanto de IG como de HY, pese a ampliarse, son similares a los de principios de año. Con la excepción de CS, los balances de los bancos europeos son mucho más robustos que los de sus pares regionales de EE.UU. Los bancos en Europa tienen ratios de cobertura de liquidez (LCR) del 179% (frente a ratios del 100% en EE.UU.), con un 60% de los depósitos cubiertos (con saldos menores y más diversificados) y valoración a precios de mercado de los instrumentos de deuda. Creemos que el sector sufrirá en el futuro próximo y que, si bien los efectos positivos de la subida de tipos deberían seguir viéndose, a partir de ahora serán menos apreciables y tendrán un mayor coste. Mantenemos una actitud de prudencia en el corto plazo, aguardando a que la situación se estabilice y se digieran los últimos acontecimientos. Esto significa que nuestra preferencia sería invertir, por este orden, en bonos sénior de duración corta-media, en deuda IG y, por último y con carácter más residual, en deuda HY, buscando identificar empresas con capacidad de generar caja y balances saneados.

**Renta variable.** El mercado europeo sigue sin estar caro (tampoco barato), con mejores previsiones de beneficios; pero, tras el recorrido al alza de los últimos tres meses, adoptamos una posición defensiva que de momento mantenemos, con una cierta reducción en los valores más cíclicos. Seguimos atentos a la evolución de las cotizaciones en las próximas semanas con miras a considerar la conveniencia de adoptar un posicionamiento más agresivo.

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

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,5%; comprar a 3%)

- Países periféricos: NEUTRAL (IT 4,5%; ES 3,5%; PT 3,5%; IR 3%); INFRAPONDERAR (GR 5%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (dif. objetivo: 100 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (dif. objetivo: 550 pb)

Tipo de cambio (EUR/USD): a 1,00 o inferior, comprar EUR; a partir de 1,10, vender EUR.

Euro area & EU price-to-earnings

Ratio - Forward



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

STOXX 600 - EPS

1Y % Change



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Euro STOXX banks Index



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK





COYUNTURA MACROECONÓMICA

# CHINA

## Xi Jinping refuerza el control sobre el PCC. Siguen aumentando peligrosamente las tensiones con EE.UU.

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

El presidente Xi reforzó su control sobre el gobierno y la economía con la mayor renovación del Partido Comunista Chino (PCC) en años, estableciendo potentes comités para supervisar todo, desde los mercados financieros hasta la estabilidad social. Las autoridades del banco central chino (PBoC) afirmaron que «China reducirá el número de entidades de alto riesgo para prevenir mejor riesgos financieros sistémicos». El PBoC también se comprometió a gestionar el ritmo de concesión de crédito y garantizar su crecimiento a tasas razonables. La reorganización incluye crear dos organismos financieros separados: uno que asumirá el control del comité de estabilidad financiera, antes dependiente del Consejo de Estado, y otro que supervisará los ámbitos de la ciencia y la tecnología.

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

El tipo preferencial de préstamo (LPR) del PBoC a un año se mantuvo en 3,65% y, a 5 años, en 4,30%. El de la facilidad de préstamo a medio plazo (MLF) también quedó inalterado la semana pasada, optando el PBoC por un aumento superior al esperado para facilitar la liquidez. Según Reuters, la necesidad de relajación monetaria disminuyó después de que el PBoC recortase inesperadamente el coeficiente de reservas mínimas obligatorias (RRR) en 25 pb. Algunos economistas aún consideran posible que los tipos preferentes disminuyan este año como medida para respaldar el préstamo y afianzar la confianza inversora.

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

Las acciones de China que cotizan en EE.UU. perdieron todo lo ganado en el año al quedar en nada el repunte impulsado por la reapertura de su economía, con unos beneficios escasos y sin medidas de política que las incentive. El interés inversor vuelve a centrarse en las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos y China y en el control del Estado sobre la empresa privada después de que las acciones chinas protagonizaran una de las operativas más concurridas de los *hedge funds* a principios de año.

China paraliza la autorización de recibos de depósito internacionales (GDR), lo que amenaza el auge de la venta de acciones en Europa y representa una potencial amenaza para una lucrativa serie de admisiones a cotización en Bolsas europeas. Quienes formulan las políticas temen que una oleada de emisiones de GDR en Zúrich pueda generar una significativa presión bajista en los mercados de valores de China.

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

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

### Economía, fiscalidad y REITS

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

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

### Sector empresarial

Evergrande prepara un acuerdo de reestructuración de deuda para finales de marzo tras haber obtenido el apoyo inicial de un grupo de acreedores importantes, quienes esperan que la reestructuración se haga efectiva el 1 de octubre.

La cotización de Baidu se afianzó tras compartir los usuarios su experiencia con el *chatbot* Ernie; con ello se recuperó de las fuertes pérdidas del día anterior, cuando su lanzamiento tuvo una tibia acogida. Según Baidu, más de 75.000 usuarios corporativos solicitaron probar una API de Ernie desarrollada por Baidu Cloud. Los analistas de Citi consideran que, sin ser perfecto, Ernie respondía a la mayoría de preguntas «complicadas o absurdas» que se le formulaban.

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

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

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

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

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR  
Renta variable (Shenzhen): INFRAPONDERAR  
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,75%)  
Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China - 10Y Government Bond Real Yield



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

USDCNY exchange rate



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# JAPÓN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

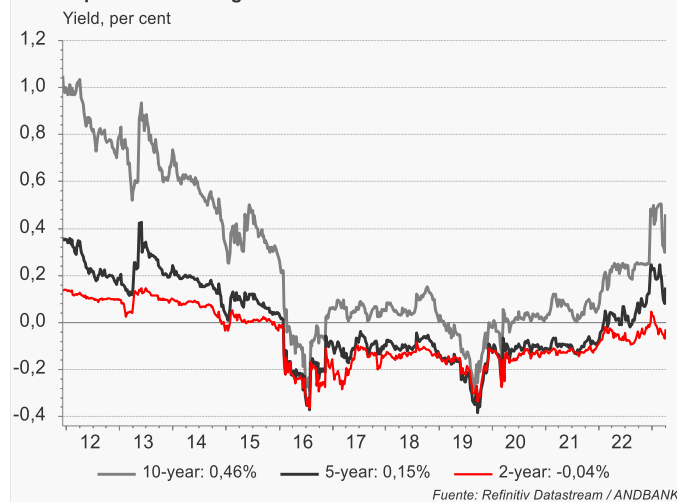
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 0,75%)

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

Japan Nikkei 225 price / earnings



Japan benchmark government bonds



Japan real narrow EER





# INDIA

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

### Perspectivas macroeconómicas favorables

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

### Perspectivas del mercado de valores indio

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

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

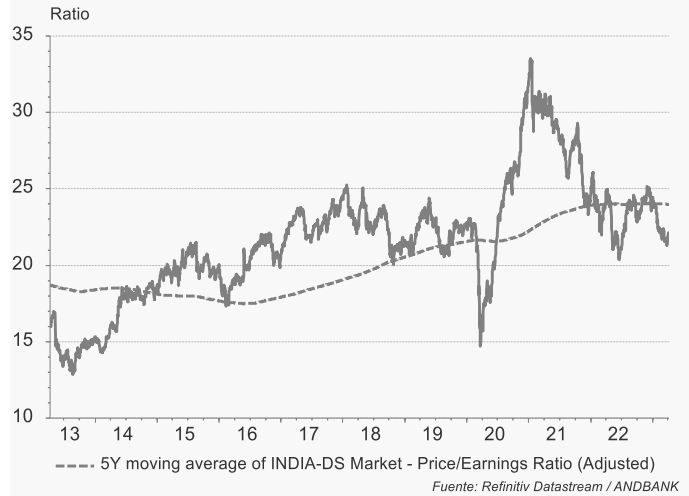
### India podría incorporarse al crucial índice de bonos de JPMorgan

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

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

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

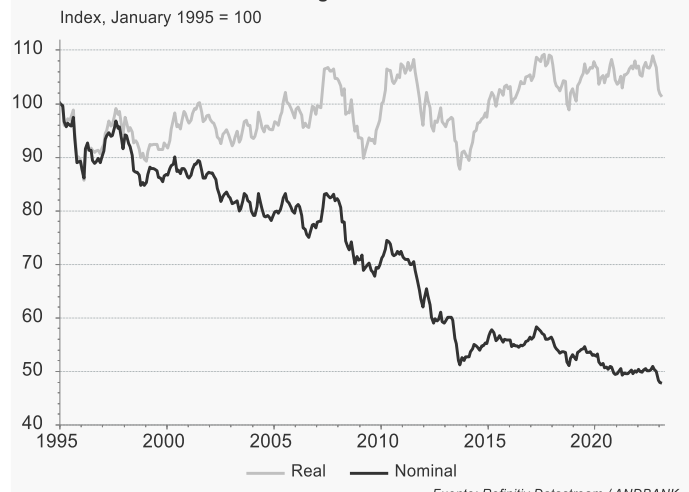
India Datastream index Price Earnings Ratio



India benchmark government bonds



India broad effective exchange rates







# VIETNAM

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

### Valoración actual de la confianza inversora

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

### Claro fortalecimiento del comercio entre China y Vietnam

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

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

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

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

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

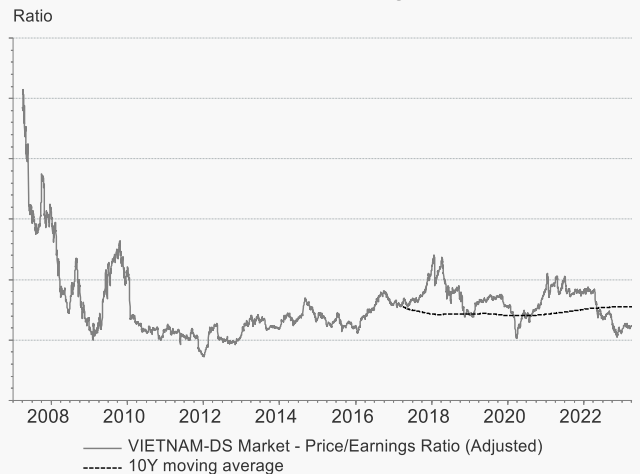
### Actualización sobre el límite a los tipos de interés de depósitos en USD

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

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

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



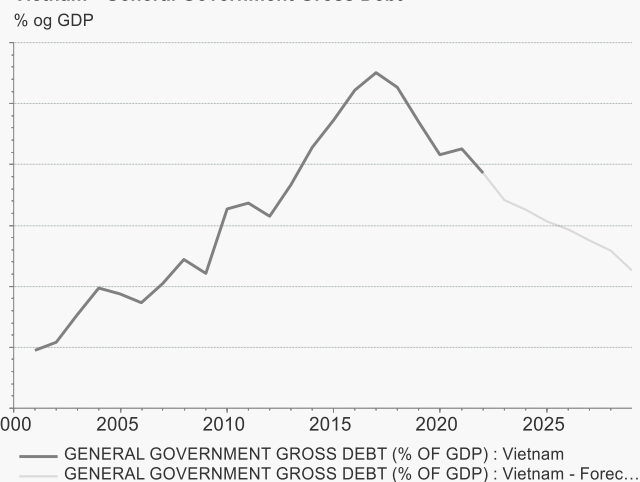
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam CPI



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam - General Government Gross Debt



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# ISRAEL

## Mientras la reforma judicial sigue copando titulares, la economía se paraliza

### Política

La reforma legal continúa siendo el factor que más afecta no solo al escenario político, sino también al panorama económico. Mientras la tramitación legislativa acelerada prosigue, las protestas contra la reforma se intensifican, lideradas por israelíes laicos de centro e izquierda que consideran que la reforma socavaría la democracia. El programa de reforma consta de tres iniciativas principales: i) limitar la revisión judicial de la legislación; ii) permitir revocar en sede parlamentaria revisiones judiciales de la legislación; y iii) cambiar el procedimiento de elección de los jueces.

Las críticas y las apelaciones al diálogo no sólo proceden de la oposición, sino también de posiciones oficiales. El diario de derechas *The Jerusalem Post* sostuvo en un editorial que el gobierno debía detener la reforma y comenzar a dialogar con la oposición. También ha habido ciertas presiones de Estados Unidos: según un comunicado emitido por la Casa Blanca, el presidente Biden manifestó, en una llamada a Netanyahu, que «las sociedades democráticas se fortalecen cuando existe una genuina separación de poderes» y que debían buscarse «cambios fundamentales con la base más amplia posible de apoyo popular». También ofreció «apoyo a los esfuerzos por forjar un compromiso sobre la reforma judicial propuesta que estuvieran en consonancia con esos principios fundamentales».

### Inflación y política monetaria

En un gesto bien inusual, el gobernador del Banco de Israel, Amir Yaron, expresó en una entrevista con la CNN su inquietud por las consecuencias de la reforma del sistema judicial para la economía y afirmó que era necesario un proceso ordenado y basado en acuerdos amplios para que pudiera reanudarse el flujo de inversiones, especialmente en el sector tecnológico. Al mismo tiempo, el departamento de investigación del Ministerio de Finanzas publicó un análisis que estimaba que la economía israelí podría perder anualmente alrededor del 0,8% del PIB, lo que supondría unos 170.000 millones de dólares de aquí a cinco años.

La inflación no da muestras de abatirse, reflejando el dato más reciente del IPC un incremento en el mes de medio punto porcentual (+5,2% interanual), por encima de lo esperado (que eran 0,3 pp), de modo que persiste muy por encima del rango de precios objetivo del gobierno (1-3%). Siendo así, cabe esperar que el Banco de Israel mantenga su política monetaria restrictiva y que el tipo de interés se eleve al menos un cuartil (actualmente está en 4,25%).

Visto lo anterior, seguimos recomendando mantener una duración muy corta en la cartera de bonos. Cabe recordar que, pese a lo expuesto, la curva de tipos-plazos israelí continúa invertida y, ante el aumento de la prima de riesgo, pensamos que la duración no debería superar los dos años mientras el extremo de vencimientos largos no compense adecuadamente el riesgo.

### Renta fija y mercados bursátiles

El aumento más significativo en la prima de riesgo se observó en el mercado de bonos. El rendimiento del bono israelí a 10 años pagaba antes de las elecciones de noviembre pasado 40 pb menos que su homólogo estadounidense. A fecha de hoy, la diferencia se ha invertido: el rendimiento del bono a 10 años de Israel es del 3,89%, frente al 3,58% del de EE.UU. Nunca había habido un aumento relativo tan fuerte en los rendimientos. Ahora la deuda pública cotiza un escalón por debajo de su calificación crediticia A+. Moody's y Fitch advirtieron de los riesgos que entrañaban los cambios que impulsaba el gobierno para la calificación de la deuda de Israel, además de para las perspectivas económicas.

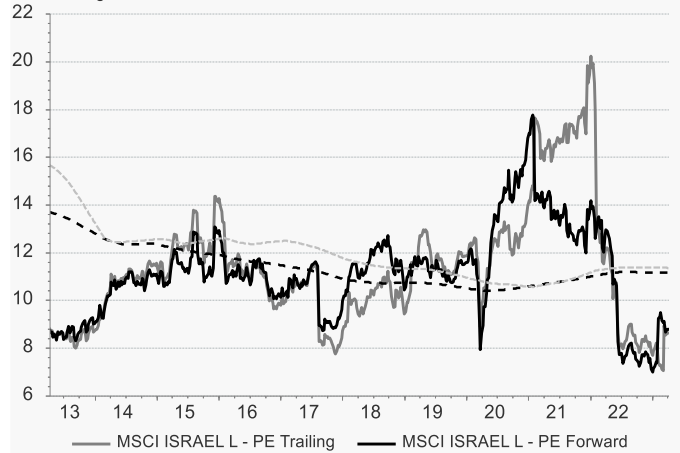
En el último mes el índice Tel Aviv 125 retrocedió un 2%. Cabe señalar que, aunque la mayoría de los mercados mundiales tuvieron un mal comportamiento, el del mercado israelí en lo que va de año es peor que el de la mayoría de mercados desarrollados. Ahora bien, un examen más atento revela diferencias sustanciales entre sectores. Las acciones bancarias, con una revalorización que rondó el 2,25%, siguieron destacándose sobre las de otros sectores tras publicar la banca informes financieros impresionantes gracias, sobre todo, al reflejo de los mayores tipos de interés en sus resultados. Por su parte, las acciones inmobiliarias mantuvieron su debilidad, perdiendo un 3% en el último mes y un 11% desde principios de año. La subida de los tipos de interés, unida al fuerte encarecimiento de los precios de los apartamentos, comienza a hacer mella en el sector, de modo que la ralentización parece haber llegado también al sector inmobiliario, sobre todo al segmento de la vivienda residencial. Pensamos que los factores descritos seguirán lastrando al sector industrial, motivo por el que lo evitamos.

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

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

Israel price-to-earning ratio

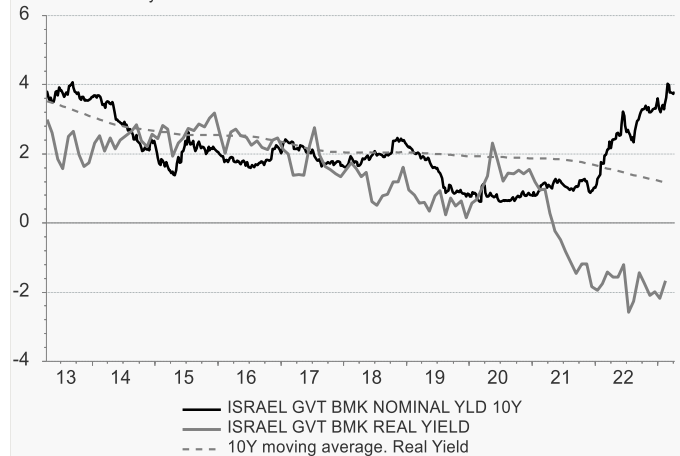
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# BRASIL

## El marco fiscal es el factor específico del que más dependen sus activos de riesgo en el futuro próximo

### El nuevo marco fiscal de Brasil está casi listo

Cuando Fernando Haddad asumió el cargo ministerial conocía bien la importancia que tenía la propuesta del gobierno para el nuevo marco presupuestario, siendo así que el anterior, el que aprobó el gobierno de transición del presidente Temer, a todos los efectos se había ignorado. Sus primeras indicaciones habían sido que el marco, que implicaba un cambio constitucional, se aprobaría antes del 31 de agosto, que era la fecha límite para remitir los Presupuestos de 2024 al Congreso. Al aumentar la presión por el paso de las semanas cambió la fecha a junio, abril y, por último, marzo. A día de hoy siguen discutiéndose detalles con el presidente Lula, pero partes de la propuesta se han filtrado a la prensa. Al contenido del proyecto han tenido acceso Simone Tebet, ministra de Planificación; Geraldo Alckmin, vicepresidente y ministro de Industria, y Roberto Campos Neto, presidente del Banco Central de Brasil (BCB). La reacción de todos ha sido de satisfacción con lo que se les mostró.

El marco anterior era algo simple. En 2016 se estableció un techo de endeudamiento cuyo nivel se reajustaría actualizándolo con la inflación acumulada en los 12 meses del año anterior, lo que se cumplió durante un tiempo. Sin embargo, tras la declaración de pandemia en 2020, el mundo entero se entregó a los estímulos fiscales y monetarios y Brasil no fue la excepción, sirviéndose de una disposición en el proyecto original que permitía, en caso de emergencia, dispensar de esa regla de gasto, y es lo que sucedió en 2020. Sin embargo, las secuelas de la pandemia, con las nuevas variantes y la interrupción de las cadenas de suministro, continuaron considerándose como situación de emergencia... y desde entonces no se ha respetado el techo de deuda.

El presidente Lula sostuvo en su campaña electoral que el techo de deuda era una norma deficiente y que promovería un marco mejor, lo que suscitó una intensa preocupación en el mercado, que se preguntaba qué acabaría pasando en Brasil sin un ancla de contención fiscal que aliviase futuras inquietudes al respecto. Lo que hasta ahora sabemos es que habría una regla de gasto basada en el PIB per cápita: en los años en que este se elevase el gobierno reduciría el gasto público para ahorrar dinero, del que dispondría en los años en que la métrica empeorase. Además, algunas partidas de gasto público fijas, como educación y salud, cuyos niveles mínimos están fijados en la Constitución (y no cabe por tanto alterar vía Presupuestos), no computarían a los efectos del techo de deuda.

Faltan muchas piezas por encajar y queda mucho por negociar antes de que la norma adquiera redacción definitiva. El mismo Lula ha pedido unos días más para reconsiderar la propuesta antes de autorizar su remisión al Congreso, donde se debatirá, negociará y someterá a dos sesiones de votación; después, antes de que pueda convertirse en ley, debería superar otras dos votaciones en el Senado.

### Las posibles reacciones del mercado

Las primeras reacciones aún son de escepticismo. El mercado, que parece casi sorprendido de la notable calidad del debate, todavía no está convencido de que la propuesta se materialice. En otra ocasión mencionamos que existía desconfianza en la capacidad de Fernando Haddad para mantener firme su posición frente a los deseos de Lula o el Partido de los Trabajadores (PT).

Nuestra opinión es que, si Haddad sorprendiera al mercado con una propuesta de marco mejor de lo anticipado, la corrección en los tipos de interés no se demoraría. En caso contrario, los mercados probablemente seguirán guiándose por un escenario internacional que, como poco, plantea retos a Brasil. En un segundo momento, si el gobierno demostrase que puede aprobar y respetar ese marco, todos los activos de riesgo de Brasil, mercado de valores incluido, deberían revalorizarse. Como dijimos, en caso de decepcionar las expectativas, Haddad se exponería a perder autoridad demasiado pronto y prácticamente arruinaría sus posibilidades como candidato en 2026.

### Inflación y política monetaria

El BCB mantuvo inalterado su tipo de interés oficial de política monetaria (la tasa SELIC) en el 13,75%. El tono de la declaración del comité de política monetaria (COPOM) fue además más restrictivo de lo esperado. La decisión se tomó pese a la presión del presidente Lula y de otros miembros del PT para reducir el coste de endeudamiento. Lula afirmó que Campos Neto, el presidente del banco central, se comportaba irresponsablemente al mantener los tipos en esos niveles y que su obligación era atender asimismo al empleo y a los ingresos de las personas, competencias también incluidas en el mandato del BCB. El problema es que, aun cuando la inflación interanual haya bajado recientemente (con un registro de +5,6%, cuando en enero fue del +5,77%), la inflación subyacente permanece por encima de lo que sería compatible con la meta del BCB. A esto se suman unas expectativas de inflación que recientemente han vuelto a elevarse, sobre todo las correspondientes al largo plazo.

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

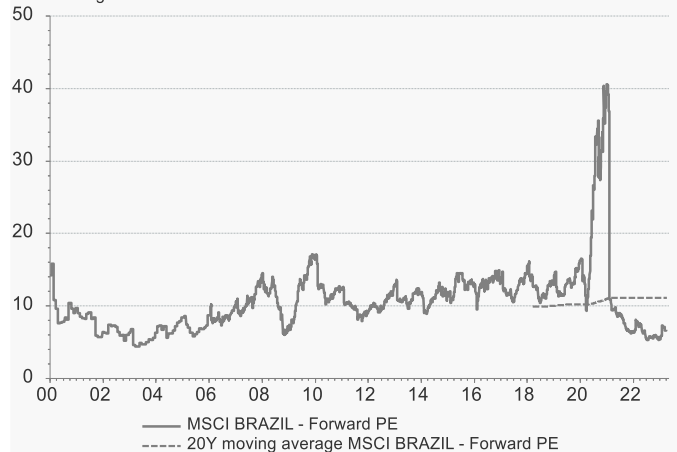
Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 13,75%; dif.: 950 pb)

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

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

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

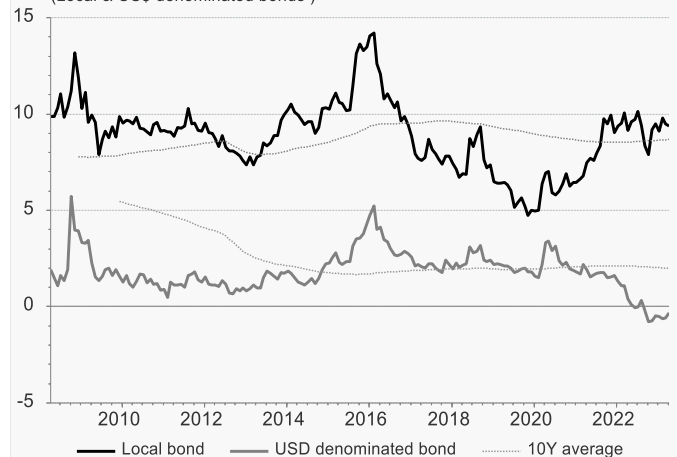
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK





# MÉXICO

## La inflación general sigue cayendo, pero la subyacente continúa lejos de la meta del banco central

### Banco central

Tras el alza de 25 pb de la Reserva Federal estadounidense en su última reunión, el Banco de México (Banxico) previsiblemente aumentará otro tanto su tipo de interés de referencia. Las cifras de inflación también han dado buenas noticias que podrían llevar a Banxico a considerar un alza inferior a la aplicada en su última reunión (+50 pb). Esa última subida llevó el tipo de interés al 11% y, en su comunicado tras la decisión de política monetaria, Banxico no descartó más subidas de tipos, aunque explícitamente añadió que, de seguir mejorando las condiciones, la magnitud del incremento sería menor. El mercado ha cambiado sus perspectivas para el nivel *terminal* de este ciclo de endurecimiento, con un alza de solo 25 pb entre marzo y agosto (con eso llegaría al 11,25%, cuando antes la previsión era del 12%). Para final de año se espera que las bajadas de tipos dejen el nivel en 10,50%.

### Inflación y actividad

La inflación se moderó en la primera quincena de marzo más de lo esperado. Medida por el IPC su aumento interanual fue del +7,12%, cuando al cierre de febrero el dato fue del +7,48%. La inflación subyacente también disminuyó en el mes (+8,15%, frente a +8,21% del mes anterior), pero aún está en niveles muy altos y ha acaparado la atención de Banxico. Ahora se prevé que la inflación se situará en el 5% al final de 2023, es decir, 70 pb por encima de lo que se esperaba al final del año pasado. En el caso de la inflación subyacente también se han revisado al alza las previsiones para los próximos ocho trimestres, esperándose ahora que cierre el año en el 5%. La convergencia con el objetivo a largo plazo del banco central (3%) no se prevé hasta finales de 2024 o principios de 2025. Respecto al crecimiento económico, el PIB en 2022 alcanzó el 3%, pero la previsión para 2023 se ha reducido a niveles por debajo del 1%. Según datos recientes el crecimiento de la producción industrial, aun habiéndose moderado, sigue estando impulsado por las manufacturas.

### Política

Destacamos el plan del gobierno federal de presentar un proyecto de ley para reformar la autoridad electoral y reducir su presupuesto, una medida que ya estaba incluida en el paquete de medidas económicas de 2023 que en diciembre se presentó al Congreso y que se aprobó, con muchas reservas, en el Senado. La iniciativa implica despedir empleados especializados en materia electoral y la destitución anticipada del presidente del Instituto Nacional Electoral (INE). Un punto clave de la reforma es la gobernanza del INE, ya que la Junta General Ejecutiva (JGE), el órgano que establece las directrices para la elaboración del presupuesto y la organización electoral, se suprimiría, sustituyéndose por una Comisión Administradora con cinco consejeros.

Otra noticia relevante es que las diferencias comerciales suscitadas en el seno del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC o USMCA) no se resolvieron con la visita a México de Trudeau y Biden con motivo de la Cumbre de la Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños (CELAC). Si bien ahora existe mayor afinidad política entre los presidentes de México y Estados Unidos que bajo la presidencia de Trump, no cabe descartar que EE.UU. incoe una nueva disputa con México por prácticas anticompetitivas tras la aprobación de medidas para revertir la reforma energética de 2013. El Gobierno mexicano parece llevar todas las de perder y, como castigo, podría enfrentarse a mayores aranceles o al pago de indemnizaciones a las empresas afectadas. Por otra parte, durante dicha cumbre se confirmó que México y Canadá ganaron el litigio contra Estados Unidos por las reglas de origen en el sector automotriz, lo que supone una gran noticia para la exportación de automóviles a EE.UU. Hemos observado un creciente flujo de inversión extranjera directa (IED) hacia sectores que podrían beneficiarse de la relocalización cercana, con la perspectiva de que la distancia comercial y diplomática entre China y EE.UU. podría favorecer al sector exportador mexicano. Un notable ejemplo de esta tendencia lo constituye el anuncio de una futura inversión de Tesla en una planta de producción en Monterrey.

### Mercados financieros

**Renta variable.** Seguimos observando niveles de valoración atractivos respecto al pasado e identificando empresas que cotizan con descuento y entrañan potencial de revalorización. Los informes de las empresas revelan cierta resiliencia, pero esto no parece ser argumento suficiente para que cambie la percepción de riesgo y se amplíen los múltiplos de valoración. Nuestro objetivo a 12 meses para la cotización de Mexbol es de 59.000 puntos.

**Renta fija y tipos de cambio.** Mantenemos nuestra previsión de un diferencial de rendimiento a 12 meses entre los bonos denominados en MXN y USD de 500 pb. Para ambos esperamos que el diferencial a corto plazo se mantenga a lo largo de 2023, incluso en el caso de que tanto la Fed como Banxico bajaran sus tipos de interés.

El peso continúa siendo una de las monedas más fuertes frente al dólar, si bien la aversión global al riesgo ha llevado recientemente el cambio bilateral a rondar las 19 unidades por dólar. Estimamos un cruce objetivo a 12 meses entre ambas monedas de unos 20 pesos por dólar.

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

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

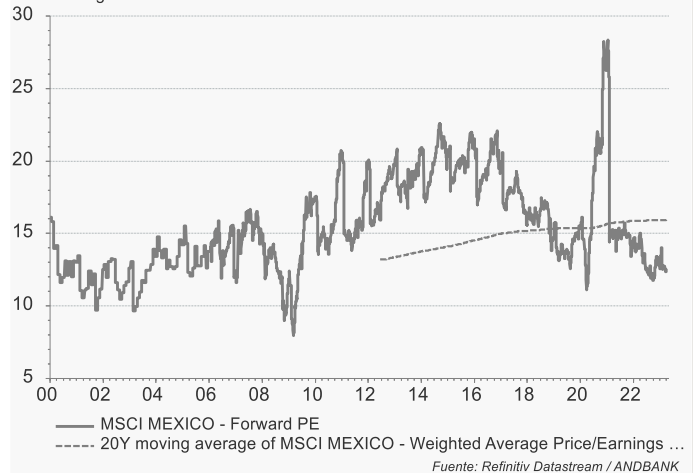
Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 9,25%. dif.: 500 pb)

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

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

Mexico MSCI Index price-to-earning

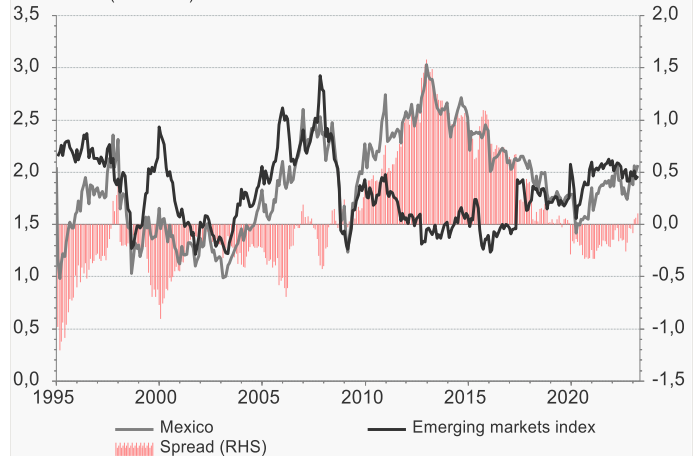
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

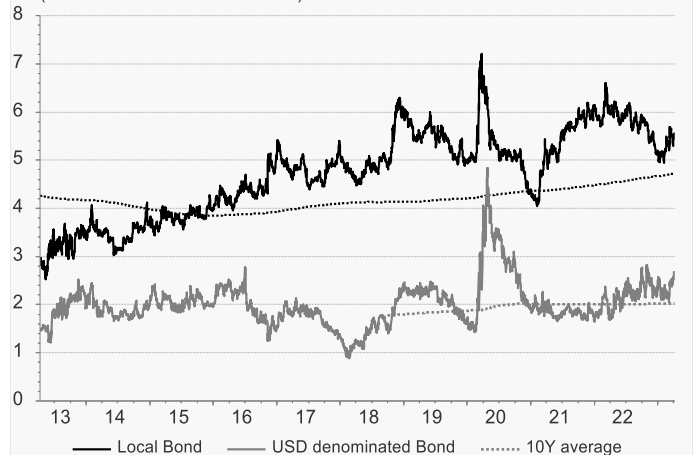
Ratios (both axes)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## El factor electoral favorable se desvanece, desplazado por la desastrosa situación económica

### Política: Macri no se postulará a la presidencia

Con un video subido a la plataforma de YouTube, el ex presidente Mauricio Macri anunció que no se presentaría a la carrera presidencial este año. Es, pues, casi seguro que habrá primarias en el seno de la principal coalición opositora, *Juntos por el Cambio*. El alcalde de la Ciudad de Buenos Aires, Horacio Rodríguez Larreta, lanzó su candidatura presidencial y manifestó su disposición a presentarse a elecciones internas de ser necesario. Patricia Bullrich, ministra de Seguridad con Macri, se perfila actualmente como principal rival en las primarias del partido.

En el caso de la coalición gobernante la principal incógnita sigue siendo si la vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner (CFK) volverá a postularse a la presidencia (que ya desempeñó entre 2007 y 2015). El líder social de extrema izquierda, Juan Grabois, presentó su candidatura, precisando que podría retirarla si CFK u otro dirigente del kirchnerismo, como Axel Kicilloff o Wado de Pedro, decidieran sumarse a la carrera presidencial. Por último, las encuestas siguen mostrando un avance en la candidatura de Javier Milei, que encabeza el partido de derecha La Libertad Avanza (LLA).

La Cámara Nacional Electoral definió el calendario electoral; las primeras fechas relevantes son el 14 de junio, que es la fecha límite para presentar alianzas electorales, y el 24 de junio, que es el último día para presentar candidaturas presidenciales. Las elecciones primarias obligatorias se realizarán el 13 de agosto y, las nacionales, el 22 de octubre. De ser necesario habría una segunda vuelta entre los dos principales candidatos el 19 de noviembre.

Por último, ante el impacto de la sequía en las exportaciones, Argentina acordó con el FMI reducir la meta de acumulación de reservas de divisas para 2023, bien que manteniendo las demás, incluido el tope del 1,9% del PIB para el déficit fiscal, a pesar de que la sequía también afectará severamente a la recaudación tributaria, dado que en Argentina una parte importante de los ingresos públicos provienen de los aranceles a la exportación de productos agrícolas (la previsión es que caerán al 0,4% del PBI). Argentina muy posiblemente tendrá que recurrir a exenciones en posteriores revisiones del FMI.

### Deuda argentina y clima: nada que invite a la esperanza

El Tesoro argentino realizó un canje de su deuda en pesos argentinos con el objetivo de ampliar los vencimientos de la deuda que vence entre marzo y junio de este año. El gobierno pretendía canjear un máximo de 8,4 billones de ARS (21.000 millones de USD), pero se quedó en el 57% de esa cifra (4,8 billones de ARS o 12.000 millones de USD). La mitad de los bonistas que redimieron sus obligaciones optó por una cesta compuesta íntegramente por bonos indicados a la inflación, y la otra mitad por combinar estos con bonos duales (que permiten a los inversores elegir entre IPC o vinculados al dólar). Los vencimientos del nuevo bono van de abril de 2024 a febrero de 2025. Es previsible que el gobierno tenga que realizar otro canje en un futuro cercano, ya que aproximadamente 4 billones de ARS de deuda vencen en el segundo semestre de 2023 y aún quedan 3 billones de ARS en bonos con vencimiento en el segundo trimestre de 2023, casi todos ellos en manos de particulares.

La prolongada sequía que padece Argentina condujo a otra revisión a la baja de la producción prevista: la Bolsa de Comercio de Rosario espera ahora una cosecha de soja de 27 millones de toneladas (cuando en enero esperaba 34,5 millones), lo que la convierte en la peor cosecha de los últimos 15 años (peor incluso que la de 2008/09, que fue de 31,8 millones de toneladas). En un año normal la producción está entre los 40 y 55 millones de toneladas. Las estimaciones actuales son que las pérdidas totales para la actividad económica nacional podrían alcanzar los 19.000 millones de US, aproximadamente el 3% del PIB del país.

### Inflación: aceleración de los precios

Los precios al consumo subieron el 6,6% en febrero, un dato superior al esperado (6,1%) y al registrado en enero (6%); con ello, la inflación acumulada en los últimos 12 meses asciende al 102,5% interanual, superando el 100% por primera vez desde un período de hiperinflación en 1991. Lo más preocupante es que esa subida se haya producido en un mes en el que los aumentos de los precios regulados (+5,1%) y estacionales (3,3%) estuvieron significativamente por debajo del IPC general, estando impulsada por el alza en los precios subyacentes (+7,7%). El componente de alimentación y bebidas no alcohólicas se disparó al 9,8%, empujado por el encarecimiento de la carne (+19%) provocado por la sequía que sufre el país. La previsión es que la inflación supere en marzo el 7% y, muy probablemente, que el índice general de precios supere este año el 100% interanual.

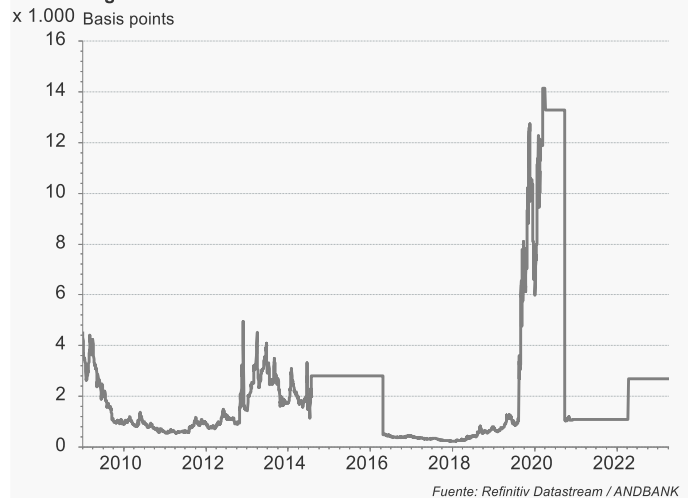
El banco central decidió subir el tipo de interés de referencia en 300 pb, del 75% al 78%, tras haberlo mantenido inalterado desde septiembre de 2022. El tipo anual efectivo está ahora en 113,3%, por encima de la inflación.

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

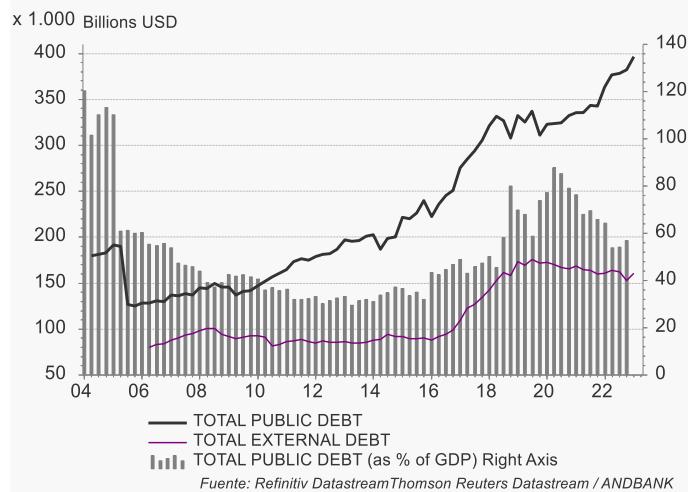
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

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

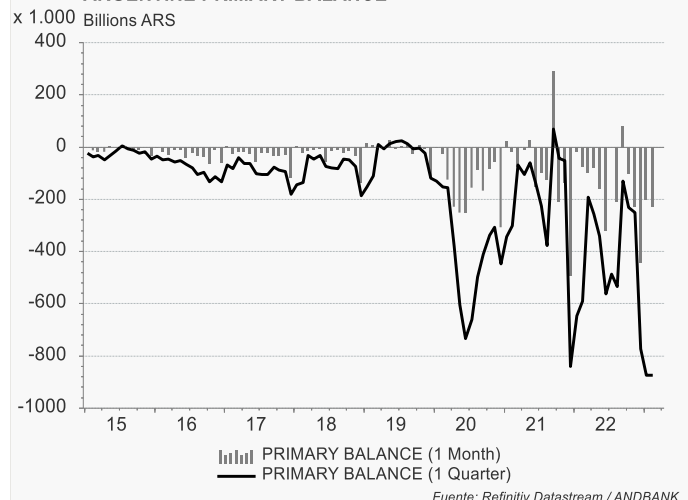
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENDA VARIABLE

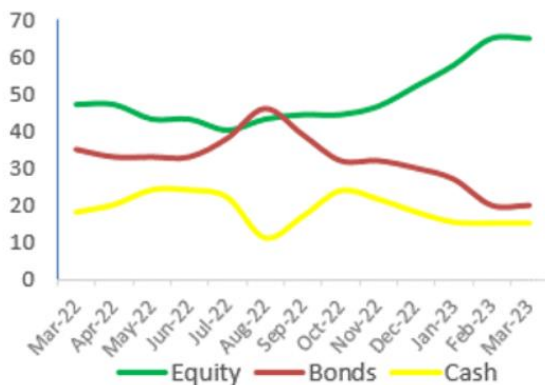
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Análisis fundamental**

Index	Final EPS 2022	Projected EPS 2023	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2023	E [PE] ltm At year end	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	225,0	220,0	225	-2,2%	14,50	3.971	3.267	-17,7%	<b>UW-MW</b>	4.247
Europe - Stoxx Europe 600	32,0	32,5	32,5	1,6%	12,00	448	390	-13,0%	<b>UW-MW</b>	468
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	31,0	31,0	6,9%	12,00	446	372	-16,7%	<b>UW-MW</b>	446
Spain IBEX 35	745,0	800,0	812	7,4%	11,00	9.027	8.933	-1,0%	<b>MW-OW</b>	9.826
Mexico IPC GRAL	3.780	4.225	4.219	11,8%	14,00	53.209	59.066	11,0%	<b>OW</b>	64.972
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	17.816	0,0%	6,00	101.185	106.896	5,6%	<b>MW</b>	117.586
Japan NIKKEI 225	1.845	<b>1.885</b>	1.895	2,2%	15,50	27.884	29.367	5,3%	<b>OW</b>	32.304
China SSE Comp.	275,0	315,0	315	14,5%	9,50	3.240	2.993	-7,6%	<b>UW</b>	3.292
China Shenzhen Comp	101,0	132,0	132	30,7%	15,00	2.103	1.980	-5,9%	<b>UW</b>	2.178
India SENSEX	2.680	3.151	<b>3.265</b>	17,6%	21,00	57.960	68.564	18,3%	<b>OW</b>	75.420
Vietnam VN Index	100,0	120,0	<b>126</b>	20,0%	10,00	1.056	1.258	19,1%	<b>OW</b>	1.384
MSCI EM ASIA	40,0	42,0	42	5,0%	14,00	526	588	11,7%	<b>OW</b>	647

ANDBANK ESTIMATES

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

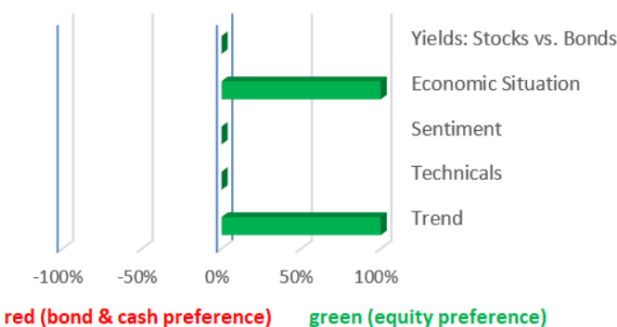
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



Asignación táctica de activos

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

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)







## ENERGÍA – PETRÓLEO

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

#### Factores a corto plazo

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

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

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

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

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

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

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

#### Factores a largo plazo

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

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

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



## MATERIAS PRIMAS

Página 16

### METALES PRECIOSOS – ORO

**Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.800-2.200 USD/onza**  
(Comprar por debajo de 1.800 USD; vender por encima de 2.200 USD.)

#### Factores positivos para el oro

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

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

**El oro podría ser el mejor activo antifrágil en 2023.** El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro de EE.UU. (UST). Los inversores siempre han de realizar el ejercicio de decidir qué activo antifrágil mantendrán en sus carteras para protegerse de la inestabilidad en los mercados financieros o un colapso de los tipos de interés reales por efecto de la inflación. La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (el oro y el UST) ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en tal escenario disruptivo. Lo que dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. En este sentido, en el corto plazo, y mientras perduren las medidas de ajuste cuantitativo (QT) por las que la Fed pone en el mercado abundante cantidad de UST, el bono estadounidense seguirá teniendo un rendimiento inferior al del oro. Con una perspectiva de más largo plazo, y una vez que las medidas de QT hayan terminado, ya no consideraríamos ilimitada la oferta de UST, sino más bien bastante limitada. Esto debería ser una buena noticia para el UST, pero en el largo plazo.

#### Factores negativos para el oro

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

**El oro está caro respecto a la plata.** La ratio Oro/Plata se elevó a 87,41x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,45 veces, lo que indicaría que el oro aún está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.424 USD/oz.

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

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,29825 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, utilizado como variable aproximativa para el deflactor mundial) está a 1.422USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.115 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.447 USD/onza.

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

A la luz de lo anterior, y sabiendo que cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, y que el alza solo termina al enfrentarse a tipos nominales más altos, una apreciación del USD o mayores tipos reales, parece razonable emitir cierta señal de alarma en el sentido de que **podríamos estar cerca de un giro (a la baja) en la tendencia del oro**, ya que el metal áureo ha perdido totalmente el impulso y además la posibilidad de una subida de tipos de interés es ya una realidad.

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

- **Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente (de -4,6% del PIB en el primer trimestre de 2022 a -3,9% en el segundo), provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (lo que ha contenido el precio del oro). Con una visión a más largo plazo, no prevemos un salto importante en el saldo por cuenta corriente que pudiera impulsar drásticamente al USD, provocando una fuerte depreciación del oro. Más bien, el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente podría permanecer estable alrededor del 2%-3% del PIB, dependiendo de la intensidad de la recesión estadounidense, y mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que pudiera poner fin al mercado alcista del oro. Sin embargo, una Fed más decidida en su estrategia de ajuste cuantitativo podría provocar cierta escasez de dólares, lo que perjudicaría mucho al precio del oro.

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

- **Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía durante bastante tiempo. El precio del oro lleva un tiempo sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011. Fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese período. Si esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos perspectivas claras sobre Asia en su conjunto.



DIVISAS

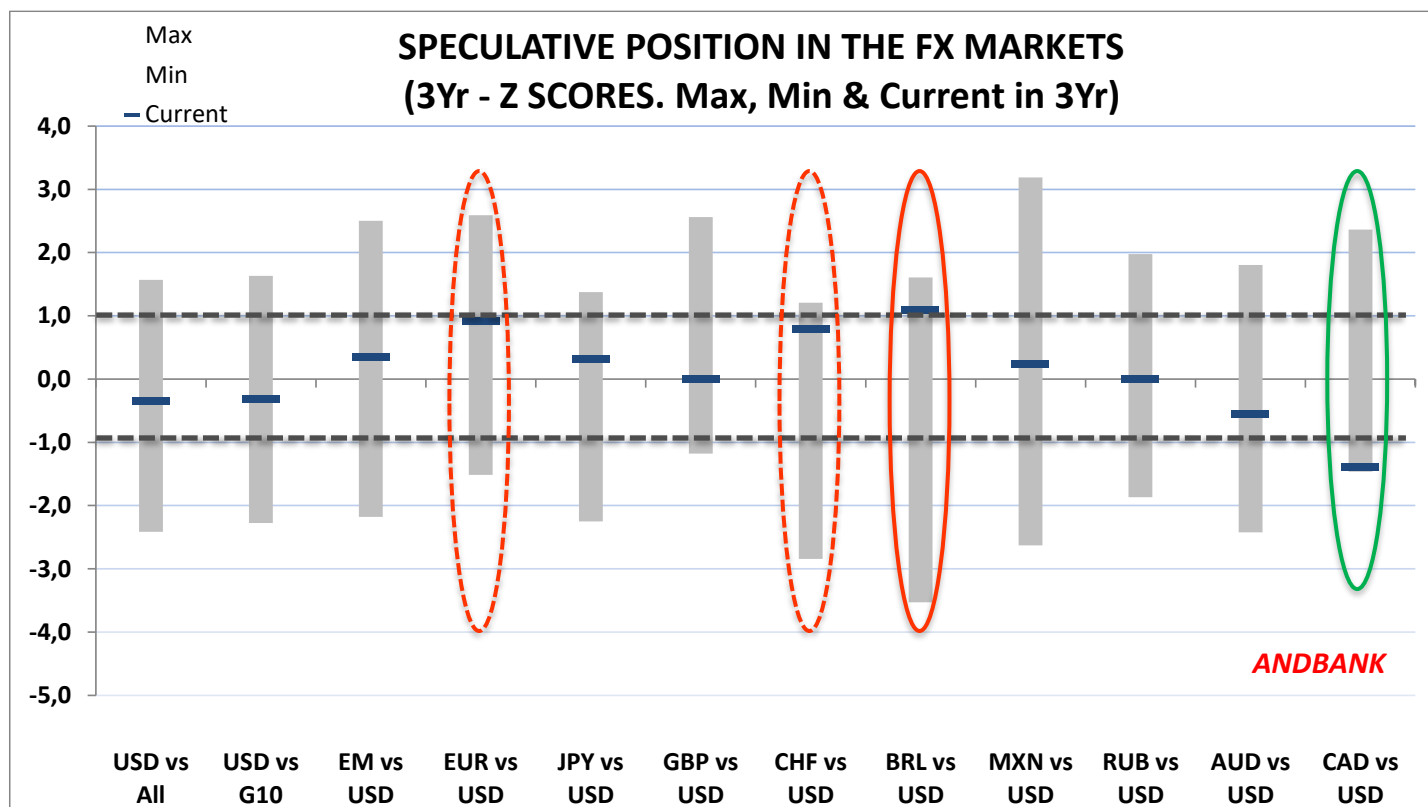
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	-5,29	6,69	32,1	-28,2	1,0	-0,34
USD vs G10	-3,43	8,96	32,7	-25,4	2,0	-0,31
EM	1,86	2,27	3,9	-1,2	1,4	0,35
EUR	19,49	-2,47	23,4	-8,6	10,5	0,92
JPY	-6,26	-3,11	0,6	-15,0	-7,6	0,31
GBP	-1,57	0,06	4,3	-6,5	-1,6	0,01
CHF	-0,99	-0,11	0,2	-6,0	-2,3	0,79
BRL	0,47	-0,12	0,7	-0,8	0,0	1,09
MXN	1,39	2,39	3,3	-1,5	1,1	0,23
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-2,56	-0,87	6,1	-5,2	-0,8	-0,56
CAD	-4,14	-1,37	6,1	-5,0	-0,2	-1,39

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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





TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 18

<b>Asset Class</b>	<b>Indices</b>	<b>Performance YTD</b>	<b>Current Price</b>	<b>Andbank's estimate (potential price)</b>	<b>Expected Performance (to potential price)</b>
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	3,4%	3.971	3.267	-17,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	5,5%	448	390	-13,0%
	Euro Zone - Euro Stoxx	8,9%	446	372	-16,6%
	SPAIN - IBEX 35	9,6%	9.020	8.933	-1,0%
	MEXICO - MXSE IPC	9,8%	53.209	59.066	11,0%
	BRAZIL - BOVESPA	-7,8%	101.185	106.896	5,6%
	JAPAN - NIKKEI 225	6,9%	27.884	29.367	5,3%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	4,9%	3.240	2.993	-7,6%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	6,5%	2.103	1.980	-5,9%
	INDIA - SENSEX	-4,5%	57.960	68.564	18,3%
	VIETNAM - VN Index	4,9%	1.056	1.258	19,1%
MSCI EM ASIA (in USD)	2,4%	526	588	11,7%	
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	3,4%	3,57	4,00	0,1%
	UK 10 year Gilt	2,6%	3,45	3,75	1,0%
	German 10 year BUND	2,8%	2,28	2,50	0,5%
	Japanese 10 year Govie	0,9%	0,31	0,75	-3,2%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	3,4%	3,32	3,50	1,9%
	Italy - 10yr Gov bond	5,6%	4,13	4,50	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	4,1%	3,13	3,50	0,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	3,7%	2,70	3,00	0,3%
	Greece - 10yr Gov bond	4,8%	4,11	5,00	-3,0%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,5%	97,65	100	3,9%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,0%	484,47	550	5,9%
	Credit USD IG - CDX IG	1,3%	83,12	100	5,5%
	Credit USD HY - CDX HY	1,8%	503,58	600	7,3%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,9%	10,78	11,75	3,0%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	3,3%	10,26	14,00	-19,7%
<b>Fixed Income Asia (Local currency)</b>	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	3,0%	6,75	6,25	10,7%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,8%	7,31	7,00	9,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	6,2%	6,24	7,50	-3,8%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,6%	2,85	2,75	3,7%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	3,97	4,00	3,7%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	3,0%	2,13	3,50	-8,8%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	2,4%	2,86	4,00	-6,2%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	4,4%	3,20	4,50	-7,2%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,1%	1,19	2,25	-7,3%	
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,7%	8,96	9,00	8,6%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,4%	5,71	6,00	3,4%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	1,7%	12,89	13,50	8,0%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	3,7%	6,22	7,00	0,0%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-8,8%	73,2	87,50	19,5%
	GOLD	8,2%	1.973,7	2.200	11,5%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	1,3%	1,084	1,050	-3,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	2,0%	1,23	1,22	-1,1%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,7%	0,88	0,86	-2,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	-0,5%	0,92	0,97	5,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,8%	1,00	1,02	2,1%
	USDJPY (price of 1 USD)	-0,2%	130,86	120,00	-8,3%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,2%	141,92	126,00	-11,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	-6,4%	18,23	20,00	9,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-5,2%	19,75	21,00	6,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-2,3%	5,17	5,25	1,6%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,0%	5,60	5,51	-1,6%
	USDARS (price of 1 USD)	17,6%	207,82	370,00	78,0%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,7%	82,17	84,00	2,2%
	CNY (price of 1 USD)	-0,3%	6,87	7,50	9,1%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

## AVISO LEGAL

Página 20

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.