

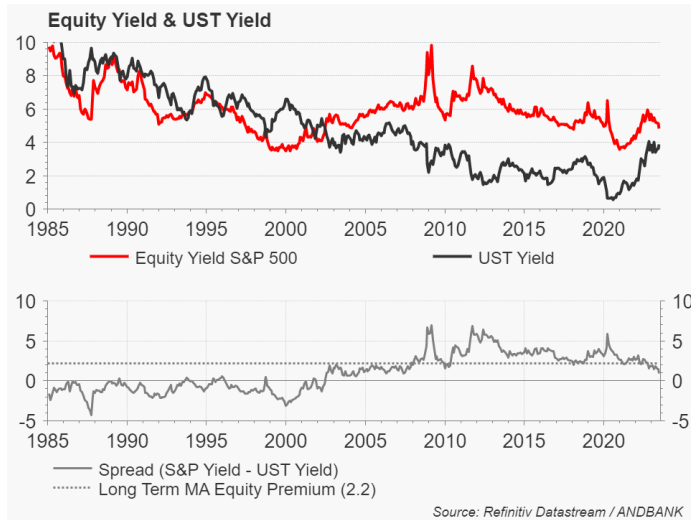
# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Agosto de 2023

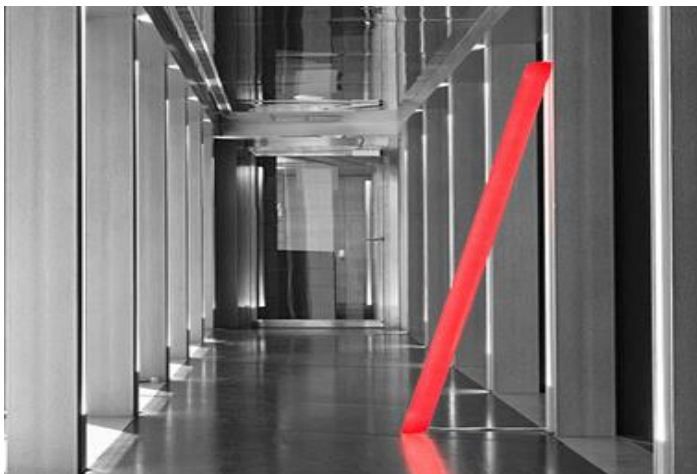


## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES La tendencia es tu amiga



«La tendencia es tu amiga» es una de esas expresiones habituales en el mercado que, a fuerza de repetirla, acaba convirtiéndose en profecía auto cumplida. Teniéndola muy presente, dejamos que la tendencia impulse al alza nuestros mandatos al mantener una apreciable exposición a la renta variable, si bien hemos decidido no estar invertidos al 100% en instrumentos de riesgo puro y beta alta, empezando empezado a asignar una parte del capital a estrategias neutrales de mercado o a instrumentos monetarios bien remunerados. Siendo más precisos, el mercado (medido por el S&P) cotiza actualmente a un PER a 12 meses forward de 20x, lo que implica una rentabilidad por beneficios del 5%. Dado que el activo sin riesgo está pagando ahora el 4%, la prima de riesgo implícita en el S&P500 es del 1%, equivalente al 40% de la prima de riesgo histórica del 2,5%, y que todo inversor paciente debe exigir al mercado. Esto significa, o bien que existe una complacencia considerable entre los inversores, o que estos confían en que la rentabilidad por beneficios de la renta variable aumentará con fuerza en el futuro y se moderará con ello el PER. No negamos tal posibilidad, ya que toda la narrativa optimista sobre la Inteligencia Artificial y las ventajas que deparará parece conducirnos a un mundo de nuevas oportunidades y de crecimiento más vigoroso. De hecho, algunas fuentes apuntan a que la IA puede elevar el PIB mundial un 7%, lo que representa un entorno perfecto para auspiciar un recorrido alcista. Por estas razones mantendremos un nivel apreciable de exposición a activos de riesgo, sobre todo a acciones, bien que invirtiendo cierta parte del capital (5%-10%) en estrategias neutrales al mercado, en detrimento de estrategias de mercado de beta alta.



## RENTA VARIABLE

Page 2  
Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	[Perf] to Strong Buy Point	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	4.502	3.845	-14,6%	UW-MW	4.998
Europe - Stoxx Europe 600	457	423	-7,6%	UW-MW	507
Euro Zone - Euro Stoxx	455	403	-11,5%	UW-MW	484
Spain IBEX 35	9.307	10.555	13,4%	MW-OW	11.611
Mexico IPC GRAL	53.445	58.943	10,3%	OW	64.837
Brazil BOVESPA	120.586	130.000	7,8%	MW	143.000
Japan NIKKEI 225	32.193	32.099	-0,3%	OW	35.309
China SSE Comp.	3.288	2.973	-9,6%	UW	3.270
China Shenzhen Comp	2.072	1.875	-9,5%	UW	2.062
India SENSEX	65.721	72.045	9,6%	OW	79.249
Vietnam VN Index	1.226	1.342	9,5%	OW	1.476
MSCI EM ASIA	545	588	7,9%	OW	647

ANDBANK ESTIMATES

## RENTA FIJA GOBIERNOS & CORPORATIVOS (DM)

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	Expected Performance (to Potential Price)
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	-0,2%	4,19	3,75	7,7%
Core countries	UK 10 year Gilt	-4,4%	4,48	3,75	10,3%
	German 10 year BUND	1,1%	2,61	2,50	3,5%
	Japanese 10 year Govie	-1,6%	0,64	0,75	-0,3%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	2,0%	3,65	3,50	4,9%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	6,0%	4,28	4,20	4,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	3,9%	3,31	3,50	1,8%
	Ireland - 10yr Gov bond	2,2%	3,01	3,00	3,1%
	Greece - 10yr Gov bond	8,9%	3,80	4,50	-1,8%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	2,4%	72,38	100	3,6%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	5,9%	402,00	550,00	3,3%
	Credit USD IG - CDX IG	3,8%	67,18	100,00	-0,3%
	Credit USD HY - CDX HY	7,3%	433,37	600,00	-0,7%

## RENTA FIJA - MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	Expected Performance (to Potential Price)
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-61,4%	17,50	17,00	21,5%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-3,4%	11,56	--	--
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (loc)	9,1%	6,28	6,00	8,5%
	India - 10yr Gov bond (local)	5,3%	7,20	6,50	12,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (loc)	6,3%	6,53	6,25	8,8%
	China - 10yr Gov bond (local)	3,1%	2,66	2,25	5,9%
	Malaysia - 10yr Gov bond (loc)	3,2%	3,90	4,00	3,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (loc)	1,0%	2,48	2,25	4,3%
	Singapore - 10yr Gov bond (loc)	1,9%	3,06	4,00	-4,5%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (loc)	0,9%	3,79	3,50	6,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	2,0%	1,13	2,25	-7,8%
	Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	5,4%	9,02	8,75
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,3%	5,85	5,50	8,7%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	23,1%	10,77	11,25	6,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,4%	6,29	6,75	2,6%

## MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	Expected Performance (to Potential Price)
Commodities	Oil (WTI)	2,2%	82,0	87,50	6,7%
	GOLD	6,0%	1.933,7	2.000	3,4%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	2,3%	1,094	1,100	0,5%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	5,0%	1,27	1,25	-1,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-2,6%	0,86	0,88	2,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	-5,1%	0,88	0,95	8,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-3,0%	0,96	1,05	8,8%
	USDJPY (price of 1 USD)	8,9%	142,74	130,00	-8,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	11,3%	156,21	143,00	-8,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	-11,1%	17,31	19,50	12,6%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-9,1%	18,93	21,45	13,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-7,0%	4,92	5,00	1,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-4,9%	5,38	5,50	2,2%
	USDARS (price of 1 USD)	57,3%	278,05	370,00	33,1%
	USDINR (price of 1 USD)	0,1%	82,79	84,00	1,5%
	CNY (price of 1 USD)	4,1%	7,18	7,50	4,4%



# EE.UU.

## La desinflación está yendo mejor de lo esperado, sin que de momento haya señales de recesión

### La Reserva Federal

Tal y como se esperaba, y ya reflejaban los precios de los activos, la Reserva Federal (Fed) decidió subir 25 pb su tipo de referencia, llevándolo al rango del 5,0%-5,25%, su nivel más alto desde 2001. En la rueda de prensa que siguió a la reunión de su comité de política monetaria (FOMC) el presidente de la Fed, Jerome Powell, dejó la puerta abierta a subidas adicionales de tipos («Hemos de estar preparados para seguir subiéndolos»), reafirmando que las medidas dependerían de la evolución de los datos y que el tipo de política *terminal* sería «restrictivo durante un tiempo», ratificándose en su postura de que, al combatir la inflación, la Fed debía permitirse pecar por exceso antes que por defecto. Powell sostuvo que las cifras de inflación subyacente eran «demasiado altas» y añadió que los economistas de la Fed, que habían pronosticado una recesión, se inclinaban ahora por un *atterrizaje suave* de la economía. Las cifras del PIB del segundo trimestre de 2023 avalarían esta opinión al haberse registrado una tasa anualizada del 2,4%, un crecimiento superior al de la previsión de consenso del 2%.

Queda bastante para la reunión de septiembre pero, tras esta última, el mercado estima en un 75% la probabilidad de que la Fed haga una pausa y en un 25% la de que instrumente otra subida de 25 pb (aunque las probabilidades de subida en noviembre suben al 32%). Además, salvo que ocurriese algo inesperado no deberían esperarse recortes de tipos hasta 2024. Lo más fácil ya está hecho y se requerirá ahora no poco esfuerzo para reconducir el IPC hacia la zona objetivo de la Reserva Federal.

### Inflación y actividad económica

En junio las cifras de inflación volvieron a ser mejores de lo esperado. El índice general de precios al consumo (IPC) fue del 3% interanual, inferior al 4% interanual del mes pasado y al 3,1% anticipado. Parte considerable de su ralentización se explica por la base de comparación, ya que el dato de junio del año pasado fue alto: marcó un máximo del 9,1% interanual por el encarecimiento de la energía. Respecto al mes anterior los precios aumentaron 0,2 pp, la mitad de lo que lo hicieron en mayo. El componente de alojamiento y vivienda del índice subió 0,4 pp el mes pasado y se situó en 7,8%, lo que representa aproximadamente el 70% del aumento del IPC general en el mes. El IPC subyacente también se enfrió, del 5,3% al 4,8% interanual (cuando se preveía que fuera del 5% interanual), siguiendo una trayectoria descendente más lenta de lo que desearía la autoridad monetaria. La inflación debería seguir enfriándose en los próximos meses a medida que empiece a desaparecer la presión del dato de alojamiento y vivienda sobre el IPC, que incorpora un retardo sobre los precios del mercado. Los efectos de base probablemente favorecerán el descenso de la inflación subyacente; aunque no tanto de la general, por lo que no debería sorprender un repunte de la inflación en los próximos meses en caso de no materializarse una mayor desinflación, con datos mensuales por debajo de 0,2 pp.

La tasa de desempleo se redujo al 3,6% desde el 3,7% del mes anterior, al haberse creado 209.000 nuevos puestos de trabajo (casi 100.000 menos que el mes anterior). El crecimiento salarial se mantuvo en el 4,4% interanual, con un aumento del 0,4% en el mes, lo que hace menos probable que se genere una espiral inflacionista sobre los precios de bienes y servicios. Al término de la primera quincena de julio el dato desestacionalizado de peticiones iniciales de subsidios de desempleo fue de 228.000, la menor cifra en dos meses. Las peticiones han ido aumentando respecto a los niveles inferiores a 200.000 de principios de año, pero siguen con todo en niveles bajos en términos históricos, otro indicio de que existe una sólida demanda de empleo por parte de las empresas.

La construcción de vivienda nueva disminuyó un 8% (de 1,56 millones en mayo a 1,43 millones en junio), un descenso similar al de junio de 2022. La cifra mensual supera la media del primer trimestre del año (3,5%) pero no está claro que esté incoándose una recuperación. Las ventas de viviendas de segunda mano (4,16 millones) disminuyeron un 3,3% interanual y fueron un 18,9% menores que en junio de 2022, el mayor descenso desde junio de 2009. Algo que bien podría explicarse por la subida de los tipos de interés, sumada a la escasez de oferta. Tras una contracción del 13% entre junio de 2022 y enero de 2023, el precio medio de venta de las viviendas de segunda mano registró en junio un nivel similar al del año pasado (410.200 USD frente a 413.800 USD).

### Mercados financieros

**Bonos del Tesoro y deuda corporativa.** El rendimiento del bono estadounidense a 10 años se movió en julio en el rango del 3,80%-4,00%. Pudimos aumentar algo la *duración* cuando los tipos superaron la marca del 4%. Tras estrecharse a 85 pb, el diferencial de rendimiento entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años se amplió de nuevo a 100 pb. Mantenemos los objetivos de diferencial y el posicionamiento en las categorías de grado de inversión (IG) y alto rendimiento (HY).

**Renta variable.** Las empresas han empezado a publicar sus resultados del segundo trimestre de 2023 (a 21 de julio lo había hecho el 18% de las integrantes del S&P 500). Se espera que los beneficios disminuyan un 7% en el trimestre y que se recuperen en la segunda mitad del año, para cerrar 2023 en un nivel de beneficio por acción (BPA) similar al del año pasado. Las empresas de crecimiento han sido las claras ganadoras del primer semestre: en lo que va de año el índice Nasdaq se ha revalorizado más del 38%, superando en rentabilidad al S&P 500 (+16%) y el Russell 2000 Value (+1,2%). 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%)

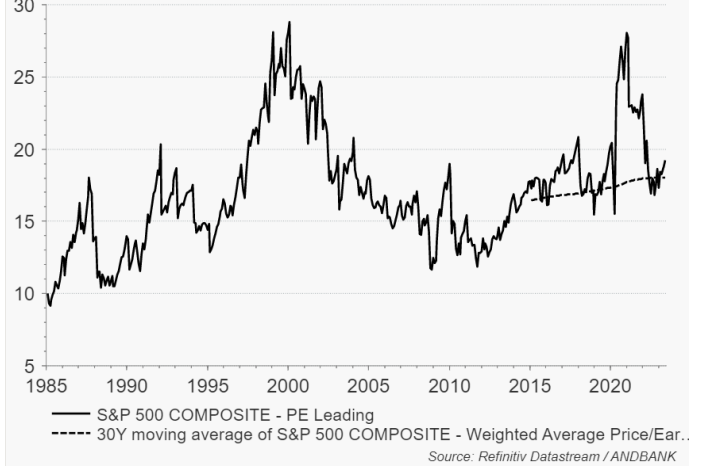
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 100 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 600 pb)

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

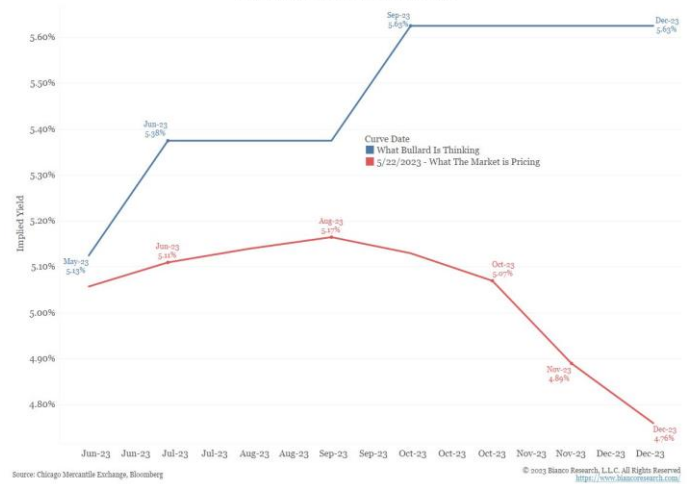
### US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE

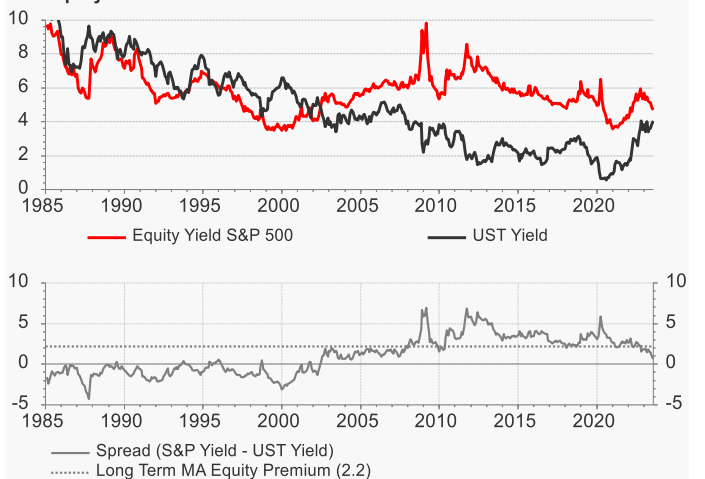


### Bullard versus The Market

Using the Fed Funds Futures Forward Curve



### Equity Yield & UST Yield





COYUNTURA MACROECONÓMICA

# EUROPA

## La inflación se desacelera, pero se espera otra subida de tipos de interés en la reunión de septiembre

### El sector servicios comienza a flaquear

El optimismo en la región parece moderarse al ir adentrándonos en el segundo semestre del año: los PMI del sector manufacturero siguieron cayendo y los resultados de las encuestas al sector servicios empeoraron más de lo esperado, perdiéndose los niveles expansivos en algunos países. La fortaleza de este sector, que venía destacándose por sus expectativas de beneficios, había contribuido no poco al crecimiento. Ahora, estos indicadores adelantados parecen compatibles con la opinión de que, tras la recuperación del segundo trimestre, podría producirse una leve recesión hacia finales de año y principios de 2024. Predominará el efecto restrictivo del endurecimiento de las condiciones de financiación y concesión de crédito, al tiempo que la reducción gradual de las ayudas fiscales frenará el consumo de los hogares. El apoyo de las exportaciones netas será posiblemente significativo en un entorno de previsible debilidad de las economías desarrolladas.

Por lo que respecta a la inflación, y tras la notable caída de los precios de la energía, el elevado nivel de los precios alimentarios parece estar corrigiéndose, lo que contribuirá a reducir la inflación en próximos meses. Ahora bien, estamos adentrándonos en unos meses en los que los efectos de base desaparecen, lo que dificulta predecir nuevos avances. Debido al efecto de algunas medidas oficiales y al mayor peso este año de servicios relacionados con viajes en la cesta de la compra, la inflación de los servicios podría mantenerse alta durante el verano. Después, no obstante, por la repercusión del abaratamiento de las materias primas y el debilitamiento de la demanda, la presión subyacente sobre los precios debería disminuir gradualmente en el segundo semestre del año.

### Subidas de tipos del BCE en julio y septiembre

El BCE subió los tipos de interés por novena vez consecutiva, situando el tipo de Refi en el 4% y el tipo de depósito en el 3,75%, su nivel más alto desde 2000. Si bien no nos dieron ninguna señal sobre su próxima decisión, percibimos aún un sesgo alcista y esperamos una nueva subida en septiembre (hasta el 4,5% y 4% respectivamente). Dijeron aquello de: "inflation is still expected to remain too high for too long", incluso sus propias proyecciones de IPC para 2024 y 2025 están aún por encima del target. Adicionalmente, las lecturas de inflación aún elevadas nos ayudan a inclinarnos por la opción de subidas adicionales en septiembre. ¿Y más allá de septiembre? Pues apostaríamos por un BCE que se queda quieto, pues nos llamó poderosamente la atención la nueva sensibilidad a la incertidumbre actual sobre el crecimiento.

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

**Deuda pública.** Mantenemos para el Bund el objetivo del 2,5% para finales de año. La proximidad del final del ciclo de endurecimiento justificaría adoptar a medio plazo una perspectiva de aumento de la *duración* en los valores de deuda pública de países de la zona euro, «periféricos» incluidos. Mantenemos los diferenciales objetivo para Italia y Grecia, que revisamos a la baja recientemente.

**Deuda corporativa.** Los valores de deuda de empresas europeas prosiguieron su tendencia alcista este mes. Como señalamos, el riesgo de contracción del crédito en el corto plazo parece remoto y los menores niveles de oferta prestarán soporte técnico a los diferenciales. El ciclo alcista de los tipos de interés parece estar llegando a su fin, la inflación remite (aunque la subyacente no deje de ser «irritante») y la rentabilidad de la renta fija ofrece el suficiente atractivo en términos absolutos (frente a las TIR históricas) y relativos (frente a los dividendos de las acciones). Seguimos con pleno empleo en los principales mercados desarrollados y los datos de actividad son positivos; con todo, como siempre, el riesgo residirá en si la publicación de resultados empresariales decepciona al mercado, con el consiguiente impacto en los bonos de alto rendimiento (HY).

Por sectores, el financiero exhibe una dinámica satisfactoria atendiendo al bajo nivel de morosidad, elevados ratios de suficiencia de capital (recursos propios) y amplios márgenes de intermediación. Es importante controlar la exposición a sectores cíclicos y posicionarse con fines más defensivos en empresas con flujos de caja estables, contratos de gestión a largo plazo y capacidad de reducir deuda. En este escenario insistimos en *duraciones* cortas en el segmento de grado de inversión (IG), bien que aumentando progresivamente la *duración*. Mantenemos los niveles de diferencial objetivo tanto para IG como para HY, con recomendación de ponderación neutral para el primero e infraponderación para el segundo.

**Renta variable.** Seguimos convencidos de que la zona euro aún cotiza a precios atractivos. Dicho esto, se trata de una apuesta de *valor* cíclico que, en un entorno global, podría tener dificultades para seguir batiendo a otras regiones en caso de continuar la rotación de estilos, alcanzar máximos los PMI, seguir subiendo tipos el BCE y debilitarse China. Mantenemos una postura favorable al mercado británico: sigue cotizando con un descuento récord frente a otras regiones, brinda la mayor rentabilidad por dividendo del mundo y sus exportadores se benefician significativamente de la debilidad de la libra esterlina. Nos inclinamos por las empresas de gran capitalización bursátil (FTSE 100) frente a sus homólogas de pequeña capitalización (FTSE 250).

En cuanto al mercado español, la evolución de la actividad en el primer semestre del año fue positiva: i) moderación de los costes energéticos; ii) notable dinamismo del turismo y los servicios; iii) robustez de los mercados de trabajo; y iv) apoyo de la política fiscal para mitigar el impacto de la elevada inflación sobre las rentas de los hogares, lo que ha contribuido a sostener la fortaleza de la actividad económica. El Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado hace poco incluye aumentos salariales recomendados del 4% para 2023 y el 3% para 2024 y 2025, mitigando el riesgo de que puedan producirse por la vía salarial efectos de segunda ronda sobre la inflación. Mantenemos nuestra postura de sobreponderar el IBEX.

### 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%)

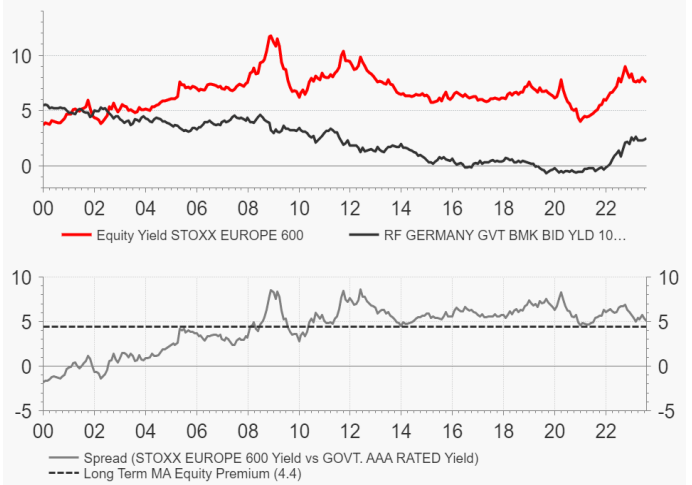
- P. periféricos: NEUTRAL (IT 4,2%; ES 3,5%; PT 3,5%; IR 3%); INFRAPONDERAR (GR 4,5%)

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 1,10 o inferior, comprar EUR; sobre 1,10, vender EUR.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### ECB staff growth forecasts

%oya, % for the unemployment rate

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

Source: ECB, J.P. Morgan

Euro STOXX banks Index



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

# CHINA

## El PIB del segundo trimestre decepciona con mucho las expectativas y los ansiados estímulos no se materializan

### El PIB chino del segundo trimestre estuvo muy por debajo de las expectativas

El PIB creció en el segundo trimestre el 6,3% interanual, por debajo de previsiones del 7,3% y del 4,5% del primer trimestre. En términos intertrimestrales, el crecimiento del PIB fue del 0,8% (frente al 2,2% del trimestre anterior). El desglose de la actividad en junio también muestra una evolución desigual, con una notable ralentización de ventas minoristas (3,1% interanual frente al 3,3% del consenso y el 12,7% del mes anterior) y la prolongación de la debilidad del mercado inmobiliario. Como nota positiva, la producción industrial (4,4% interanual) y la inversión en activos fijos (3,8% en lo que va de 2023) superaron las expectativas.

### La inversión inmobiliaria sigue deteriorándose

La inversión inmobiliaria en China disminuyó entre enero y junio (-7,9% interanual) más de lo que lo hizo entre enero y mayo (-7,2%). Los datos de alta frecuencia pusieron de manifiesto una caída del 20,6% interanual en junio. En términos de superficie, las ventas cayeron un 28,1% interanual en el mes, la mayor caída mensual del año, ampliando la del 19,7% de mayo. En términos de precios, los de la vivienda nueva se mantuvieron inalterados en junio tanto en términos interanuales como mensuales; estos datos, los más flojos de 2023, aumentan las presiones sobre los responsables de las políticas para que apliquen más estímulos ante el deterioro de la recuperación económica.

### El desempleo juvenil marcó un récord en junio y aún podría empeorar

Según Bloomberg, la tasa de desempleo juvenil alcanzó en junio el 21,3% y superó por tercer mes consecutivo el 20%. Las autoridades advirtieron de que la situación podría empeorar cuando casi 12 millones de nuevos graduados universitarios intentasen acceder al mercado laboral.

### Política monetaria del banco central

Las apelaciones a apoyo oficial en forma de medidas de política van a más y, según algunos economistas, el mayor deterioro de los datos podría inducir una aceleración del gasto fiscal con miras a impulsar la inversión, siendo con todo probable que tales medidas tuvieran un carácter selectivo o finalista en lugar de un alcance general. En su decisión de julio, el Banco Popular de China (PBoC) mantuvo inalterado el tipo de su facilidad de préstamo a medio plazo (MLF) en el 2,65% y redujo la inyección de liquidez a un año, aportando 103.000 millones de CNY en nueva financiación vía MLF (el neto fue cero, ya que el importe de la inyección de liquidez equivalió a los 100.000 millones de CNY en préstamos que vencían). Tras los recortes de tipos del mes pasado, las esperanzas de estímulo se desplazan ahora hacia la política fiscal, ya que cualquier recorte adicional de los tipos de interés chinos podría elevar la presión sobre el yuan al ampliar la brecha de rendimientos con Estados Unidos.

### Medidas enérgicas contra la desinformación y normas sobre la IA generativa

La Agencia china del Ciberespacio lanzó una campaña contra los rumores en Internet e impuso sanciones a cientos de cuentas en distintas plataformas por «inventar y distorsionar información sobre políticas públicas» y lucrarse con ello. En concreto, a 373 cuentas, cerrando algunas en WeChat, Weibo y Xueqiu por haber «inventado o difundido rumores sobre China al discutir una serie de políticas fiscales y económicas, lo que acabó afectando al mercado de valores», según un comunicado de la agencia reguladora. Pekín promulgó normas sobre los modelos de IA generativa enfatizando «contenidos adecuados» y «valores socialistas fundamentales» en un intento de controlar el despliegue de servicios como ChatGPT. La normativa provisional se considera más favorable a la tecnología tras la supresión de aspectos punitivos del borrador de abril. Las normas establecieron, por lo demás, la obligación de los proveedores de IA generativa de «adherirse a los valores socialistas fundamentales» y de no generar «información falsa y perjudicial».

### Geopolítica: la visita de Yellen no mejora las relaciones sino-estadounidenses

Según FT, Janet Yellen, la Secretaria del Tesoro estadounidense, afirmó que era «prematura» relajar las restricciones comerciales a China, siendo así que «los aranceles se establecieron por la preocupación de EE.UU. ante las prácticas comerciales desleales de China». El Ministerio de Comercio chino renovó su llamamiento a EE.UU. para que levantara sanciones «unilaterales» contra empresas chinas por supuestas vulneraciones de los derechos humanos en Xinjiang, unas vulneraciones que Pekín ha negado en repetidas ocasiones.

### Mercados: el repunte tecnológico no convence a los inversores internacionales

Según Reuters, comentando el reciente repunte del mercado de Hong Kong, los acontecimientos de la semana pasada que comenzaron con Ant Group sólo habían recordado a los inversores la voluble regulación china y la fragilidad de su sector tecnológico. Pese al repunte, las acciones de Alibaba cotizadas en Hong Kong y los Certificados de Depósito Estadounidenses (ADR) cotizados en Nueva York han perdido dos terceras partes del valor que tenían en octubre de 2020.

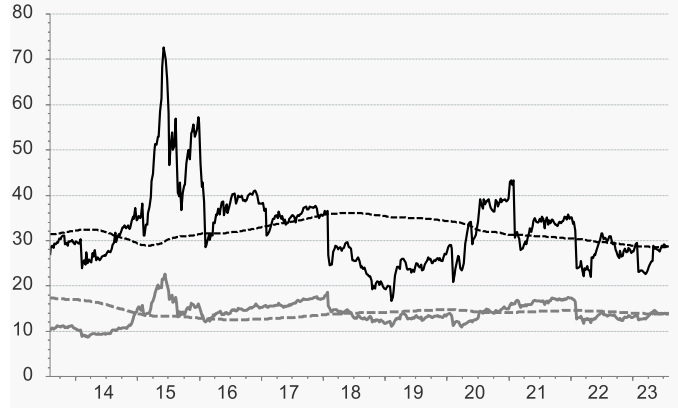
Los inversores buscan bonos chinos con vencimientos más cortos. Bloomberg analizó el acortamiento de duración de los bonos de instrumentos de financiación de gobiernos locales (LGFV) e insistió en las señales de cautela ante la deuda de gobiernos locales. La duración media de los bonos LGFV emitidos en China continental ha caído a 2,51 años, un mínimo histórico. La mayor prudencia de los inversores augura retos de refinanciación para el sector. El Consejo Nacional del Fondo de la Seguridad Social ha aconsejado a los gestores de activos vender bonos, incluidos los de LGFV que entrañan más riesgo y los de promotores privados. El Consejo mencionó en particular los bonos del LGFV de Tianjin, un vehículo de financiación de materias primas cuyas obligaciones, según cálculos de Bloomberg, triplicaban sus ingresos. La Bolsa de Futuros de Shanghai se plantea ampliar el almacenamiento de materias primas en el exterior de China. En concreto, estudia la creación de sistemas de redes de almacenamiento de materias primas en el extranjero en un intento por expandirse fuera de China. Actualmente cuenta con 216 instalaciones de almacenamiento y su expansión exterior la llevaría a competir con la Bolsa de Metales de Londres (LME).

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

Renta variable: Shanghai: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.  
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,25%)  
Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

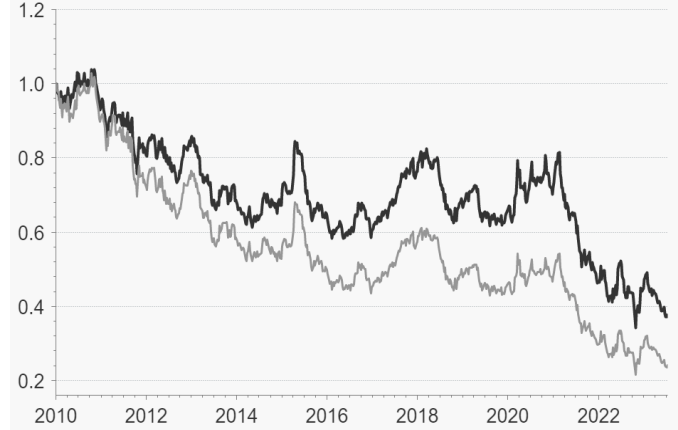
PE LTM



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

USDCNY exchange rate

Spot rate



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## JAPÓN

### El ajuste del control de la curva de rendimientos podría depreciar los bonos, pero beneficiar al yen y las acciones

#### Flujos de cartera: GPIF eleva la ponderación del bono del Tesoro de EE.UU.

El Fondo de Inversión de las Pensiones del Gobierno (GPIF) de Japón es el mayor del mundo en su categoría y es bien conocida su demanda de bonos del Tesoro estadounidense (UST), un apetito sostenido por los jugosos rendimientos en dólares. En particular, en su ejercicio fiscal cerrado en marzo GPIF elevó el peso de los bonos del Tesoro del 40,8% al 43,3% de sus tenencias de valores de deuda extranjeros, marcando un máximo de tres años tras el 47,4% que alcanzó en marzo de 2020. En ese período de 12 meses, en el que su inversión en bonos y letras del Tesoro de EE.UU. aumentó un 8,2% (equivalente a 160.000 millones de USD), el dólar se revalorizó un 9,2% frente al yen (y frente a otras divisas; p. ej., el cruce EUR/USD pasó de 1,13 a 1,05 dólares por euro). Tras este fuerte aumento en marzo de las tenencias de UST por GPIF, tal dinámica bien podría haber finalizado e incluso haber retornado a niveles más normales, lo que habría supuesto vender UST y USD, y explicaría la gran caída en la cotización (aumento del rendimiento) de los UST y la notable depreciación del USD entre marzo y julio. En adelante, la sostenida demanda por GPIF y los altos rendimientos del UST pueden sostener el apetito japonés por deuda estadounidense y, por ende, por el USD. Esto podría suponer un techo para el rendimiento del UST cerca del 4%. GPIF posee activos por valor de 1,4 billones de dólares y lo que haga afecta enormemente a los flujos de cartera japoneses al ser muchos los otros fondos del país que le siguen. Los inversores japoneses son los mayores tenedores extranjeros de títulos del Tesoro de EE.UU. (en abril el importe ascendía a 1,1 billones de USD).

#### El Banco de Japón modificará este mes su política de control de la curva de tipos, lo que perjudicará a los bonos y beneficiará al yen y las acciones

En una entrevista con Bloomberg, Hideo Hayakawa, ex director ejecutivo del Banco de Japón (BoJ), indicó que, al ser la inflación mayor de lo esperado, el banco central probablemente ajustaría este mes la política de control de la curva de rendimientos (YCC), sin poder especificar en qué se concretarían los cambios. Testufumi Yamakawa, economista jefe de Barclays para Japón, retrasó de julio a octubre el ajuste previsto del YCC por el BoJ, pese a recientes señales del mercado que apuntaban a que podrían adoptarse esas medidas en julio. A principios de la semana también BofA pospuso su previsión, pasándola de julio a octubre. Tras estos cambios otros economistas podrían también replantearse sus previsiones.

Hayakawa añadió que el banco central debería ajustar a la realidad, revisándolas al alza, sus previsiones de inflación para este año fiscal. Según Nikkei el BoJ podría de hecho elevar su previsión de inflación subyacente para el año fiscal 2023 hasta alrededor del 2% en el próximo Informe de Perspectivas que se publicará en la reunión de política monetaria del 27-28 de julio. Las previsiones para los dos años fiscales siguientes también superarían el 2%, en contraste con unas estimaciones de abril del 1,8% en el año fiscal 2023, 2,0% en el de 2024 y 1,6% en el de 2025. Como recordatorio, la inflación general a 12 meses en Japón era del 3,42% en mayo y, la subyacente, del 4,3%.

Además, Ueda, gobernador del BoJ, declaró a la prensa en la reunión del G-20 en la India que había observado cierto declive en la operativa del mercado de JGB, como una menor liquidez. Reiteró, con todo, que las distorsiones de la curva de rendimientos eran notablemente menores.

Por lo que respecta a las transacciones internacionales de valores japoneses en la semana que finalizó el 8 de julio, los inversores nacionales fueron vendedores netos de acciones extranjeras por importe de 951.000 millones de yenes (semana anterior: ventas netas por 158.900 millones de yenes) y vendedores netos de deuda extranjera a largo plazo por 950.500 millones de yenes (semana anterior: compras netas por 1,253 billones de yenes). En cuanto a los inversores internacionales, fueron compradores netos de renta variable japonesa por importe de 181.700 millones de yenes (semana anterior: compras netas por 195.000 millones de yenes) y compradores netos de deuda japonesa a largo plazo por 705.000 millones de yenes (semana anterior: compras netas por 484.700 millones de yenes).

#### Política fiscal: la subida de impuestos probablemente se pospondrá al año fiscal 2025, lo que beneficiaría a la renta variable

Según Nikkei, los responsables de definir la política fiscal del PLD, reunidos a puerta cerrada, concluyeron que era difícil elevar los impuestos para financiar la expansión del presupuesto de Defensa prevista a partir de 2024. El superávit superior al esperado en los ingresos fiscales de 2022 probablemente permitirá retrasar las subidas a 2025. El plan actual se propone recaudar alrededor de un billón de yenes adicional vía impuestos de sociedades, sobre la renta y el tabaco. El PLD pretende subir el impuesto sobre los beneficios de sociedades un 4%-4,5% y el de la renta un 1%, y las accisas del tabaco a 3 yenes por cigarrillo.

#### Beneficios: informes de resultados empresariales del trimestre actual

El 11% de las 1.068 empresas cubiertas han comunicado resultados. De ellas, el 56% declaró beneficios superiores a las previsiones corporativas y, el resto, inferiores. Con cifras similares por lo que respecta a los ingresos. El crecimiento interanual del BPA del trimestre actual sería del 15,6%, es decir, que se situaría 4,5 pp por encima de lo esperado.

#### Geopolítica: Japón y la Unión Europea entablarán conversaciones en materia de seguridad y sobre la cadena de suministro de semiconductores

Según Nikkei, Japón y la UE se emplazaron a un diálogo estratégico para reforzar la asociación en materia de seguridad, así como la colaboración en semiconductores y otras cuestiones económicas. La idea es que dicho diálogo permita cooperar no sólo en seguridad marítima, sino también en ámbitos emergentes como el cibernético y el espacial, ajenos a límites geográficos. Ambas partes reforzarían también las cadenas de suministro de materiales críticos.

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

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

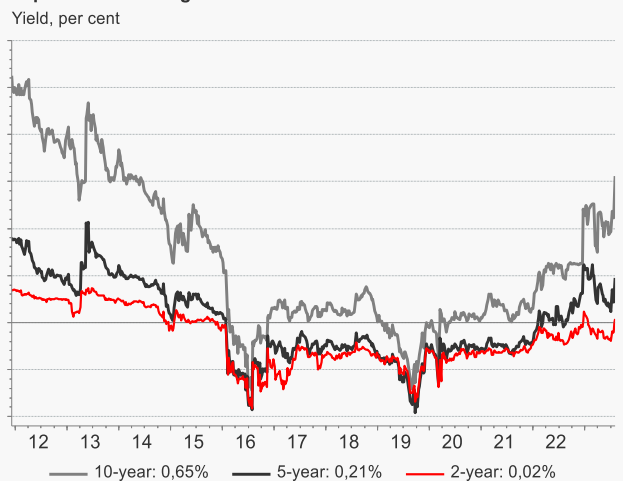
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 130)

Japan Nikkei 225 price / earnings



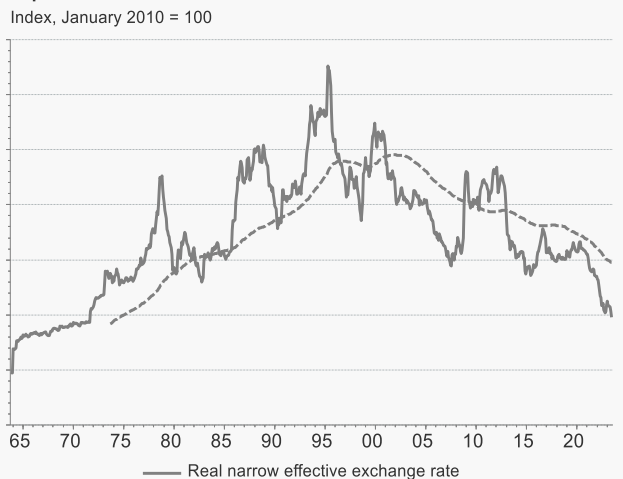
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan benchmark government bonds



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## INDIA

### En un mundo con una narrativa de crecimiento cada vez más limitada, la India exhibe su atractivo

#### Arranca otro ciclo de inversión impulsado por el sector público, con un previsible efecto dominó sobre el sector privado

India brilla como un faro refulgente en un mundo alarmantemente falto de relatos de crecimiento convincentes. Mientras en Europa y EE.UU. se debate sobre una posible desaceleración cíclica o recesión y no cede la preocupación sobre la capacidad del gobierno chino para estimular su economía, por nuestra parte no hemos dejado de divulgar cifras de crecimiento alentadoras y la historia de crecimiento excepcionalmente robusta de la India. En medio del pesimismo mundial reinante decidimos incluir este país en nuestros mandatos discrecionales y, apoyándonos en las recientes estadísticas de crecimiento, ratificamos la decisión de mantenerlo en las carteras. En el trimestre finalizado en marzo (que cierra el año fiscal en India), la economía india creció a una impresionante tasa interanual del 6,1%, superando en un punto porcentual las expectativas del consenso. Para el conjunto del año fiscal el crecimiento real del PIB fue del 7,2%, retomando su crecimiento medio antes de la pandemia. El principal catalizador de este ciclo de crecimiento ha sido la inversión, lo que avala la sostenibilidad de esta expansión. El porcentaje del PIB indio correspondiente a inversión se ha disparado y asciende actualmente al 34%, el mayor en casi una década. El sector público encabeza esta intensa inversión centrada en infraestructuras, que previsiblemente estimulará la inversión por parte del sector privado. Aun cuando tal sinergia aún no se ha materializado plenamente, se aprecian indicios prometedores, como el repunte del préstamo bancario y señales incipientes de un mayor gasto de consumo, que permiten concluir que el actual repunte del crecimiento no es transitorio, sino que preanuncia una reactivación estructural de la economía.

#### Señales alentadoras

El consumo representa aproximadamente el 60% del PIB, aunque en el último trimestre ese porcentaje ha disminuido por el destacado papel del componente de inversión y por la debilidad subyacente del mercado laboral, que aún acusa las secuelas de los cierres y confinamientos y que no se ha recuperado del todo. Con esto surge una economía escindida en dos: mientras los segmentos más acomodados de la sociedad registran una recuperación considerable, sus escalones inferiores siguen lidiando con el estancamiento salarial y perspectivas de ingresos sombrías. No obstante, algunos indicadores, como las ventas de automóviles, ofrecen un rayo de esperanza y permiten anticipar con fiabilidad las tendencias generales del consumo. Las ventas de turismos, sobre todo entre la población más adinerada, registran en los dos últimos años un crecimiento constante, alcanzando los máximos prepandémicos de 3,55 millones de unidades (media móvil de 12 meses). Por otra parte, las ventas de vehículos de dos ruedas, principalmente entre los estratos más bajos de la sociedad, han experimentado un aumento significativo en el último año, pasando de 13,75 millones de unidades en marzo a 16,4 millones en la actualidad (también en media móvil de 12 meses), aunque sin alcanzar todavía el nivel prepandémico de 21 millones de unidades al año. A estas tendencias positivas se suma la destacable reducción de la inflación, que allana el camino para que el banco central inicie una política de relajación. Algo que a su vez debería imprimir un nuevo impulso a la recuperación económica, sobre todo ante la proximidad de unas elecciones en las que el Gobierno pretende mantener el foco en el gasto en infraestructuras e inversión.

#### India ha promovido acuerdos internacionales de financiación y comerciales

India no es una economía particularmente dependiente del comercio, a diferencia de Taiwán o Corea del Sur, cuyas exportaciones, expresadas en porcentaje del PIB, son considerablemente superiores a las de la India (donde rondan el 20-25% del PIB). Dicho esto, es manifiesto que las exportaciones indias han encajado un duro golpe el último año. Sin embargo, el hecho de que India haya mantenido el gasto en infraestructuras significa que sus importaciones en cierto modo no han disminuido. Pero el déficit comercial de la India no se ha traducido en mayores tensiones macroeconómicas, siendo una de las principales razones el que las exportaciones de servicios se han mantenido muy bien. Esto ha permitido que el déficit por cuenta corriente, en porcentaje del PIB, no haya superado el 2,5% más de un trimestre en el último año, habiéndose reducido de hecho en los dos últimos trimestres a cerca del 2%, en parte debido a la bajada de precios de las materias primas. Si a esto se une que las reservas de divisas de la India rondan actualmente los 600.000 millones de USD, el Banco de Reserva de la India tiene margen más que suficiente para cubrirse frente a cualquier riesgo externo. El crecimiento indio se mantiene en una senda más que satisfactoria, independientemente de lo que pueda ocurrir con factores externos durante el próximo año.

#### El mercado de renta variable indio aguanta firme

El principal escollo para la renta variable india reside en la prima de valoración que se le aplica. Ahora bien, la India, en un mundo en el que los flujos de capital están cada vez más restringidos por consideraciones geopolíticas, presenta particular atractivo para los inversores occidentales, carentes de oportunidades de crecimiento en sus regiones y presionados para reducir el riesgo o, al menos, minimizar su exposición a China. Y la India, dada la amplitud de su mercado, destaca sobre el resto del universo de mercados emergentes. Atendiendo a lo dicho, estamos convencidos de que las perspectivas del mercado bursátil indio siguen invitando al optimismo.

#### 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

## El VNI mantuvo el impulso alcista y continuará entre los mejores mercados de Asia gracias a las políticas internas

### Análisis del mercado financiero: arranca una fase de recuperación

El índice VNI mantuvo en junio su impulso alcista al ganar el 4,1%, una de las revalorizaciones mejores de Asia en lo que va de año. Este buen comportamiento cabe atribuirlo en gran medida a la cuarta bajada de tipos de interés aplicada por el banco central de Vietnam (SBV) desde marzo, que ha hecho resurgir la inversión minorista. La sensación de optimismo que empezó a cundir en mayo ganó tracción en junio y quedó patente en el notable aumento del volumen de negociación diario en el mes (+36%). A ello contribuyó el compromiso de la Comisión Estatal de Valores (SSC) de acelerar la actualización del sistema de negociación de valores desarrollado por la Bolsa de Corea para modernizar el mercado bursátil local (KRX). Al haber comenzado a mejorar la confianza del mercado parece estar cumpliéndose la hipótesis del analista local de que los inversores minoristas podrían buscar activos que entrañen más riesgo a medida que vayan venciendo depósitos bancarios remunerados a un alto interés, superando las compras netas en junio por inversores locales los 100 millones de USD.

### Las acciones bancarias también impulsan el índice al alza

El sector bancario, encabezado por las entidades privadas, obtuvo buenos resultados en junio (+5,9%). La relajación de la política monetaria desempeña en esto un papel importante, sobre todo en el caso de la banca privada, cuyo apetito por el riesgo es mayor que en el caso de las empresas participadas por el Estado. La satisfactoria tendencia debería tener continuidad en el segundo semestre de 2023 apoyada en factores favorables como el mayor crecimiento del crédito, que fomentará los ingresos por intermediación financiera e inversiones. A nuestro juicio los bancos seguirán dotando previsivamente provisiones para eventuales deudas incobrables, afianzando la estabilidad ante contingencias. Al seguir pareciéndonos optimista las perspectivas del sector bancario anticipamos un crecimiento del BPA para 2023 en torno al 10%.

### Avances en el maltrecho mercado inmobiliario, que ya no lastra al índice

Se observa un repunte de la actividad en el mercado inmobiliario, tanto en obra nueva como segunda mano. Las medidas oficiales para resolver algunos problemas han empezado a dar fruto, siendo Novaland (NVL) claro ejemplo de ello. El grupo de trabajo especial dirigido por el Viceprimer Ministro ha colaborado con NVL, los ministerios y gobiernos provinciales para atajar de raíz trabas administrativas, buscando soluciones para sus proyectos. Los promotores han empezado a retornar al mercado primario y a lanzar nuevos proyectos; destaca una vez más Vinhomes, con un 80% de unidades para las que ya tiene depósitos sobre plano, facilitados por las atractivas opciones de pago. Las bajadas consecutivas de los tipos de interés en los últimos cuatro meses, que alivian la pesada carga de los pagos hipotecarios, idealmente continuarán hasta que los tipos rondan el 10%, algo que fomentaría aún más la demanda de hipotecas. El mercado inmobiliario ya está dando muestras de deshielo, con el firme compromiso de todas las partes en que la reactivación se consolide en la segunda mitad de 2023.

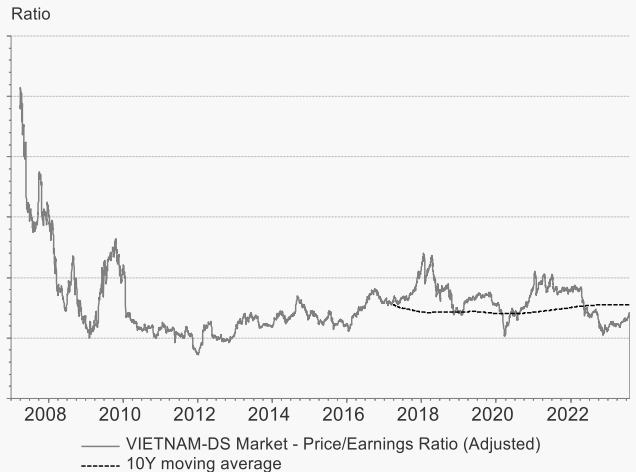
### El marco macroeconómico se mantendrá estable, con una política monetaria que seguirá siendo expansiva (y reduciendo el riesgo en que pudiera desincronizarse)

La economía vietnamita registró una tasa de crecimiento del 3,7% en el primer semestre de 2023, la más baja dentro de su reciente trayectoria positiva. El PIB, que en el primer trimestre creció un 3,3%, lo hizo un 4,1% en el segundo, impulsado por las ágiles políticas de apoyo, que incluyeron cuatro recortes de tipos de interés (que acumulan 150 puntos básicos desde marzo). La cuestión, con todo, es si Vietnam podrá mantener la laxitud de su política monetaria en el complejo panorama mundial, con los bancos centrales de otros países adoptando medidas en sentido contrario. Pensamos que podría continuar el apalancamiento de la política monetaria para impulsar la economía, sin inducirse presiones inflacionistas significativas. En primer lugar, porque la inflación general sólo aumentó un 2,0% interanual en el primer semestre, y se prevé que el IPC medio de 2023 estará entre el 3,5% y el 4% interanual. En segundo lugar, porque la demanda de préstamos y la oferta monetaria total siguen débiles, con sendas expansiones del crédito total y del agregado monetario M2 en lo que va de año de apenas el 4,7% y 3,2%, cifras que subrayan la necesidad de mecanismos de incentivación. En tercer lugar, por el buen comportamiento del VND gracias a la constante entrada de divisas. La afluencia de ingresos del extranjero procedentes de los 12 millones de turistas que se esperan este año podría llevar el superávit por cuenta corriente hasta 7.500 millones de USD (o el 1,7% del PIB). Por su parte, los flujos por comercio, remesas y, sobre todo, inversión extranjera directa (IED) se mantienen firmes. La eficacia de la diplomacia vietnamita en materia de IED queda patente en la cifra de desembolsos, estable en unos 10.000 millones de USD desde el año pasado, gracias a varias visitas de alto nivel de socios clave en el primer semestre, entre ellas 50 grandes empresas de EE.UU. y 200 de Corea. Los riesgos para este mercado residen en que la sincronización con la política monetaria mundial es crucial para una recuperación económica sostenible. En este sentido, dado que los principales bancos centrales del mundo siguen endureciendo su política y subiendo tipos, la divergencia de la política vietnamita podría inducir volatilidad cambiaria en el corto plazo y, con ello, algunas salidas de capital, lo que restaría eficacia a las medidas de apoyo oficiales. Esto es particularmente relevante en un contexto en el que el CNY vuelve a rondar las 7,3 unidades por dólar, mientras que los diferenciales de tipos de interés entre el VND y el USD se tornan negativos. En caso de que otros bancos centrales adoptasen una postura más acomodaticia en 2024 esperaríamos un repunte de la demanda de productos, tanto mundial como vietnamita, conducente a mayores pedidos de exportación. Vietnam puede, por lo tanto, mantener una política monetaria flexible para reactivar temporalmente la economía. Ahora bien, una reactivación a gran escala requeriría relajar la política fiscal, principalmente en la inversión pública. En el primer semestre la ejecución se quedó en el 30,5% del objetivo anual, apenas mejor que en el primer semestre de 2021 y en el primero de 2022. El grueso del gasto de inversión pública suele realizarse en el segundo semestre del año y, en años difíciles como éste, la aplicación de fondos suele ser muy superior a la esperada.

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

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



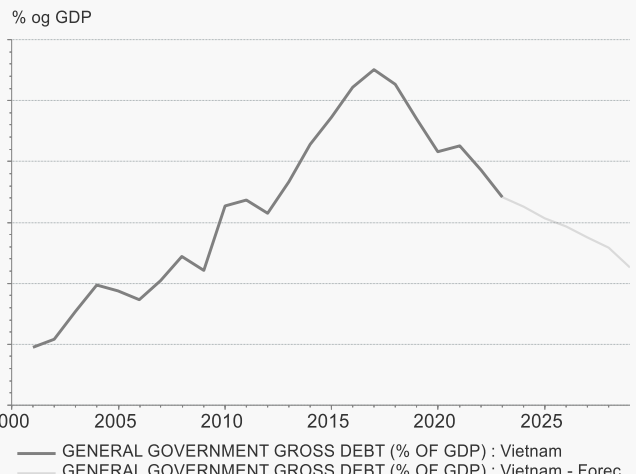
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam CPI



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam - General Government Gross Debt



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK





# ISRAEL

## Las protestas se intensifican ante la inminente aprobación de la reforma judicial

### Política

Los acontecimientos políticos siguen siendo el principal factor determinante de la evolución de los mercados en Israel. Después de que la crisis política pareciera superada, su intensificación en el último mes está resultando un pesado lastre para la economía. La intención de la coalición de aprobar la semana que viene uno de los apartados de la reforma judicial ya ha suscitado la reanudación de las protestas. En ellas participan numerosos sectores, por lo que cabe suponer que la eventual aprobación en la Knesset del cambio legal propuesto tendrá repercusiones a largo plazo en la economía nacional.

El Primer Ministro de Israel, Benjamín Netanyahu, conversó con el Presidente de EE.UU. y se acordó celebrar una reunión en un futuro próximo, después de que Biden cancelase en marzo la visita de Netanyahu alegando preocupación por el progreso de la reforma judicial. El gobierno estadounidense mantuvo en el comunicado oficial su postura sobre la reforma judicial y reiteró «la necesidad de un consenso lo más amplio posible». Según la prensa israelí, Netanyahu dijo a Biden que el Gobierno de Israel estaba decidido a aprobar la reforma judicial y que, adoptando posturas intransigentes, era la oposición la que se negaba a alcanzar un consenso.

### Economía

Los últimos datos macroeconómicos apuntan a una ralentización de la economía, sobre todo del consumo privado. En concreto, las cifras de utilización de tarjetas de crédito y de ventas al por menor siguieron cayendo. Además, la encuesta sobre confianza de los consumidores reflejó una fuerte disminución de la intención de compra de productos que implican un alto desembolso (vehículos, vivienda). El aspecto positivo es la caída de los precios de apartamentos: los datos muestran moderación (-0,3% en mayo), pero el número de transacciones se redujo a la mitad debido probablemente al atrincheramiento de vendedores y compradores en sus posiciones. Nuestra hipótesis es que los precios inmobiliarios seguirán bajando el año que viene.

Ahora bien, los alquileres siguen subiendo y se han convertido en el principal factor inflacionista entre los componentes del IPC (+0,5 pp en el mes). El IPC del mes de junio (igual al de mayo) fue muy inferior al esperado por el mercado (+0,2-0,3 pp) y, tras el máximo interanual marcado en enero del 5,4%, contribuyó a reducir la tasa de inflación del 4,6% al 4,2% interanual.

### Política monetaria y renta fija

El Banco de Israel decidió en su última reunión de política mantener el tipo de referencia en el 4,75%. El gobernador del banco central, Amir Yaron, advirtió que no dudaría en subir los tipos en los próximos meses si la incertidumbre sobre la reforma judicial provocase un aumento de la prima de riesgo del país y enquistase la debilidad del shekel. Seguimos estimando que el Banco de Israel esperará al menos a 2024 antes de reducir los tipos de interés. Las expectativas de inflación para los próximos 12 meses (+2,8%) rozan el límite superior del rango objetivo (3%) y, además, la crisis política obliga al banco central a adoptar una política prudente. A esto se suma que la curva de rendimientos sigue invertida (cabe preguntarse si será esta la nueva normalidad de la estructura de tipos-plazos...), por lo que seguimos recomendando mantener títulos cuyo vencimiento efectivo se produzca en el corto plazo (*duración corta*).

### Renta variable

En contraste con el turbulento escenario político el mercado bursátil exhibió estabilidad. El índice Tel Aviv 125 perdió el mes pasado un 1%, pero las acciones bancarias ganaron un 0,9%, lo que avala la opinión de que este sector seguirá contándose entre los más rentables del mercado.

El sector de las tecnologías limpias se anotó un avance del 2% en el mes. El creciente uso de energías alternativas en el mundo respalda a un número considerable de empresas israelíes que han adquirido gran experiencia en algunos segmentos de esta industria. Cabe mencionar al respecto Energix, la empresa con mayor ponderación en el índice (9,4%) y con altas tasas de crecimiento en su actividad internacional. Enlight (cuya capitalización bursátil asciende a 2.200 millones de USD y que cotiza en el Nasdaq) se revalorizó casi un 6% en el mes. La empresa desarrolla una amplia actividad en todo el mundo, principalmente en Europa. El auge de las energías alternativas debería favorecer a algunas empresas israelíes en los próximos años, por lo que nos inclinamos por reforzar el posicionamiento en el sector.

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

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL

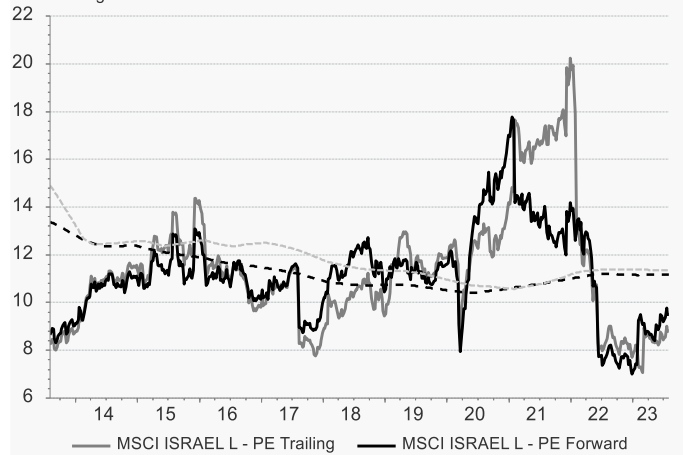
Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa: NEUTRAL

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

Israel price-to-earning ratio

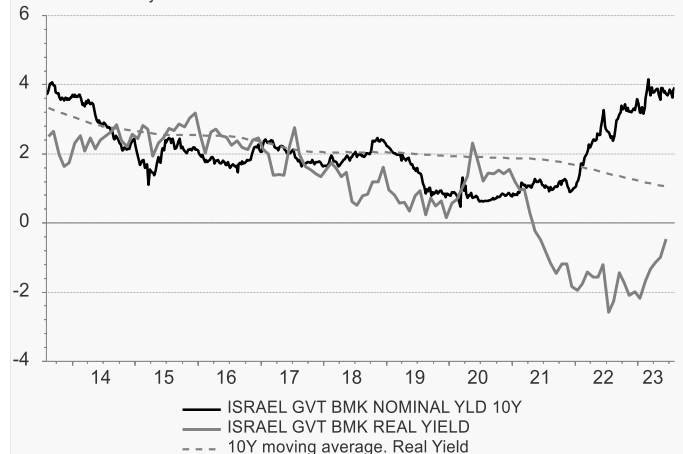
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

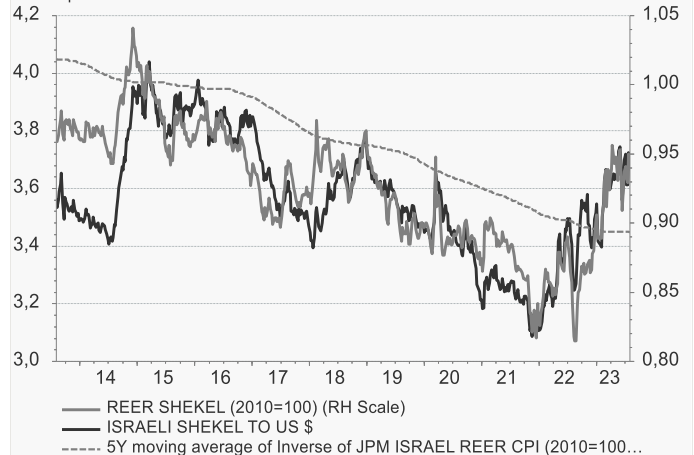
Local currency



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# BRASIL

## Un buen primer semestre

### El tercer «primer semestre» de Lula

Nadie podrá negar que ha sido un tiempo agitado. El primer semestre de Lula comenzó en la primera vuelta de las elecciones, cuando los mercados subieron ante las promesas de Lula de que formaría un gabinete de gobierno multipartidista. Esto duró hasta la segunda semana de la segunda vuelta, cuando los mercados entendieron mejor lo que eso significaba: los ministerios principales para los colaboradores más cercanos de Lula y, los de segundo nivel, para los demás miembros de la coalición.

Mientras Lula asumía el poder, la afirmación de Bolsonaro de que las elecciones habían sido un fraude seguía encontrando eco y, el 8 de enero, de forma similar a lo ocurrido en el Capitolio de EE.UU., hubo intrusiones en los tres principales edificios gubernamentales de Brasilia, sedes de los sistemas ejecutivo, legislativo y judicial. Hubo más de dos mil detenidos, que ya han sido procesados.

El gabinete de Lula se puso manos a la obra tras este agitado inicio y uno de sus ministros más criticados, Fernando Haddad, demostró estar a la altura de la tarea. Pese a las insinuaciones del propio Lula y su Partido de los Trabajadores, Haddad consiguió someter a votación no una, sino dos propuestas económicas de gran calado. La primera fue, por supuesto, el nuevo marco fiscal. Prometido inicialmente para el primer semestre, se presentó en los últimos días de marzo y la cámara baja lo aprobó en mayo. Siguiendo el proceso legislativo brasileño, de la cámara baja pasó al senado, donde se modificó, para volver a la cámara baja para una nueva revisión y otra votación, que debería producirse en agosto, tras el receso de julio. La segunda fue la tan esperada reforma fiscal. Bernardo Appy, actual secretario especial de la reforma fiscal, comenzó a trabajar en ella hace más de 15 años, y la actual propuesta legislativa lleva en la cámara baja al menos desde 2019. Siempre se entendió, por gobiernos de izquierda y derecha, que la reforma era necesaria, pero hasta ahora nadie había dedicado los recursos necesarios a tramitarla, lo que finalmente ocurrió en la primera semana de julio en la cámara baja. Como es preceptivo, pasa ahora al senado para otra ronda de votaciones.

En la política brasileña se dice que el mandato de un Presidente sólo da para aprobar una gran reforma... y que tiene que ser en su primer año, porque en el segundo se celebran elecciones estatales y municipales, en el tercero toca arreglar desaguizados y, en el cuarto, presentarse a reelección. Por ahora, aunque no cuenten con la aprobación plena de ambas cámaras, las dos propuestas legislativas parecen cosa prácticamente hecha.

### Bolsonaro está fuera de las próximas presidenciales... al menos de momento

Como se esperaba, una vez desprovisto de inmunidad el ex presidente Jair Bolsonaro tiene que afrontar no pocos entuertos judiciales. Uno de los primeros, con el Tribunal Electoral Federal de Brasil (TSE), no terminó bien para él, ya que se le inhabilitó para ejercer cargos públicos hasta 2030 por su conducta durante las tensas elecciones del año pasado.

Cinco de los siete jueces votaron a favor de condenar a Bolsonaro por abuso de poder y uso indebido de los medios de comunicación por su reunión con embajadores con el propósito expreso de divulgar afirmaciones infundadas sobre el sistema de votación electrónica de Brasil, lo que muchos creen motivó la invasión del 8 de enero, por miles de sus partidarios, de la Praça dos Três Poderes, donde se hallan los principales edificios del gobierno en Brasilia.

Aún es pronto para afirmar que Bolsonaro definitivamente no estará en la carrera, ya que los tribunales brasileños tienen un historial de cambiar sus propias sentencias, tal y como le ocurrió a Lula pocos meses antes de las elecciones de 2022, por lo que todo es posible. Ahora bien, teniendo en cuenta que Bolsonaro está siendo investigado también por otras acusaciones, lo tendrá difícil de aquí a entonces.

### Mercados

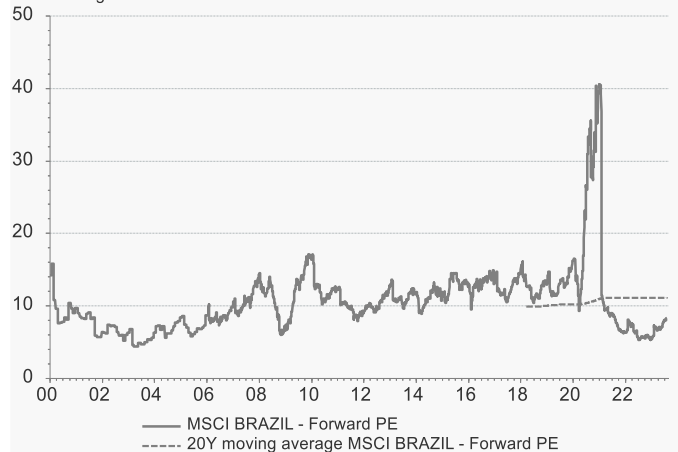
Todos los indicios apuntan a un ciclo de recortes de tipos a partir de la reunión del comité de política monetaria (COPOM) del banco central convocada para el 3 de agosto. Esperamos que ese ciclo se prolongue 12-18 meses, con una bajada del tipo de interés oficial desde el 13,75% hasta un nivel cercano al 9%. A partir de entonces la evolución dependerá de la continuidad del programa de reformas y de las muestras de responsabilidad fiscal que dé el Gobierno. La encuesta del Banco Central de Brasil a las principales instituciones financieras del país muestra que las expectativas del mercado convergen cada vez más hacia su objetivo de inflación (3% en 2024).

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL  
Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 11,25%; dif.: 750 pb)  
Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 6,75%; dif.: 300 pb)  
Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,00)

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

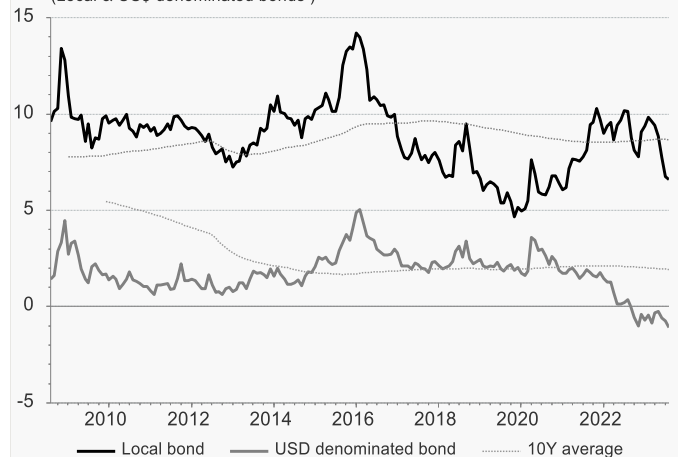
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# MÉXICO

## La inflación se ralentiza, pero no al ritmo que desearía el banco central

### Banco central

El Banco Central de México (Banxico) mantuvo por segunda vez el tipo de interés de referencia en el 11,25%, en una decisión que se adoptó por unanimidad. Tan solo un miembro expresó la posibilidad, atendiendo a la reciente evolución de la inflación y de sus perspectivas a medio y largo plazo, de bajar los tipos. Aunque el comunicado que siguió a la reunión afirmaba que la idea era mantener el tipo «en su nivel actual durante un periodo prolongado», el reciente ajuste de las previsiones de tipos de interés por parte de la Fed prevendría de cualquier decisión sobre el momento de iniciar el proceso de bajada de tipos.

### Inflación y actividad

Las últimas cifras de inflación fueron en junio inferiores a lo esperado, con un aumento de la inflación general de 0,10 pp (+5,06% interanual) y de 0,30 pp en el dato subyacente (+6,89% interanual). Las previsiones para final de año continúan moderándose; en estos momentos, la media de las últimas encuestas se sitúa en el 4,80% interanual para el IPC general y el 5,15% interanual para el subyacente. La convergencia hacia el objetivo a largo plazo del banco central (3% ±1pp) previsiblemente se produciría hacia finales del próximo año.

En cuanto a la actividad económica, los últimos informes continúan poniendo de manifiesto una tendencia positiva: el último informe sobre la balanza comercial seguía reflejando una dinámica favorable de las importaciones, apoyada en la fortaleza de la moneda. La producción industrial superó en mayo las expectativas (+0,7 pp; +3,9% interanual) encabezada por el sector de la construcción, gracias a la tendencia a relocalizar la producción en países cercanos al de origen (*nearshoring*) que, además de impulsar la inversión en infraestructuras (obras públicas y mayor demanda de polígonos industriales), está contrarrestando la debilidad del sector manufacturero provocada por la ralentización de la economía estadounidense.

### Finanzas públicas y calificación crediticia

Fitch Ratings confirmó la calificación de la deuda soberana a largo plazo de México, tanto en moneda extranjera como en pesos mexicanos, en 'BBB-' con perspectiva estable. La calificación sigue respaldada por una postura macroeconómica prudente, una posición financiera externa robusta y una trayectoria estable de la relación deuda/PIB. Con todo, entre los principales retos la agencia de rating mencionó el crecimiento a largo plazo y la carga fiscal que soporta Pemex.

Por su parte, las cuentas públicas registraban hasta mayo un superávit primario de alrededor de 13.000 millones de USD. Entre enero y mayo los ingresos cayeron en términos reales un 0,4% interanual, afectados por los ingresos procedentes del petróleo (-24,2%), siendo positivos los no petroleros (4,9%). El gasto presupuestario se incrementó en términos reales un 2,5% interanual, impulsado por los gastos de administración (4,8%). Considerando únicamente el mes de mayo, los ingresos se incrementaron un 11,7% interanual, impulsados por los no petroleros (+14,1% interanual), mientras que el gasto aumentó un 24,2% interanual, con un aumento significativo de los gastos programables (+27,6% interanual) y los gastos financieros (+14,5% interanual).

### Mercados financieros

**Renta variable.** El mercado bursátil mexicano se apoya en unos niveles de valoración atractivos y en la capacidad de aguante de la economía, que se beneficia de la tendencia al *nearshoring*, iniciada hace tiempo y ya consolidada. Aunque Banxico parece más dispuesto a pausar las subidas de tipos que otros bancos centrales, la presión sobre los niveles de valoración podría continuar dadas noticias como la expropiación de un tramo de las operaciones de la división de transporte de GMEXICO y los retos en la venta de Citibanamex, que terminaron en la decisión de colocarla en la bolsa mexicana.

**Renta fija y tipo de cambio.** Mantenemos la idea de que la inflación bajará en lo que queda del año, si bien con lentitud dada la dinámica de precios del subíndice subyacente. Para los bonos denominados en pesos mantenemos en 500 pb el diferencial objetivo a 12 meses con el bono de EE.UU., siendo probable un diferencial menor si, en un entorno recesivo, Banxico decidiese recortar su tipo de referencia entre finales de año y comienzos de 2024. En cuanto al bono mexicano en dólares, dadas las perspectivas de los tipos mexicanos, nuestro objetivo se ajusta a 175 pb.

El peso sigue siendo una de las divisas más fuertes frente al dólar: en lo que llevamos de año acumula una apreciación superior al 14% y se encuentra en sus niveles más altos desde 2014. Revisamos el objetivo para los próximos 12 meses de 19,5 a 19,0 pesos por dólar.

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

Renta variable (IPC México): NEUTRAL

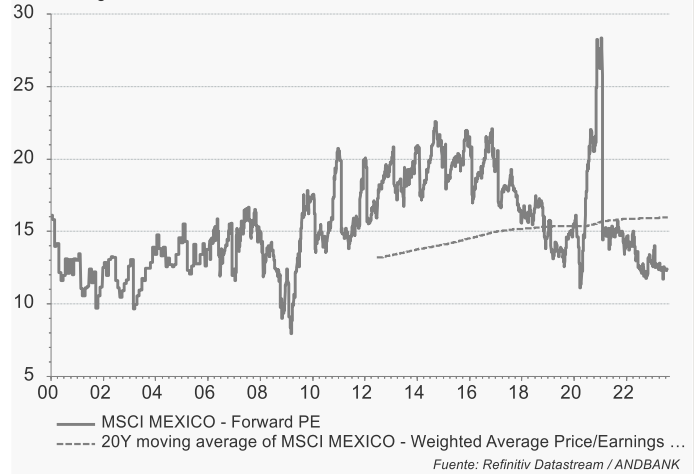
Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 8,75%; dif.: 500 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 5,50%; dif.: 175 pb)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 19,0)

Mexico MSCI Index price-to-earning

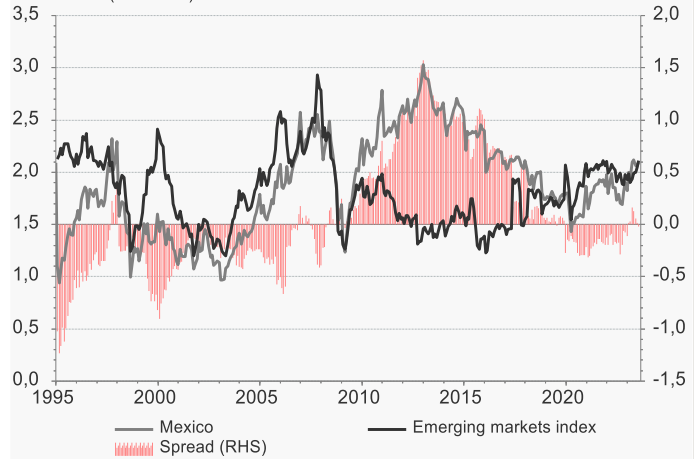
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

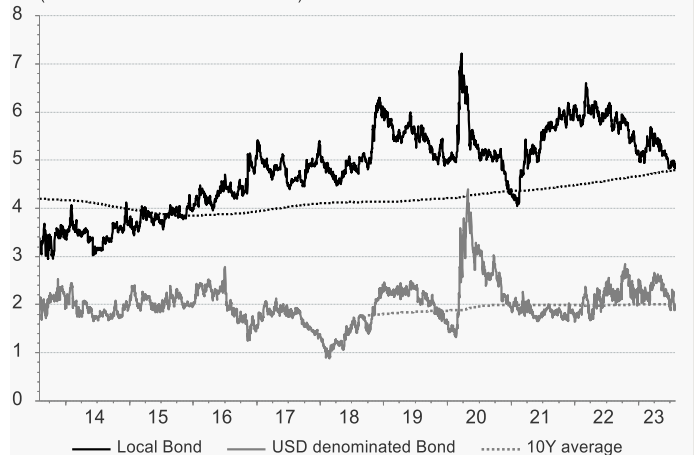
Ratios (both axes)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## Ha llegado el momento de la verdad

### Política: todo indica que *Juntos por el Cambio* será la principal fuerza política

El 13 de agosto marca el primer hito en el calendario electoral de este año con la celebración de elecciones primarias (obligatorias en el caso argentino). Las encuestas coinciden en que *Juntos por el Cambio* (JxC) cuenta con la mayor intención de voto en las generales, seguido de *Unión por la Patria* (UP) y, en tercer lugar, *La Libertad Avanza* (LLA). La diferencia media entre JxC y UP ha sido menor de lo esperado (con sendas intenciones de voto del 30% y 26,5%), recibiendo Javier Milei (LLA) una intención de voto cercana al 20%. Los indecisos rondan el 10% del total.

En cuanto a las primarias internas de JxC, Patricia Bullrich se impone a Horacio Rodríguez Larreta con un claro margen (20% vs 13%). En la coalición oficialista (UP) se da por descontada la victoria del ministro de Economía, Sergio Massa, sobre el dirigente social Juan Grabois. Si bien las encuestas permitieron anticipar los resultados finales en las elecciones legislativas de 2021 no debe olvidarse lo sucedido en las primarias de 2019, cuando ninguna acertó a reflejar más de 15 puntos de ventaja de Alberto Fernández sobre Mauricio Macri.

### Acuerdo con el personal del FMI

El Fondo Monetario Internacional (FMI) anunció que su personal y los funcionarios de Argentina terminaron el grueso del trabajo técnico de la próxima revisión, que previsiblemente finalizará en los próximos días, antes de pasar a revisar el programa de Argentina. Los acuerdos a nivel de personal entre un país y el FMI requieren la aprobación del Directorio Ejecutivo del FMI para que se liberen los fondos. En el marco del acuerdo, Argentina anunció un nuevo impuesto sobre las importaciones, del 7,5% sobre mercancías y el 25% sobre servicios, con excepciones en ambas categorías. También introducirá otro tipo de cambio preferente para las exportaciones agrícolas regionales (girasol, sorgo y cebada forrajera), cebada cervecera y maíz, que podrán vender sus mercancías al cambio de 340 ARS por USD hasta el 31 de agosto (el tipo oficial en el momento del anuncio era de 270 ARS por USD). Argentina sigue devaluando su moneda por capítulos y, cuando se rumoreaba que el FMI solicitaría que se simplificase el sistema cambiario, se adoptan de hecho medidas en sentido contrario: el país tendrá ahora 11 tipos de cambio diferentes. La próxima revisión del programa (la quinta) por parte del personal del FMI evaluará las acciones de Argentina hasta marzo. Si el resultado es favorable, la revisión permitiría el desembolso de 3.000 millones de DEG (4.000 millones de USD). A finales de junio Argentina realizó un pago de 2.700 millones de USD con Derechos Especiales de Giro (activo de reserva del FMI basado en una cesta de cinco divisas: USD, EUR, JPY, GBP y CNY) y, por primera vez, con yuanes chinos utilizando la línea de swaps de divisas. A principios de julio el Gobierno anunció que aplazaría al último día de julio los tres pagos del mes (7, 14 y 28 de julio), que ascienden a 2.600 millones de USD. En agosto deberán pagarse 800 millones de USD y, de septiembre a finales de año, 5.100 millones de USD entre principal e intereses.

Como consecuencia de la sequía que viene padeciendo Argentina, la actividad económica cayó en abril un 4,2% interanual y un 1,9% respecto a marzo, con un descenso del 36,8% interanual en el segmento de agricultura, ganadería, caza y silvicultura. Esto llevó a las partes a renegociar algunas de las metas establecidas en la última revisión, en particular el objetivo de acumulación de reservas, debido a las menores exportaciones (-22% interanual), y el de déficit fiscal, debido a los menores ingresos por retenciones a las exportaciones. Los analistas encuestados por el banco central (BCRA) prevén que la actividad económica se contraerá este año, siendo la caída media prevista del 3%.

### Inflación: los precios estacionales salen al rescate

La inflación de junio, del 6%, estuvo bien por debajo de la cifra de mayo (7,8%) y de lo esperado por el mercado (7,3%). Con este dato la inflación anual se sitúa en el 115,6% interanual, cuando la previsión mediana de los analistas es del 142,4% interanual para final de año. Atendiendo a las tres principales categorías de precios se observa que los productos estacionales fueron los que más contribuyeron a contener la inflación en junio (+1,8%; mayo: +6%), con aumentos en el índice subyacente (+6,5%; mayo: +7,8%) y los precios regulados (+7,2%; mayo: 9%) inferiores a los del mes pasado, si bien por encima de la media mensual. El componente de alimentación y bebidas, que sólo se encareció el 4,1%, facilitó igualmente la desinflación observada. El hecho de que las cifras del IPC en los últimos dos meses fueran mejores de lo anticipado no cambia, a nuestro juicio, las perspectivas para el resto del año, ya que la desaceleración de la inflación responde a factores transitorios y no a cambios macroeconómicos sostenibles.

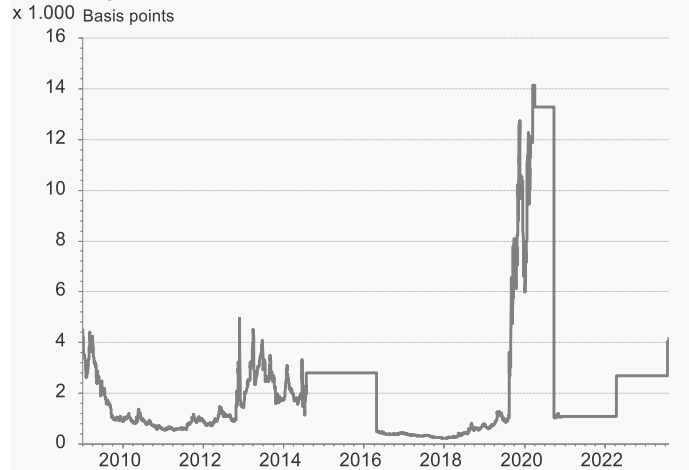
La situación del BCRA continúa siendo precaria y cualquier mala noticia podría precipitar una situación de crisis. Si a esto añadimos unas elecciones en las que el candidato del oficialismo es además el Ministro de Economía, los incentivos para aplicar una política fiscal menos restrictiva se nos antojan altos.

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

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

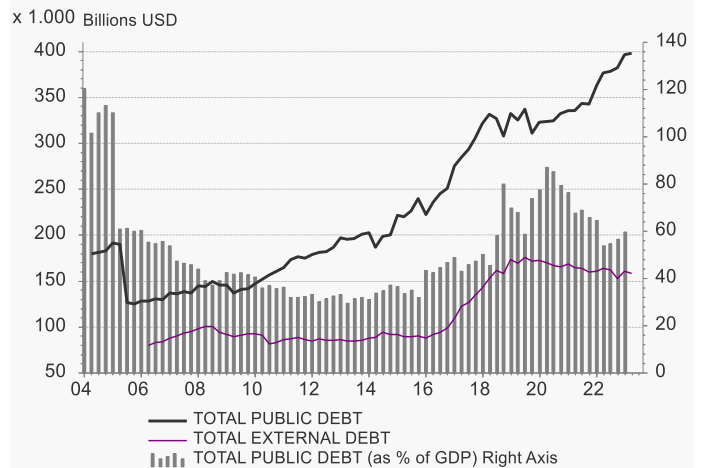
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el final de 2023: 400)

Argentina 5Y CDS



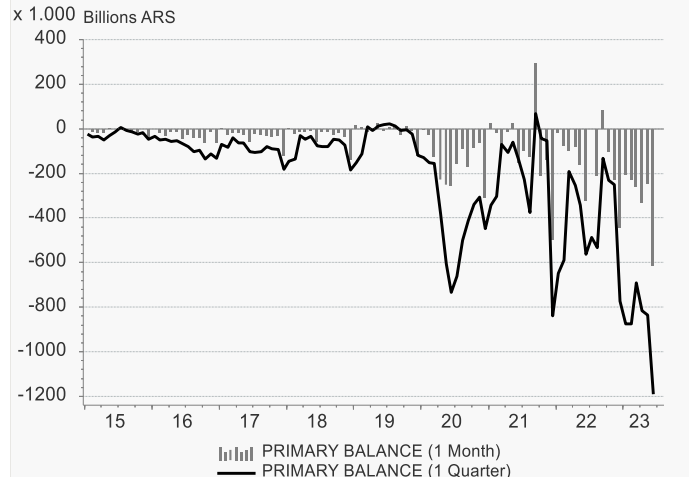
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Fuente: Refinitiv Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINE PRIMARY BALANCE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



RENTA VARIABLE

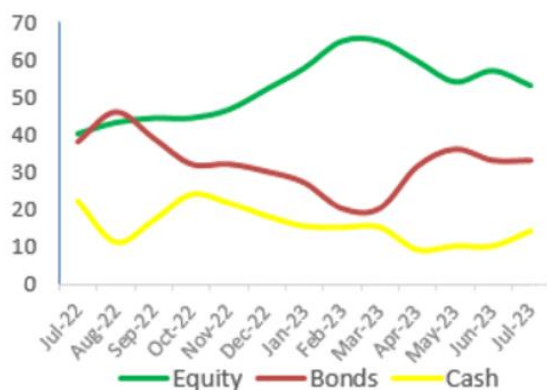
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2023	Projected EPS 2024	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2023	Implicit PE (12m fwd)	E [PE] fw At year end	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	E[Perf] to Strong Buy Point	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	220,0	242,0	233	-2,2%	19,32	16,50	4.502	3.845	-14,6%	UW-MW	4.998
Europe - Stoxx Europe 600	32,5	32,5	32,5	1,6%	14,06	13,00	457	423	-7,5%	UW-MW	507
Euro Zone - Euro Stoxx	31,0	31,0	31	6,9%	14,69	13,00	455	403	-11,5%	UW-MW	484
Spain IBEX 35	850,0	900,0	880	14,1%	10,58	12,00	9.305	10.555	13,4%	MW-OW	11.611
Mexico IPC GRAL	4.225	4.200	4.210	11,8%	12,69	14,00	53.445	58.943	10,3%	OW	64.837
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	17.816	0,0%	6,77	6,75	120.586	130.000	7,8%	MW	143.000
Japan NIKKEI 225	1.975	1.925	1.945	7,0%	16,55	16,50	32.193	32.099	-0,3%	OW	35.309
China SSE Comp.	310,0	315,0	313	12,7%	10,51	9,50	3.288	2.973	-9,6%	UW	3.270
China Shenzhen Comp	120,0	132,0	127	18,8%	16,30	14,75	2.072	1.875	-9,5%	UW	2.062
India SENSEX	3.151	3.623,7	3.431	17,6%	19,16	21,00	65.721	72.045	9,6%	OW	79.249
Vietnam VN Index	120,0	144,0	134	20,0%	9,14	10,00	1.226	1.342	9,5%	OW	1.476
MSCI EM ASIA	42,0	42,0	42	5,0%	12,97	14,00	545	588	7,9%	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)

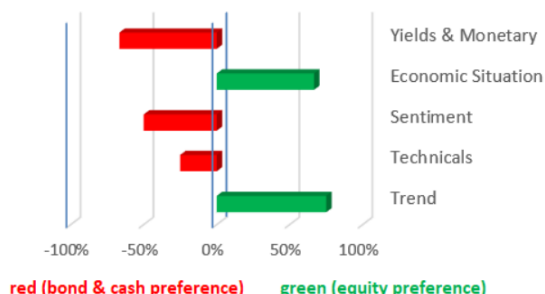


Asignación táctica de activos

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 Betalphing 5 Indicators





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

REFINITIV STOXX 600 2023Q2 EARNINGS DASHBOARD

Source: Refinitiv I/B/E/S data

REPORTING ANALYST: Tajinder Dhillon, CFA

FOR THE LATEST EARNINGS INSIGHT VISIT: <http://ipaperalpha.financial.thomsonreuters.com/>

August 1, 2023

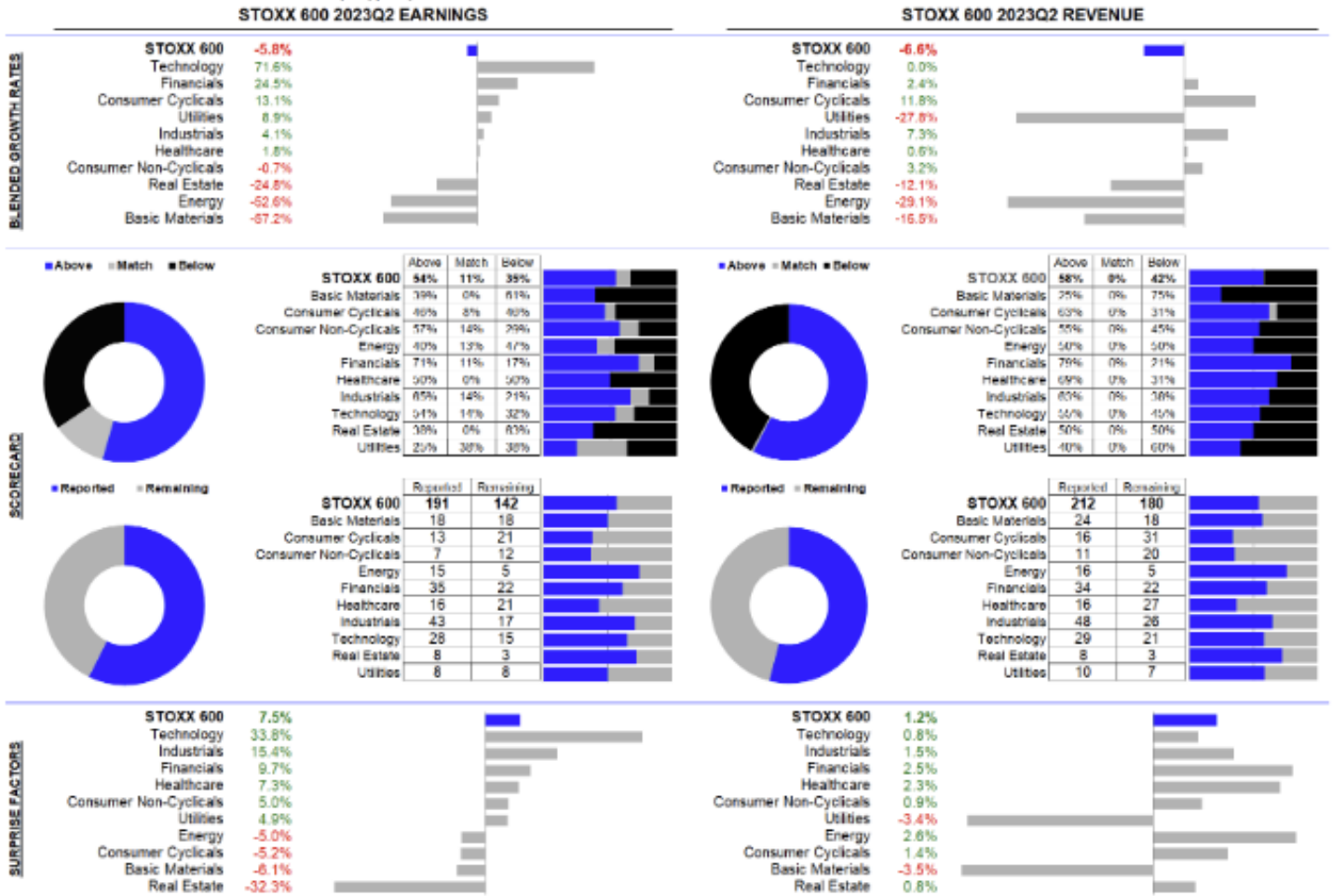
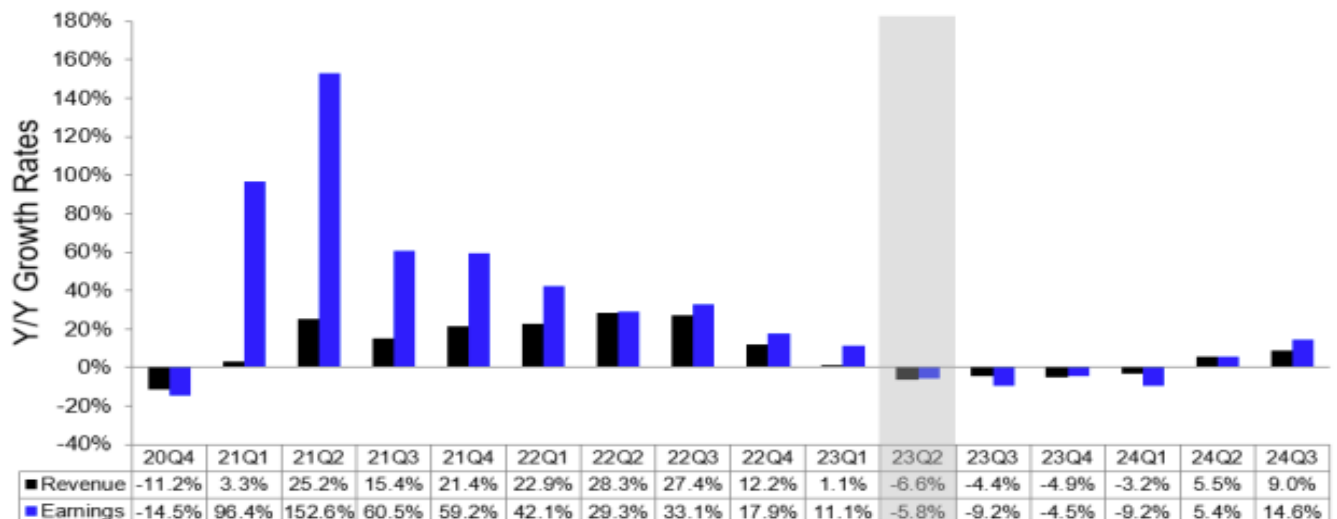


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



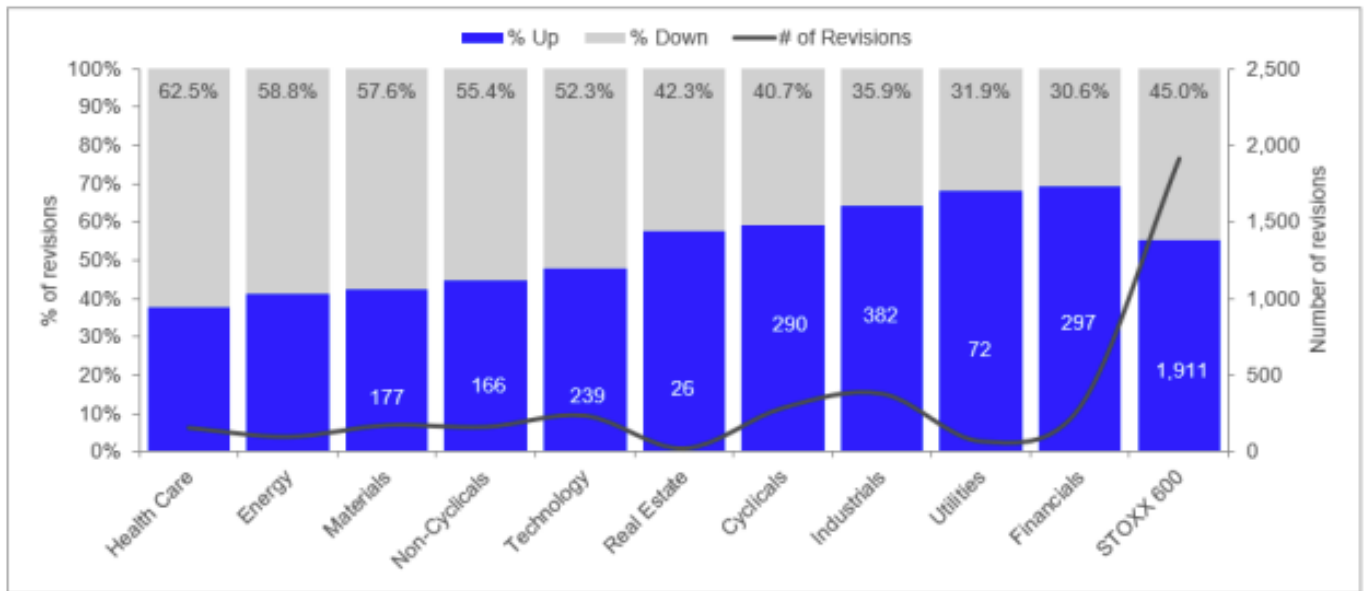
Source: Refinitiv I/B/E/S data



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

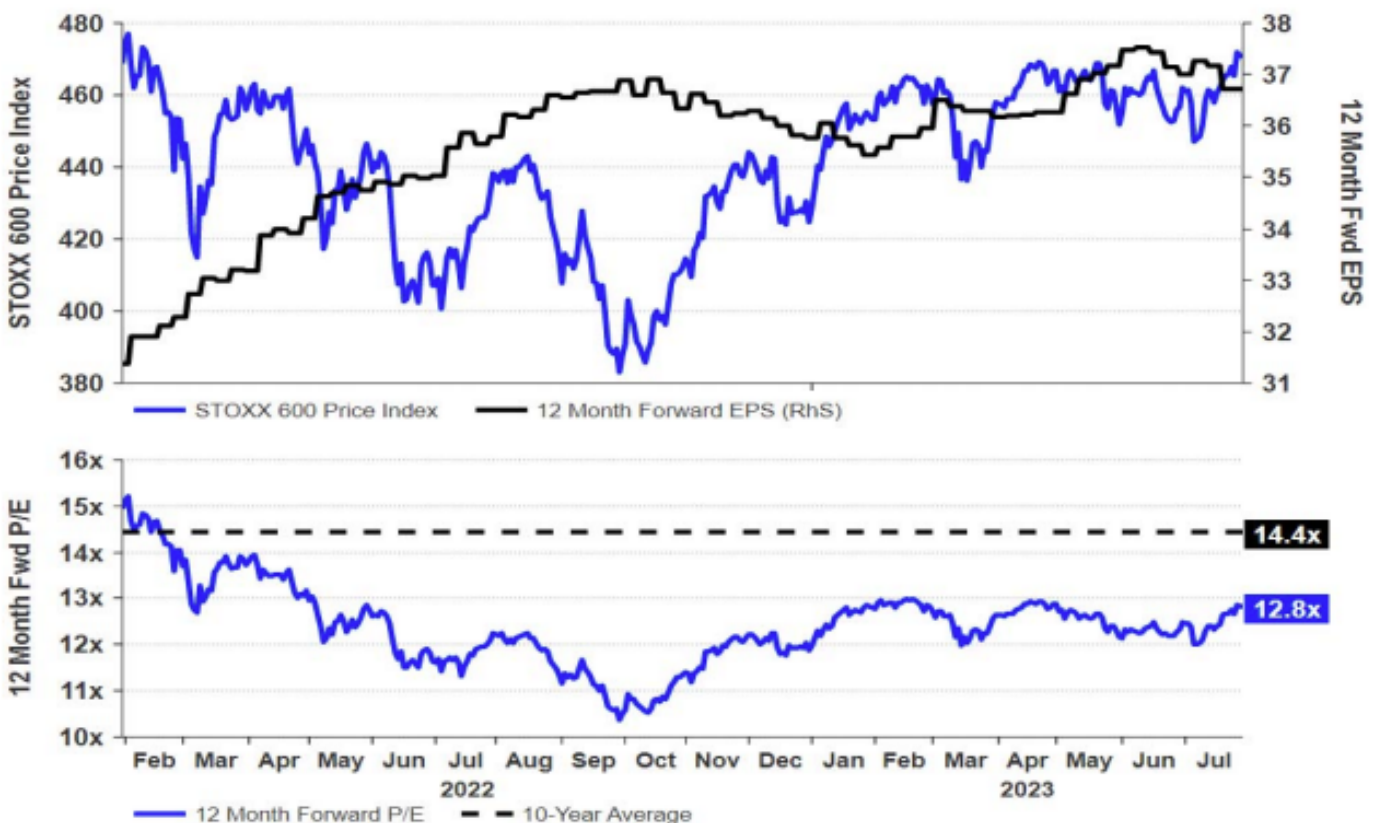
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

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



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

REFINITIV S&P 500 2023Q2 EARNINGS DASHBOARD

Source: I/B/E/S data from Refinitiv

ANALYST: Tajinder Dhillon, CFA

August 3, 2023

To view the latest insights: <https://tipperalpha.refinitiv.com/>

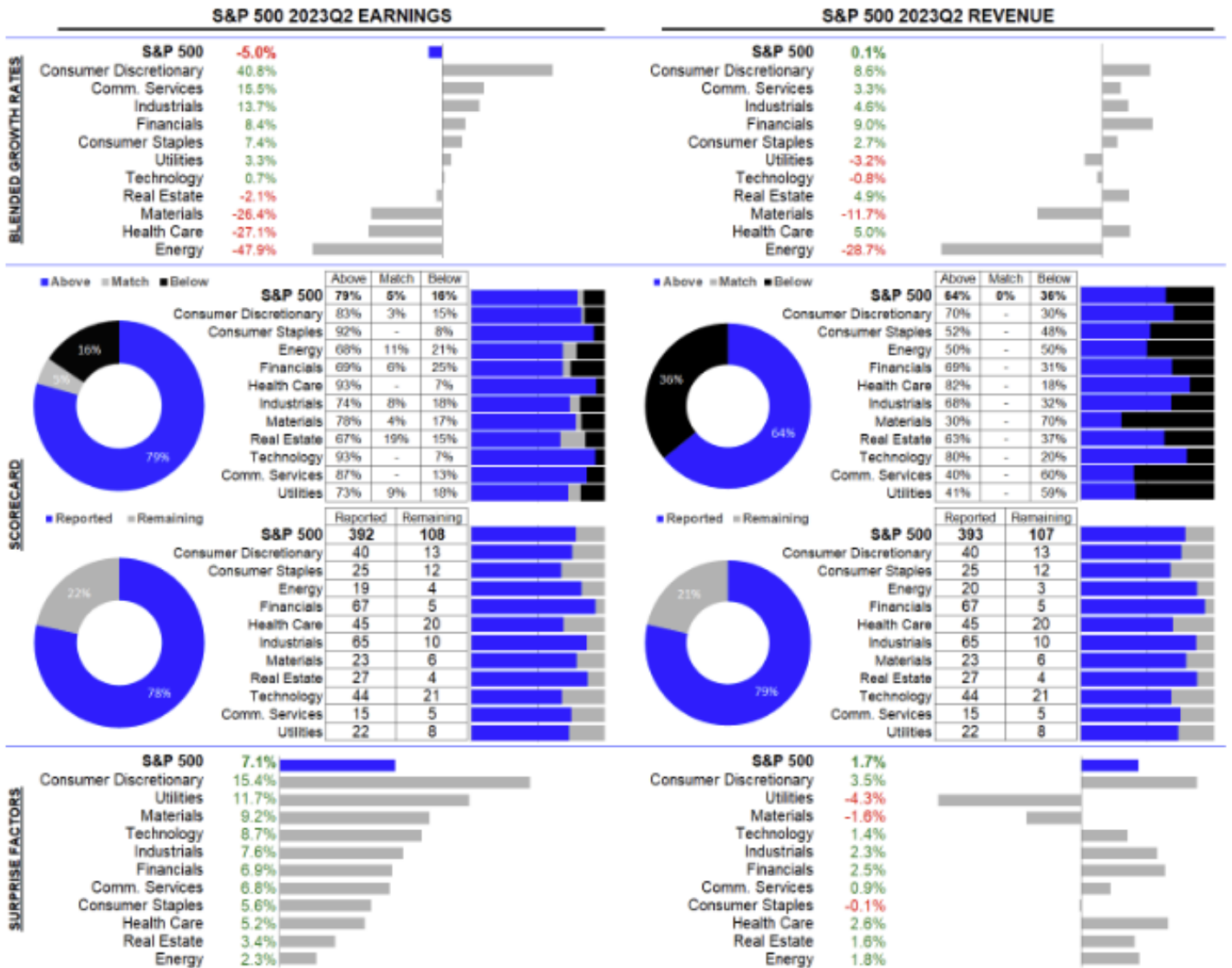
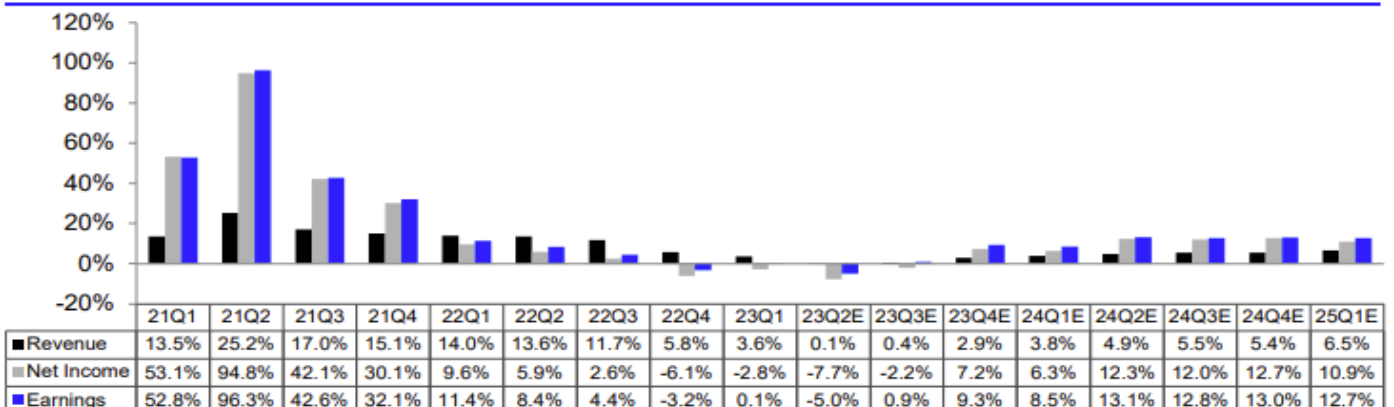


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: I/B/E/S data from Refinitiv





## MATERIAS PRIMAS

Página 17

### 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 alcista para el precio) – La OPEP afirma que las medidas adoptadas este año para estabilizar el mercado mundial del petróleo previsiblemente se prolongarán hasta 2024.** Según Platts, la producción de la OPEP+ se mantuvo en junio sin cambios en 41,34 millones de bpd (Mbpd), tras reducirse en 670.000 bpd en mayo, cuando marcó un mínimo de 19 meses. A la producción de este mes podría seguir otra disminución en julio, cuando entre en vigor el recorte voluntario de 1 M bpd de Arabia Saudí, así como el recorte de 500.000 bpd de las exportaciones rusas a partir de agosto. Los ministros de la OPEP+ no tienen previsto reunirse para discutir los volúmenes de producción hasta el 26 de noviembre.

**(Factor alcista para el precio) – Los inversores a largo plazo, alentados tras superar recientemente el Brent los 80 USD/barril.** Los analistas consideran que la reciente evolución al alza de los precios responde al mayor tensionamiento del mercado por efecto de los actuales recortes de producción de la OPEP+, que posiblemente se traducirá en lo que queda de año en una muy esperada fortaleza de los precios. Sin embargo, numerosos operadores son escépticos sobre las perspectivas alcistas para el segundo semestre, señalando las preocupaciones por la demanda china y una eventual recesión en países occidentales.

**(Factor alcista para el precio) – Los inversores recortan las posiciones bajistas tras ampliar Arabia Saudí los recortes de producción.** Hedge funds y otros gestores compraron el equivalente a 47 millones de barriles entre los seis contratos de futuros y opciones del petróleo más importantes de la semana hasta el 4 de julio. Los gestores fueron compradores netos de 25 millones de barriles de Brent y 27 millones de barriles de WTI, con lo que revirtieron sus ventas netas de la semana anterior. Las compras siguieron al anuncio de Arabia Saudí y Rusia de que ampliarían sus recortes voluntarios de producción a agosto, lo que podría reducir los inventarios previstos en 75 millones de barriles a partir del inicio del tercer trimestre. Pese a estas compras, la posición neta total sigue siendo de solo 258 millones de barriles, situándose con este volumen en el percentil 6 para todas las semanas desde 2013, mientras que la relación entre posiciones largas y cortas (2,25:1) se sitúa en el percentil 11. Esto implica que el crudo tiene mucho camino que recorrer desde consideraciones estrictamente financieras.

**(Factor alcista para el precio) – Las previsiones de aumento de la demanda de crudo no van acompañadas de los incrementos esperados en la oferta.** La OPEP revisó al alza su previsión de crecimiento de la demanda mundial de petróleo para 2023 en 2,44 Mbpd y, para 2024, en 2,25 Mbpd adicionales. Las previsiones de crecimiento de la oferta, de 1,41 Mbpd en 2023 y 1,39 Mbpd en 2024, auguran un mercado mundial de la energía más tensionado también en 2024, ya que la OPEP ha informado de que las medidas adoptadas este año para estabilizar el mercado mundial del petróleo se aplicarán también en 2024.

**(Factor alcista para el precio) – Los crudos con mayor contenido de azufre se pagan con prima en Asia, una posible señal de endurecimiento del mercado.** En una inversión de los patrones tradicionales, los grados medios y amargos han estado cotizando en Asia con una prima sobre otros más ligeros, lo que podría ser indicativo de que la desaceleración de la producción saudí empieza a tensionar el mercado. Reuters informa de que, en un contexto de reducción de la oferta mundial de crudo amargo, los operadores chinos han contratado la entrega para agosto y septiembre de casi 1 Mbpd de crudo brasileño, un volumen muy por encima de las medias de principios de año.

**(Factor alcista para el precio) – Reponer las reservas estratégicas de petróleo de EE.UU. podría llevar décadas.** Los analistas de la Reserva Estratégica de Petróleo (SPR) de EE.UU. señalan que, si bien al gobierno de Biden le bastaron seis meses para vender 180 millones de barriles de crudo de la SPR, reponer plenamente esa capacidad podría llevar décadas debido a factores que probablemente pesarán en el proceso, como falta de financiación, problemas de infraestructura y el deseo de no alterar los precios. El hecho de tener que reponer estas reservas estratégicas (ya que, de no hacerlo, EE.UU. estaría más expuesto a las perturbaciones del mercado mundial del petróleo) mantendrá la presión alcista sobre el precio del crudo durante el tiempo que lleve hacerlo.

**(Factor alcista para el precio) – Paradas en Libia y Nigeria interrumpen la producción de 500.000 bpd.** El yacimiento libio de Sharara se paralizó inesperadamente por completo en protesta por la detención de un funcionario que aspiraba a dirigir el banco central de Libia, así como un yacimiento cercano más pequeño, El Feel, que se detuvo en el marco de la misma protesta. Por otra parte, una fuga en una terminal nigeriana también interrumpió la producción. Las tres interrupciones privan a los flujos mundiales de petróleo de más de medio millón de barriles diarios, equivalentes a alrededor del 0,5% de la oferta mundial, sin que esté claro cuándo se restablecerá plenamente el suministro.

**(Factor alcista para el precio) – Las importaciones chinas de crudo registraron en junio su segundo mayor aumento de la historia.** Las importaciones chinas de crudo aumentaron en el mes un 45,3% interanual, pasando de 12,11 Mbpd en mayo a 12,67 Mbpd en junio. Las pequeñas refinerías locales (teapots) de Shandong aumentaron la producción después de que a finales de junio se levantaran las restricciones a la importación de productos bituminosos diluidos. No obstante el fuerte aumento de las importaciones, la demanda no levantó cabeza en China, por lo que los inventarios crecieron en el mes hasta alcanzar los 980 millones de barriles al cierre de junio, apenas 20 millones por debajo del récord histórico de agosto de 2020.

**(Factor bajista para el precio) – El aumento de la producción en EE.UU. compensará los recortes en Rusia.** La OPEP espera que la producción de EE.UU. aumente este año en 1,08 Mbpd, lo que representaría el 77% del crecimiento anual de la producción de los países ajenos a la OPEP, lo que compensaría con creces el recorte en 750.000 barriles diarios de la producción rusa.

**(Factor bajista para el precio) – Rusia ha reunido una flota fantasma suficientemente grande como para transportar crudo sin depender de empresas de transporte del G-7.** Los recientes recortes de las exportaciones rusas de petróleo han coincidido con un repunte del precio del Brent hasta los 80 USD/barril y la mayor capacidad de flete podría invertir la tendencia alcista del precio. Una mayor flota de petroleros rusos, más aptos para largas distancias, podría hacer pensar en un primer momento en una mayor abundancia de crudo, lo que tendería a deprimir el precio del crudo. Con todo, algunos analistas siguen pensando que Rusia podría tener que ofrecer mayores descuentos para seguir captando compradores. Queda por conocer la identidad de los compradores de crudo ruso, pero la presión de los países occidentales lleva a no revelarla al depender de muchos de los servicios que prestan esos países. En consecuencia, lo lógico es que sigan exigiendo grandes descuentos para abastecerse de crudo ruso.

#### **Factores a largo plazo**

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

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

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



## METALES PRECIOSOS – ORO

**Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.900-2.100 USD/onza**  
(Comprar por debajo de 1.900 USD; vender por encima de 2.100 USD.)

### Factores positivos para el oro

**Dentro del marco de los cuatro cuadrantes**, el cuadrante hacia el que la economía mundial podría estar dirigiéndose (recesión con inflación) suele ser un entorno propicio para los metales preciosos y 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 1,54, aún muy por debajo de su media de 20 años de 1,83x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio.

**El oro podría ser el mejor activo antifrágil en 2023.** El oro se considera, al igual que el bono «libre de riesgo» del Tesoro de EE.UU. (UST), un activo antifrágil. Los inversores siempre han de decidir qué activo antifrágil tendrán en cartera para protegerse de la inestabilidad de los mercados financieros o de 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 redujo a 82,22x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,58 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 1.591 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio, que se elevó a 23,74x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 19,01 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 1.633 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,3188 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 1.468 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.127 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.486 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.



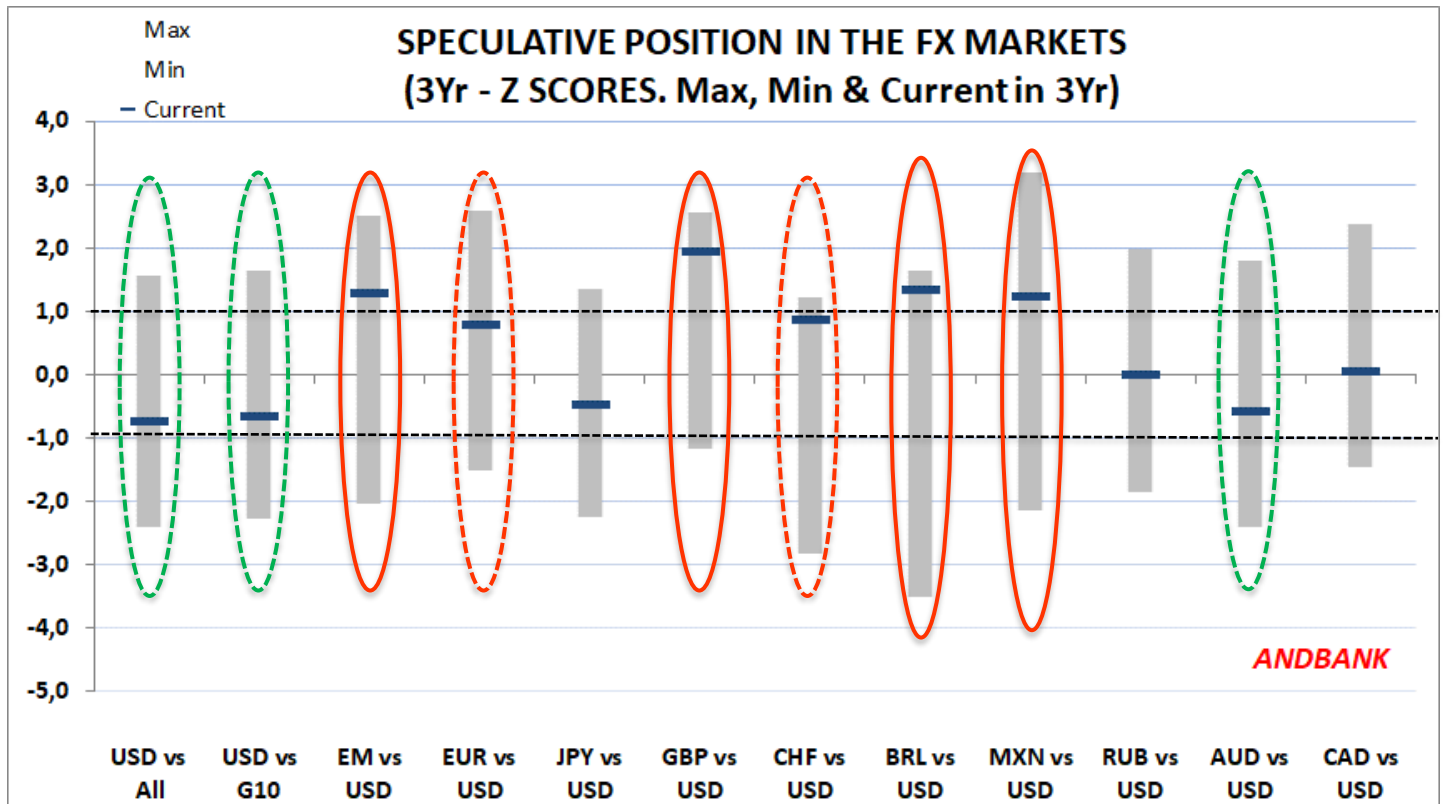
DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn S)	Change vs last month (Bn S)	3-yr Max (Bn S)	3-yr Min (Bn S)	3-yr Avg (Bn S)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	-14,10	-1,75	32,1	-28,2	-0,5	-0,73
USD vs G10	-10,62	-1,11	32,7	-25,4	0,7	-0,64
EM	3,48	0,65	3,9	-1,0	1,6	1,31
EUR	19,87	-2,37	25,4	-8,6	11,7	0,79
JPY	-9,79	-1,19	0,6	-15,0	-7,8	-0,46
GBP	4,14	3,12	4,3	-6,5	-1,2	1,95
CHF	-0,69	-0,63	0,2	-6,0	-2,2	0,87
BRL	0,66	0,04	0,7	-0,8	0,0	1,35
MXN	2,82	0,61	3,3	-1,4	1,3	1,23
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-2,64	0,24	6,1	-5,2	-0,9	-0,56
CAD	-0,22	1,98	6,1	-5,0	-0,4	0,07

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 20

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	Expected Performance (to Potential Price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	1,2%	17,3%	4.502	3.845	-14,6%
	Europe - Stoxx Europe 600	-0,2%	7,5%	457	423	-7,5%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-0,4%	11,1%	455	403	-11,5%
	SPAIN - IBEX 35	-1,9%	13,1%	9.306	10.555	13,4%
	MEXICO - MXSE IPC	-1,1%	10,3%	53.445	58.943	10,3%
	BRAZIL - BOVESPA	0,9%	9,9%	120.586	130.000	7,8%
	JAPAN - NIKKEI 225	-3,4%	23,4%	32.193	32.099	-0,3%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	2,0%	6,4%	3.288	2.973	-9,6%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	1,0%	4,9%	2.072	1.875	-9,5%
	INDIA - SENSEX	0,4%	8,0%	65.721	72.045	9,6%
	VIETNAM - VN Index	8,1%	21,7%	1.226	1.342	9,5%
	MSCI EM ASIA (in USD)	1,7%	6,0%	545	588	7,9%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	-1,7%	-0,2%	4,19	3,75	7,7%
	UK 10 year Gilt	0,5%	-4,4%	4,48	3,75	10,3%
	German 10 year BUND	-0,8%	1,1%	2,61	2,50	3,5%
	Japanese 10 year Govie	-2,0%	-1,6%	0,64	0,75	-0,3%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-0,8%	2,0%	3,65	3,50	4,9%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,7%	6,0%	4,28	4,20	4,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	-1,0%	3,9%	3,31	3,50	1,8%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,8%	2,2%	3,01	3,00	3,1%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,9%	8,9%	3,80	4,50	-1,8%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,4%	2,4%	72,38	100	3,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,7%	5,9%	402,00	550,00	3,3%
	Euribor 3m					
	Credit USD IG - CDX IG	0,6%	3,8%	67,18	100,00	-0,3%
	Credit USD HY - CDX HY	1,1%	7,3%	433,37	600,00	-0,7%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-11,1%	-61,4%	17,50	17,00	21,5%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-2,0%	-3,4%	11,56	--	--
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	9,1%	6,28	6,00	8,5%
	India - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	5,3%	7,20	6,50	12,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,6%	6,3%	6,53	6,25	8,8%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,4%	3,1%	2,66	2,25	5,9%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,5%	3,2%	3,90	4,00	3,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	1,0%	2,48	2,25	4,3%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	1,9%	3,06	4,00	-4,5%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-1,8%	0,9%	3,79	3,50	6,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	2,0%	1,13	2,25	-7,8%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-1,4%	5,4%	9,02	8,75	11,1%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,3%	4,3%	5,85	5,50	8,7%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	0,9%	23,1%	10,77	11,25	6,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,0%	5,4%	6,29	6,75	2,6%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	14,3%	2,2%	82,0	87,50	6,7%
	GOLD	0,9%	6,0%	1.933,7	2.000	3,4%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	0,8%	2,3%	1,094	1,100	0,5%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,0%	5,0%	1,27	1,25	-1,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,8%	-2,6%	0,86	0,88	2,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	-2,4%	-5,1%	0,88	0,95	8,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-1,6%	-3,0%	0,96	1,05	8,8%
	USDJPY (price of 1 USD)	-1,3%	8,9%	142,74	130,00	-8,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,5%	11,3%	156,21	143,00	-8,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	1,8%	-11,1%	17,31	19,50	12,6%
	EURMXN (price of 1 EUR)	2,7%	-9,1%	18,93	21,45	13,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	1,4%	-7,0%	4,92	5,00	1,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	2,3%	-4,9%	5,38	5,50	2,2%
	USDARS (price of 1 USD)	7,1%	57,3%	278,05	370,00	33,1%
	USDINR (price of 1 USD)	0,5%	0,1%	82,79	84,00	1,5%
	CNY (price of 1 USD)	-0,9%	4,1%	7,18	7,50	4,4%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

## AVISO LEGAL

Página 22

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.