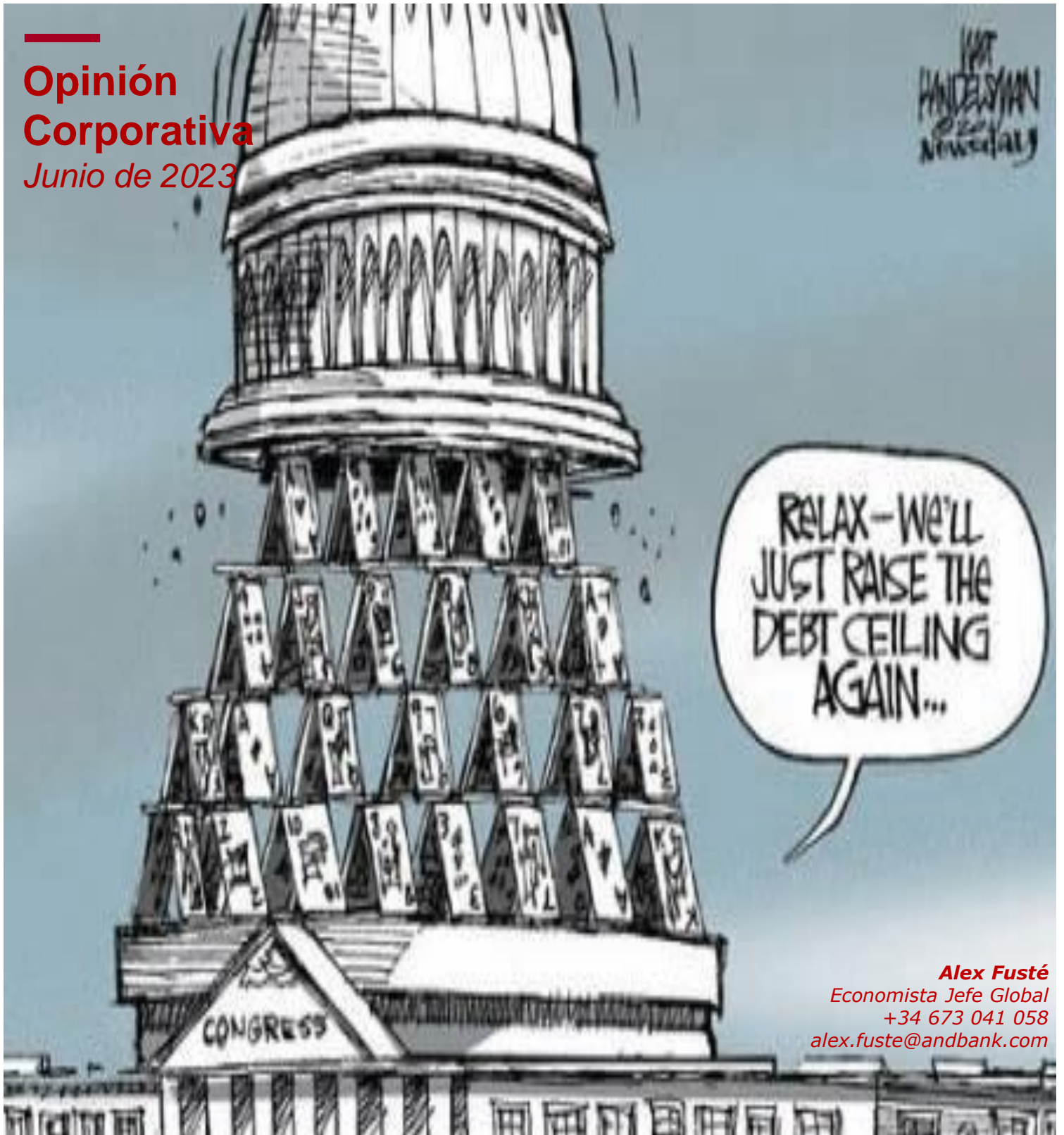


# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Junio de 2023

**Opinión  
Corporativa**  
*Junio 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

A pesar de todo el ruido alcista, los mercados han estado en un rango lateral desde mayo de 2021. ¿Qué fuerzas pueden romper ese rango y en qué dirección?



### RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	4.209	3.779	-10,2%	UW-MW	4.913
Europe - Stoxx Europe 600	457	423	-7,5%	UW-MW	507
Euro Zone - Euro Stoxx	452	403	-10,8%	UW-MW	484
Spain IBEX 35	9.168	9.847	7,4%	MW-OW	10.831
Mexico IPC GRAL	53.429	59.006	10,4%	OW	64.907
Brazil BOVESPA	108.845	120.258	10,5%	MW	132.284
Japan NIKKEI 225	31.328	32.248	2,9%	OW	35.473
China SSE Comp.	3.224	2.993	-7,2%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	2.012	1.947	-3,2%	UW	2.142
India SENSEX	62.969	70.250	11,6%	OW	77.275
Vietnam VN Index	1.078	1.299	20,5%	OW	1.428
MSCI EM ASIA	523	588	12,3%	OW	647

ANDBANK ESTIMATES

### 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	3,2%	3,68	3,75	3,1%
Core countries	UK 10 year Gilt	-2,6%	4,17	3,75	7,6%
	German 10 year BUND	3,2%	2,29	2,50	0,6%
	Japanese 10 year Govie	0,1%	0,41	0,75	-2,3%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	3,8%	3,35	3,50	2,1%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	6,7%	4,10	4,50	0,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	5,8%	3,00	3,50	-1,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	3,9%	2,73	3,00	0,6%
	Greece - 10yr Gov bond	8,8%	3,71	5,00	-6,6%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG - Itraxx Europe	1,5%	83,45	100	3,8%
	Credit EUR HY - Itraxx Xover	3,9%	428,13	550	4,1%
	Credit USD IG - CDX IG	2,6%	74,24	100	5,5%
	Credit USD HY - CDX HY	4,5%	467,59	600	6,2%

### 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)	-15,3%	11,26	11,75	7,3%	
	EM Europe (Loc) Russia - 10yr Gov bond (local)	-2,8%	10,95	14,00	-13,5%	
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	6,91	6,25	12,2%	
Asia (Local currency)	India - 10yr Gov bond (local)	0,5%	7,43	7,00	10,8%	
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,7%	6,50	7,50	-1,5%	
	China - 10yr Gov bond (local)	0,1%	2,89	3,00	2,0%	
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,5%	4,03	4,00	4,3%	
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	2,46	3,50	-5,9%	
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	3,30	4,25	-4,3%	
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,4%	3,66	4,50	-3,0%	
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,0%	1,19	2,25	-7,3%	
	Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,3%	9,26	9,25	9,3%
	Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,7%	5,87	6,15	3,6%
Brazil - 10yr Govie (Loc)		-4,5%	13,57	13,75	12,1%	
Brazil - 10yr Govie (USD)		1,1%	6,49	7,50	-1,6%	

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Commodities	Oil (WTI)	-12,9%	69,9	87,50	25,2%
	GOLD	7,2%	1.956,2	2.200	12,5%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,3%	1,073	1,050	-2,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	2,7%	1,24	1,25	0,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-2,4%	0,86	0,84	-2,7%
	USDCHE (price of 1 USD)	-2,3%	0,90	0,95	5,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-2,1%	0,97	1,00	2,9%
	USDJPY (price of 1 USD)	6,7%	139,83	120,00	-14,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	6,9%	150,02	126,00	-16,0%
	USDMXN (price of 1 USD)	-9,7%	17,59	19,50	10,9%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-9,5%	18,85	20,48	8,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	-4,4%	5,06	5,25	3,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-4,1%	5,42	5,51	1,7%
	USDARS (price of 1 USD)	35,1%	238,80	370,00	54,9%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	82,66	84,00	1,6%
	CNY (price of 1 USD)	2,7%	7,08	7,50	5,9%



# EE.UU.

## La reunión de la Fed de junio será probablemente la más dividida de este año

### Reserva Federal

El mes pasado el mercado continuó inquieto, sobre todo, por la evolución de la inflación y el desarrollo de la crisis de los bancos regionales, motivos de preocupación a los que se sumó el debate sobre el levantamiento del techo de deuda. El principal evento en relación con la crisis bancaria fue la compra del First Republic por JP Morgan. First Republic fue uno de los bancos regionales más castigados por la fuga de depositantes de los bancos más pequeños (100.000 millones de USD en el primer trimestre del año). JP Morgan pagará a la FDIC (que no a los anteriores accionistas) 10.600 millones de USD por el banco, cuando a principios de año su valor de mercado ascendía a 25.000 millones de USD. First Republic es el tercer banco en quebrar tras SVB y Signature Bank. Por tamaño, supone la segunda mayor quiebra bancaria del país tras la de Washington Mutual en la crisis financiera de 2008.

Todo esto añade más presión a la política monetaria de la Reserva Federal. Tras la última subida instrumentada en mayo (25 pb), el mercado atribuye hoy una probabilidad del 66% a que la Fed haga una pausa en las alzas de tipos en la reunión del FOMC del 14 de junio y del 33% a que los suba 25 pb. Los miembros de la Fed parecen divididos sobre qué hacer en la próxima reunión. Por ejemplo, la presidenta del Banco de la Reserva Federal de Dallas, Lorie Logan, sostuvo que los datos no justificaban en esos momentos hacer una pausa en la reunión de junio; en cambio, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Atlanta, Raphael Bostic, afirmó la disposición a mantener los tipos altos para devolver la inflación a su objetivo previo del 2%, aunque el desempleo empezase a subir. Más allá de esto el mercado espera una bajada este año, a partir de septiembre o noviembre, de 50 pb en el tipo de referencia.

En cuanto al techo de deuda (el límite impuesto por el Congreso al importe total en que puede endeudarse el Gobierno), el Tesoro se quedaría sin capacidad de pago a principios de junio. La falta de acuerdo podría aumentar la volatilidad en los mercados. La situación no es para nada nueva, ya que desde 1960 el Congreso ha aprobado elevar o suspender el límite de deuda nada menos que 78 veces. Como ocurrió en el pasado, el partido de la oposición, en este caso el Republicano, aprovecha el aprieto económico para obtener concesiones, recortes del gasto en esta ocasión, a cambio de dar su apoyo en el Congreso (cámara en la que tiene mayoría).

### Inflación y actividad económica

La inflación general medida por el IPC registró en abril un alza del 4,9% interanual (el mercado esperaba un 5%); con un crecimiento mensual de 0,4 pp, abril fue el décimo mes consecutivo en que la subida de precios se ralentizó. La inflación subyacente subió el 5,5% interanual, aún muy por encima de un nivel que resulte cómodo a la Reserva Federal. La crucial contribución del componente de alojamiento y vivienda ya ha empezado a suavizarse: aportó al IPC +0,4 pp en abril (+0,8 pp en marzo), por lo que de proseguir su tendencia a la baja probablemente se reducirá la inflación general, que podría situarse en una horquilla del 3-4% a finales de año.

El otro elemento del mandato dual de la Fed (estabilidad de precios y máximo empleo) muestra que las condiciones del mercado laboral continúan siendo muy buenas. La tasa de desempleo sigue en mínimos históricos: bajó en mayo al 3,4% desde el 3,5% de abril. También se crearon 253.000 puestos de trabajo, cifra superior a la anterior (165.000) y a la esperada (180.000). Tras varios meses de crecimiento mensual de los salarios en la horquilla del 0,2%-0,3%, el de abril fue del 0,5%, por encima del 0,3% previsto.

Por último, el mercado inmobiliario emite algunas señales que invitan al optimismo. El índice de precios de la vivienda en EE.UU. subió por tercer mes consecutivo en abril (+3,5% respecto a marzo y +7,6% frente a enero) y el precio medio de venta de la vivienda construida alcanzó los 388.800 USD, aún por debajo del máximo de junio de 2022 (413.800 USD). A estos datos se suma que las ventas de vivienda nueva están recuperándose desde el mínimo de julio de 2022 (543.000 unidades), con 683.000 unidades vendidas en el mes de marzo.

### Mercados financieros

**Bonos del Tesoro y deuda corporativa.** El rendimiento del bono estadounidense a 10 años, tras alcanzar el 4% a principios de marzo, en los últimos dos meses se ha mantenido en un rango en torno al 3,5%. El diferencial de rendimiento entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años se sitúa hoy en -60 pb, reflejándose en una curva de tipos-plazos todavía invertida pero mucho menos que a principios de marzo (-105 pb). Las menores expectativas de inflación y la crisis bancaria nos llevan a revisar nuestro objetivo desde el 4% actual al 3,75%, un nivel en el que añadiríamos *duración* por encima de la posición neutral. En cuanto a la deuda de empresas, preferimos posicionarnos en la categoría de grado de inversión (IG) frente a alto rendimiento (HY). Mantenemos los objetivos para ambas categorías.

**Renta variable.** Hasta ahora las preocupaciones sobre el sector bancario, con la consiguiente expectativa de moderación en la política monetaria, han propiciado la continuidad del buen comportamiento observado en el mercado bursátil en lo que va de año, con una clara rotación desde las empresas con potencial de revalorización o de *valor* (representadas por el índice Russell 2000 Value: -3,1%) hacia las de *crecimiento* (+26,2%), a la inversa de lo sucedido el año pasado. Nos atenemos a la 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: 3,75%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 100 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 600 pb)  
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

### US price-to-earning ratio

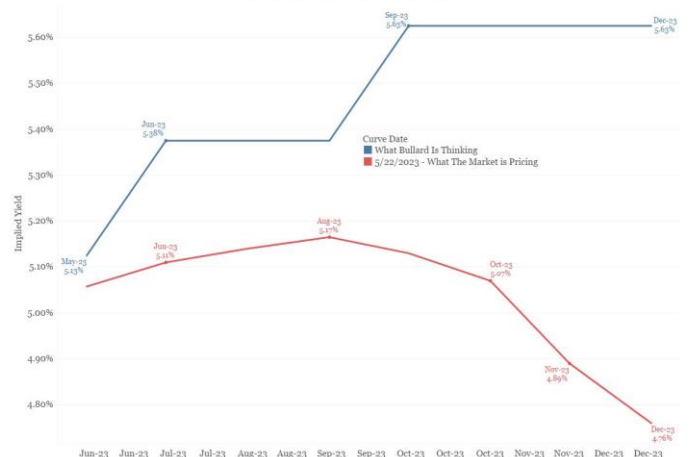
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

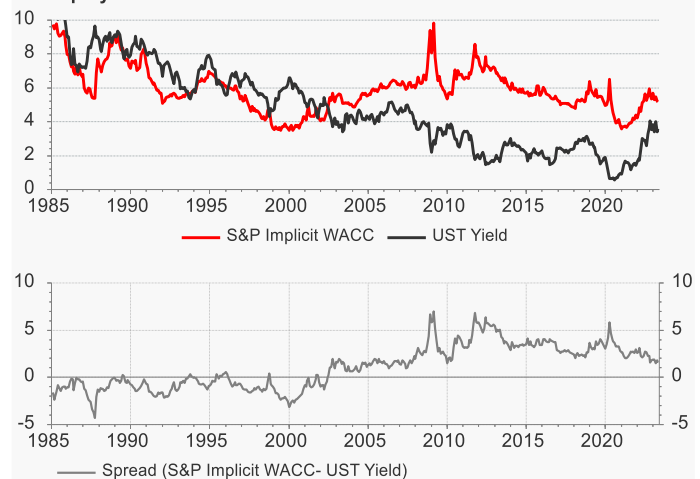
### Bullard versus The Market

Using the Fed Funds Futures Forward Curve



Source: Chicago Mercantile Exchange, Bloomberg © 2023 Bisco Research, L.L.C. All Rights Reserved. <http://www.biscoresearch.com>

### Equity Yield & UST Yield



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK





## EUROPA

### El temor al frenazo en seco parece remitir, pero el BCE aún no descarta prolongar este ciclo de alzas de tipos

**Alemania siente los efectos de la política monetaria y la decepcionante recuperación de China. Pero las autoridades monetarias piden nuevas subidas de tipos.**

Alemania está oficialmente en recesión: PIB 1T -0,3% trimestral (después de -0,5% en 4T22). Sobre una base interanual, el PIB fue -0,5%. El consumo de los hogares cayó -1,2% t/t en el 1T23, y el consumo del gobierno fue -4,9% t/t. El optimismo de principios de año parece haber dado paso a un mayor sentido de la realidad. La gran caída también en las exportaciones alemanas a China genera temores sobre la potencia económica de la UE. La producción industrial alemana tampoco alcanza las estimaciones en marzo. Detalles señalaron que la fabricación de vehículos y componentes fue la que más disminuyó, seguida de maquinaria y equipo y la producción en la construcción. Sentimiento a la baja debido a que la última encuesta alemana de clima empresarial lfo no cumplió con las expectativas. Todos los principales indicadores clave en el sector manufacturero ahora están cayendo. La moral de los inversores de la zona euro cae según encuesta EZ Sentix Investor Confidence de mayo registró la lectura más baja desde enero de 2023

#### El endurecimiento de las condiciones crediticias frenará el crecimiento

La normalización monetaria está dando sus frutos en lo que respecta a las condiciones crediticias. La última Encuesta de préstamos bancarios de la zona del euro muestran un desplome tanto la demanda como la oferta a niveles no vistos desde la GFC. Esto se percibe como una alerta temprana sobre la tendencia tanto del PIB como de la inflación. El optimismo de los servicios en la zona del euro ya podría haber comenzado a desvanecerse, pero el mercado laboral sigue optimista (tasa de desempleo en el 6,5 %, un mínimo histórico). Los fabricantes europeos muestran números más bajos, no solo en términos de sentimiento, sino también en datos como los pedidos de fábrica alemanes. Después de un modesto repunte del PIB de la zona euro en el 1T (+0,3 %), los precios más bajos de la energía impulsarían el crecimiento del 2T, pero la segunda mitad del año podría resultar más desafiante, como muestran las cifras de M1 (-10 % y/y).

#### BCE en junio: otros +25 pb «en el horno»

Laggarde: "Las tasas se elevarán a niveles suficientemente restrictivos y se mantendrán allí durante el tiempo que sea necesario". Nagel del BCE (Bundesbank): "todavía se requieren varias subidas de tipos y una vez que hayamos alcanzado un nivel lo suficientemente restrictivo, debe mantenerse durante un tiempo suficientemente largo". Knot BCE (Holanda) dice que "las subidas de tipos están funcionando, se necesitan más". Villeroy del BCE: "El BCE alcanzará la tasa máxima durante las próximas tres reuniones". El BCE sigue decidido a luchar contra la inflación, y parece que se esperan una o dos subidas más similares (+25 pb) para junio y julio, lo que eleva la tasa de depósito terminal al 3,5 %-3,75 %.

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

**Deuda pública.** Los pasos adicionales hacia la restricción monetaria deberían ser negativos para los diferenciales periféricos. Sin embargo, el impacto podría ser limitado ya que se han comunicado con anticipación y los mercados han absorbido bien la reciente contracción gradual del balance del BCE. Pero aumenta la preocupación por la probabilidad de que también se adelante el fin de la reinversión del PEPP.

**Deuda corporativa.** Los positivos resultados corporativos en el 1T han permitido que los diferenciales corporativos europeos se mantengan en niveles aceptables. El empeoramiento de las condiciones financieras y las menores perspectivas de crecimiento debe mantenerse atentos a aquellas empresas con peores métricas crediticias. La comparación entre la mala evolución de las condiciones financieras y el comportamiento de los HY europeos crea una divergencia riesgo-rentabilidad difícil de justificar. En la última reunión del BCE conocimos su intención de dejar de reinvertir en el programa APP a finales del 2T23. En cuanto a cantidades, no será significativo, pero dadas las circunstancias actuales, no ayuda. Por el lado de la oferta, el apetito inversor sigue presente, especialmente en el sector financiero.

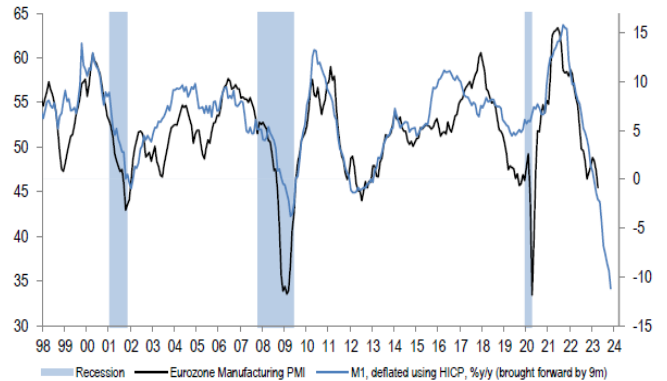
**Renta variable.** La revisión al alza del crecimiento del PIB al 1% en 2023 (desde 0,8%) y al 1,7% en 2024 (desde 1,6%) es coherente con la inesperada buena cifra de pedidos de las empresas europeas de bienes de equipo. Esto tampoco implica que aguarde una gran caída a empresas que se beneficien del momento del ciclo económico. Numerosos valores cíclicos cotizan a niveles de valoración razonables, cuando no a niveles deprimidos en el caso de las menos apreciadas por el mercado. Más del 80% de empresas del Stoxx600 publicaron sus resultados del primer trimestre, superando el 70% de ellas las estimaciones de beneficio por acción (de media en un 10%), con un crecimiento del BPA del 3% interanual. En cuanto a los ingresos, el 62% de ellas superan las previsiones de ventas. El crecimiento de los ingresos es del 4% interanual y 7 de los 11 sectores registran un crecimiento positivo de las ventas. En cuanto al sector bancario, las cifras del primer trimestre fueron sólidas, pero no por eso los analistas han elevado las previsiones para el conjunto del ejercicio, en línea con el índice, lo que ha provocado cierta recogida de beneficios.

La economía española parece haberse comportado algo mejor en los primeros meses de 2023 de lo que se anticipaba en diciembre. La brecha de producción respecto al PIB "pre-pandemia" (cuarto trimestre de 2019), que ascendía a 0,9 pp en el cuarto trimestre de 2022, previsiblemente se cerrará entre el segundo y el tercer trimestre de 2023. Los beneficios del primer trimestre de las empresas del IBEX-35 aumentaron un 18,7% interanual, lo que conlleva una revisión al alza de los beneficios del consenso hasta un BPA de 854 euros para el conjunto del ejercicio.

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

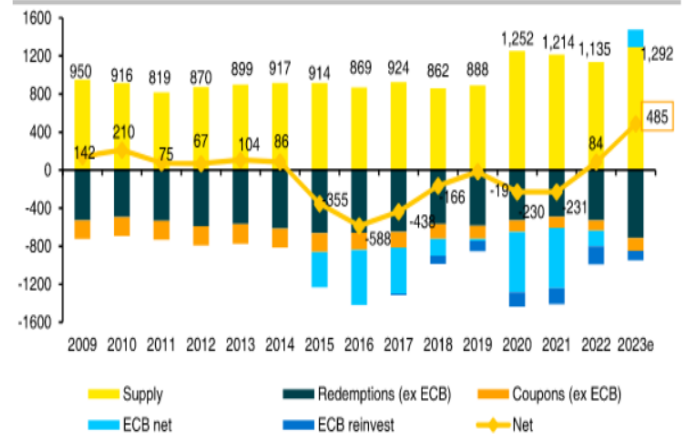
- Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-INFRAPONDERAR
- Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-INFRAPONDERAR
- Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
- Deuda soberana (países centrales y periféricos):
  - Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,5%; comprar a 3%)
  - 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.

Eurozone M1 growth (deflated by HICP) vs manufacturing PMI



Source: Bloomberg Finance L.P., S&P Global

Forecasts/estimates, in €bn



Source: Debt agencies, Ministries of Finance, Bloomberg, Commerzbank Research

Euro STOXX banks Index



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# CHINA

## Numerosos factores avalan la impresión general de que la reapertura china resulta decepcionante, pero ¿lo es?

**Las referencias a localizar la producción en jurisdicciones afines, a relocalizarlas y al desacoplamiento económico han lastrado el mercado chino**

El 4 de febrero la Fuerza Aérea estadounidense derribó un globo espía chino y los mercados chinos empezaron a registrar malos resultados. Las tensiones geopolíticas entre China y los países occidentales van a más y con ello también las referencias a localización de empresas en jurisdicciones afines, relocalización y desacoplamiento económico, y esto está pesando en el mercado bursátil chino. Cabe preguntarse en qué medida están deslocalizando las empresas occidentales que operan en China su producción fuera de este país. Para ellas, los principales retos son el aumento de los costes laborales, incoherencias en la interpretación de la normativa, falta de claridad en las leyes y su aplicación, el aumento de las tensiones en las relaciones sino-estadounidenses y, hasta hace poco, las medidas de prevención ante la pandemia. Algunos de estos retos evolucionaron adversamente para China. Las encuestas a empresas revelan que, entre las empresas estadounidenses, una cuarta parte de ellas está considerando trasladar la producción fuera de China y que menos de la mitad ve China como uno de los tres principales destinos de inversión. Según estas encuestas, es menos probable que las empresas europeas trasladen sus inversiones fuera de China. El porcentaje de IED procedente de estos países ha disminuido y una gran parte de la IED total en China corresponde a inversiones de ida y vuelta. El porcentaje de IED de China se redujo significativamente tanto en valor como en número de proyectos, sobre todo en sectores estratégicos. China aún tiene mucho a su favor; sin embargo, la presión subyacente para desacoplarse no puede ignorarse. En definitiva, prevemos que las empresas occidentales seguirán deslocalizando su producción fuera de China y trasladándola a jurisdicciones más amigables.

**La reapertura china ha sido decepcionante, cuando no diferente a las tradicionales**

La cotización de LVMH, Hermès y Ferrari se ha disparado desde que China levantó las restricciones por la pandemia, pero empresas como BHP, Rio Tinto y Anglo American sufren en lo que llevamos de año correcciones de entre el 7% y 24%. Más importante aún, las alzas en los mercados bursátiles internacionales, a semejanza de 2021, vuelven a estar lideradas por los valores tecnológicos estadounidenses, un cambio que alienta la narrativa predominante de una reapertura china decepcionante. Pero ¿hasta qué punto ha sido decepcionante la reapertura de China? En términos absolutos, los datos económicos chinos han superado las expectativas, pero ha habido aspectos decepcionantes. Mientras que el PMI del sector servicios se disparó hasta un nuevo máximo, el PMI manufacturero volvió a caer por debajo de 50, y las ventas inmobiliarias han empezado a flaquear, lastrando los precios de las materias primas (mineral de hierro y carbón). Esto explica la divergencia entre las empresas mineras y las de bienes de lujo. La realidad es que la economía china se está recuperando, pero puede que lo esté haciendo de un modo diferente a ocasiones anteriores. Esta vez el repunte chino no lo impulsan el gasto en infraestructuras y la promoción inmobiliaria, sino el gasto de consumo. Tal vez esto ayude a explicar los malos resultados de la renta variable china.

**Perspectivas a largo plazo: los grandes motores de este mercado**

Todo gira en torno al riesgo político de China, cuyos dirigentes llevan un tiempo socavando la confianza de los inversores extranjeros. Primero fue la salida forzada de accionistas de las empresas de educación y, después, el maltrato a los inversores de Didi Chuxing (al obligar a retirar su aplicación de todas las tiendas de aplicaciones tras su salida a bolsa). Tampoco ayudó la desaparición del fundador de Alibaba, Jack Ma (el magnate pasó de tenerlo todo a desaparecer de la vida pública tras criticar al Gobierno), ni la de Bao Fan (fundador y principal negociador de Renaissance Holdings). En el ámbito geopolítico las recientes tensiones sobre Taiwán, o incluso la visita de Xi Jinping a Moscú, hacen poco por aliviar las preocupaciones occidentales a la hora de invertir capital en China. Una de las explicaciones del simultáneo comportamiento decepcionante de la renta variable china y la revalorización de las acciones de Hermès, LVMH y Ferrari es que los inversores extranjeros quieren participar en la recuperación de China, pero de forma indirecta. Ningún gestor quiere arriesgarse a que su capital quede inmovilizado en China continental. Para un gestor de fondos, tener LVMH en cartera no suscitara preguntas ni a los gestores de riesgos internos ni a los clientes. No cabe decir lo mismo de Tencent, Alibaba, Baidu o Kweichou Moutai.

**La iniciativa empresarial podría haber quedado aplastada**

Los mercados alcistas chinos se han apoyado en el pasado en los inversores nacionales más que en los extranjeros. Dados los saldos en efectivo récord en los bancos chinos, la caída de los tipos de interés y un gobierno central que busca impulsar el crecimiento económico, ¿por qué la liquidez marginal no está fluyendo hacia sus mercados de renta variable? Hasta hace unos cinco años la mayoría de los chinos ricos parecían suscribir la creencia de que el Partido Comunista Chino era la clase dirigente tecnocrática más eficiente que existía. Pero, tras todo lo ocurrido en los últimos cinco años, incluidos los drásticos confinamientos y cierres de actividad impuestos con motivo de la pandemia, o la debacle entre los principales magnates chinos que tuvieron el valor de plantear críticas al gobierno, lo cierto es que el entusiasmo de los chinos ricos por su gobierno parece haberse desvanecido. Esta nueva desilusión se explica por varios factores. Entre otros, el hecho de que la mayoría de ellos saben cómo vivió el resto del mundo la pandemia, lo que les hace dudar de sus dirigentes. Además, muchos ricos chinos envían a sus hijos a internados y universidades extranjeras y las restricciones pandémicas apenas les permitieron ver a sus hijos durante casi tres años, generando en ellos cierto resentimiento.

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

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR

Renta variable (Shenzhén): INFRAPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,5%)

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

## Recuperación doméstica, planes sólidos de capex, expansión monetaria, ganancias sólidas y valoraciones atractivas

**Sin dejar de mantener el apoyo a la actual flexibilización, Gobierno y banco central debaten si los estímulos monetarios ofrecen una salida sostenida a la deflación**

El Banco de Japón (BoJ) mantuvo inalterados sus tipos objetivo a corto y a largo plazo, pero puso en marcha la revisión de su política de largo plazo. La orientación al mercado se modificó para eliminar la referencia al seguimiento de la evolución de la pandemia, pero se mantendrán otros componentes clave, como la relajación cuantitativa y cualitativa (QQE) y el control de la curva de rendimientos (YCC), hasta que la inflación se sitúe de forma estable en el objetivo del 2%: la base monetaria seguirá creciendo y el BoJ no dudará en relajar aún más la política si fuera necesario. Además, se reconoció oficialmente que lograr la estabilidad de precios había sido todo un reto los últimos 25 años, y se acordó acometer la revisión de la política monetaria con una «perspectiva amplia» en un marco temporal de entre un año y un año y medio. La inflación de mayo se situó en el 3,2% (desde el 3,5% el mes anterior)

Ueda, gobernador del BoJ, reiteró que las políticas seguirían formulándose como de costumbre durante el periodo de revisión. El acta de la reunión de marzo del BoJ reflejó que los miembros pensaban que las distorsiones del mercado persistían, si bien no habían empeorado. Algunos sugirieron la necesidad de examinar los efectos de las medidas adoptadas en el pasado para mejorar el funcionamiento del mercado (posiblemente como preludio a su decisión de acometer una revisión de largo plazo), sin dejar de mantener al mismo tiempo el apoyo a la relajación actual. La atención se centró sobre todo en los efectos sobre la financiación de la deuda corporativa, coincidiendo muchos en que se había detenido la ampliación de los diferenciales de crédito; con todo, se hizo constar que el persistente deterioro del funcionamiento del mercado seguiría requiriendo una estrecha vigilancia. La última reunión del Consejo de Política Económica y Fiscal se centró en si los recientes aumentos de la inflación y el crecimiento salarial sugerían que el país se acercaba a una salida sostenida de la deflación. El primer ministro Kishida subrayó la necesidad de salir de la deflación y fomentar la percepción de que no se volverá a ella. También hizo un llamamiento a coordinar políticas con el Banco de Japón, mientras mantenía que la mayor prioridad de su legislatura era acelerar el crecimiento de los salarios. Las alzas salariales serán las mayores en 31 años. Según una encuesta a 308 empresas, el salario medio aumentará un 3,89% en 2023, un 1,54% por encima de lo que lo hizo el año pasado. El 90% de las empresas elevan el salario básico, señalando que el factor de inflación (IPC excluyendo imputación de alquileres) utilizado para calcular los salarios reales subió un 3,8% en el año fiscal 2022, la cifra más alta en 41 años. Los aumentos salariales de las pequeñas empresas (+3,57%) fueron algo menores que la media, aunque marcan un récord atendiendo a datos comparables. En cuanto a la inflación, el último dato del IPC de abril fue del +5,8% interanual (frente al +7,2% interanual del mes anterior). Las expectativas aún son de persistencia de la inflación, ya que el 75% de productores del sector alimentario prevén subir precios el año que viene. Alrededor de la mitad no lograron repercutir el aumento de los costes, dados los ingresos reales negativos. Sin embargo, el progreso ha sido desigual: la mayoría de las empresas afirman haber podido realizar una repercusión parcial, aunque sólo el 12% ha logrado repercutir al menos el 80% del incremento de costes.

### Flujos internacionales y evolución macroeconómica: la actividad, en buena forma

Índice de condiciones actuales de Economy Watchers, encuesta de abril: 54,6 (marzo: 53,3). Índice de indicadores adelantados, marzo: 97,5 (febrero: 98,2). Indicadores simultáneos: 98,7 (sin cambios). PMI del sector servicios, abril: 55,4 (marzo: 55). PMI comp.: 52,9 (sin cambios).

### Resultados: la atención se centra en los beneficios mejores de los previstos

Nikkei ha clasificado las empresas japonesas en función de en cuánto superan las previsiones de beneficios de los analistas las previsiones corporativas. La previsión es que Toyota Motor será la que la superará por mayor margen, 110.000 millones de JPY (816 millones de USD), ya que la debilidad del yen amortigua la presión a la baja sobre los beneficios netos. Nintendo ocupa el segundo lugar, con 21.500 millones de JPY. Daikin se situó en tercer lugar, favorecida por una dinámica cambiaria similar.

Los principales bancos japoneses apuntan a un mayor crecimiento de los beneficios, pero se muestran cautos sobre las perspectivas. Según Nikkei, el beneficio neto conjunto de Mitsubishi, Sumitomo Mitsui y Mizuho Financial aumentó un 5% en el ejercicio fiscal 2022. Los beneficios se apoyaron en el crecimiento de los préstamos extranjeros, que contribuyó a la mejora de los diferenciales por tipos de interés. Los bancos esperan un crecimiento de los beneficios del 10% en el ejercicio 2023, el mayor desde 2005. Sin embargo, también expresaron preocupación por las perspectivas y no anunciaron nuevas recompras, reflejando el deseo de proteger el capital en un complicado entorno de alzas de tipos de interés (sobre todo en EE.UU.), problemas en el segmento inmobiliario comercial y deterioro de las perspectivas de la economía mundial.

### La demografía sigue siendo un importante factor deflacionista

Los datos oficiales muestran que la población infantil estimada de Japón descendió por 42º año consecutivo y marcó un nuevo mínimo histórico. A 1 de abril, los menores de 14 años eran 14,35 millones, unos 300.000 menos que el año anterior, y suponían el 11,5% de la población total, un 0,2% menos que un año antes, también la cifra más baja desde 1950, que es el primer año del que se dispone de datos comparables. Mientras, el Primer Ministro Fumio Kishida pide aplicar medidas «sin precedentes» para impulsar la natalidad.

### La menor demanda mundial de semiconductores augura caídas de precios

Kioxia Holdings y Western Digital aceleran las negociaciones de fusión y ultiman la estructura del acuerdo, mientras la caída del mercado de chips de memorias aumenta la presión por la consolidación. La propiedad de la entidad resultante de la fusión se repartiría entre Kioxia (43%), Western Digital (37%) y los accionistas actuales (20%).

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

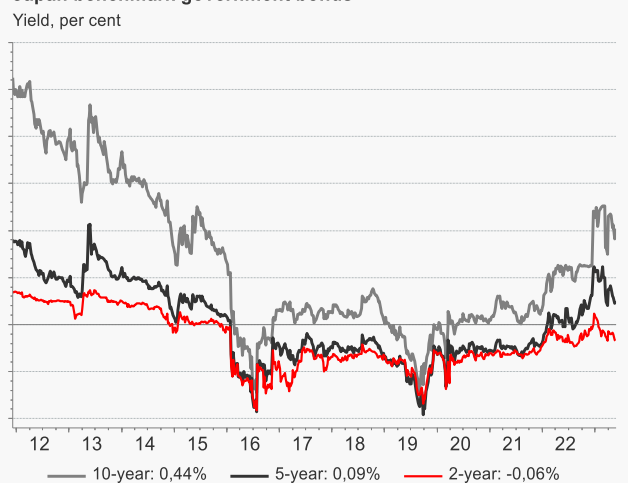
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 0,75%)

Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 120)

Japan Nikkei 225 price / earnings



Japan benchmark government bonds



Japan real narrow EER







# INDIA

## Los flujos del extranjero recobran ímpetu, impulsando las acciones, las reservas de divisas y la rupia india

### Perspectivas macroeconómicas favorables

El índice de precios al consumo (IPC) de marzo disminuyó a 5,66% interanual, frente al 6,44% interanual de febrero. La inflación subyacente, que fue del 5,78% interanual, también se redujo. En el caso de la evolución de los precios industriales (IPI), en febrero se mantuvieron estables en el 5,5%, mientras que los precios del petróleo en NYMEX subieron un 1,5% respecto al mes anterior, cerrando en 76,78 USD/barril.

### Perspectivas del mercado de valores indio

Al ceder la preocupación por el sector financiero la renta variable india se ha recuperado en mes y medio, desde los mínimos del 24 de marzo, un 7,67%. El crecimiento del crédito repuntó significativamente en los últimos meses y sigue pujante por encima del 10%, lo que indica que la demanda subyacente mantiene la firmeza. Los niveles de valoración siguen normalizándose y ganarán atractivo al continuar mejorando los beneficios. Los principales valores cotizaron por encima de las líneas neutrales durante la mayor parte del mes, animados por la declaración del organismo industrial PHDCCI según la cual «la mayor competitividad de la economía india atraerá más inversiones y creará nuevas oportunidades de empleo para la creciente población joven del país». Los operadores también tomaron nota de informes privados que indicaban que la India había fijado 2035 como límite para construir instalaciones de abastecimiento y repostaje de hidrógeno verde en los principales puertos con el fin de reducir su huella de carbono.

Las expectativas de que la inflación haya tocado techo y la posibilidad de que llegue a su fin el ciclo de subidas de tipos también contribuyeron al impulso positivo. El aumento de la inflación en la India ha sido mucho más contenido que en otras economías. Los fundamentos de la economía india y su potencial de crecimiento a largo plazo siguen siendo sólidos, y cualquier episodio de volatilidad sería una oportunidad atractiva para que los inversores a largo plazo aumentasen su exposición al mercado.

India supone actualmente el 3,1% de la capitalización bursátil mundial (por encima de su media histórica del 2,5%), lo que la sitúa entre los cinco primeros mercados del mundo. Los resultados empresariales se mantuvieron firmes en 2022. El crecimiento acumulado puede impresionar, pero estuvo impulsado únicamente por 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 interanual de los beneficios. El adverso entorno macroeconómico, que se caracteriza 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 algo 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 los precios del petróleo: el Banco de la Reserva de la India (RBI) estima 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.

### Estructura económica de la India

La deuda pública de la India saltó del 71% del PIB en 2019 al 89% en 2021, pero el gobierno logró reconducirla al 82% gracias a un intenso crecimiento nominal del PIB (17%) en los últimos dos años. Para estabilizar la relación deuda/PIB en los niveles actuales (aún elevados) será necesario un crecimiento del PIB nominal del 9,5%, lo que corresponde a un crecimiento del PIB real del 6-6,5% del PIB. Si el crecimiento medio del PIB nominal fuese del 11%, la deuda pública caería por debajo del 80% al final de la década; en cambio, si el PIB nominal fuese inferior al 8,5%, ascendería al 87% del PIB en 2030. En consecuencia, cambios relativamente pequeños en la tendencia de crecimiento del PIB nominal inciden notablemente en la trayectoria de la deuda. Confiamos en que la India registrará esos pequeños cambios en los próximos años, y que serán positivos.

Resulta alentador que la relación impuestos brutos/PIB se acelerara hasta el 18% del PIB en el ejercicio fiscal 2022: por debajo aún de la media mundial, pero la cifra más alta desde 2007-8. De mantenerse y seguir mejorando, cualquier problema fiscal debería ser relativamente fácil de gestionar. Además, con el porcentaje de impuestos indirectos sobre el total de impuestos ya muy por encima de la media de mercados emergentes, la movilización fiscal en India en los próximos años podría ser relativamente fácil, si bien tendrá que centrarse únicamente en los impuestos directos para dotar de progresividad al sistema tributario.

### Los flujos procedentes del extranjero recobran impulso

Según los últimos datos del Banco de Reserva de la India, las reservas de divisas aumentaron ligeramente, hasta los 584.250 millones de USD. La sólida posición en reservas hizo que la rupia india se apreciara frente al USD un 0,43% en el mes, cerrando a 81,83 rupias/USD (frente a las 82,18 rupias/USD del mes pasado). Al mismo tiempo, los inversores extranjeros fueron compradores netos tanto de acciones indias por valor de 1.420 millones de USD como de renta fija por valor de 10 millones de USD. Los inversores nacionales fueron compradores netos de acciones por valor de 240 millones de USD en el mes.

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

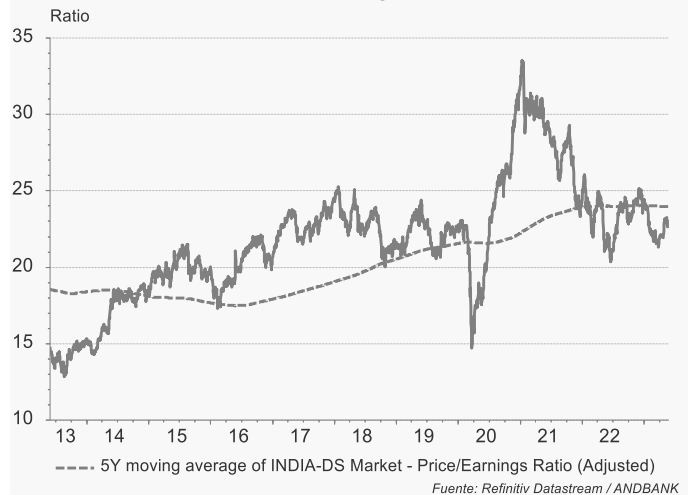
Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,5%)

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 84)

India Datastream index Price Earnings Ratio



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

India benchmark government bonds



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

India broad effective exchange rates



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# VIETNAM

## Entra más capital extranjero; las medidas para contener la burbuja inmobiliaria repercuten en toda la economía

Las medidas oficiales para reducir los tipos de interés respaldarán el mercado, pero pensamos que pasará un tiempo hasta que estas políticas se dejen sentir en los mercados financieros. Es posible que los inversores compren, anticipándose a entradas de fondos en renta variable que están acumulándose tras el lanzamiento de Fubon (ETF que invierte en las acciones del índice subyacente), aunque cabría cierta presión vendedora a medida que el VnIndex se adentre en la zona de resistencia de los 1.055-1.065 puntos.

### La crisis inmobiliaria provocada por la lucha anticorrupción ha estado lastrando la actividad industrial en Vietnam

El Gobierno vietnamita desató en 2022 una tormenta financiera para combatir la corrupción y redobó sus esfuerzos por enderezar el mercado inmobiliario, lo que condujo al encarcelamiento de varios magnates inmobiliarios vietnamitas y a que durante un tiempo su mercado inmobiliario estuviese «alborotado». La campaña anticorrupción a gran escala podría haber ahuyentado a algunos inversores. Después de que el gobierno aumentara la vigilancia sobre los promotores inmobiliarios que emitían nuevos bonos, el déficit de financiación del sector inmobiliario no ha dejado de crecer. La emisión total de nuevos bonos de empresas inmobiliarias registró en 2022 un descenso significativo respecto al mismo periodo del año anterior. Esto sigue a un deterioro significativo de las ventas del sector en Vietnam, habiéndose incrementado el tiempo necesario para vender una propiedad de 2 a 6-8 meses. Las menores ventas, unidas a una actividad de financiación limitada, ha impedido de hecho a las empresas inmobiliarias reembolsar deuda, obligándolas a afrontar un grave problema de falta de liquidez. Se estima que el importe de los bonos vencidos en el sector inmobiliario vietnamita todavía asciende a 46.200 millones de USD.

### Expectativas de menor crecimiento del PIB y una inflación controlada

Debido a la complejidad de la cadena de la industria inmobiliaria, la «crisis» del sector inmobiliario de Vietnam ha afectado no poco a sus industrias auxiliares, provocando a su vez la ralentización del componente industrial del PIB, lo que lastró decisivamente el PIB vietnamita en el primer trimestre de 2023. El PIB creció ese trimestre un 3,32% interanual, dato inferior al 5,92% interanual del cuarto trimestre de 2022 y, si bien supuso el sexto periodo consecutivo de expansión, esa cifra también significó el menor ritmo de crecimiento desde el tercer trimestre de 2020, algo que respondió asimismo al hecho de que la demanda exterior acentuó su deterioro por las persistentes presiones de costes de los principales socios comerciales del país. En general, en el primer trimestre la demanda final de consumo fue moderada, la inversión débil y las importaciones y exportaciones cayeron bruscamente, lo que en último término hizo que el PIB decepcionara las expectativas. Vista la situación, el crecimiento futuro de la economía vietnamita será previsiblemente inferior al anteriormente previsto. El Gobierno vietnamita preveía inicialmente un crecimiento anual del PIB del 6,5% este año, un objetivo que podría ser ahora difícil de alcanzar. La inflación subyacente se mantiene en un aceptable 2,5% y el IPC general sigue bien controlado, y con tendencia a la baja tras el 2,81% interanual de abril. El banco central de Vietnam (SBV) aspira a lograr en 2023 un crecimiento del crédito del 14-15%. Pero el menor crecimiento del crédito en los meses comprendidos entre enero y abril (+2,66% interanual, frente al 6,75% interanual del mismo periodo de 2022) lanza una señal de alarma sobre la capacidad de crecimiento de la economía. El subgobernador del SBV afirmó que seguirá ordenando a los bancos reducir los tipos de interés con el objetivo de crear unas condiciones de crédito más favorables.

### El enfriamiento de la economía mundial reduce las exportaciones textiles

Vietnam es uno de los mayores exportadores mundiales de ropa, calzado y muebles, y también de productos electrónicos, donde ocupa el 12º puesto mundial (hasta hace poco estaba entre los mayores exportadores de teléfonos móviles). Los pedidos internacionales de su sector textil han disminuido. Los datos comerciales de las aduanas vietnamitas correspondientes al mes de abril muestran otro mes de progresiva contracción al persistir contratiempos para el comercio exterior. En lo que va de año exportaciones e importaciones se contrajeron un 13% y 17%, respectivamente. Como aspecto positivo, el saldo de la balanza comercial vietnamita registró un fuerte superávit de 7.500 millones de USD.

### Capital internacional e inversión extranjera directa

Una gran parte de los productos electrónicos que se elaboran y exportan desde Vietnam son productos de empresas surcoreanas, como teléfonos móviles del Grupo Samsung y pantallas del Grupo LG. Debido a los costes relativamente baratos de la mano de obra vietnamita, el consorcio coreano estaba muy interesado en construir fábricas en Vietnam y utilizar este país como base manufacturera para producir electrónica destinada a la exportación internacional. Se calcula que las empresas surcoreanas representan el 35% del total de exportaciones del país y que el porcentaje representado por Samsung Electronics y otras empresas del sector ronda el 25%. Según la Oficina de Estadística de Vietnam, en el 1Q2023 la IED cayó un 5,38% interanual; cifra que hay que poner en el contexto tras un aumento del 13,5% en 2022.

### Fubon ETF

El ETF Fubon de Vietnam anunció recientemente que captaría otros 160 millones de USD, pero después de varias semanas el fondo no ha alcanzado el objetivo. CTBC espera que las nuevas entradas sean graduales. El fondo parece bastante optimista sobre el futuro de Vietnam. Recordemos que Fubon es un ETF vietnamita compuesto por valores que han alcanzado o están a punto de alcanzar su límite de propiedad por extranjeros (FOL). Los 600 millones de USD que gestiona este ETF pueden invertirse sin limitación en valores vietnamitas, y los inversores extranjeros pueden comprar ahora el 100% de las acciones emitidas por el ETF, por lo que la estructura permite a los inversores extranjeros comprar indirectamente una cesta de valores que han alcanzado sus FOL. La compra de esos valores por el ETF es el factor que más ha contribuido a reducir las primas de FOL en general.

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

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



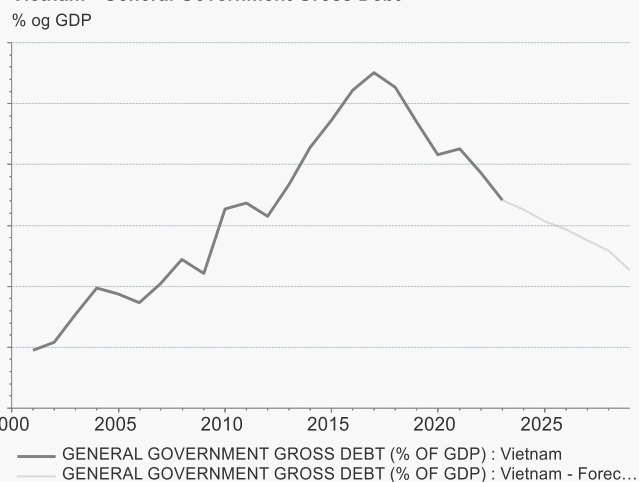
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam CPI



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam - General Government Gross Debt



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK





# ISRAEL

## El banco central responde al aumento de la inflación. Menor riesgo político al paralizarse la reforma judicial.

### Política y economía

No es previsible que el tan esperado anuncio de S&P ratificando la calificación de Israel (AA-) con perspectiva estable afecte significativamente a los mercados de modo inmediato. El anuncio de S&P llega un mes después de que Moody's rebajara su previsión de calificación crediticia. Mientras que Moody's veía la aprobación de la reforma legal como un riesgo para la economía israelí, S&P afirmó que esperaba algún tipo de consenso sobre la reforma judicial que permitiera moderar las tensiones. Sin embargo, el anuncio indicaba específicamente que la calificación podría bajar si los riesgos políticos o regionales aumentasen y afectasen a la economía.

La previsión de crecimiento de S&P para 2023, del 1,5%, es notablemente inferior a la previsión de crecimiento del 2,5% publicada por el Banco de Israel y la más baja de todas las adelantadas por entidades nacionales o internacionales. Si prevalece el consenso político sobre los cambios judiciales, el PIB probablemente se recuperará hasta una media anual del 3,5% a partir de 2024, según la agencia de rating. En opinión de S&P, el déficit fiscal superará el objetivo del 0,9% y alcanzará el 2,5%. Por su parte, el FMI advirtió de que la prolongada incertidumbre sobre la reforma judicial representa un notable riesgo a la baja para la economía israelí. En el primer trimestre el crecimiento anualizado se ralentizó al 2,5%, frente al 5,3% del último de 2012.

El primer ministro Benjamin Netanyahu suspendió temporalmente la reforma judicial a finales de marzo y hay algunos indicios de que se ha avanzado con la oposición. El Gobierno se centra actualmente en intentar aprobar el presupuesto estatal bienal para 2023-2024 antes de la fecha límite del 29 de mayo. De lo contrario, se convocarían elecciones anticipadas.

### Coyuntura macroeconómica y renta fija

El índice de precios al consumo aumentó en abril 0,8 pp (+5% interanual), muy por encima de los 0,4 pp previstos (+4,6% interanual), impulsado por las subidas de verduras y frutas frescas (+4% mensual) y los costes del transporte (+2,5%). Cabe señalar que, tras haber anunciado numerosos productores del sector alimentario fuertes alzas de precios, la aceleración de la inflación en los próximos meses tiene todos los visos de tener continuidad. Los indicadores del mercado laboral siguen reflejando solidez: la tasa de desempleo (desestacionalizada) disminuyó del 3,8% en marzo al 3,6% en abril, y el salario medio aumentó del +3,9% interanual en febrero al 7,9% interanual en marzo (la cifra incluye una subvención recibida por el sector público).

El aumento de la inflación probablemente llevará al Banco de Israel a subir su tipo de interés el mes que viene al menos 25 pb, y posiblemente otro cuarto de punto el mes siguiente, hasta situarlo en el 5%. Esto contrasta con el consenso hasta ahora, que preveía una interrupción del actual ciclo de subidas de tipos de interés y una bajada de tipos en el último trimestre del año. En vista de ello pensamos que la curva de tipos no refleja el cambio de previsiones. La curva de tipos-plazos sigue invertida y cóncava como no lo había estado en muchos años. Siendo así, pensamos que la *duración* debería mantenerse corta y, dada la forma de la curva, debe evitarse por completo tener en cartera valores de deuda con vencimientos en los plazos medios.

### Renta variable

El mercado bursátil israelí cerró por fin un mes en positivo y redujo en cierta medida las brechas de rentabilidad negativas que mantiene frente a la mayoría de los mercados del mundo. Como señalamos en análisis previos, a nuestro juicio el mercado israelí cotiza actualmente a niveles bastante atractivos por el criterio de rentabilidad/riesgo y, de no ser por la crisis política, su comportamiento probablemente habría sido mucho mejor. El índice Tel Aviv 125 ganó el mes pasado un 4,75%, encabezado por las acciones bancarias, que se dispararon un 15%. Los bancos presentaron los estados financieros del primer trimestre, que reflejaban una rentabilidad del capital que rondaba el 20%, atribuible a los altos tipos de interés; a pesar de su excelente rentabilidad, siguen cotizando a precios atractivos.

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

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL

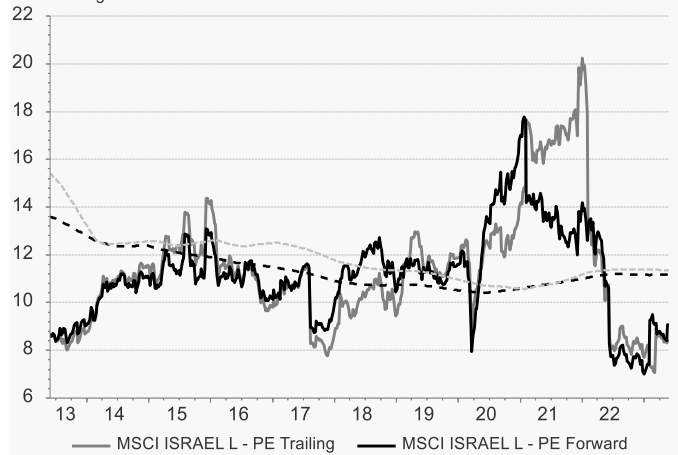
Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa: NEUTRAL

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

Israel price-to-earning ratio

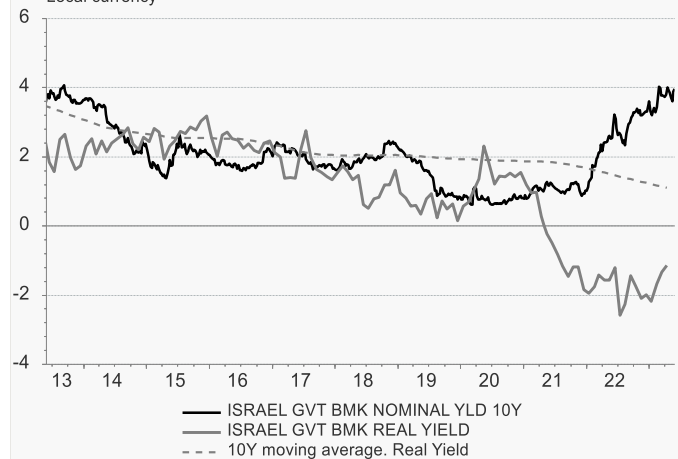
Trailing & Forward PE



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

## Los problemas presupuestarios siguen preocupando

### El enemigo está dentro

El culebrón del marco presupuestario continúa y, mientras el Congreso está haciendo la parte que le toca para aprobarlo, tanto el propio Lula como su Partido de los Trabajadores están creando agitación.

Una de las críticas más duras que está recibiendo la propuesta de marco presupuestario es que no prevé suficientes sanciones en caso de incumplimiento de los objetivos fijados. En un esfuerzo por corregir esta situación, los representantes de la Cámara Baja enviaron una serie de sugerencias al ponente del proyecto de ley, Claudio Cajado, solicitando un mayor rigor en caso de incumplimiento de la normativa. Aunque era de esperar, el Partido de los Trabajadores de Lula exige que el texto original del ministro de Economía, Fernando Haddad, se mantenga inalterado, hasta el punto de retrasar pasos importantes para la aprobación del proyecto con el fin de satisfacer sus demandas.

Por otro lado, pese a todas las dificultades para aprobar un proyecto de ley tan complejo, el propio Lula aprovechó el Día Internacional de los Trabajadores para anunciar que el Gobierno recuperará la fórmula de ajuste del salario mínimo real (por encima de la inflación) y corregirá notablemente los tramos del impuesto sobre la renta para las familias de menores ingresos.

El ajuste del salario mínimo por encima de la inflación es una fórmula basada en la inflación del último año más el crecimiento del PIB de dos años antes. En Brasil esto tiene importantes implicaciones para la política presupuestaria, ya que buena parte del gasto público se vincula al salario mínimo; en particular, las prestaciones de servicios de seguridad social, que constituyen históricamente una de las partidas de gasto que más crece de las administraciones públicas.

La corrección de los tramos impositivos fue una promesa electoral ampliamente esperada. La última vez que se ajustaron fue en 2016, y desde entonces solo la inflación ha sido del 39,7%. Se especula con que el ajuste propuesto por el Gobierno podría eximir del pago de impuestos a más de 13 millones de brasileños con rentas bajas.

Huelga decir que ambos anuncios son una gran noticia para las clases de bajos ingresos de Brasil. Ahora bien, al tiempo que trata de aprobar un paquete presupuestario responsable, el Gobierno está indicando que aumentará el gasto. En concreto, el coste de ambos ajustes podría llegar a suponer entre 20.000 y 25.000 millones de BRL.

### ¿Cómo lo están haciendo los mercados?

De hecho, los mercados van bien. A las dos semanas del anuncio de Haddad la curva de tipos a plazo empezó a descender y ha seguido así desde entonces, de forma lenta pero constante. El bono del Estado a 10 años empezó el año en el 12,76%, alcanzó un máximo del 13,64% el 3 de marzo y ahora está por debajo del 12%. El mercado bursátil estuvo algo más volátil: el iBovespa empezó el año en torno a los 109.700 puntos, bajó a 97.319 (-11,2%) el 23 de marzo, y en estos momentos vuelve a superar los 109.000 puntos.

El real empezó el año en 5,28 unidades por dólar, cotizó en torno a 5,20 los tres primeros meses y desde el anuncio del nuevo marco presupuestario (30 de marzo) ronda las 5 unidades por dólar. Otro indicador importante del riesgo percibido en Brasil son las permutas de riesgo de crédito (CDS) a 5 años, que bajaron de 250 pb a 225 pb desde la rueda de prensa de Haddad.

El principal acontecimiento que esperan los mercados es un cambio de postura del banco central que indique cierta relajación de su política en un futuro próximo. Roberto Campos se mantuvo firme pese a fuertes presiones para que empezase a recortar los tipos cuanto antes. Ha insistido mucho en la inexistencia de correlación directa entre la aprobación de las nuevas normas presupuestarias y la flexibilización monetaria, que Lula y otros de sus ministros venían señalando.

Sobre la coyuntura económica, los últimos indicadores apuntan a que las perspectivas de crecimiento tienden a mejorar —no mucho, pero sí algo— y que el desempleo y la inflación subyacente disminuyen, lo que permitiría algún tipo de relajación. Estamos convencidos de que acabará siendo así, pero no es fácil determinar el momento. La curva apunta a un nuevo ciclo a partir de agosto/septiembre, pero el BCB, al menos en sus comunicaciones, dice que tal vez no sea el caso. Los economistas esperan que el tipo de interés se situará en 12,50% a finales de año (actualmente está en el 13,75%).

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

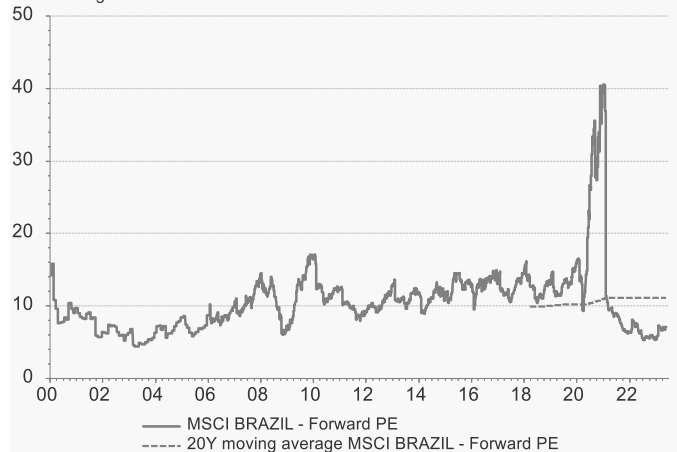
Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 12,75%; dif.: 900 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 6,75%; dif.: 300 pb)

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

Brazil MSCI Index price-to-earning

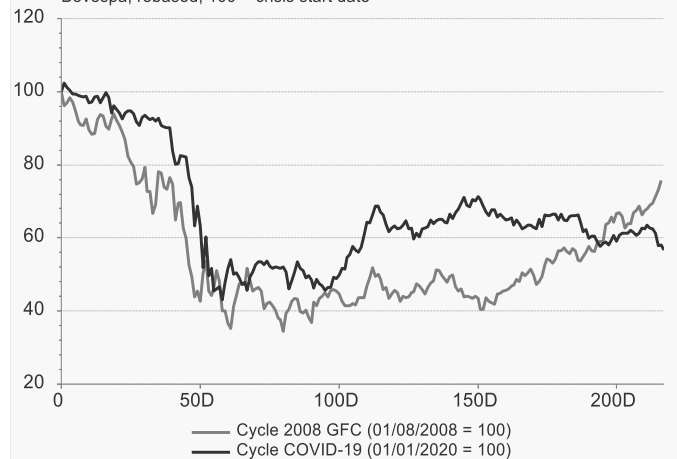
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

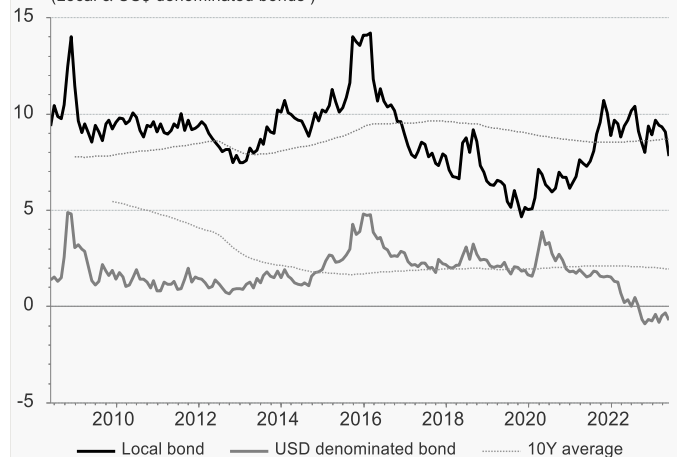
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# MÉXICO

## El banco central hace una pausa con sesgo restrictivo

### Banco central

El Banco Central de México (Banxico) validó las expectativas del mercado y, al reconocer que ya se había iniciado una fase de desinflación, mantuvo el tipo de interés de referencia en el 11,25%. La decisión se adoptó por unanimidad. La perspectiva para la inflación era de persistencia de riesgos al alza, si bien revisó ligeramente a la baja las previsiones para los trimestres que quedan de 2023 (estimación INPC para final de año: +4,7% interanual). La previsión para el final de 2024 se mantuvo sin cambios (+3,1% interanual).

Destaca el último párrafo de la comunicación de política monetaria: la Junta de Gobierno de Banxico estimó que «el panorama inflacionario será complicado e incierto para todo el horizonte de pronóstico, con riesgos al alza». Siendo así, «para lograr la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general hacia la meta del 3% se considera necesario mantener la tasa en su nivel actual durante un periodo prolongado», por lo que descartó por el momento los recortes hacia final de año que el mercado había venido anticipando. Algo que el mercado interpretó como señalización de un sesgo de política restrictivo.

### Inflación y actividad

La inflación general mantuvo en abril su tendencia a la baja (+6,25% interanual), influida por un descenso considerable en los componentes de la inflación distintos de energía y alimentos frescos (+2,12% interanual). Por su parte, la inflación subyacente ascendió al +7,67% interanual (+0,39% en el mes), un nivel que, siendo inferior al del mes anterior, muestra cierta persistencia por la presión del subíndice de bienes (+9,54% interanual). La estimación para finales de este año se sitúa en el +4,9% interanual, 70 pb por encima de la previsión de finales del año pasado.

Hasta el mes de abril la dinámica de los indicadores de crecimiento económico invitaba al optimismo, pero los más recientes, como producción industrial, empiezan a dar muestras de desaceleración. Según las estimaciones del FMI, la economía crecerá un 1,8% este año, frente al +3,1% de 2022.

### Finanzas públicas

Las autoridades tributarias registraron un descenso del 5,5% en los ingresos públicos del primer trimestre tras hundirse los ingresos petroleros por el abaratamiento del crudo, la apreciación de la moneda y el estancamiento de la producción de petróleo. Aunque esta situación venía observándose desde principios de año, en esta ocasión la recaudación de impuestos vinculados al consumo también disminuyó, lo que augura una mala evolución de estas partidas en lo que resta del año al anticiparse una desaceleración económica. Ahora las estimaciones de déficit primario para este año se sitúan en el 0,5% del PIB y, el nivel de deuda/PIB, por encima del 50%. Cualquier deterioro adicional podría provocar una revisión de la perspectiva estable asignada por las agencias de calificación crediticia.

### Mercados financieros

**Renta variable.** El potencial de revalorización de la renta variable en el corto plazo sigue pareciéndonos limitado. En nuestra opinión, las cotizaciones seguirán contenidas por unos tipos de interés altos respecto al pasado y resultados empresariales que acusan los retos que afectan al crecimiento económico. La tendencia a relocalizar la producción en países cercanos sigue apuntalando al mercado, pero no alcanza compensar el resto de factores mencionados. Nuestro objetivo a 12 meses para el Mexbol se mantiene en 59.000 puntos.

**Renta fija y tipos de cambio.** Durante buena parte de abril los flujos de inversión extranjera que afluyeron al mercado de deuda pública en pesos se mantuvieron en positivo y al alza. Los diferenciales, favorables para los bonos a corto y largo plazo frente a sus homólogos en dólares, contribuyeron al propicio entorno en términos de factores macroeconómicos, políticos y sociales diferenciadores frente a otros mercados emergentes, y han sido los catalizadores de este escenario. Cabe destacar que en la segunda quincena de abril los flujos disminuyeron, aunque se han mantenido cerca de los niveles máximos desde finales de 2021, y se perciben riesgos relacionados con el estado de Derecho y la gobernabilidad tras aprobarse leyes en situación de inconstitucionalidad que vetó la Corte Suprema de Justicia. Mantenemos la idea de que la inflación se reducirá el resto del año, pero con lentitud. Mantenemos el nivel estimado a 12 meses en 500 pb para la deuda en pesos.

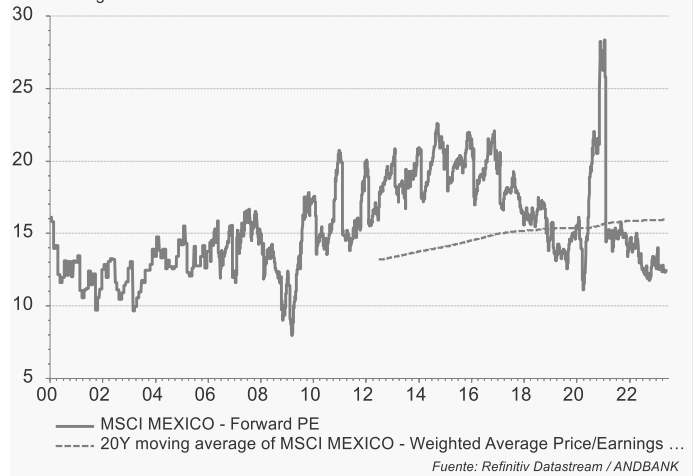
El peso sigue siendo una de las divisas más fuertes frente al dólar: en el año acumula una apreciación superior al 10% y alcanza su máximo desde 2017 (17,47 unidades por dólar), si bien la aversión global al riesgo elevó recientemente la volatilidad del tipo de cambio. Nuestro objetivo para los próximos 12 meses se ha ajustado de 20 a 19,5 pesos por dólar.

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

Renta variable (IPC México): NEUTRAL  
Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 8,75%; dif.: 500 pb)  
Deuda soberana en USD: NEUTRAL (rend. obj.: 5,75%; dif.: 200 pb)  
Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 19,50)

Mexico MSCI Index price-to-earning

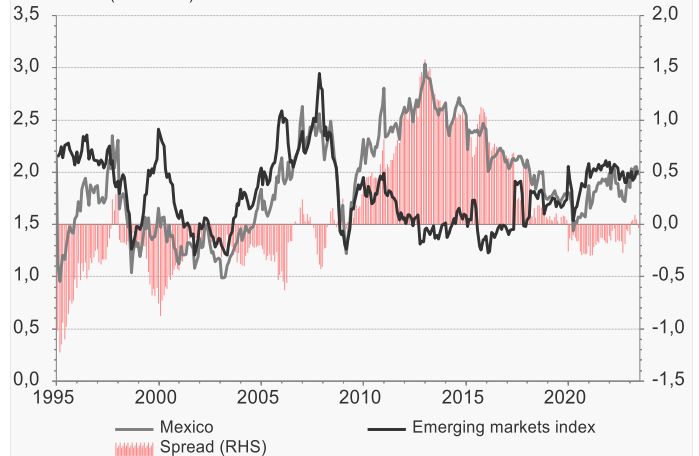
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

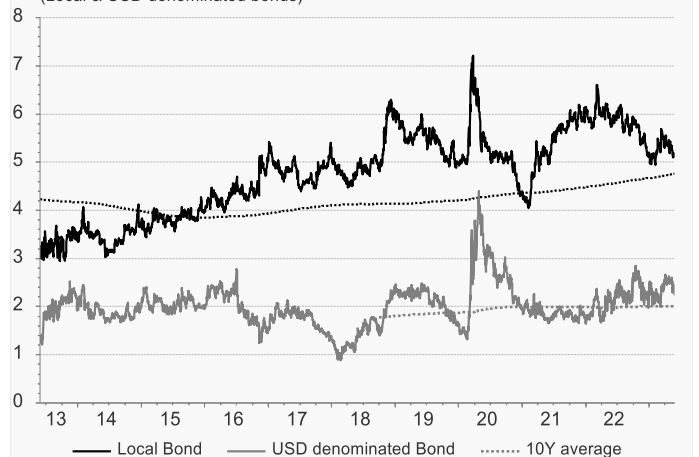
Ratios (both axes)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK





# ARGENTINA

## Peligrosa dinámica de precios y tipo de cambio cuando aún queda mucho por delante en este año electoral

### Inflación: coqueteando con la hiperinflación

La inflación en abril fue del 8,4%, muy superior a lo esperado por los analistas del sector privado (el Relevamiento de Expectativas de Mercado del banco central preveía un 7,5% mensual). La inflación interanual alcanzó el 108,8%. En cuanto a las tres principales medidas relacionadas con la evolución de los precios, en el mes la inflación subyacente fue del 8,4%, tarifas y precios regulados aumentaron un 4,9% y, los precios estacionales, un 12,6%. El componente de alimentación y bebidas, que es el que más influye en el índice, registró un alza del 10,1%.

Para frenar la inflación el banco central subió su tipo de referencia 600 pb, del 91% al 97% (tipo anual efectivo del 155%). No esperamos que esto ayude a corregir el proceso inflacionista, ya que no se acompaña de medidas encaminadas a atajar la insostenible situación fiscal. Además, la subida de tipos probablemente no hará sino agravar los problemas al aumentar la ya muy elevada carga de la deuda del banco central en instrumentos a corto plazo; de hecho, genera un problema cada vez más difícil de resolver, habida cuenta de la significativa exposición de los bancos a estos títulos.

### Política: a la espera de que el partido gobernante adopte medidas

No queda claro si la coalición gobernante presentará un único candidato o si esto se decidirá en elecciones primarias. La postura del ministro de Economía, Sergio Massa, es que la coalición gobernante no debería elegir a su candidato en elecciones primarias, ya que hacerlo provocaría debates internos y elevaría la incertidumbre en un momento de gran fragilidad. El presidente Alberto Fernández defiende la posición contraria y ha afirmado en varias ocasiones que lo más sano es que el candidato del Frente de Todos surja de una elección interna. De momento, el único candidato es el ultraizquierdista Juan Grabois, pero este ha mencionado que desistiría de su candidatura si Cristina Fernández de Kirchner, o alguien cercano a ella, se presentase a las elecciones. La vicepresidenta ha reafirmado públicamente su decisión de no presentarse a las elecciones presidenciales de este año.

En la oposición, María Eugenia Vidal, exgobernadora de la provincia de Buenos Aires, anunció que no será candidata a la presidencia, confirmando que el candidato de Juntos por el Cambio (JxC) previsiblemente surgirá de la contienda entre Horacio Rodríguez Larreta y Patricia Bullrich. Según los sondeos, Javier Milei, el candidato de la derecha, está creciendo a costa de JxC, con una intención de voto de entre el 15% y el 20% del electorado.

En el mes de mayo se celebraron elecciones a gobernador en seis provincias: Jujuy, Misiones, La Rioja, Salta, Tierra del Fuego y La Pampa. En términos generales, los partidos en el poder se han mantenido con cómodas victorias. En algunos casos hemos observado cómo la dispersión de la oposición ha ayudado a los partidos peronistas gobernantes. Por otro lado, las elecciones a gobernador no pudieron celebrarse en las provincias de Tucumán y San Juan al determinar la Corte Suprema que las candidaturas de Sergio Uñac como gobernador en San Juan y Juan Manzur como vicegobernador en Tucumán vulneraban las constituciones provinciales, dado que aspiraban por tercera vez consecutiva a un cargo ejecutivo. Ambos candidatos pertenecen a Frente de Todos. De junio destacan dos fechas: la inscripción de alianzas electorales entre partidos, que puede hacerse hasta el 14 de junio, y las elecciones a gobernador en la provincia de Córdoba, que se celebrarán el 25 de junio.

### FMI: sobre una reformulación del programa con desembolso anticipado de fondos

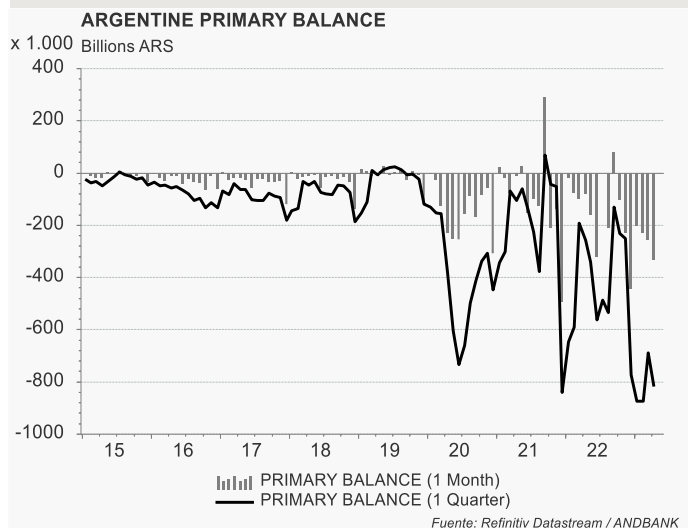
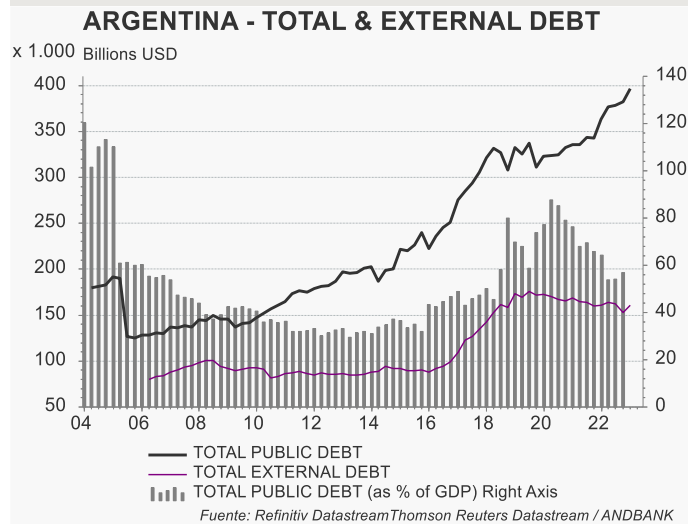
Según la agencia de noticias Bloomberg, el gobierno de Biden apoyaría un calendario acelerado de desembolsos del programa de Argentina con el FMI (10.600 millones de dólares entre junio y diciembre) si ambas partes acordasen un nuevo plan. Algo para lo que el FMI probablemente impondría condiciones. Julie Kozack, portavoz del FMI, afirmó que el organismo multilateral está teniendo en cuenta en las renegociaciones en curso la «sequía histórica» que sufre Argentina. Sin embargo, no especificó fechas para estas negociaciones y se negó a responder a si se modificarían los objetivos fiscales del programa (que Argentina incumplió). Según la Bolsa de Comercio de Rosario, el valor de las exportaciones de oleaginosas y cereales se estima este año en 19.400 millones de USD, una cifra casi 20.000 millones inferior a la del año pasado (39.600 millones de USD).

Los periodistas también preguntaron a Massa por la posibilidad de que el FMI adelantase la transferencia de fondos prevista para este año, a lo que respondió que «ya estamos abordando objetivos y metas; todo está sobre la mesa en las negociaciones con el Fondo».

### 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)



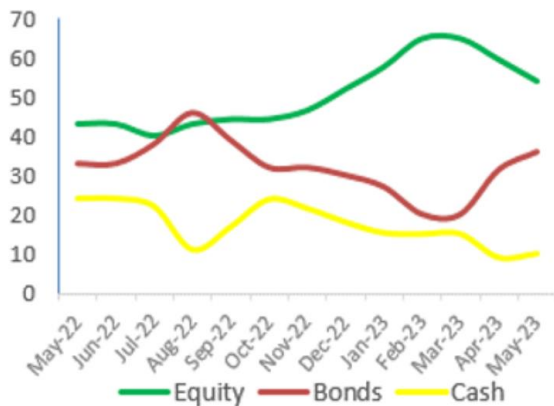
## ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Final EPS 2022	Projected EPS 2023	Projected EPS Fw 12 months	EPS Growth 2023	Implicit PE (12m fwd)	E [PE] ltm At year end	Spread PE trailing vs fw	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	225,0	220,0	229	-2,2%	18,38	16,50	0,88	4.210	3.779	-10,2%	UW-MW	4.913
Europe - Stoxx Europe 600	32,0	32,5	32,5	1,6%	14,05	13,00	0,91	457	423	-7,5%	UW-MW	507
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	31,0	31,0	6,9%	14,57	13,00	0,83	452	403	-10,8%	UW-MW	484
Spain IBEX 35	745,0	800,0	821	7,4%	11,17	12,00	0,98	9.168	9.847	7,4%	MW-OW	10.831
Mexico IPC GRAL	3.780	4.225	4.215	11,8%	12,66	14,00	0,99	53.364	59.006	10,6%	OW	64.907
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	17.816	0,0%	6,10	6,75	1,11	108.714	120.258	10,6%	MW	132.284
Japan NIKKEI 225	1.845	1.975	1.954	7,0%	16,03	16,50	0,97	31.328	32.248	2,9%	OW	35.473
China SSE Comp.	275,0	315,0	315	14,5%	10,24	9,50	0,81	3.224	2.993	-7,2%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	101,0	132,0	132	30,7%	15,24	14,75	0,74	2.012	1.947	-3,2%	UW	2.142
India SENSEX	2.680	3.151	3.345	17,6%	18,82	21,00	0,89	62.969	70.250	11,6%	OW	77.275
Vietnam VN Index	100,0	120,0	130	20,0%	8,30	10,00	0,93	1.078	1.299	20,5%	OW	1.428
MSCI EM ASIA	40,0	42,0	42	5,0%	12,46	14,00	1,07	523	588	12,3%	OW	647

ANDBANK ESTIMATES

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

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

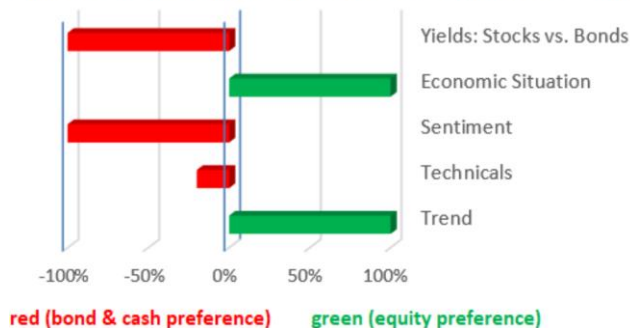


### Asignación táctica de activos

GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	64%	61,2%
Europe ex. U.K.	16%	12,2%
Emerging Markets	8%	11,1%
Japan	6%	5,4%
U.K.	2%	3,8%
Pacific ex. Japan	2%	3,1%
Canada	2%	3,1%
Health Care	18%	14,5%
Utilities	4%	2,9%
Information Technology	27%	26,4%
Communication Services	8%	8,3%
Energy	4%	4,7%
Materials	2%	2,6%
Financials	11%	11,2%
Consumer Discretionary	10%	10,9%
Consumer Staples	7%	7,5%
Industrials	5%	8,2%
Real Estate	1%	2,7%

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

#### Equity vs. Bonds Relative Strength by Betalping 5 Indicators

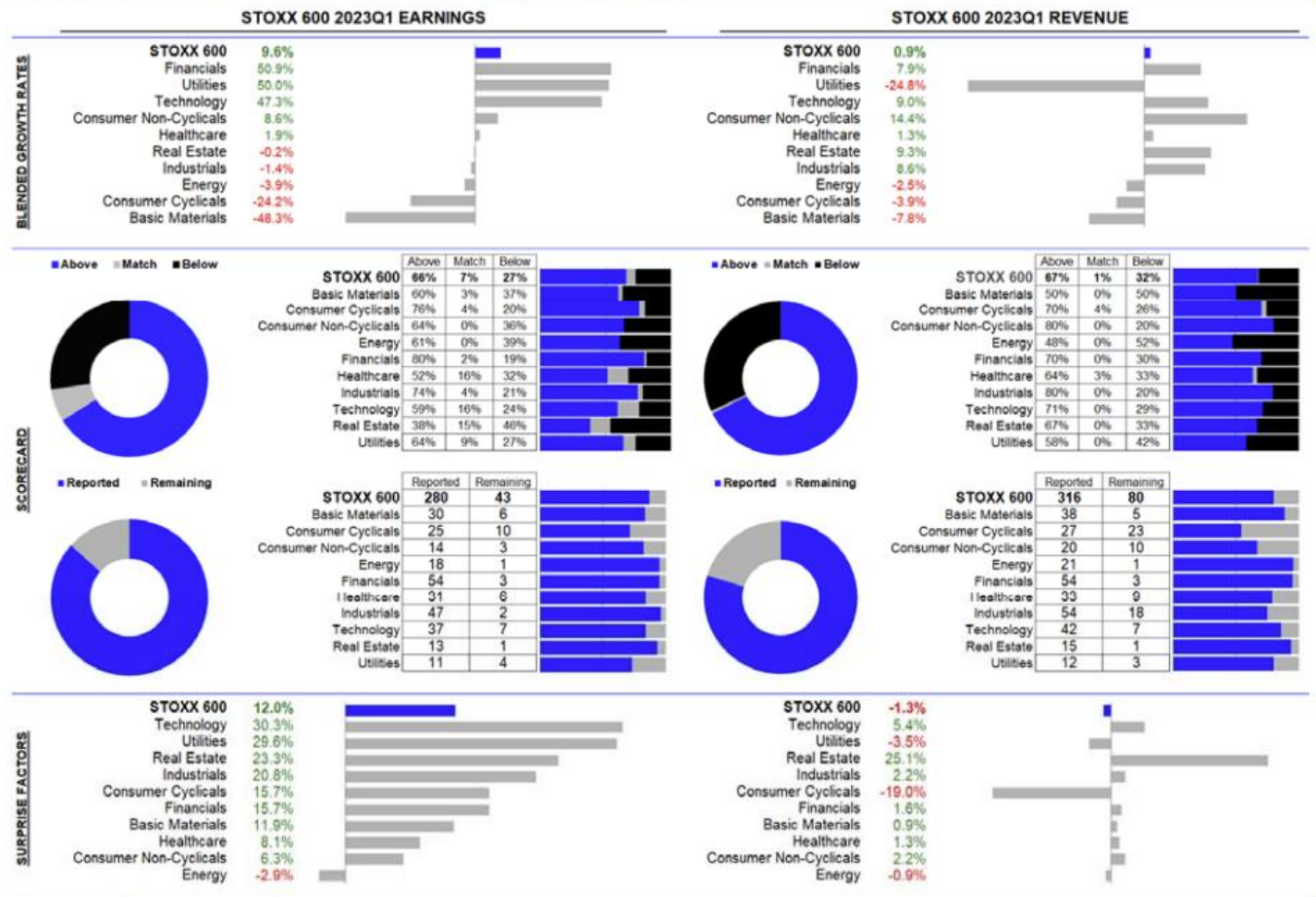




RENDA VARIABLE

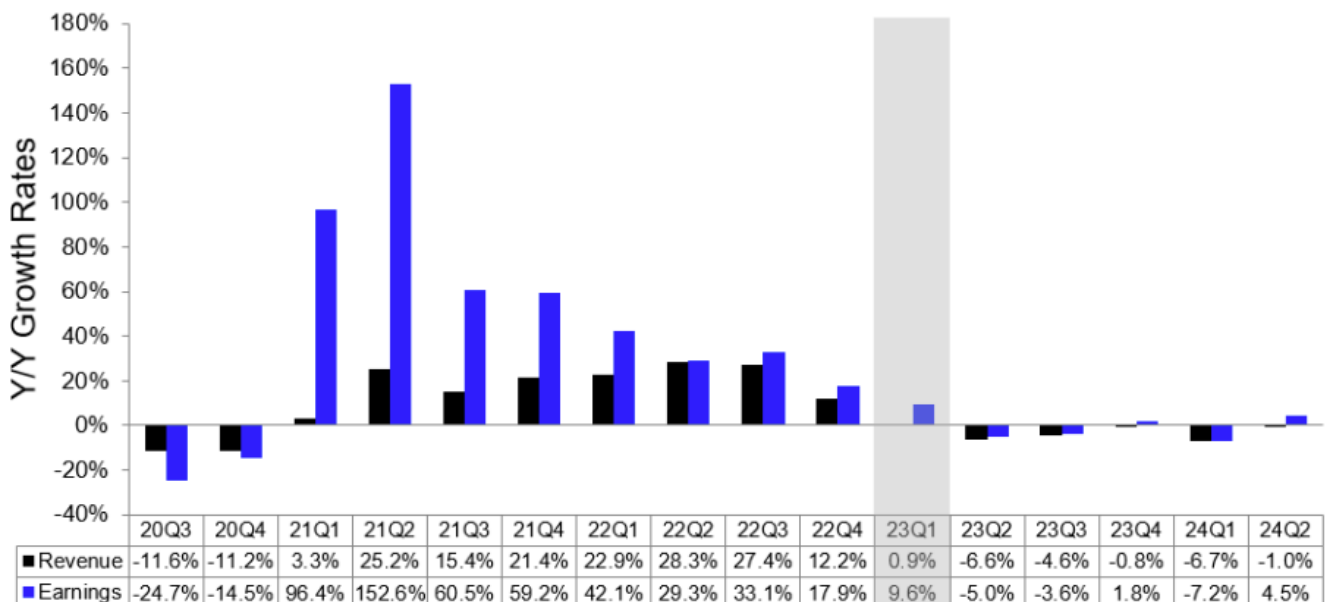
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Panel de beneficios empresariales - Europa**

Exhibit 1A. STOXX 600: Q1 2023 Earnings Dashboard



Source: Refinitiv I/B/E/S data

Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



Source: Refinitiv I/B/E/S data

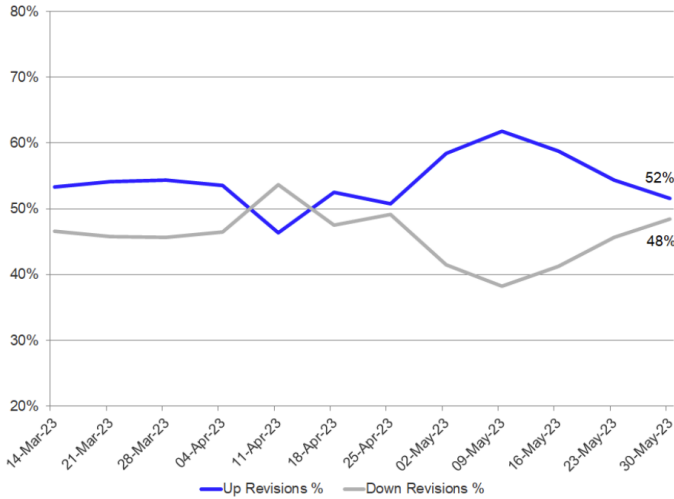




RENTA VARIABLE

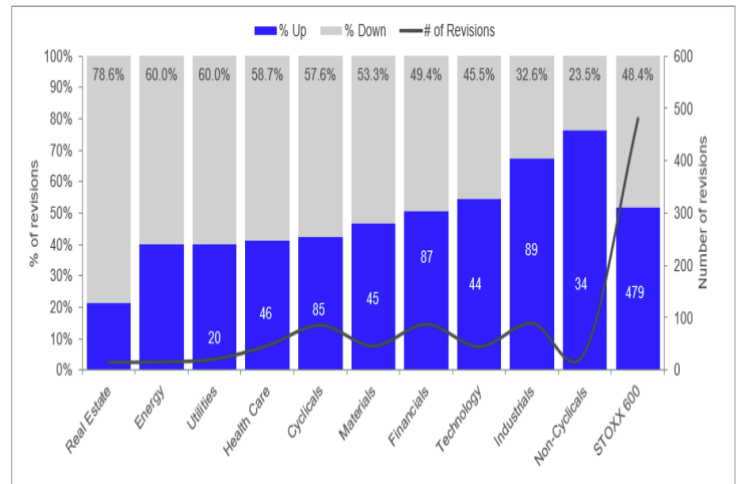
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
Panel de beneficios empresariales - Europa

Exhibit 15A. STOXX 600 Earnings Estimate Revision Trend



Source: Refinitiv I/B/E/S data

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



Source: Refinitiv I/B/E/S data

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



Source: Refinitiv Datastream



## MATERIAS PRIMAS

Página 16

### 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 ministro de Finanzas ruso admite «problemas» con los ingresos del petróleo. Según FT, el ministro de Finanzas de Rusia, Siluanov, reconoció complicaciones este año con unos ingresos del petróleo que habían caído a su nivel más bajo en años por efecto de las sanciones occidentales. Siluanov atribuyó a esos descuentos globales la caída superior al 50% en los ingresos energéticos en el primer trimestre de 2023; para el primer cuatrimestre, cayeron a niveles no vistos desde el inicio de la pandemia. Y ello pese a que las exportaciones de petróleo rusas siguieron aumentando, siendo los volúmenes de abril los mayores registrados en cualquier mes desde la invasión de Ucrania. Parece claro que Moscú no tiene otra que compensar la caída de ingresos provocada por los fuertes descuentos aplicados a su crudo con un aumento de los volúmenes de crudo exportados. Aunque cada vez es más complejo hacerlo (dada la falta de buques dispuestos a transportar crudo ruso y de compañías de seguros dispuestas a cubrirlos), las medidas de Moscú por vender más crudo para compensar los precios bajos pueden colocar muchos barriles en el mercado. El presidente ruso Putin también afirmó que los recortes voluntarios de producción de 500.000 bpd anunciados en febrero se proponían prestar respaldo a los precios mundiales del petróleo. Sin embargo, Bloomberg se hizo eco del escepticismo generalizado sobre un recorte efectivo de producción por Rusia, ya que la media móvil de exportaciones de crudo ruso de las últimas cuatro semanas había sido la más alta desde al menos comienzos de 2022.

**(Factor bajista para el precio)** – La EIA revisó al alza el recuento de perforaciones en la cuenca del Pérmico, lo que implica que la productividad de los equipos de perforación había sido superior a lo estimado previamente. Según Reuters, el organismo de estadística y análisis del Departamento de Energía (EIA) de Estados Unidos revisó al alza, de 843 a 1.069 pozos, sus datos para el número de pozos perforados pero no completados a finales de 2022 en la cuenca del Pérmico. La revisión no afectó a su estimación de producción de crudo de 5,3 millones de bpd (Mbbpd) en la región, dado que los operadores ya habían comunicado su producción de crudo a los estados, pero muestra a las claras un rápido incremento en la productividad de las plataformas de perforación. La estimación de la Agencia para pozos terminados en 2022 también se elevó. Estas revisiones sugieren que las plataformas de perforación activas fueron en los dos últimos años un 10% más productivas de lo que se pensaba. La producción de EE.UU. alcanzará un nuevo récord anual este año, ya que según la EIA se incrementará en 200.000 bpd en los próximos 12 meses, alcanzando los 12,6 Mbbpd.

**(Factor bajista para el precio)** – La producción de Nuevo México se incrementó en 400.000 bpd, hasta los 1,8 Mbbpd, más que ningún otro estado, y representa más de la mitad del aumento total del país. La producción total de EE.UU. aumentó entre 600.000 y 700.000 bpd el año pasado, hasta los 11,9 Mbbpd. Texas sigue siendo el mayor productor, con casi 5,3 Mbbpd, frente a los 1,8 Mbbpd de Nuevo México en febrero. Ahora bien, Nuevo México podría seguir yendo a más, ya que en lo que va de año el número de sus equipos de perforación, un indicador de la producción futura, ha aumentado en cinco, mientras que en Texas hay ocho equipos menos.

**(Factor alcista para el precio)** – India estudia reponer su reserva estratégica de petróleo. India planea importar 9,2 millones de barriles de petróleo para llenar sus reservas vacías, aunque están debatiéndose los grados y el calendario. No está claro si la India compraría petróleo a Rusia o bien a sus proveedores tradicionales de Oriente Medio. A principios de año el país asignó fondos suficientes en su presupuesto de este año para cubrir las compras de unos 10 millones de barriles o, en su lugar, de 7 millones de barriles de petróleo no sancionado, según la Agencia Internacional de la Energía (AIE). La última compra que realizó India para reponer su reserva fue en 2020, cuando pagó de media un precio de 19 USD/barril.

**(Factor alcista para el precio)** – El Departamento de Energía de EE.UU. anunció planes de comprar crudo para reponer sus reservas estratégicas (SPR), el primero de un plan de reposición de SPR en tres partes, pero puede que tenga que hacerlo a precios más altos. El volumen de las reservas estratégicas es actualmente de 362 millones de barriles, el más bajo desde octubre de 1983, pero los precios del crudo amargo (el que compra la Casa Blanca para reponer reservas) han subido antes de las compras previstas debido a la reducción de la oferta por los recortes de producción de la OPEP+. El Gobierno de Biden aspira a comprar en una horquilla de 67-72 USD/barril, aunque podría acabar pagando más. Sin embargo, algunos operadores afirmaron que tal volumen de crudo era demasiado pequeño como para tensar significativamente los mercados mundiales.

**(Factor alcista para el precio)** – Las posiciones de hedge funds sugieren la perspectiva más bajista sobre el petróleo en más de una década. Las posiciones de negociación de los gestores no comerciales en todos los principales contratos de petróleo reflejan la perspectiva más bajista desde al menos 2011. A esto se suma que las posiciones en contratos basados en combustibles son las más bajistas desde principios de la pandemia. El posicionamiento es coherente con las amplias expectativas de una próxima recesión.

**(Factor alcista para el precio)** – La OPEP subraya el riesgo de no invertir lo suficiente en petróleo y gas. El Secretario General de la OPEP, al-Ghais, afirmó en una conferencia en Dubái que el mundo necesitaba más de 12 billones de USD en nuevas inversiones en petróleo y gas para evitar que la volatilidad del mercado pudiera comprometer el crecimiento mundial. Según al-Ghais, el mundo debía centrarse en reducir las emisiones de gases de efecto invernadero, pero se necesitaban grandes inversiones en todos los sectores energéticos. Sospechamos que, con sus palabras, al-Ghais nos está preparando para nuevos recortes de la producción con miras a defender el precio del crudo y utilizar la falta de inversión (provocada por la política medioambiental en Europa y Occidente) como excusa para el eventual aumento de precio.

**(Factor alcista para el precio)** – China está intensificando los controles sobre los buques más antiguos. La autoridad marítima china está intensificando los controles de seguridad de los buques extranjeros de más de 15 años de antigüedad, lo que pone de relieve los problemas de seguridad asociados a la creciente flota de buques antiguos que transportan petróleo ruso. Al menos dos petroleros de al menos 20 años se han retrasado en sus entregas de crudo a China, incluido uno que transporta petróleo ruso y que lleva casi un mes parado cerca del mismo puerto. Estos viejos buques que esperan cerca de Shandong carecen del seguro habitual. Un artículo de Bloomberg afirmaba que si China insistiera en que los buques tuvieran la cobertura de seguro estándar del sector, los cargamentos rusos estarían entonces sujetos al tope de precio de 60 USD/barril impuesto por el G7. Por tanto, parece claro que Rusia está recurriendo a buques viejos, en muchos casos fuera del radar de las autoridades, para transportar su crudo a puertos lejanos de Asia y evitar el límite de precio impuesto por Occidente al petróleo ruso. Sin embargo, podría producirse un accidente en cualquier momento, y los países sancionadores aumentaría el escrutinio y las sanciones sobre cualquier transporte. Esto podría dificultar aún más el transporte del crudo ruso y generar situaciones puntuales de escasez.

#### Factores a largo plazo

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

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

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



## MATERIAS PRIMAS

Página 17

### METALES PRECIOSOS – ORO

**Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 2.000-2.200 USD/onza**  
(Comprar por debajo de 2.000 USD; vender por encima de 2.200 USD.)

#### Factores positivos para el oro

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

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

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

#### Factores negativos para el oro

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

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

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

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

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

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

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

- **Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente (de -4,6% del PIB en el primer trimestre de 2022 a -3,9% en el segundo), provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (lo que ha contenido el precio del oro). Con una visión a más largo plazo, no 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.





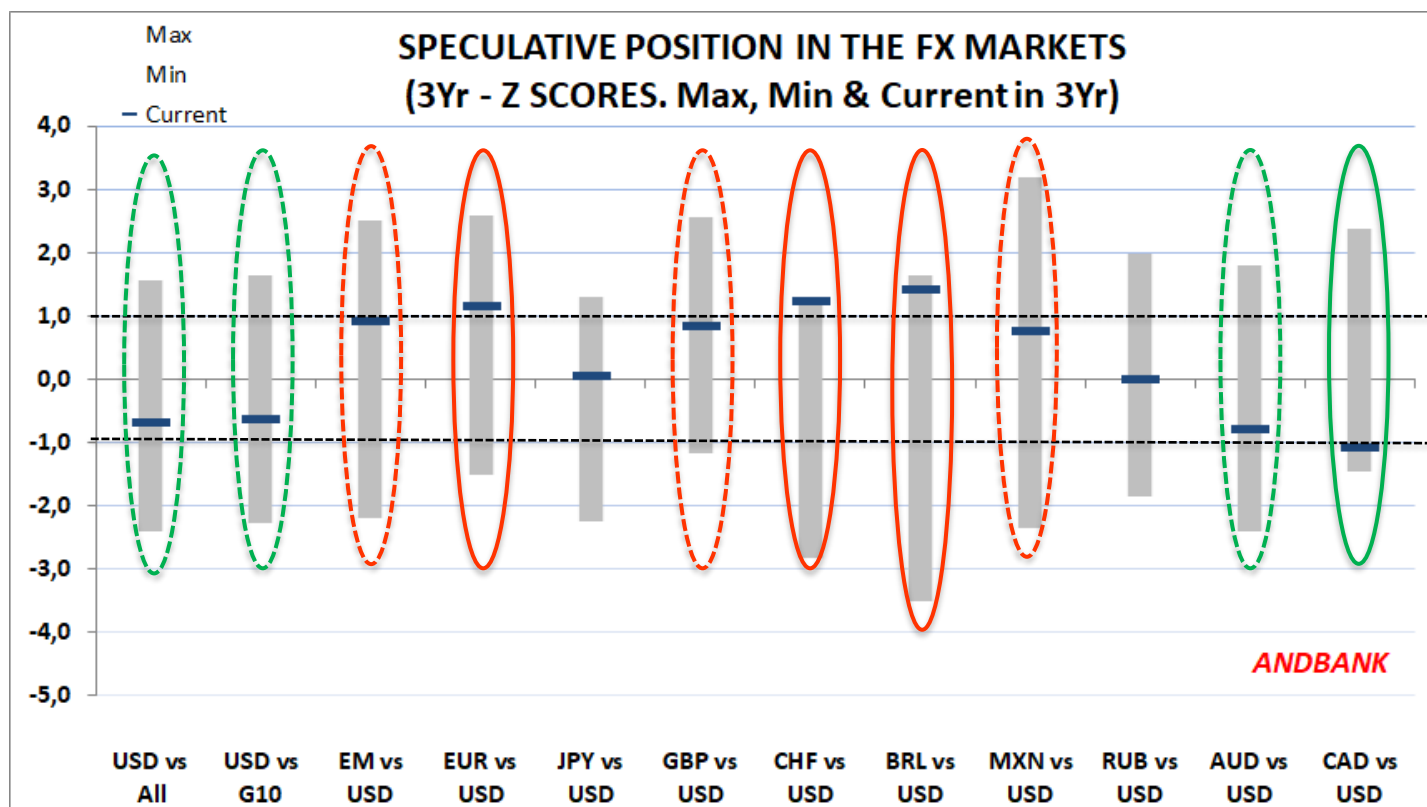
DIVISAS

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	-12,83	-0,27	32,1	-28,2	-0,3	-0,67
USD vs G10	-10,02	0,70	32,7	-25,4	0,8	-0,61
EM	2,80	0,97	3,9	-1,2	1,5	0,92
EUR	23,39	0,15	25,4	-8,6	11,5	1,15
JPY	-7,28	-0,85	0,6	-15,0	-7,6	0,06
GBP	0,90	0,45	4,3	-6,5	-1,3	0,86
CHF	-0,13	0,39	0,2	-6,0	-2,2	1,23
BRL	0,66	0,33	0,7	-0,8	0,0	1,44
MXN	2,14	0,65	3,3	-1,5	1,2	0,76
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-3,24	-0,63	6,1	-5,2	-0,8	-0,77
CAD	-3,59	-0,38	6,1	-5,0	-0,4	-1,06

ANDBANK



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 19

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	2,2%	9,6%	4.209	3.779	-10,2%
	Europe - Stoxx Europe 600	-1,0%	7,5%	457	423	-7,5%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-0,7%	10,2%	452	403	-10,8%
	SPAIN - IBEX 35	0,9%	11,4%	9.168	9.847	7,4%
	MEXICO - MXSE IPC	-3,2%	10,2%	53.412	59.006	10,5%
	BRAZIL - BOVESPA	6,8%	-0,8%	108.824	120.258	10,5%
	JAPAN - NIKKEI 225	7,4%	20,1%	31.328	32.248	2,9%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-3,0%	4,4%	3.224	2.993	-7,2%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-2,1%	1,8%	2.012	1.947	-3,2%
	INDIA - SENSEX	2,6%	3,5%	62.969	70.250	11,6%
	VIETNAM - VN Index	2,8%	7,0%	1.078	1.299	20,5%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-0,2%	1,8%	523	588	12,3%
	<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	-2,1%	2,8%	3,73	3,75
UK 10 year Gilt		-4,7%	-3,5%	4,28	3,75	8,6%
German 10 year BUND		-0,8%	2,5%	2,37	2,50	1,3%
Japanese 10 year Govie		-0,1%	0,0%	0,42	0,75	-2,2%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-0,4%	3,3%	3,41	3,50	2,7%
	Italy - 10yr Gov bond	0,2%	6,1%	4,17	4,50	1,5%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,2%	5,3%	3,07	3,50	-0,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,8%	3,5%	2,78	3,00	1,0%
	Greece - 10yr Gov bond	3,3%	8,4%	3,76	5,00	-6,2%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,4%	1,6%	80,37	100	3,7%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,7%	3,9%	426,69	550	4,1%
	Credit USD IG - CDX IG	0,6%	2,5%	75,49	100	0,0%
	Credit USD HY - CDX HY	1,2%	4,2%	476,16	600	1,0%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	31,5%	7,6%	8,66	11,75	-16,1%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	1,2%	10,75	14,00	-15,3%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,5%	7,3%	6,35	6,00	9,1%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,3%	5,6%	7,00	6,50	11,0%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	2,1%	10,2%	5,90	6,90	-2,1%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,6%	2,1%	2,72	2,50	4,4%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,3%	3,1%	3,82	4,00	2,4%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	0,7%	2,47	3,50	-5,8%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	3,0%	2,86	4,00	-6,3%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-2,4%	2,1%	3,57	4,50	-3,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,6%	1,7%	1,14	2,25	-7,8%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,1%	4,9%	8,87	8,75	9,8%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,9%	5,3%	5,59	5,75	4,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	7,0%	14,5%	11,56	12,75	2,0%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,4%	4,2%	6,29	6,75	2,6%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-2,4%	-12,9%	69,9	87,50	25,2%
	GOLD	-3,0%	7,2%	1.956,2	2.200	12,5%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-2,5%	0,3%	1,073	1,050	-2,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,4%	2,7%	1,24	1,25	0,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-2,1%	-2,4%	0,86	0,84	-2,7%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,2%	-2,3%	0,90	0,95	5,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-1,4%	-2,1%	0,97	1,00	2,9%
	USDJPY (price of 1 USD)	2,4%	6,7%	139,83	120,00	-14,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,1%	6,9%	150,02	126,00	-16,0%
	USDMXN (price of 1 USD)	-2,2%	-9,7%	17,59	19,50	10,9%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-4,5%	-9,5%	18,85	20,48	8,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	0,3%	-4,4%	5,06	5,25	3,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-2,2%	-4,1%	5,42	5,51	1,7%
	USDARS (price of 1 USD)	6,3%	35,1%	238,80	370,00	54,9%
	USDINR (price of 1 USD)	1,1%	-0,1%	82,66	84,00	1,6%
	CNY (price of 1 USD)	2,4%	2,7%	7,08	7,50	5,9%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

## AVISO LEGAL

Página 21

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.