

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Julio de 2023

“The Putin system is crumbling”
Financial Times

**Análisis
corporativo**

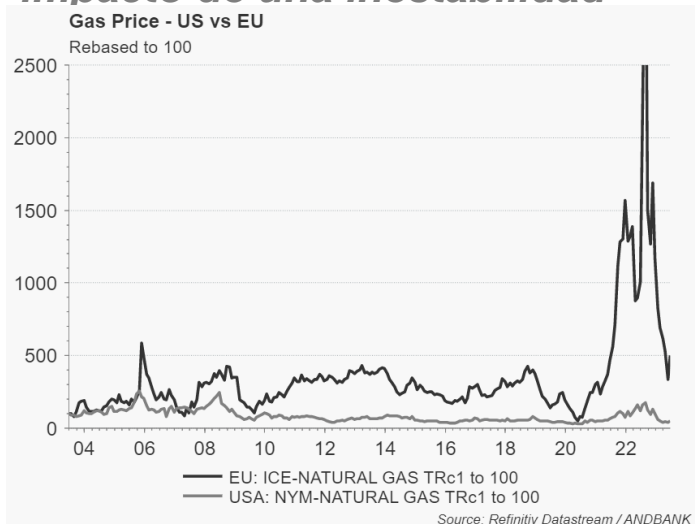
Julio de 2023

Alex Fusté
Chief Global Economist
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES

Una reflexión sobre el posible impacto de una inestabilidad



Cada día que pasa y se mantiene el statu quo actual en Ucrania, hace aumentar las posibilidades de una caída del régimen del Kremlin. Sabiendo que hay 21 repúblicas étnicamente diversas - muchas insatisfechas-, la caída del Kremlin puede resultar en un conflicto civil y una etapa de una cierta anarquía en la que nadie puede garantizar que Rusia pueda exportar de forma ordenada todo lo que actualmente exporta. Hay tres productos esenciales que Rusia vende en grandes cantidades al mundo: fertilizantes, granos y energía. El primer día de un conflicto civil en Rusia, los empresarios internacionales se embarcarían en la compra de inventarios preventivos y los inversores de todo el mundo tomarían posiciones largas en los contratos de futuros de esos productos esenciales, ya que se consideraría la única estrategia de cobertura válida. Esto implicaría una inflación inmediata de alimentos y energía, lo que llevaría a la Reserva Federal y al Banco Central Europeo a responder con nuevas subidas de tipos de interés, borrando el poco crecimiento que queda y, por supuesto, impactando tanto en los mercados de renta fija como el mercado bursátil, en lo que podría acabar siendo una repetición del 2022. En conclusión, mientras dure el conflicto, aumentan las posibilidades de un shock externo que arrastre economías y mercados, lo que obliga a todos los gestores de carteras (como nosotros) a permanecer en alerta máxima.



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's New Entry Point (Strong Buy)	E[Perf] to Entry point	Recommend ed Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	4.439	3.822	-13,9%	UW-MW	4.969
Europe - Stoxx Europe 600	456	423	-7,3%	UW-MW	507
Euro Zone - Euro Stoxx	456	403	-11,6%	UW-MW	484
Spain IBEX 35	9.379	10.517	12,1%	MW-OW	11.569
Mexico IPC GRAL	54.138	58.965	8,9%	OW	64.861
Brazil BOVESPA	117.220	120.258	2,6%	MW	132.284
Japan NIKKEI 225	31.944	32.151	0,6%	OW	35.366
China SSE Comp.	3.196	2.993	-6,4%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	2.031	1.947	-4,1%	UW	2.142
India SENSEX	65.361	71.419	9,3%	OW	78.561
Vietnam VN Index	1.154	1.327	15,0%	OW	1.460
MSCI EM ASIA	532	588	10,5%	OW	647

ANDBANK ESTIMATES

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

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimated reasonable price (Strong Buy)	Expected Performance (to potential price)
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	2,5%	3,81	3,75	4,3%
Core countries	UK 10 year Gilt	-4,2%	4,41	3,75	9,7%
	German 10 year BUND	2,6%	2,40	2,50	1,6%
	Japanese 10 year Govie	0,3%	0,39	0,75	-2,5%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	3,8%	3,39	3,50	2,5%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	7,2%	4,09	4,20	3,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	5,3%	3,11	3,50	0,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	3,6%	2,80	3,00	1,2%
	Greece - 10yr Gov bond	9,9%	3,62	4,50	-3,4%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	2,0%	76,81	100	3,7%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	5,2%	403,95	550,00	3,2%
	Euribor 3m				
	Credit USD IG - CDX IG	3,2%	69,00	100,00	5,3%
	Credit USD HY - CDX HY	6,0%	446,62	600,00	5,4%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimated reasonable price (Strong Buy)	Expected Performance (to potential price)
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-50,3%	16,01	17,00	8,1%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	11,18	--	--
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	9,1%	6,20	6,00	7,8%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	5,4%	7,11	6,50	12,0%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	6,1%	6,49	6,90	3,2%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,8%	2,67	2,25	6,0%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,9%	3,89	4,00	3,0%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,2%	2,43	3,00	-2,1%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	2,0%	3,02	4,00	-4,8%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,7%	3,53	4,50	-4,2%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,8%	1,14	2,25	-7,7%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	7,4%	8,67	8,75	8,0%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	5,4%	5,65	5,50	6,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	22,7%	10,67	12,00	0,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,2%	6,23	6,75	2,1%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimated reasonable price (Strong Buy)	Expected Performance (to potential price)
Commodities	Oil (WTI)	-6,6%	75,0	87,50	16,7%
	GOLD	6,0%	1.934,3	2.000	3,4%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	3,0%	1,102	1,100	-0,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	6,8%	1,29	1,25	-3,3%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-3,6%	0,85	0,88	3,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	-5,0%	0,88	0,95	8,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-2,2%	0,97	1,05	8,0%
	USDJPY (price of 1 USD)	6,5%	139,62	130,00	-6,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	9,7%	153,92	143,00	-7,1%
	USDMXN (price of 1 USD)	-12,6%	17,02	19,50	14,6%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-10,0%	18,75	21,45	14,4%
	USDBRL (price of 1 USD)	-8,2%	4,85	5,00	3,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-5,5%	5,35	5,50	2,8%
	USDARS (price of 1 USD)	48,9%	263,20	370,00	40,6%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,6%	82,24	84,00	2,1%
	CNY (price of 1 USD)	4,2%	7,19	7,50	4,3%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



EE.UU.

El sesgo restrictivo de Powell desafía las expectativas del mercado

La Reserva Federal y el «techo de deuda»

La Reserva Federal (Fed), tras haber instrumentado diez subidas de tipos consecutivas desde marzo de 2022, decidió en la última reunión de su comité de política monetaria (FOMC) que mantendría inalterados los tipos de interés (dentro del rango objetivo del 5,0-5,25%), haciendo buenas las expectativas del mercado. En la declaración que siguió, el FOMC manifestó que mantener estable el rango objetivo le permitía evaluar información adicional y sus implicaciones para la política monetaria.

Por otra parte, las previsiones de futuras alzas de tipos reflejadas en el «diagrama de puntos» apuntaban a dos subidas de tipos adicionales para 2023, con un tipo de interés mediano para finales de 2023 del 5,6%, algo que no esperaban los mercados y que indujo una recalibración de expectativas. Este cambio respondió a la mejoría de la actividad económica, que llevó a los miembros de la Fed a anticipar un mayor crecimiento de la producción en próximos trimestres. En concreto, un crecimiento del PIB real del +1,0% en 2023 (frente al +0,4% antes estimado) y una moderación de la tasa de desempleo esperada desde el 4,5% previo al 4,1%.

La decisión en la reunión de julio quedaría supeditada a la evolución de los datos, pero en los días posteriores a la reunión de política monetaria la Fed ha estado impulsando la narrativa de que el mercado debería esperar más subidas de tipos antes de final de año. El presidente de la Fed, Jerome Powell, en su deposición ante la Comisión de Servicios Financieros del Congreso, mostró una clara inclinación a endurecer el sesgo de la política monetaria, explicando que las presiones inflacionistas todavía eran elevadas y que «perfectamente cabía esperar» dos alzas más en los próximos meses. Si atendemos a las expectativas del mercado, las curvas de los tipos a plazo están reflejando una probabilidad del 70% de una subida de 25 pb en la próxima reunión. Con todo, la moderación de la inflación observada en estos dos últimos meses está templando el sesgo restrictivo de la Reserva Federal.

Por último, a finales de mayo se alcanzó un acuerdo para suspender durante dos años el límite de endeudamiento del gobierno, con el compromiso de la administración Biden de limitar el crecimiento del gasto federal discrecional en los próximos dos años. Esto eliminó un factor de incertidumbre y facilitó el recorrido alcista del mercado bursátil en la primera quincena de junio.

Inflación y actividad económica

Los últimos datos de los índices de precios al consumo (IPC) y a la producción (IPP) muestran una ralentización de la inflación. El IPC pasó del 4,9% interanual en abril al 4,0% interanual en mayo, situándose por debajo de las expectativas (+4,1% interanual) y marcando el undécimo mes consecutivo en que la subida de precios se ralentizó. El crecimiento mensual, de 0,1 pp, fue la mitad del que espera el mercado. Los menores precios de la energía contribuyeron a rebajar la cifra general, afectada por la base de referencia. La inflación subyacente también disminuyó respecto al mes anterior (del 5,6% al 5,3% interanual), pero sigue por encima de la inflación general y muy por encima del objetivo del 2% de la Reserva Federal. Una vez más, los precios de alojamiento y vivienda fueron el componente que más contribuyó al aumento (+0,6 pp mensual, +8% interanual). Como mencionamos en otras ocasiones, los precios de la vivienda previsiblemente se moderarán más pronto que tarde, en línea con lo que ha venido ocurriendo con los precios del mercado.

Como ha sido habitual en los últimos meses, los datos del mercado laboral fueron buenos pese al aumento mensual en la tasa de desempleo (del 3,4% al 3,7%). Se crearon 339.000 puestos de trabajo, algo más que en el mes anterior, pero muy por encima de lo esperado (180.000), y los salarios crecieron sólo 0,3 pp en el mes, frente al medio punto porcentual del mes anterior. Powell indicó en su comparecencia ante el Congreso que el desempleo continuaba en niveles históricamente bajos, con altas tasas de empleo y de actividad que conformaban un robusto mercado laboral. Por otro lado, el número de solicitudes de subsidios de desempleo ha ido en aumento, lo que podría ser un indicador temprano de debilitamiento del mercado laboral. En la semana que finalizó el 17 de junio se presentaron 264.000 nuevas solicitudes, en términos desestacionalizados, el nivel más alto desde octubre de 2021, pero una cifra con todo muy baja en una comparativa histórica.

Mercados financieros

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. El nuevo diagrama de puntos de la Fed hizo retroceder el rendimiento del bono estadounidense a 10 años al 3,80%, dejándolo estable en el rango del 3,70%-3,80%. El diferencial de rendimiento entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años siguió ampliándose durante el mes y volvió a superar los 100 pb. Mantenemos los objetivos de diferencial y el posicionamiento en las categorías de grado de inversión (IG) y alto rendimiento (HY).

Renta variable. Según Factset, los resultados empresariales empeoraron en el primer trimestre de 2023 (-2% interanual). Los analistas esperan que la tendencia tenga continuidad en el segundo trimestre (-6,4% interanual), pero que se revierta en el segundo semestre del año (3T23: +0,8% interanual; 4T23: +8,2% interanual). Las empresas de *crecimiento*, sobre todo las de gran capitalización, siguen destacándose en lo que va de año (NASDAQ 100: +35%; SP500: 14%). A diferencia del año pasado, los títulos con potencial de revalorización o de *valor* están obteniendo peores resultados este año: el Russell 1000 Value sólo ha ganado un 1,1% en lo que va de año. 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

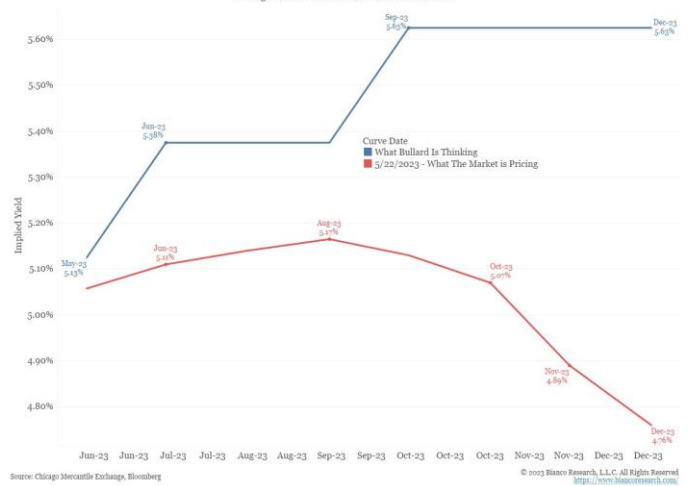
US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



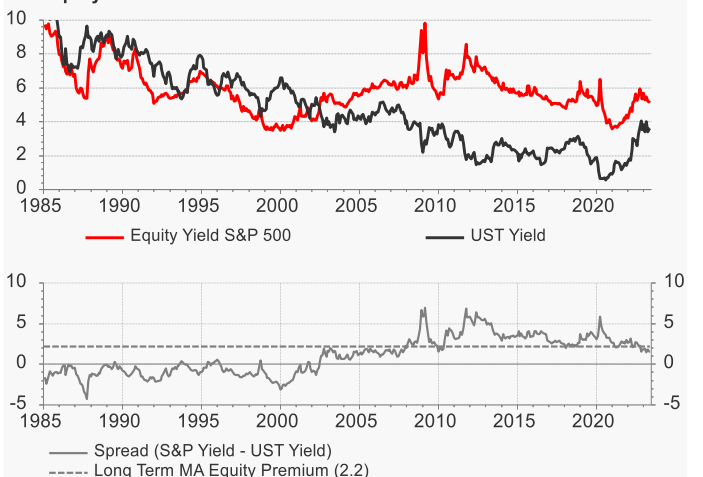
Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Bullard versus The Market
Using the Fed Funds Futures Forward Curve



Source: Chicago Mercantile Exchange, Bloomberg

Equity Yield & UST Yield



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



EUROPA

El entorno macroeconómico ha mejorado, pero al BCE aún le queda trabajo por hacer

Estimaciones macroeconómicas más recientes

El panorama macroeconómico que dibujan las últimas previsiones del BCE muestra una economía cuyo crecimiento todavía es positivo y que evita claramente el escenario del «aterrizaje brusco». La previsión de menor inflación se fundamenta en el análisis de las cifras de inflación subyacente, que en gran medida se revisan al alza para 2023-2024 debido, más que a otros factores, al aumento de los costes laborales unitarios. Los mercados laborales, a los que Lagarde se refirió como «un enigma», se mantendrán tensionados en 2024, con la tasa de desempleo tendiendo a disminuir. En palabras de Schnable, «la senda conducente a una estabilidad de precios sostenida continúa siendo incierta y más bien apunta a un aumento de precios que a su contrario». En contraste con el BCE, el consenso refleja menos optimismo sobre el crecimiento de la actividad. La economía de la zona euro previsiblemente se recuperaría en el segundo trimestre (tras el -0,3% del primero, distorsionado por Irlanda), pero se prevé una leve recesión hacia finales de año o comienzos de 2024. Las subidas de tipos del BCE frenarían la economía (con el retardo habitual de al menos cuatro trimestres), con un debilitamiento de la dinámica del crédito, atonía en la demanda del sector manufacturero (reflejada en menores carteras de pedidos) y una probable caída de los PMI del sector servicios desde niveles expansivos. En suma, que también los mercados se abonan a la tendencia a la desinflación para 2024 más de lo que lo hace el BCE.

El BCE no hará una pausa, aún tiene «camino que recorrer»...

Las medidas adoptadas en la reunión de junio fueron las unánimemente esperadas: una subida de tipos de 25 pb y la confirmación de la reducción del balance vía reembolsos de TLTROs (447.000 millones en junio/julio) y del cese de las reinversiones del programa de compra de activos (APP) a partir de julio. Además, Lagarde «preanunció» otra subida para julio. El sesgo restrictivo dominante (no se consideró una pausa, estimaciones de crecimiento por encima del consenso, perspectivas de inflación...) deja la puerta abierta a un nuevo endurecimiento en septiembre. El BCE podría hacer una pausa si los datos del verano reflejasen una desinflación acelerada o desaceleración en el sector servicios. Pero, dado que los factores que podrían reducir las previsiones de inflación podrían no materializarse antes de septiembre, parece probable una nueva subida hasta el 4%. De modo que, tras otra subida de 25 pb en julio, prevemos una adicional también de un cuartillo de punto en septiembre, que acabaría llevando el tipo de interés de depósito al 4%.

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

Deuda pública. Los diferenciales de la deuda de países «periféricos» se han estrechado pese al menor apoyo recibido del BCE: de hecho, el ritmo del ajuste cuantitativo (QT) aumentará de los 15.000 millones de euros al mes actuales a unos 25.000 millones en el segundo semestre del año, ya que las reinversiones del APP cesarán a partir de julio. La gran preocupación (ausente aún de las conversaciones del BCE) se refiere a la probabilidad de que el final de las reinversiones del programa de compras de emergencia pandémica (PEPP) pudiera adelantarse a finales de 2024. Los factores que favorecen a corto plazo a los bonos de países «periféricos» serían el impulso del crecimiento, la estabilidad política (Italia), mejores perspectivas de calificación crediticia (Grecia) y la fuerte demanda minorista. En este contexto proponemos ajustar algunos valores objetivo, como el diferencial del bono italiano a 10 años a 170 pb (desde 200 pb) y el de su homólogo griego a 200 pb (desde 250 pb). En el caso del Bund mantenemos el objetivo del 2,5% para final de año.

Deuda corporativa. Los valores de deuda de empresas prosiguieron su tendencia alcista este mes. La mayor oferta en mayo fue bien absorbida por un apetito inversor mayor, sobre todo en grado de inversión (IG), mientras la menor actividad de emisión en junio sigue favoreciendo la compresión del diferencial. Insistimos en que el final de la reinversión al vencimiento por parte del BCE, que supondrá 14.000 millones de euros en el segundo semestre del año y otros 15.000 millones en los 5 primeros meses de 2024, no tendrá mayor trascendencia. Seguimos infraponderados en alto rendimiento (HY), ya que se espera (según una encuesta del BCE) que las tasas de impago en el segmento de HY europeo aumenten del 2,7% actual al 3,7%. Seguimos insistiendo en *duraciones* cortas, siendo muy selectivos en IG y manteniendo baja la exposición a HY. Mantenemos los niveles de diferencial objetivo tanto para IG (100 pb) como para HY (550 pb).

Renta variable. Incluso tras su buen comportamiento reciente la zona euro aún exhibe precios atractivos. Dicho esto, la Eurozona es una apuesta de *valor* cíclico que, en un entorno global, podría tener dificultades para seguir batiendo a otras en caso de continuar la rotación de estilos, alcanzar máximos los PMI, seguir subiendo tipos del BCE y debilitarse China. Mantenemos una postura favorable al mercado británico, que sigue cotizando con un descuento récord frente a otras regiones y que brinda la mayor rentabilidad por dividendo del mundo, y cuyos exportadores se benefician significativamente de la debilidad de la libra esterlina. Nos inclinamos por las empresas de gran capitalización bursátil (FTSE 100) frente a las 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%)

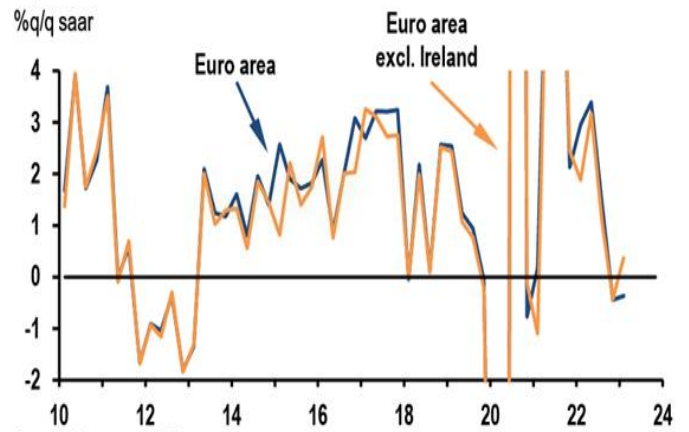
- P. periféricos: NEUTRAL (IT 4,2%; ES 3,5%; PT 3,5%; IR 3%); INFRAPONDERAR (GR 4,5%)

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, largo EUR corto USD. Por encima de 1,10, largo USD corto EUR.

Figure 9: Euro area GDP



Source: Eurostat, J.P. Morgan

ECB staff growth forecasts

%o/a, % 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



EURO STOXX BANKS E

Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



CHINA

Biden llama dictador a Xi Jinping. El renminbi continúa depreciándose.

El Gobierno atribuye al mercado la depreciación del RMB, que de hecho dobla con creces la de muchas divisas asiáticas

El renminbi chino se ha depreciado en los últimos 343 días hábiles un 13,78% frente al dólar (de 6,31 unidades por dólar el 1 de marzo de 2022 a 7,18 el 22 de junio de 2023). Los medios estatales reclaman que se tenga una «opinión racional» sobre la volatilidad del yuan. En este sentido, el *Economic Daily* explicó la depreciación del yuan como «resultado de los mecanismos del mercado», afirmando que otras divisas importantes también retrocedieron frente al dólar, en particular el yen japonés, y que «es muy probable que el yuan se aprecie frente al dólar en el segundo semestre». Sin embargo, hay que señalar que la depreciación del RMB ha sido mucho mayor que la del resto de divisas, incluso atendiendo únicamente a las monedas de la región. En el mismo periodo, el EUR mantuvo el nivel frente al USD, y el CHF incluso se apreció; la libra esterlina perdió un 3,5%. Entre las divisas asiáticas, la rupia india perdió un 7% y el baht tailandés y peso filipino retrocedieron un 8%. En todos los casos se trató de caídas inferiores a la del RMB (-14%). Habida cuenta de que Pekín apenas se ha resistido a esta evolución, cabe esperar que la tendencia tenga continuidad.

El ansiado estímulo fiscal podría volver a decepcionar las expectativas

Según fuentes chinas, el gobierno ha emprendido otra ronda de inspecciones a escala nacional para evaluar el tamaño de la deuda de los gobiernos locales, lo que apuntaría a que las autoridades se disponen a tomar medidas concretas para afrontar un riesgo financiero clave. La opacidad al respecto hasta la fecha hace dudar de qué sucederá. Una contabilidad precisa del tamaño de los pasivos a nivel de deuda local es necesaria, también para formular las políticas pertinentes. Nos tememos que las cifras sean elevadas, y el importe de las decisiones fiscales también, lo que dejaría a los gobiernos central y locales con escaso margen para los estímulos.

El estímulo monetario podría no generar la respuesta esperada

El PBoC rebajó los tipos preferenciales de préstamo: una modesta reducción del tipo de interés a 5 años (-10 pb) que decepcionó a los inversores. Según Reuters, siguiendo el argumento de algunos analistas, el PBoC bien podría volver a recortar los tipos en el segundo semestre, pero la reticencia de empresas privadas y hogares a solicitar préstamos indicaría que la relajación de la política monetaria podría no surtir los efectos deseados e incluso podría dañar el margen de intermediación financiera de los bancos. Los economistas señalan que recortar levemente los tipos no afectaría significativamente a la demanda de préstamo, pero podría obligar a Pekín a recurrir a estímulos fiscales y otros instrumentos para estimular la demanda. El problema es que la política fiscal también está limitada por las circunstancias.

Geopolítica y comercio: China contraataca tras Biden llamar «dictador» a Xi

China respondió con indignación a los comentarios de Biden en los que se refería a Xi Jinping como «dictador». El portavoz del Ministerio de Asuntos Exteriores chino calificó los comentarios de «totalmente absurdos» e «irresponsables» y afirmó que insultaban gravemente la dignidad política de China. Biden dijo que Xi se sintió «muy avergonzado» tras el derribo de un supuesto globo espía chino en el espacio aéreo estadounidense a principios de este año. «La razón por la que Xi Jinping se enfadó mucho cuando derribó ese globo con dos cajones llenos de material de espionaje es que él no sabía que estaba allí... Eso es una gran vergüenza para un dictador». Biden realizó esos comentarios justo un día después de que su Secretario de Estado, Antony Blinken, finalizara una visita a China encaminada a estabilizar unas relaciones que, para Pekín, se encuentran en su peor momento desde que se establecieron lazos formales en 1979. Biden alude con frecuencia a la idea de que Xi Jinping preside un sistema de partido único que muchos líderes occidentales y grupos de derechos humanos califican de dictadura por carecer de un poder judicial independiente, medios de comunicación libres o sufragio universal para los cargos nacionales. Los Demócratas afirman con frecuencia que los críticos con Xi y su partido sufren censura y corren riesgo de detención. De hecho, Biden ya se había referido antes a China como «una dictadura» y «un lugar para el autócrata», pero sus recientes comentarios sobre el líder chino fueron más directos, lo que indicaría que las relaciones entre ambos líderes, lejos de acercarse, se distancian cada vez más. Biden añadió, con algo más sentido, que China «atravesaba por severas dificultades económicas».

El Canciller alemán, Olaf Scholz, pidió al Primer Ministro chino, Li Qiang, que garantizase a las empresas occidentales la «igualdad de condiciones» en China, al tiempo que expresaba su preocupación por el acceso al mercado y la competencia leal. La Cámara de Comercio de la UE en China había divulgado una encuesta en la que el 64% de encuestados afirmaba que cada vez era más difícil hacer negocios en China, expresando creciente pesimismo al respecto. La ralentización del crecimiento económico y las disputas geopolíticas figuraban entre los retos principales señalados.

Economía: las autoridades no dejan de recibir peticiones de apoyo económico

Los medios de comunicación estatales y los principales asesores del gobierno han ejercido más presión para que Pekín responda a la débil recuperación económica con estímulos adicionales. Tres periódicos estatales publicaron en portada artículos en los que pedían al Banco Popular de China que relajara aún más su política monetaria. En respuesta, el gobierno de Pekín presentó un paquete de exenciones fiscales por valor de 520.000 millones de CNY (72.300 millones de USD) para impulsar las ventas de vehículos eléctricos y otros coches ecológicos hasta 2027. Esos vehículos, si se adquieren en 2024 y 2025, estarán exentos del impuesto correspondiente hasta 30.000 CNY (4.100 USD) por vehículo; para las compras realizadas en 2026 y 2027, la exención se reduce a la mitad.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable: Shanghái: 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



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China - 10Y Government Bond Real Yield



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

USDCNY exchange rate



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

JAPÓN

Recuperación de entradas de fondos, planes de expandir la inversión en capital fijo, relajación monetaria, beneficios sólidos y niveles de valoración atractivos

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

El Banco de Japón (BoJ) mantuvo inalterados sus tipos objetivo a corto y a largo plazo, pero puso en marcha la revisión de su política de largo plazo. La orientación al mercado se modificó para eliminar referencias al seguimiento de la evolución de la pandemia, pero se mantendrán otros componentes clave, como la relajación cuantitativa y cualitativa (QQE) y el control de la curva de rendimientos (YCC), hasta que la inflación se sitúe de forma estable en el objetivo del 2%: la base monetaria seguirá creciendo y el BoJ no dudará en relajar aún más la política si fuera necesario. Además, se reconoció oficialmente que lograr la estabilidad de precios había sido todo un reto los últimos 25 años, y se acordó acometer la revisión de la política monetaria con una «perspectiva amplia» en un marco temporal de entre un año y un año y medio. El IPC general de mayo se situó en el +3,2% interanual (consenso: +3,4%; mes anterior: +3,5%).

Ueda, gobernador del BoJ, reiteró que las políticas seguirían formulándose como de costumbre durante el periodo de revisión. El acta de la reunión de marzo del BoJ reflejó que los miembros pensaban que las distorsiones del mercado persistían, si bien no habían empeorado. Algunos sugirieron la necesidad de examinar los efectos de las medidas adoptadas en el pasado para mejorar el funcionamiento del mercado (posiblemente como preludio a su decisión de acometer una revisión de largo plazo), sin dejar de mantener al mismo tiempo el apoyo a la relajación actual. La atención se centró sobre todo en los efectos sobre la financiación de la deuda corporativa, coincidiendo muchos en que se había detenido la ampliación de los diferenciales de crédito; con todo, se hizo constar que el persistente deterioro del funcionamiento del mercado seguiría requiriendo una estrecha vigilancia.

La última reunión del Consejo de Política Económica y Fiscal se centró en si los recientes aumentos de la inflación y el crecimiento salarial sugerían que el país se acercaba a una salida sostenida de la deflación. El primer ministro Kishida subrayó la necesidad de salir de la deflación y fomentar la percepción de que no se volverá a ella. También hizo un llamamiento a coordinar políticas con el Banco de Japón, mientras mantenía que la mayor prioridad de su legislatura era acelerar el crecimiento de los salarios. Las alzas salariales serán las mayores en 31 años. Según una encuesta a 308 empresas, el salario medio aumentará un 3,89% en 2023, un 1,54% por encima de lo que lo hizo el año pasado. El 90% de las empresas elevan el salario básico, señalando que el factor de inflación (IPC excluyendo imputación de alquileres) utilizado para calcular los salarios reales subió un 3,8% en el año fiscal 2022, la cifra más alta en 41 años. Los aumentos salariales de las pequeñas empresas (+3,57%) fueron algo menores que la media, aunque marcan un récord atendiendo a datos comparables. En cuanto a la inflación, el último dato del IPC de abril fue del +5,8% interanual (frente al +7,2% interanual del mes anterior). Las expectativas aún son de persistencia de la inflación, ya que el 75% de productores alimentarios prevén subir precios el año que viene. Alrededor de la mitad no lograron repercutir el aumento de los costes, dados los ingresos reales negativos. Sin embargo, el progreso ha sido desigual: la mayoría de las empresas afirman haber podido realizar una repercusión parcial, aunque sólo el 12% ha logrado repercutir el 80% o más del incremento de costes.

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

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

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

Nikkei ha clasificado las empresas japonesas en función de en cuánto superan las previsiones de beneficios de los analistas las previsiones corporativas. Toyota sería la que las superaría por mayor margen, 110.000 millones de JPY (816 millones de USD), ya que la debilidad del yen amortigua la presión a la baja sobre los beneficios netos. Nintendo estaría en segundo lugar, con 21.500 millones de JPY, y Daikin sería tercera gracias a una dinámica cambiaria similar.

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

La demografía sigue constituyendo un importante factor deflacionista

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

La menor demanda mundial de semiconductores augura caídas de precios

Kioxia Holdings y Western Digital aceleran las negociaciones de fusión y ultiman la estructura del acuerdo, mientras la caída del mercado de chips de memorias flash aumenta la presión por la consolidación. Según el plan, la propiedad de la entidad resultante de la fusión se repartirá entre Kioxia (43%), Western Digital (37%) y los accionistas actuales (20%). La fusión prevista previsiblemente requerirá aprobaciones antimonopolio por las autoridades de defensa de la competencia tanto en EE.UU. como en China.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

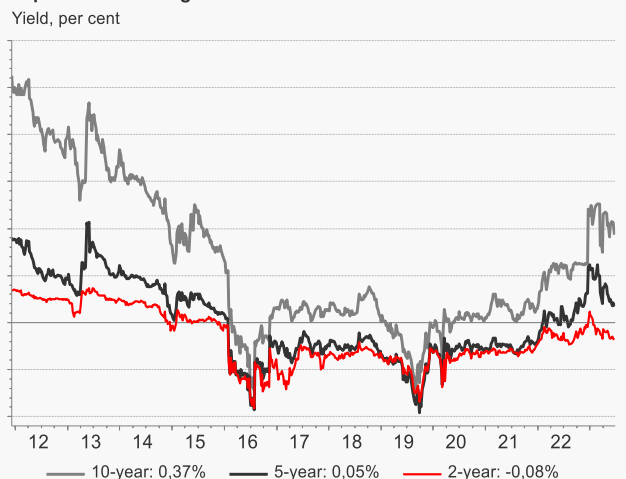
Renta variable (N225): SOBREPONDERAR
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 0,75%)
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 130)

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

Las reformas fiscales dan sus frutos, con mejoras en la base de recaudación y la calidad del gasto público

Reforma fiscal para ampliar la base de recaudación y reducir la presión fiscal

El gobierno indio ha introducido en los últimos años varias reformas encaminadas a racionalizar los impuestos directos e indirectos, ampliar la red fiscal y, con ello, mejorar la recaudación de impuestos. Por otra parte, se ha orientado al crecimiento gastando, de forma prudente, más de lo que ingresa. La base de ingresos del Gobierno indio está entre las más bajas de mercados emergentes. En el período 2016-2020 su recaudación fiscal media fue del 19,5% del PIB, frente al 26% de otros grandes mercados emergentes. Esta baja base de ingresos limita su capacidad para potenciar factores de crecimiento interno. Con un 27,5% del PIB, el gasto público medio de la India fue 4 pp inferior a la media del conjunto de sus homólogos (31,2%). La otra cara de la moneda es que la relación entre gastos e ingresos públicos es muy superior en India. Su gasto público equivalió, en concreto, al 140% de los ingresos, la ratio más alta entre sus pares, cuya media es del 112%. Este sistemático mayor gasto oficial explica los mayores déficits y deuda pública de la India. Su deuda pública media fue del 75% del PIB, cuando países homólogos no llegan al 50% (solo Brasil tenía una deuda pública superior al 85% del PIB). La elevada deuda pública es uno de los principales factores que limitan la calificación crediticia soberana de India que, pese a sus variables macroeconómicas a largo plazo extremadamente favorables, apenas está un escalón por encima del grado de inversión. Para afrontar este problema el Gobierno indio ha emprendido varias reformas fiscales tanto sobre la tributación directa como la indirecta, cuyo principal objetivo es elevar la recaudación fiscal total ampliando la base de recaudación y, al tiempo, reducir la presión fiscal sobre los contribuyentes personas físicas. Estas reformas se centran en simplificar la estructura de impuestos y racionalizar los tipos fiscales, eliminando exenciones que provocan distorsiones y fugas en el proceso recaudatorio. La introducción de estas reformas debería solucionar el problema de la baja calificación crediticia soberana y, con ello, reducir el coste del capital para las empresas indias.

Algunas de las principales reformas fiscales

(i) **Introducción del Impuesto sobre Bienes y Servicios (GST).** Se introdujo en 2017 con el objetivo de racionalizar la recaudación de impuestos indirectos, ya que había más de una docena de impuestos indirectos diferentes, recaudados por separado por el Gobierno central y los gobiernos estatales. Además eran acumulativos, lo que tenía un efecto cascada y elevaba el tipo impositivo efectivo. Con el GST la mayoría de impuestos indirectos se consolidaron en un gravamen único, se eliminó la diferenciación entre bienes y servicios y se igualaron los tipos impositivos en todo el país. La posibilidad de desgravarse el GST soportado en cada etapa eliminaba además el efecto cascada, al recaudarse el impuesto incremental únicamente sobre el valor añadido en cada etapa. Este mecanismo (ITC) eliminó el incentivo de permanecer fuera de la red fiscal. (ii) **Reducción del tipo del impuesto de sociedades.** El tipo base del impuesto de sociedades se redujo en 2019 del 30% al 22% para empresas ya constituidas y, a más, al 15% para las nuevas empresas manufactureras. Podían tributar a estos tipos las empresas que optaran por no utilizar ninguna de las exenciones fiscales ofrecidas en el régimen fiscal anterior. (iii) **Tipos impositivos simplificados para las personas físicas.** Análogamente, en 2020 se aprobó un nuevo régimen fiscal para los contribuyentes personas físicas, que podían acogerse a tipos reducidos si renunciaban a utilizar cualquier exención fiscal. Esto se mejoró aún más en 2023 al elevarse el umbral de ingresos que permitía solicitar la devolución total de impuestos. (iv) **Eliminación del impuesto sobre la distribución de dividendos.** Las empresas estaban hasta 2020 obligadas a pagar el impuesto sobre la distribución de dividendos a un tipo estándar que penalizaba a los perceptores incluidos en los tramos impositivos inferiores. La incidencia del impuesto se trasladó a los perceptores, reduciendo de ese modo la carga para los pequeños inversores con tipos impositivos efectivos bajos.

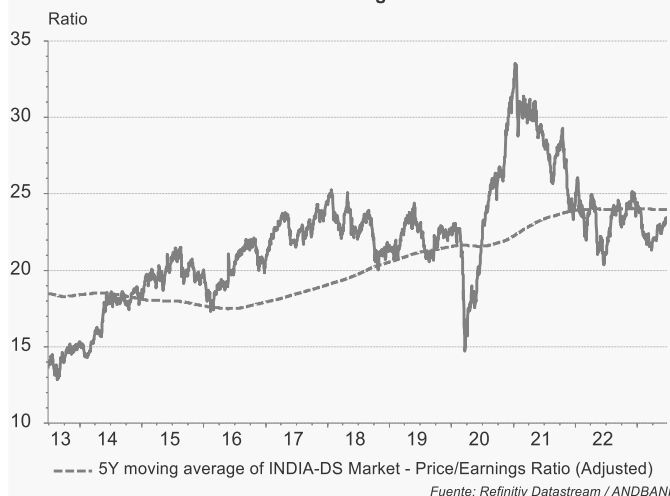
Empiezan a verse los efectos y sus ventajas irán previsiblemente a más

Ampliación de la relación impuestos brutos/PIB. Según datos provisionales, los ingresos fiscales totales rondarán en el ejercicio fiscal 2023 el 18% del PIB, la cifra más alta desde 2008. **Mayor cumplimiento de las obligaciones fiscales.** Hay pruebas de que se ha ampliado la base de recaudación, así como de mayor cumplimiento. El número de empresas que presentan declaraciones de impuestos aumentó casi un 33% en el período 2015-2021, pasando de 729.000 a 967.000. El número de personas físicas declarantes aumentó un 60% en ese mismo período, y se ha más que triplicado el de aquellas que declaran ingresos superiores al millón de INR. **Aumento de la inversión pública.** El aumento de los ingresos fiscales se traduce en mayor calidad del gasto público. Dado que el gasto no discrecional suele crecer a ritmo constante, cualquier aumento de los ingresos permite elevar el gasto discrecional, lo que en los dos últimos años se ha reflejado en un repunte de la inversión pública en capital fijo. Según datos provisionales para el ejercicio fiscal 2023, la inversión agregada ha llegado a alcanzar el 17% del PIB, la más alta de los últimos seis años. Las ventajas de las reformas fiscales aprobadas en los últimos años irán previsiblemente a más: conforme crezca la base recaudatoria mejorará la capacidad de gasto discrecional del Gobierno y, además de la inversión en capital fijo, aumentará la capacidad de inversión en desarrollo del capital humano a través del gasto en educación, sanidad, bienestar, etc.

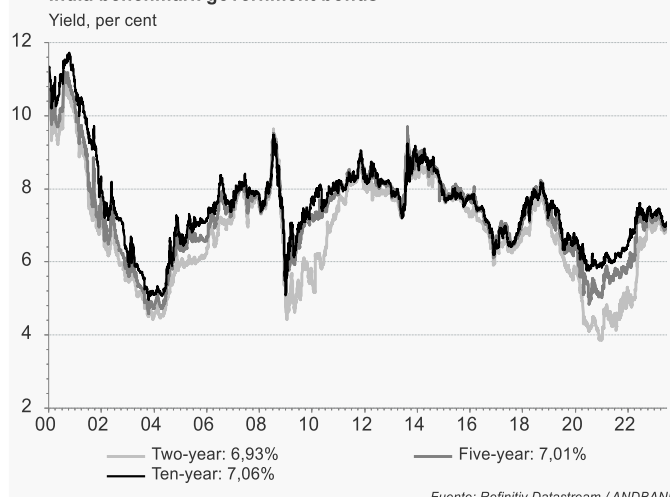
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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



India benchmark government bonds



India broad effective exchange rates





VIETNAM

Reformas que lo potencian como centro manufacturero de alta calidad. Renta variable: inicio de la recuperación.

Análisis del mercado financiero: arranca una fase de recuperación

El índice VNI ganó casi un 3% justo después de aplicarse a los tipos de interés otro recorte de 50 pb, y ello pese a ventas netas por importe de 131 millones de USD por los no residentes. La confianza de los inversores minoristas fue excepcional en mayo, siendo la opinión generalizada que lo peor ya había pasado. Esto indujo un aumento de la liquidez media diaria del 10,6% en el mes. Dado el fuerte apoyo de las políticas macroeconómicas, vemos los inicios de una fase de recuperación, con cuatro de los cinco criterios tornándose positivos: 1) bajada de los tipos de interés, 2) estabilidad cambiaria, 3) mejora de la liquidez y 4) soluciones para las sociedades inmobiliarias que atraviesan por problemas. Brilla por su ausencia la mejora de los beneficios, pero los analistas locales piensan que los beneficios trimestrales de las 80 empresas principales ya tocaron fondo en el cuarto trimestre de 2022 y que el crecimiento de los beneficios debería empezar a materializarse en el segundo semestre de este año, con una recuperación que en 2024 podría superar el 20%.

La crisis de los REIT parece entrar en la fase de control

Resolver los recientes problemas inmobiliarios continúa siendo un objetivo fundamental para el Gobierno, y el grupo de trabajo especial creado para apoyar a Novaland (NVL) empieza a dar fruto con la reanudación por NVL de uno de sus proyectos clave en Phan Thiet. Los bancos también empiezan a financiar de nuevo proyectos de NVL, lo que induce a los compradores a retomar las hipotecas y esto, a su vez, propicia el repunte de la actividad en los mercados tanto secundario como primario, ya que los promotores inmobiliarios empiezan a atraer compradores lanzando tímidamente proyectos con promociones en el segmento medio. Pese a los elevados tipos hipotecarios, somos prudentemente optimistas sobre el deshielo del mercado inmobiliario; aquí la paciencia es clave, ya que la consolidación del mercado puede llevar su tiempo, por lo general 18-24 meses. En cuanto a los **bonos corporativos**, prosiguen las negociaciones entre los emisores de REIT, los tenedores de bonos y los nuevos compradores, y lo principal es que la deuda no se ha deteriorado más. El máximo de vencimientos se alcanzará entre junio y agosto y, aunque seguimos atentos a la evolución de los acontecimientos, confiamos en que los principales cuellos de botella ya se hayan resuelto en su mayor parte.

Posibilidad de nuevos flujos de capital

En el segundo semestre de 2023 vencerán depósitos bancarios denominados en VND que, al cambio, equivalen a cientos de millones de dólares, y que probablemente se reinvertirán al poco de su vencimiento. Algunas encuestas relevantes a agencias de valores muestran un deseo creciente de mejorar el margen. La apertura en mayo de unas 100.000 cuentas de *trading* y el repunte del volumen de negocio auguran un aumento del apetito por activos de mayor riesgo, sobre todo porque los interesantes niveles de valoración ofrecen rentabilidades atractivas que contrastan con el reciente descenso de los tipos de depósito. Mantenemos la opinión de que 2023 es un año para acumular acciones. Aun cuando los inversores puedan preferir un enfoque prudente, deberían estar también preparados para aprovechar las caídas para comprar: en los años en que los tipos de interés tienden a bajar pero el crecimiento aún no se ha afianzado, la rentabilidad histórica del VNI ha sido del 15-17%.

El comercio exterior retrocede y la economía se ralentiza, pero parece transitorio

Los últimos datos económicos de Vietnam ponen de manifiesto la intrincada interacción entre la dinámica de la demanda mundial, China y su evolución comercial, con factores internos y externos que contribuyen a la reciente ralentización de la economía vietnamita. En lo que va de 2023, en términos interanuales, las exportaciones disminuyeron un 11,6% y las importaciones lo hicieron un 17,8%. El PMI de mayo, de 45,3, refleja esta tendencia contractiva. La buena noticia es que el Gobierno ha tomado rápidamente medidas para afrontar los retos. Las razones de tal deterioro económico son, por un lado, la reducción de inventarios tras la crisis pandémica y, por otro, el endurecimiento de las condiciones crediticias y la subida de los tipos de interés, que han mermado aún más el poder adquisitivo a nivel internacional. En consecuencia, las exportaciones vietnamitas a la UE y EE.UU. han disminuido (respectivamente, un 17% y 20% interanual), afectando notablemente a industrias orientadas a la exportación como la pesquera (-28% interanual) y la textil (-20%). Las empresas vietnamitas también hubieron de hacer frente a dificultades financieras debido a los elevados costes de financiación, que en la segunda mitad de 2022 aumentaron significativamente, del 8% al 15%. Los retrasos en la devolución del IVA no han contribuido a mejorar su tesorería. De hecho, las empresas vietnamitas están lidiando con engorrosos obstáculos en su actividad ordinaria, como los protocolos de prevención de incendios o la adopción de normas de importación más estrictas para promover métodos de producción más ecológicos. Siendo importantes, estas normas más estrictas requieren plazos de implementación más largos. En reconocimiento de estos retos, el Gobierno tomó medidas para suavizar su impacto. Y el banco central (SBV) instrumentó entre marzo y mayo de 2023 tres recortes de los tipos de interés oficiales por un total de 100 pb. El Primer Ministro también acometió medidas urgentes para abordar obstáculos administrativos, así como para ofrecer a las empresas incentivos para explorar posibles mercados como Oriente Medio, América Latina y la India. En conjunto estas iniciativas ponen de relieve el compromiso del Gobierno con promover el crecimiento económico y mejorar el entorno empresarial. Estamos convencidos de que, en cuanto se resuelvan estas cuestiones, las exportaciones pronto mejorarán.

Ha llegado el momento de que Vietnam se replantee su estructura de inversión extranjera directa (IED). El país está haciendo la transición desde fabricantes muy intensivos en mano de obra (que buscan bajos costes e incentivos fiscales) hacia inversiones de alto valor alineadas con la sostenibilidad medioambiental y compromisos a largo plazo. También está promoviendo las empresas nacionales, actualizando el marco jurídico y fomentando la integración tecnológica para ayudar al tejido productivo a adaptarse a normas internacionales, de forma que atraiga empresas que hagan realidad la visión a largo plazo de crecimiento económico del país.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



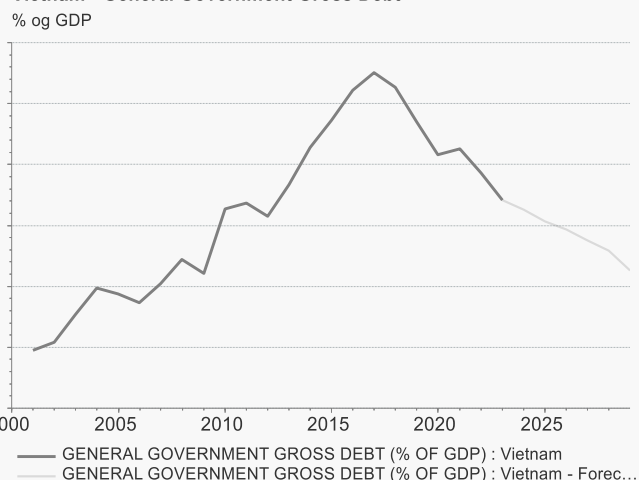
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam CPI



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam - General Government Gross Debt



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

ISRAEL

La economía aguanta bien, pese al lastre que supone la situación política

Política y economía

La tormenta política en Israel ha amainado algo recientemente, pero continúa afectando a los mercados. Desde marzo venía dando la impresión de que las dos partes lograrían resolver la disputa política sobre la reforma judicial. Sin embargo, tras varios acontecimientos recientes (en particular, sus diferencias sobre la elección de candidatos a integrar la comisión de selección de jueces), parece que pasará bastante tiempo antes de que la crisis política se resuelva. El Primer Ministro, Benjamin Netanyahu, declaró que el Gobierno empezaría a tomar medidas prácticas, de una manera prudente, para avanzar en la reforma judicial, al entender que el Gobierno ni siquiera logra alcanzar un entendimiento mínimo con la oposición. Cabe señalar que los datos macroeconómicos indican cierta ralentización de la actividad, pero por ahora por lo menos los efectos de la crisis política parecen relativamente menores, económicamente hablando. El FMI prevé un menor crecimiento económico este año, estimando que será del +2,5% interanual.

Por el lado de la inflación parece que los precios siguen moderándose, después de que el índice de precios al consumo de mayo aumentara únicamente 0,2 pp (llevando la tasa anual al +4,6% interanual), frente a los 0,5 pp previstos. La mayoría de artículos registraron descensos en el mes, salvo las rentas de alquiler, que aumentaron 0,4 pp (superando con ello la tasa anual el 8% interanual), lo que plantea un reto al Banco de Israel. Según la encuesta del banco central, la previsión media de inflación a 12 meses se sitúa ahora en +2,8%, 20 pb por debajo del extremo superior del rango objetivo del banco central.

Los precios de la vivienda disminuyeron 0,2 pp en el mes, después de que las subidas de tipos de interés y de los precios de los apartamentos del año pasado disuadieran a los compradores. Sin embargo, el elevado coste de comprar un piso está llevando a un número creciente de potenciales compradores a aplazar sus planes de compra y optar por alquilar. Al mismo tiempo, la disminución de la venta de apartamentos y de sus precios lleva a numerosos constructores a posponer el inicio de la construcción de nuevos proyectos, lo que podría crear escasez el año que viene y años posteriores. En concreto, la construcción de edificios con fines residenciales ha disminuido un 25% entre el primer trimestre de este año y el último del año pasado.

Política monetaria y renta fija

La cuestión principal en estos momentos es determinar si el Banco de Israel ha terminado o no de subir los tipos de interés. Las últimas previsiones indican que el tipo de referencia podría subir al menos dos veces más, hasta el nivel del 5,25%. Nuestra opinión es que la ralentización de la economía, unida a las crecientes presiones en el sector inmobiliario, llevarán al banco central a finalizar el ciclo de subidas de tipos en el nivel actual (4,75%). Al mismo tiempo, parece que el tipo de interés se mantendrá en tal nivel, el actual, durante mucho tiempo. Aun cuando suponemos que los tipos no seguirán subiendo, la estructura actual de la curva de tipos-plazos no justificaría ampliar la *duración* de la cartera de renta fija. La curva de rendimientos israelí continúa invertida y la pendiente incluso se ha acentuado en las últimas semanas, formando un rango muy cóncavo a medio plazo. En consecuencia, seguiremos manteniendo títulos con vencimientos cortos, cuya rentabilidad ronda ahora el 4,7%.

Otro factor que tener en cuenta es que el actual gobernador del Banco de Israel, Amir Yaron, finalizará su mandato de cinco años en los próximos seis meses, por lo que pronto podrían surgir rumores sobre su posible continuidad o sobre la intención del actual de buscarle sustituto, tanto más considerando que Yaron ha criticado públicamente la reforma judicial promovida por el actual gobierno y advertido del daño que su aprobación podría causar a la economía israelí.

Renta variable

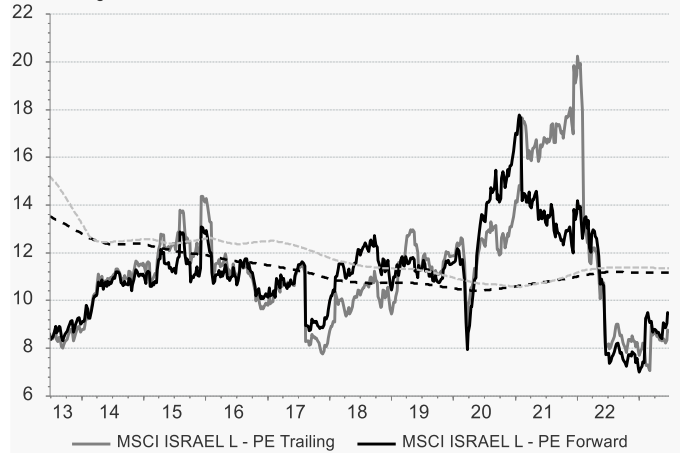
La mayoría de índices bursátiles registraron rentabilidades positivas el mes pasado, con algunos sectores batiendo las expectativas. El índice Tel Aviv 125 ganó aproximadamente un 0,5% y el Tel Aviv 90, el índice representativo de las acciones de mediana capitalización, más del 3%. Sorprendentemente el sector con mejores resultados fue el inmobiliario que registró, pese a la reciente ralentización de la actividad del sector, un impresionante alza del 6%. Los índices de empresas de pequeña capitalización también registraron subidas satisfactorias, de alrededor del 5%. Pensamos que el mercado bursátil israelí está cotizando a un nivel de valoración ajustado, por lo que apreciamos un recorrido al alza limitado desde los niveles actuales.

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

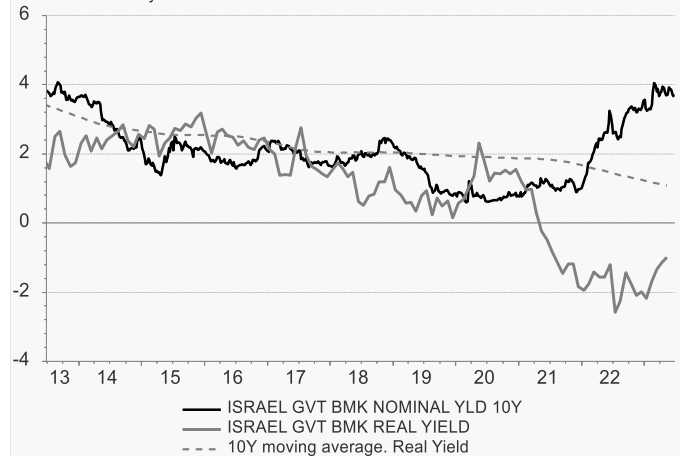
Trailing & Forward PE



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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

BRASIL

La actividad económica está superando las expectativas

El panorama político sigue complicado

El gobierno de Lula sigue adoleciendo de una aparente falta de coordinación. La reciente pugna entre el presidente Lula y el presidente de la Cámara, Arthur Lira, ha revelado hasta qué punto este cargo depende del bloque *centrão* (un grupo de políticos sin orientación ideológica definida que se asocian a favor o en contra del poder ejecutivo para obtener ventajas para sus partidos o para sí mismos). Lula, con muchas de sus iniciativas bloqueadas por el *centrão* o el sector de *agronegocios*, lo ha tenido difícil para ganar impulso político a pesar de una situación económica que está resultando mejor de lo esperado. Esta falta de impulso quedó patente en la última encuesta del IPEC, en la que la aprobación del gobierno de Lula cayó al 53% (frente al 54% de abril y el 57% de la primera encuesta de marzo), al tiempo que la desaprobación ha aumentado hasta el 40% (frente al 37% y el 35% anteriores).

Al menos los últimos datos macroeconómicos son buenos

Las últimas cifras son señal de que, pese a los altos niveles de los tipos de interés, la economía no lo está haciendo mal. El PIB fue mucho mayor de lo previsto: se esperaba un satisfactorio +3% interanual, pero el dato sorprendió al alza con un +4% interanual en el primer trimestre de 2023, un acelerón desde el +1,9% del trimestre anterior. El sector servicios creció un +2,9% y la industria +1,9%, con los mejores resultados en las industrias extractivas. En cambio el sector manufacturero retrocedió (-0,9%). Numerosos analistas están revisando al alza las previsiones para final de año por encima del +2,0%; lo que no es poco, dado que empezaron el año cerca del +0,5%.

También llegan buenas noticias desde el mercado laboral. La tasa de desempleo en abril fue del 8,5%, lo que supone un ligero repunte respecto a la última cifra (8,4% en enero), pero se situó por debajo de las previsiones del mercado del 8,7%. No obstante los elevadísimos niveles de tipos de interés, la tasa de desempleo también ha sorprendido favorablemente. Con todo, un examen más detallado de las cifras deja patente que las políticas de transferencia de rentas (un elemento básico de los gobiernos de Lula) afectan a la estructura de oferta de mano de obra en la economía. Vemos una disminución significativa de la población activa o en la tasa de participación laboral (personas que trabajan o buscan empleo), y también, en el crecimiento de quienes tienen empleo en el sector formal de la economía. Ya van varios meses de deterioro de los datos, lo que debería llevar a los analistas a reconsiderar la hipótesis de que la política monetaria restrictiva no estaría afectando tanto a la actividad ni a la creación de empleo.

Por último, el dato de inflación ha destacado por bueno. El índice IGP-M, que mide los precios al por mayor y de la construcción, cayó en mayo un 1,84%, más de lo esperado por el mercado (-1,73%). Los precios mayoristas llevan un tiempo suavizándose y es de prever que tendrán un efecto retardado sobre el índice de precios al consumo. El IPCA, que es el IPC oficial de Brasil, también tiende a la baja (+0,23% en el mes, por debajo del +0,33% del consenso), si bien existe cierto efecto estadístico en la cifra de 12 meses que únicamente desaparecerá en la de septiembre. Julio, agosto y septiembre del año pasado fueron meses deflacionarios en Brasil por la reducción de impuestos a la gasolina que Bolsonaro implementó para afianzarse antes de la carrera electoral de octubre. Desde entonces han vuelto a aplicarse, reajustándose los impuestos sobre carburantes a los tipos habituales, lo que ha elevado las cifras del IPC. Como nota positiva, desde principios de mayo se han moderado las expectativas de inflación.

Datos recientes que mantienen a los mercados de buen ánimo

El rendimiento del bono brasileño a 10 años denominado en reales empezó el año en 12,76%, alcanzó un máximo del 13,64% el 3 de marzo y está ahora en 11,1%. El iBovespa empezó el año rondando los 109.700 puntos, bajó a 97.319 (-11,2%) el 23 de marzo y en estos momentos ronda los 120.000 puntos. El real empezó el año en 5,28 unidades por dólar, cotizó en torno a 5,20 los tres primeros meses y, desde que se anunció el nuevo marco presupuestario (30 de marzo), estaba alrededor de 5 unidades por dólar. A la fecha de este informe cotiza en torno a 4,80. Las permutas de riesgo de crédito (CDS) a 5 años del Estado brasileño se sitúan ahora por debajo de los 200 puntos.

La reunión de junio del banco central de Brasil (BCB) fue la séptima consecutiva en la que se mantuvo el tipo de interés oficial en 13,75%. En la declaración posterior a la reunión el BCB no apuntó a una relajación monetaria inminente y condicionó las próximas decisiones a la evolución de los datos. El mercado está descontando ahora que el ciclo de bajadas de tipos comenzará en agosto. El análisis de la curva de tipos de interés de Bloomberg muestra una probabilidad del 100% de un recorte de 25 pb en agosto, basándose en el precio de los contratos de futuros sobre tipos de interés. Dadas las recientes «sorpresas positivas», bien podría ser que el BCB empezase en efecto a bajar los tipos más pronto que tarde.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 12%; dif.: 825 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

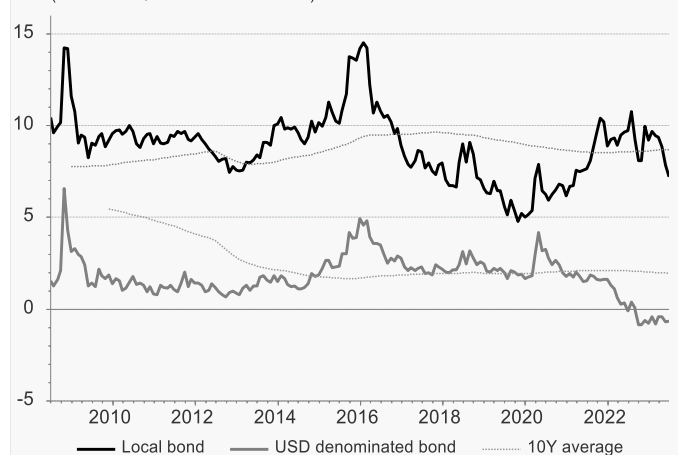
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

MÉXICO

La dinámica de la inflación ayuda a Banxico, pero los datos de actividad económica actúan de contrapeso

Banco central

Tal como esperaba el mercado, el Banco Central de México (Banxico) mantuvo por unanimidad sin cambios el tipo de interés de referencia en el 11,25% en su reunión del 22 de junio, sin que el comunicado expresara sesgo alguno en la postura monetaria del banco central. En cuanto a los riesgos de naturaleza global, se reconoció el hecho de que algunos bancos centrales habían decidido reanudar las subidas de tipos tras haber hecho una pausa, y que la desaceleración económica esperada sería algo menor de lo anticipado. Por lo que respecta a las perspectivas de crecimiento del país, se expresó optimismo por el aguante que mostraban diversas variables económicas. Para la inflación, lo más probable seguía siendo que tendiera al alza, si bien se revisaron ligeramente a la baja las previsiones para los trimestres que quedan de 2023; que, en el caso de la inflación subyacente, se mantuvieron sin cambios.

El comunicado que siguió a la reunión de política mantuvo su conclusión principal: «para lograr la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general hacia la meta del 3% se considera necesario mantener la tasa de referencia en su nivel actual durante un periodo prolongado».

Inflación y actividad

Las últimas cifras de inflación (primera quincena de junio) fueron inferiores a lo esperado, con una inflación del +5,18% interanual frente al +5,30% interanual previsto por el consenso y el +5,67% de la lectura anterior. La inflación subyacente fue del 6,91% interanual (frente al 7,32% interanual de la lectura anterior); atendiendo a la tasa quincenal, en el mes aumentó 0,11 pp, su menor incremento en un año. Las previsiones para final de año siguen moderándose y en estos momentos la media de las últimas encuestas se sitúa en 5% para el IPC general y en 5,30% para el IPC subyacente. Se espera que la convergencia hacia el objetivo a largo plazo del banco central se produzca hacia finales del próximo año.

En cuanto a la actividad económica, los últimos informes mantienen una tendencia positiva: en abril las ventas minoristas volvieron a crecer un 1,5% mensual (+3,8% interanual), por encima de las estimaciones, al tiempo que la producción industrial repuntó tras haber caído en marzo (0,7% interanual). El Indicador Global de Actividad Económica (IGAE) aumentó un 0,82% (+3,3% interanual) en el cuarto mes de 2023, por encima del 0,6% anticipado, en lo que fue su mejor resultado desde marzo de 2022.

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. 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 abril un superávit primario de alrededor de 15.800 millones de USD. Entre enero y abril los ingresos cayeron en términos reales un 3,1% interanual, afectados por los ingresos petroleros (-28,8%), con los no petroleros siendo positivos (2,7%). Entre estos últimos destaca el crecimiento del +3,8% en la recaudación del impuesto sobre la renta (ISR) y del +27,7% en la del Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS). El gasto presupuestario cayó en términos reales un 2,1% interanual, con descensos en los gastos de administración (-14%), Pemex (-6,9%) y la Comisión Federal de Electricidad (CFE) (-23,8%), entre otros. El ratio de deuda sobre PIB se mantiene por encima del 49%.

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, unidos a la tendencia a relocalizar la producción en países cercanos al de origen (*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 que 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 12% y se encuentra en sus niveles más altos desde 2016. Mantenemos el objetivo para los próximos 12 meses de 19,5 pesos por dólar.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): NEUTRAL

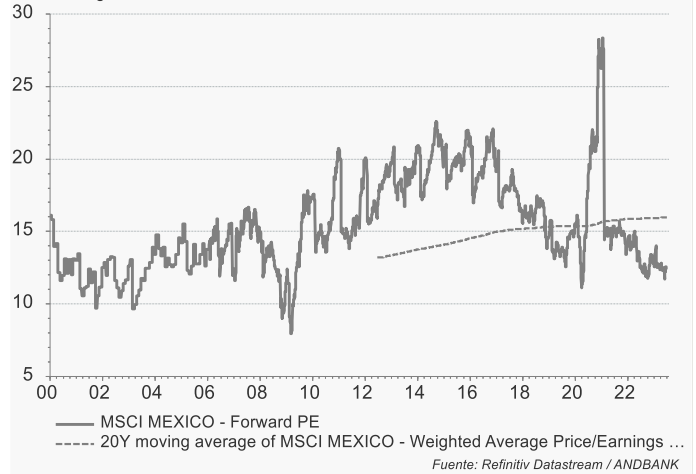
Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 8,75%; dif.: 500 pb)

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

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 19,50)

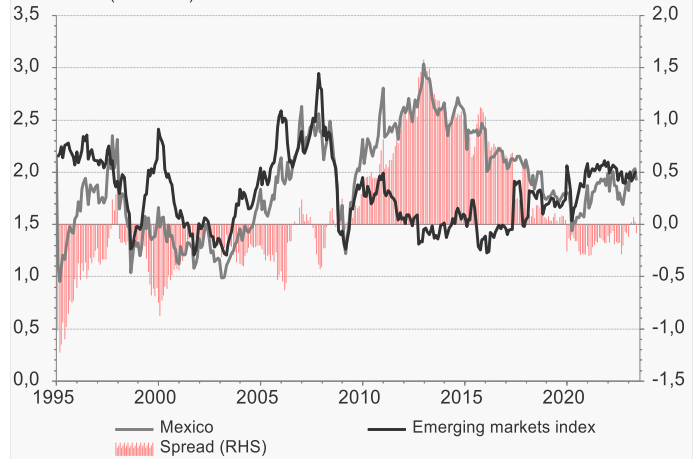
Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



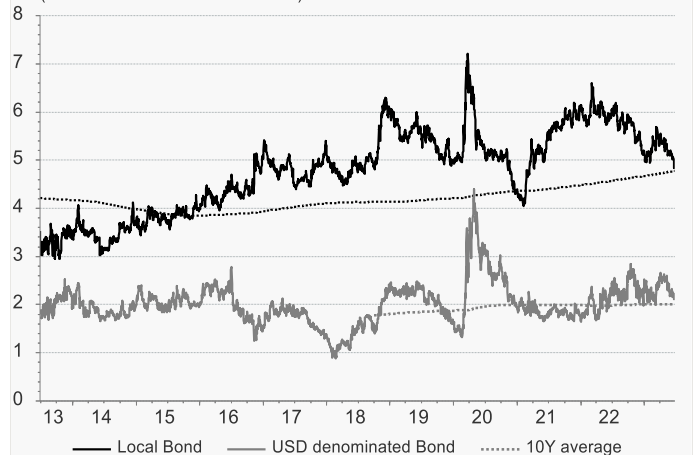
Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

Una vez conocidos los candidatos puede comenzar el ejercicio electoral

Política: cierre de listas con sorpresa de último momento en el oficialismo

El cierre de listas para las elecciones de este año deparó una sorpresa con *Unidad por la Patria*, la coalición gobernante u oficialista antes denominada *Frente de Todos*. Todo parecía indicar que esta coalición se encaminaba a primarias internas entre Wado de Pedro (actual ministro del Interior y cercano a la vicepresidente Cristina Fernández) y Daniel Scioli (ex gobernador de la Provincia de Buenos Aires y candidato presidencial en 2015), pero a última hora se decidió que la propuesta presidencial la encabezaría Sergio Massa, actual ministro de Economía. Pese a todo, el kirchnerismo encabezará las listas al Senado (Wado de Pedro) y a la Cámara de Diputados (Máximo Kirchner) y aspirará a la reelección, con Axel Kicillof, en la Provincia de Buenos Aires. Aunque Massa competirá internamente con Juan Grabois, candidato de extrema izquierda, el actual ministro previsiblemente ganará con facilidad las primarias internas. Massa seguirá por ahora al frente del Ministerio de Economía y no está claro si en algún momento renunciará al cargo para entrar de lleno en la carrera electoral. Sin sorpresas en la principal alianza opositora, *Juntos por el Cambio*, donde competirán Horacio Rodríguez Larreta (actual gobernador de la Ciudad de Buenos Aires) y Patricia Bullrich (ministra de Seguridad con el gobierno de Macri). En ambos casos, acompañados de una figura de *Unión Cívica Radical* (Gerardo Morales y Luis Petri, respectivamente).

En el mes de junio se celebraron elecciones a gobernador en cuatro provincias. La principal tuvo lugar en la provincia de Córdoba, donde la coalición oficialista (peronismo no alineado con el kirchnerismo) mantuvo el poder, aunque el candidato de JxC redujo diferencias respecto a las elecciones de 2019. En las provincias de Tucumán y Formosa los candidatos peronistas, en ambos casos aliados al oficialismo, mantuvieron las gobernaciones con clara ventaja sobre sus rivales. Por último, en San Luis se alzó con la victoria el candidato cercano a Rodríguez Larreta (si bien no pertenece a JxC), quien derrotó al actual gobernador, un peronista.

Nuevos controles de capital para la deuda provincial

La provincia de Córdoba pudo hacer frente a un pago de deuda por importe de 120 millones de USD después de que un tribunal ordenara al banco central (BCRA) vender dólares al gobierno local, suspendiendo los controles de capital que había impuesto el gobierno. El BCRA había establecido una regulación para las provincias que impedía a éstas obtener en el mercado oficial más del 40% de los dólares necesarios para devolver el principal de su deuda, estableciendo que el 60% restante debía atenderse con recursos propios en divisas o, en su defecto, mediante reprogramación de la deuda o posponiendo los pagos por al menos dos años. Otras provincias, como Mendoza, ya anunciaron que seguirían un camino similar al de la provincia de Córdoba para tratar de sortear la nueva regulación del BCRA.

Canje de deuda en ARS

El gobierno canjeó deuda por importe de 7,4 billones de ARS de un total de 9,5 billones de ARS, una tasa de aceptación de casi el 78%, canjeando deuda que vencía entre junio y septiembre de este año por nuevos instrumentos con vencimiento entre agosto de 2024 y enero de 2025 (tres bonos en moneda dual ligados al dólar y uno ajustado a la inflación). Según estimaciones del mercado el Estado tenía entre el 60% y 75% de los instrumentos canjeables, por lo que la participación de los tenedores privados habría sido inferior al 30%.

Inflación: se reduce, pero sin cambios en las perspectivas

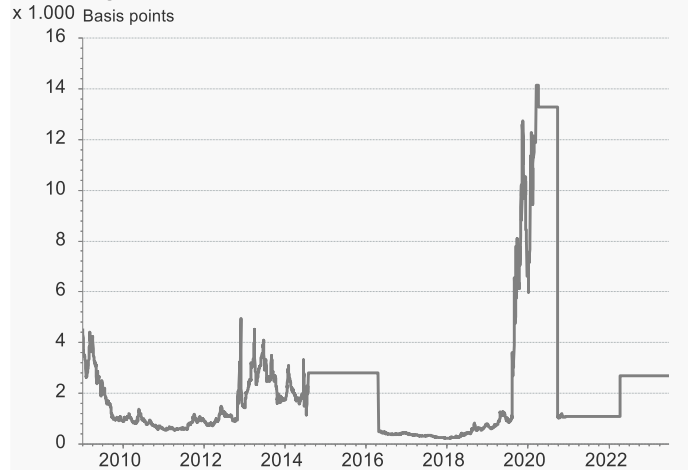
La inflación de mayo fue del 7,8%, desacelerándose respecto a abril (8,4%) y bien por debajo de lo esperado por el mercado (9%, según la encuesta del BCRA), lo que deja la cifra de inflación anual en el 114,2% interanual. El ritmo de subida del índice subyacente fue el mismo que el general (abril: 8,4%), al tiempo que los precios estacionales se desaceleraron al 6% (abril: 12,6%) y los regulados se dispararon al 9% (abril: 4,9%). El principal factor que explica la menor subida de los precios en el mes de mayo fue la ralentización en alimentación y bebidas, el principal componente del IPC, que pasó del 10,1% al 5,8%, es. La cifra supone un alivio para el Gobierno después de la tendencia observada en meses anteriores y de las expectativas del mercado para este mes, pero nada indica que exista una tendencia a la baja en la inflación. La emisión de dinero para financiar el déficit fiscal continuará y probablemente empeorará en un escenario electoral. Siendo casi inexistente la demanda de pesos, la expansión de la oferta monetaria eleva sistemáticamente la inflación de precios, en un entorno en el que el BCRA necesita validar tipos de interés y tasas de inflación cada vez más altas para no entrar en una espiral incontrolable, pero a costa de aumentar el déficit del banco central.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

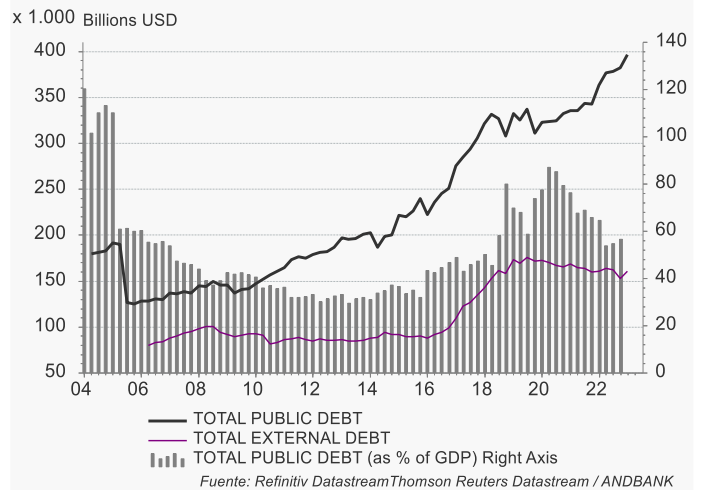
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2023: 400)

Argentina 5Y CDS



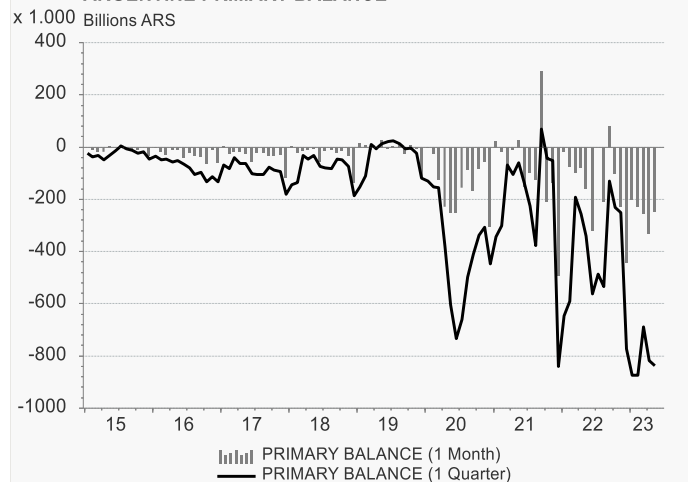
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Fuente: Refinitiv Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINE PRIMARY BALANCE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



RENDA VARIABLE

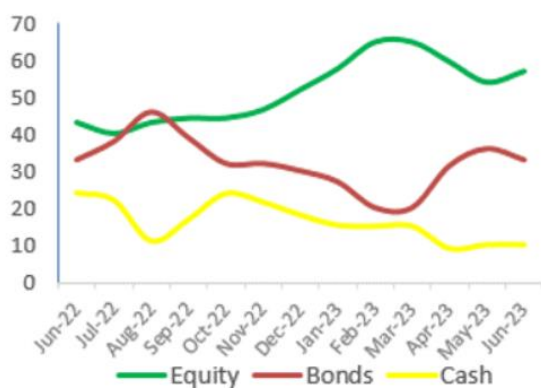
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Final EPS 2022	Projected EPS 2023	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2023	E [PE] fw At year end	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's New Entry Point (Strong Buy)	E[Perf] to Entry point	Recommend ed Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	225,0	220,0	232	-2,2%	16,50	4.439	3.822	-13,9%	UW-MW	4.969
Europe - Stoxx Europe 600	32,0	32,5	32,5	1,6%	13,00	455	423	-7,2%	UW-MW	507
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	31,0	31,0	6,9%	13,00	456	403	-11,6%	UW-MW	484
Spain IBEX 35	745,0	850,0	876	14,1%	12,00	9.377	10.517	12,2%	MW-OW	11.569
Mexico IPC GRAL	3.780	4.225	4.212	11,8%	14,00	54.138	58.965	8,9%	OW	64.861
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	17.816	0,0%	6,75	117.220	120.258	2,6%	MW	132.284
Japan NIKKEI 225	1.845	1.975	1.949	7,0%	16,50	31.944	32.151	0,6%	OW	35.366
China SSE Comp.	275,0	315,0	315	14,5%	9,50	3.196	2.993	-6,4%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	101,0	132,0	132	30,7%	14,75	2.031	1.947	-4,1%	UW	2.142
India SENSEX	2.680	3.151	3.401	17,6%	21,00	65.346	71.419	9,3%	OW	78.561
Vietnam VN Index	100,0	120,0	133	20,0%	10,00	1.154	1.327	15,0%	OW	1.460
MSCI EM ASIA	40,0	42,0	42	5,0%	14,00	532	588	10,5%	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)

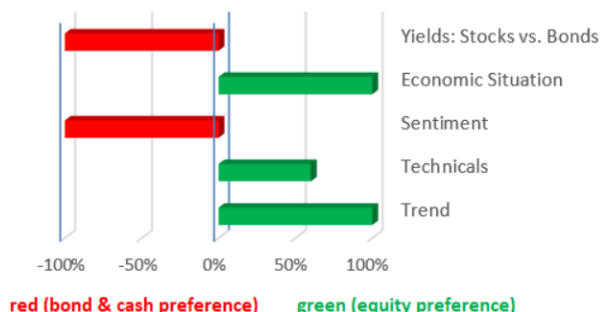


Asignación táctica de activos

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 Betalpinhng 5 Indicators





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: Europa

REFINITIV STOXX 600 2023Q1 EARNINGS DASHBOARD

Source: Refinitiv I/B/E/S data

REPORTING ANALYST: Tajinder Dhillon, CFA

June 27, 2023

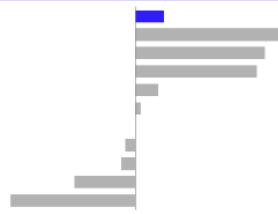
FOR THE LATEST EARNINGS INSIGHT VISIT: <http://iperalpha.financial.thomsonreuters.com/>

STOXX 600 2023Q1 EARNINGS

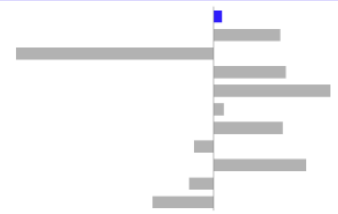
STOXX 600 2023Q1 REVENUE

BLENDED GROWTH RATES

STOXX 600	11.1%
Financials	57.5%
Utilities	50.4%
Technology	47.3%
Consumer Non-Cyclicals	9.0%
Healthcare	2.0%
Industrials	-0.1%
Energy	-4.0%
Real Estate	-5.6%
Consumer Cyclical	-23.8%
Basic Materials	-48.6%



STOXX 600	1.1%
Financials	8.4%
Utilities	-24.8%
Technology	9.1%
Consumer Non-Cyclicals	14.6%
Healthcare	1.3%
Industrials	8.7%
Energy	-2.4%
Real Estate	11.6%
Consumer Cyclical	-3.1%
Basic Materials	-7.7%



■ Above ■ Match ■ Below



	Above	Match	Below
STOXX 600	66%	7%	27%
Basic Materials	61%	3%	35%
Consumer Cyclical	77%	4%	19%
Consumer Non-Cyclicals	64%	0%	36%
Energy	58%	0%	42%
Financials	81%	2%	17%
Healthcare	53%	18%	31%
Industrials	73%	4%	24%
Technology	61%	17%	22%
Real Estate	27%	18%	55%
Utilities	64%	9%	27%

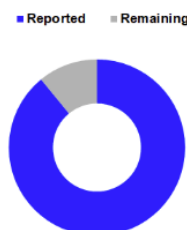
■ Above ■ Match ■ Below



	Above	Match	Below
STOXX 600	67%	1%	32%
Basic Materials	51%	0%	49%
Consumer Cyclical	70%	3%	27%
Consumer Non-Cyclicals	80%	0%	20%
Energy	45%	0%	55%
Financials	70%	0%	30%
Healthcare	65%	3%	32%
Industrials	78%	0%	22%
Technology	73%	0%	27%
Real Estate	67%	0%	33%
Utilities	58%	0%	42%

	Reported	Remaining
STOXX 600	285	35
Basic Materials	31	5
Consumer Cyclical	26	9
Consumer Non-Cyclicals	14	3
Energy	19	0
Financials	54	3
Healthcare	32	5
Industrials	51	0
Technology	36	6
Real Estate	11	0
Utilities	11	4

SCORECARD



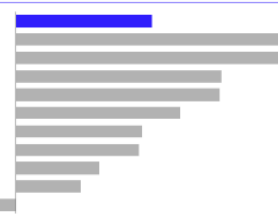
	Reported	Remaining
STOXX 600	323	71
Basic Materials	39	4
Consumer Cyclical	30	20
Consumer Non-Cyclicals	20	10
Energy	22	0
Financials	54	3
Healthcare	34	8
Industrials	59	16
Technology	41	7
Real Estate	12	0
Utilities	12	3

■ Reported ■ Remaining



SURPRISE FACTORS

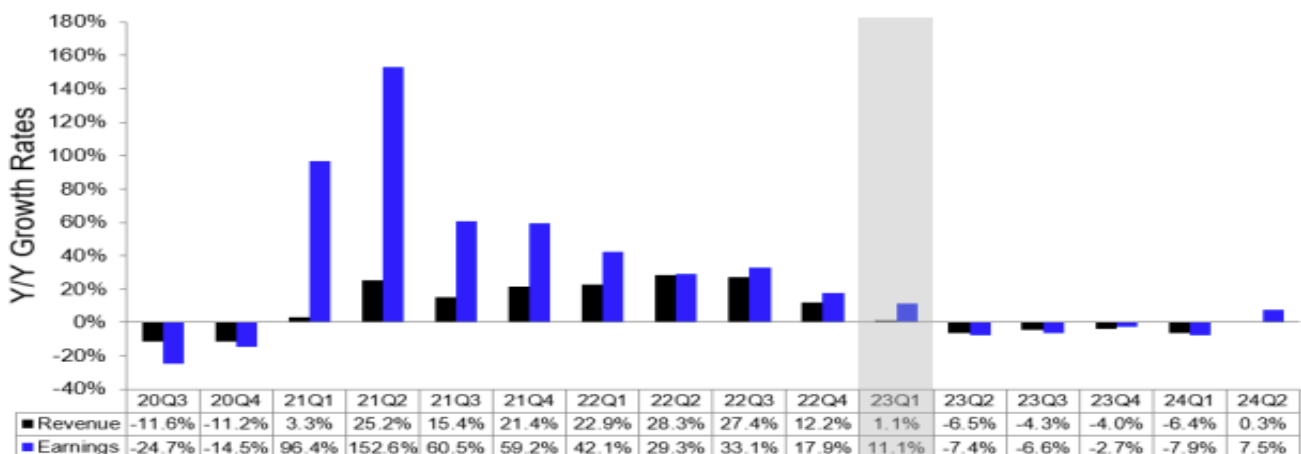
STOXX 600	13.2%
Technology	30.2%
Utilities	29.5%
Industrials	20.0%
Financials	19.9%
Consumer Cyclical	16.0%
Real Estate	12.3%
Basic Materials	12.0%
Healthcare	8.1%
Consumer Non-Cyclicals	6.3%
Energy	-3.1%



STOXX 600	-1.2%
Technology	5.4%
Utilities	-3.6%
Industrials	2.2%
Financials	1.8%
Consumer Cyclical	-18.5%
Real Estate	27.5%
Basic Materials	1.3%
Healthcare	1.3%
Consumer Non-Cyclicals	2.2%
Energy	-0.9%



Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates

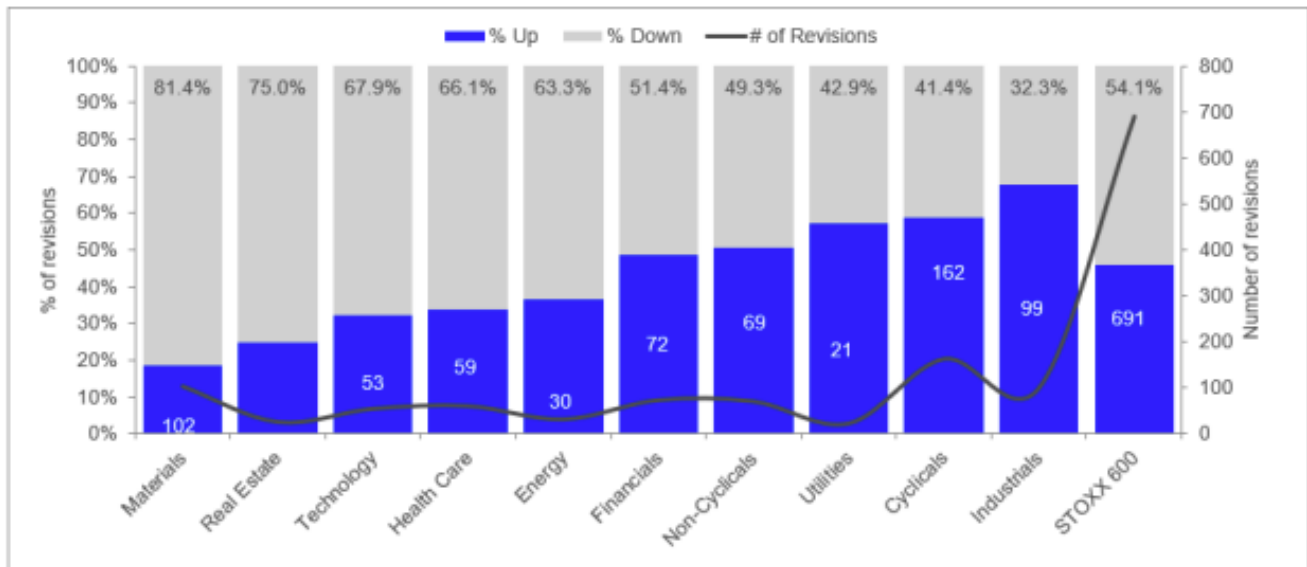


Source: Refinitiv I/B/E/S data



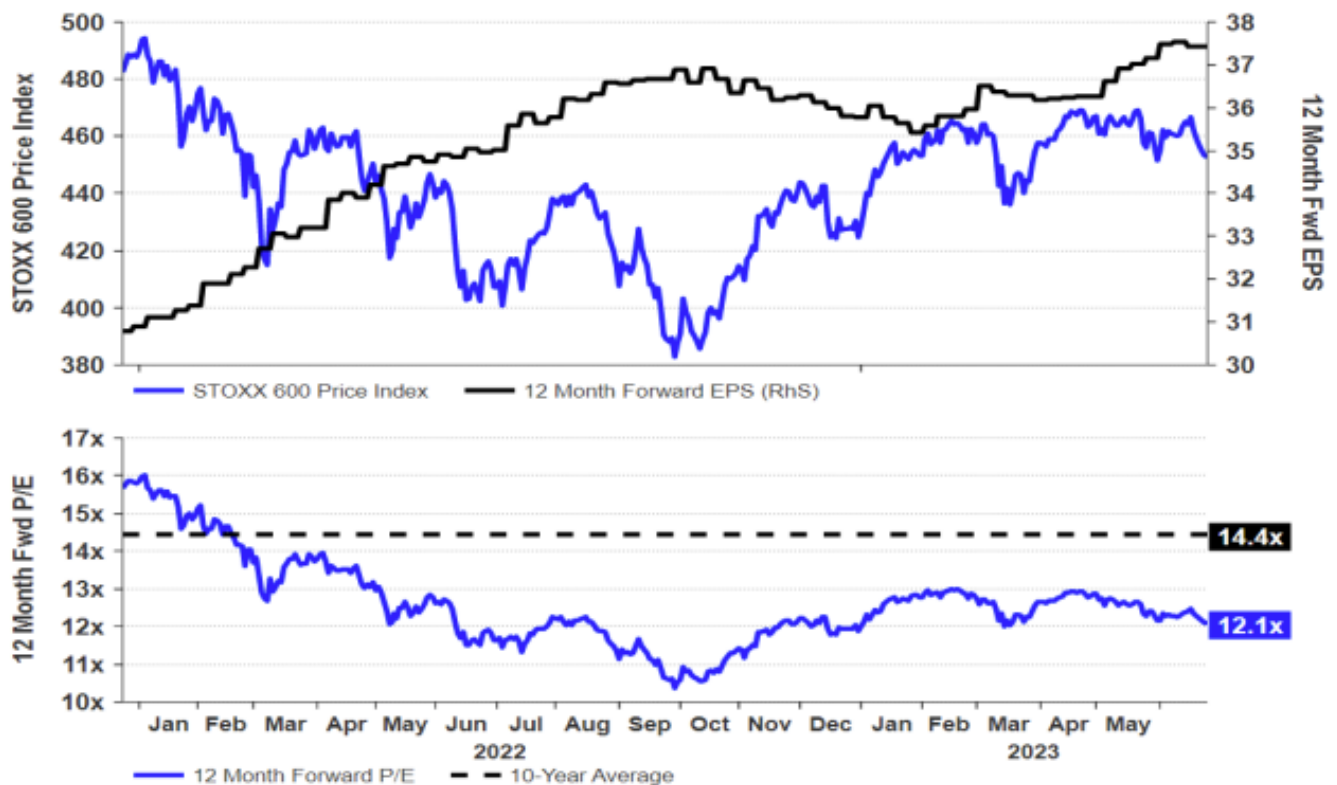
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: Europa

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



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUA

REFINITIV S&P 500 2023Q1 EARNINGS DASHBOARD

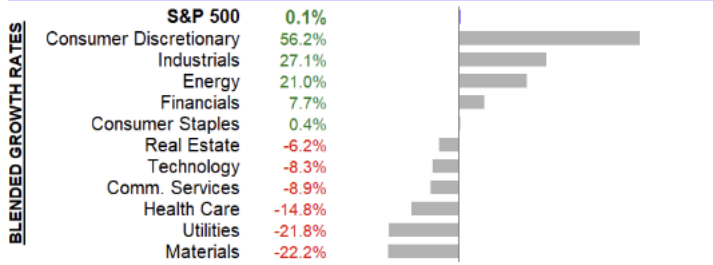
Source: I/B/E/S data from Refinitiv

ANALYST: Tajinder Dhillon, CFA

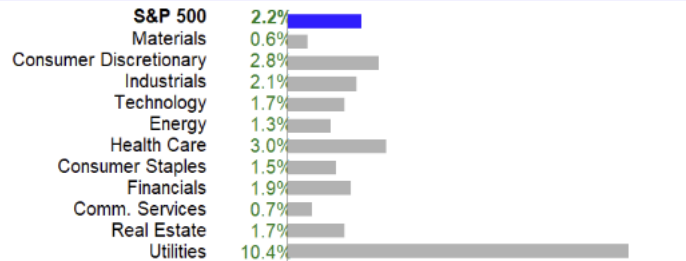
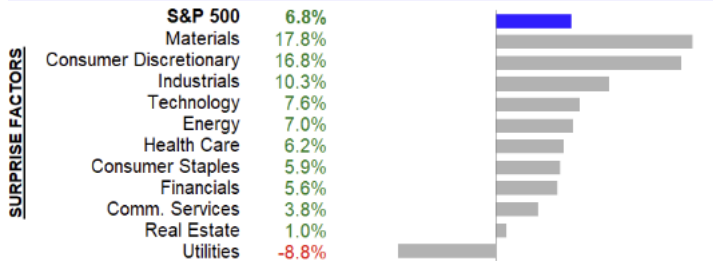
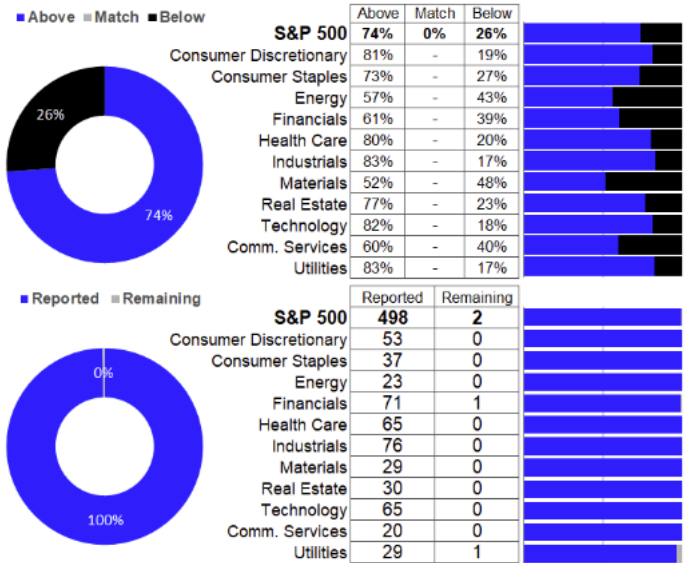
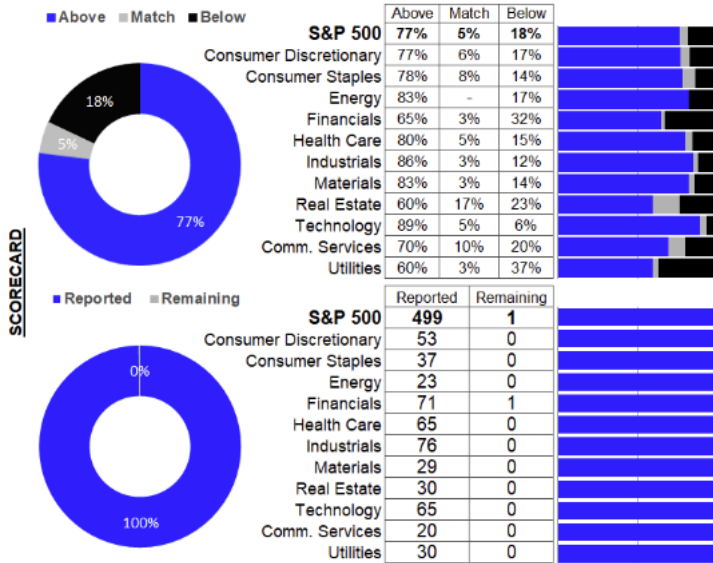
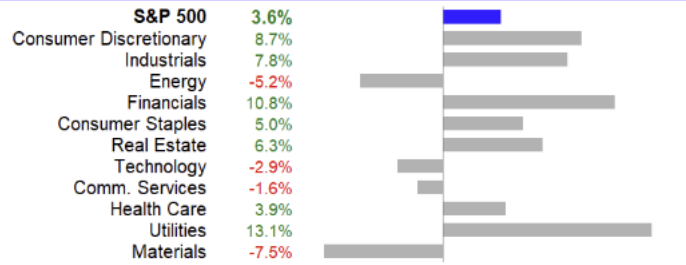
June 30, 2023

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

S&P 500 2023Q1 EARNINGS



S&P 500 2023Q1 REVENUE



S&P 500 Y/Y EARNINGS AND REVENUE GROWTH SUMMARY

EXHIBIT 16A. S&P 500 Y/Y GROWTH RATES

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	2022	2023	2024
Revenue	11.7%	5.8%	3.6%	-0.6%	0.6%	3.2%	4.2%	5.4%	11.7%	1.8%	5.0%
Earnings	4.4%	-3.2%	0.1%	-5.7%	1.3%	9.5%	8.5%	12.6%	4.8%	1.3%	11.7%



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) – Los países africanos de la OPEP se disponen a reclamar mayores cuotas de mercado tras haberse visto obligados a aceptar cuotas más bajas. Según Platts, los miembros africanos de la OPEP, tras verse forzados a aceptar menores cuotas después del recorte de producción del mes pasado, tratarán de presentar un frente unido en futuras reuniones. El artículo citaba a varios delegados africanos que afirmaban que Arabia Saudí había presionado para que se redujeran las cuotas basándose en cifras de producción discutibles, lo que había conducido a un recorte significativo en los niveles de referencia de los países africanos para 2024. Con todo, según una fuente, los países tenían hasta noviembre para demostrar que su nivel de producción era mayor, lo que permitiría reajustar al alza sus valores de referencia.

(Factor alcista para el precio) – Pese a los recortes de la OPEP+, los ejecutivos de empresas de petróleo de esquisto prevén incrementos limitados en la producción estadounidense. En concreto, un ejecutivo de EOG Resources manifestó a Reuters que los precios bien podrían subir en los próximos meses dados el escaso aumento de la producción de esquisto en EE.UU. y los recortes de la OPEP+. El artículo señalaba que las empresas estadounidenses ya habían reducido la actividad de perforación a su nivel más bajo desde abril de 2022, al tiempo que los analistas preveían, dada la reciente caída en los precios del crudo, más recortes hasta finales de año. El artículo también señalaba que EOG probablemente evitaría la región del Pérmico dadas las limitaciones de mano de obra y servicios, centrándose en su lugar en Ohio y Wyoming. Según estimaciones del organismo de estadística y análisis del Departamento de Energía (EIA) de Estados Unidos, el crecimiento de la producción de petróleo en EE.UU. se ralentizaría este año al 1,3%, situándose en 12,77 millones de bpd (Mbpd), en contraste con el aumento del 6,1% previsto, y la producción seguiría disminuyendo en la cuenca del Pérmico.

(Factor alcista para el precio) – El gobierno canadiense estima que la producción de petróleo del país podría caer a un cuarto de la actual en menos de tres décadas. El Gobierno de Canadá afirmó que, en un escenario global de *cero neto*, en el que el mundo tomase medidas suficientes para limitar el calentamiento global a 1,5° C, la producción canadiense disminuiría un 76% para 2050. Este descenso sería menos severo, del 22%, de 5 Mbpd a 3,92 Mbpd, en un escenario *cero neto* limitado a Canadá. No obstante, los datos actuales apuntan a que la producción petrolífera del país tocará techo en 6,2 Mbpd en 2035. El artículo de referencia señalaba que la producción de petróleo a partir de reservas de arenas bituminosas canadienses era una de las mayores fuentes de emisión de carbono del mundo, lo que las situaba en el punto de mira de las medidas para contener el calentamiento global. Con todo y con esto, la primera ministra de Alberta, recientemente reelegida, ha prometido oponerse a numerosas iniciativas medioambientales promovidas por el gobierno central de Trudeau.

(Factor alcista para el precio) – EE.UU. se propone reponer este año 12 millones de barriles de sus reservas estratégicas de petróleo (SPR). Según Bloomberg, el Departamento de Energía de EE.UU. planea comprar unos 12 millones de barriles de crudo este año en el marco de la reposición de su reserva estratégica tras la extracción el año pasado de 180 millones de barriles. Esta cifra incluye 6 millones de barriles ya anunciados (3 millones para entrega en agosto y otros tantos para los que el Departamento ha solicitado la presentación de ofertas). El artículo también señala que el Departamento podría buscar nuevas oportunidades de compra cuando las condiciones del mercado lo permitan.

(Factor bajista para el precio) – La actividad en las refinerías y las exportaciones por vía marítima siguen indicando sólidos volúmenes de producción en Rusia. En la semana que finalizó el 14 de junio, la producción total de las refinerías rusas alcanzó su nivel más alto desde finales de abril. Algo que, según el artículo de Bloomberg, los analistas consideran la vuelta a la actividad tras la temporada de mantenimiento de primavera, observando que los niveles no están lejos ahora de máximos anuales. El artículo añade que los insumos de crudo en las refinerías nacionales son un dato clave para los analistas que tratan de calibrar la producción rusa de crudo, que Moscú afirma haber reducido en marzo en medio millón de barriles diarios, una cifra que ha suscitado amplio escepticismo internacional. Otro artículo de Bloomberg señala que las exportaciones rusas de crudo por mar se mantienen un cuarto de millón de barriles diarios por encima del mes anterior, que es el que Rusia toma de referencia para el recorte de producción de 500.000 bpd.

(Factor neutral para el precio) – El crecimiento de la demanda china de petróleo este año se enfrenta al contratiempo de los vehículos eléctricos. Según Reuters, analistas de China National Petroleum Corp afirmaron que la demanda de crudo en 2023 crecerá menos de lo esperado debido a que la fuerte demanda de vehículos eléctricos reduce el consumo de gasolina. La compañía había estimado previamente que la demanda alcanzaría los 14,86 Mbpd este año, pero un ejecutivo señaló esta semana que rondaría los 14,80 Mbpd al ser relativamente grande la sustitución de unos automóviles por otros. Bloomberg también informó de que Pekín ampliaría a 2027 las exenciones fiscales a los compradores de vehículos eléctricos, estimándose éstas en 520.000 millones de yuanes (72.300 millones de dólares).

(Factor neutral/bajista para el precio) – Funcionarios estadounidenses afirman que el tope de precio internacional impuesto al crudo ruso ha afectado a los ingresos de Rusia procedentes del petróleo. El vicesecretario del Tesoro, Adeyemo, afirmó que los ingresos petroleros de Rusia han caído casi a la mitad desde la imposición del tope de precio y que los recientes cambios en la política fiscal rusa serían prueba del éxito de la medida, añadiendo que dichos cambios limitarían a las petroleras rusas en el futuro. Esto puede interpretarse como un factor bajista para el precio del crudo: obligaría a Rusia a compensar el bajo precio poniendo más producto en el mercado y la induciría a buscar una solución al conflicto. Un escenario en el que entendemos que todo el mercado energético se relajaría.

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 1,39, 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 84,49x, 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 1.528 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, que se elevó a 27,36x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,94 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 1.744 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,3117 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 1.457 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.1275 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.479 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 renminbi. Hay pocas señales de que tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir un riesgo inmediato.

- **Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía 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.



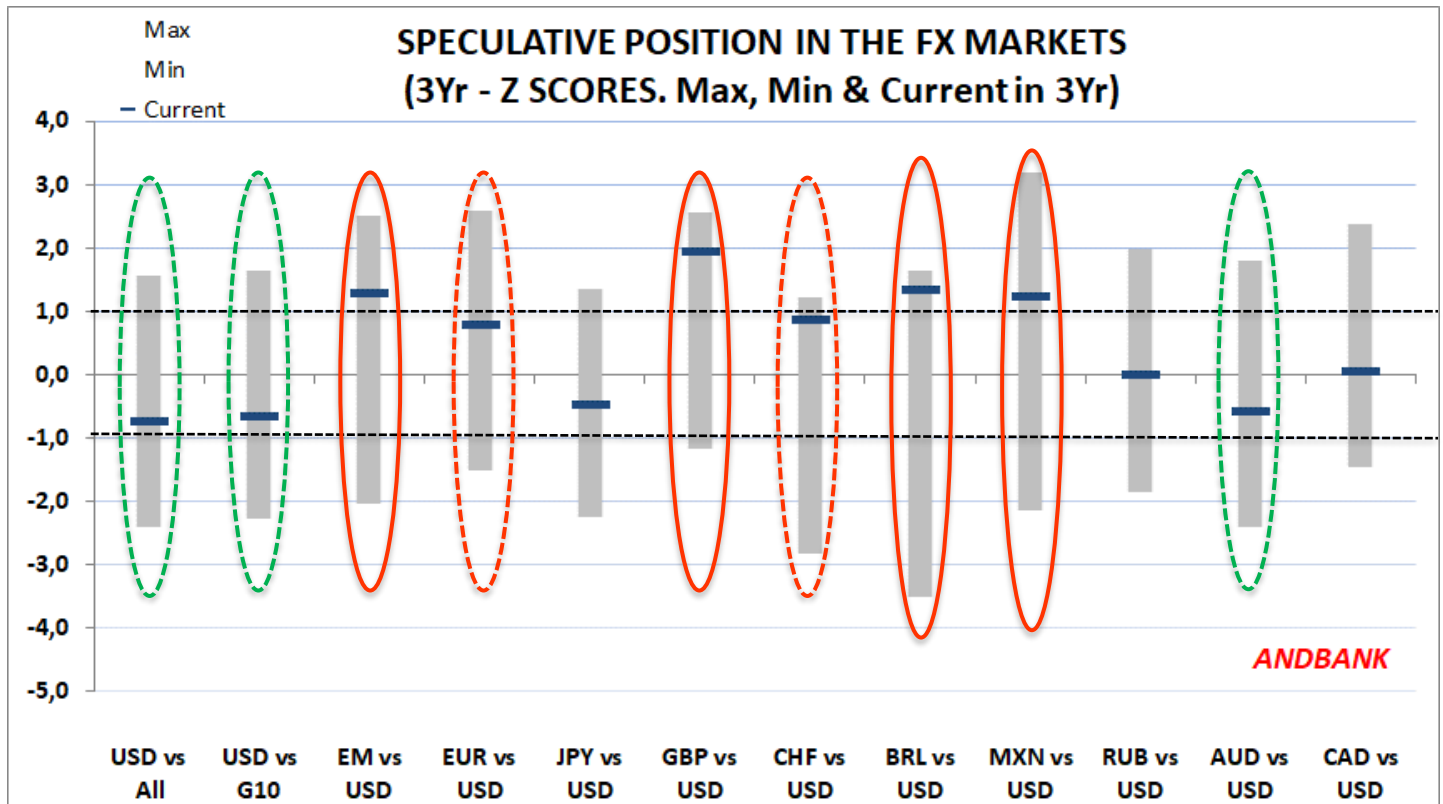
DIVISAS

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 estimated reasonable price (Strong Buy)	Expected Performance (to potential price)
Equity	USA - S&P 500	2,3%	15,6%	4.439	3.822	-13,9%
	Europe - Stoxx Europe 600	-1,1%	7,2%	456	423	-7,3%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-0,1%	11,2%	456	403	-11,6%
	SPAIN - IBEX 35	0,4%	14,0%	9.380	10.517	12,1%
	MEXICO - MXSE IPC	-0,3%	11,7%	54.138	58.965	8,9%
	BRAZIL - BOVESPA	-0,1%	6,8%	117.220	120.258	2,6%
	JAPAN - NIKKEI 225	-1,5%	22,4%	31.944	32.151	0,6%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-1,0%	3,5%	3.196	2.993	-6,4%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	0,5%	2,8%	2.031	1.947	-4,1%
	INDIA - SENSEX	4,2%	7,4%	65.365	71.419	9,3%
	VIETNAM - VN Index	3,4%	14,6%	1.154	1.327	15,0%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,2%	3,5%	532	588	10,5%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,3%	1,5%	3,94	3,75
UK 10 year Gilt		-1,8%	-5,6%	4,60	3,75	11,4%
German 10 year BUND		-1,7%	0,9%	2,61	2,50	3,5%
Japanese 10 year Govie		-0,3%	-0,3%	0,47	0,75	-1,8%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-2,5%	1,6%	3,67	3,50	5,0%
	Italy - 10yr Gov bond	-2,2%	5,2%	4,35	4,20	5,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	-2,2%	3,6%	3,33	3,50	1,9%
	Ireland - 10yr Gov bond	-2,3%	1,9%	3,03	3,00	3,2%
	Greece - 10yr Gov bond	-2,8%	7,2%	3,97	4,50	-0,2%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,5%	2,1%	73,88	100	3,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,8%	5,4%	403,63	550,00	3,3%
	Euribor 3m					
	Credit USD IG - CDX IG	0,7%	3,5%	65,90	100,00	-0,4%
	Credit USD HY - CDX HY	1,2%	6,8%	429,62	600,00	-0,8%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-7,1%	-50,7%	16,09	17,00	8,8%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-2,9%	-2,2%	11,32	--	--
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,6%	9,7%	6,16	6,00	7,4%
	India - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	5,5%	7,12	6,50	12,0%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-5,2%	5,2%	6,61	6,90	4,3%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,3%	2,8%	2,67	2,25	6,0%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	3,0%	3,89	4,00	3,0%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,0%	1,4%	2,42	3,00	-2,2%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,0%	1,0%	3,15	4,00	-3,7%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-1,4%	1,8%	3,65	4,50	-3,2%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,1%	2,0%	1,12	2,25	-7,9%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,0%	5,4%	8,94	8,75	10,5%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,7%	5,1%	5,70	5,50	7,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	5,8%	23,5%	10,62	12,00	-0,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,6%	4,7%	6,32	6,75	2,9%
Commodities	Oil (WTI)	11,8%	-6,5%	75,0	87,50	16,6%
	GOLD	-1,1%	6,1%	1.934,8	2.000	3,4%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	2,5%	3,0%	1,102	1,100	-0,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	3,3%	6,8%	1,29	1,25	-3,3%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,8%	-3,6%	0,85	0,88	3,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	-3,4%	-5,0%	0,88	0,95	8,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-1,0%	-2,1%	0,97	1,05	7,9%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,1%	6,5%	139,67	130,00	-6,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	2,5%	9,8%	153,98	143,00	-7,1%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,5%	-12,6%	17,01	19,50	14,6%
	EURMXN (price of 1 EUR)	1,0%	-10,0%	18,74	21,45	14,4%
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,2%	-8,2%	4,85	5,00	3,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	2,3%	-5,4%	5,35	5,50	2,8%
	USDARS (price of 1 USD)	6,7%	48,9%	263,20	370,00	40,6%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,2%	-0,6%	82,26	84,00	2,1%
	CNY (price of 1 USD)	0,6%	4,2%	7,19	7,50	4,3%

* 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.