

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Febrero de 2024

Análisis Corporativo

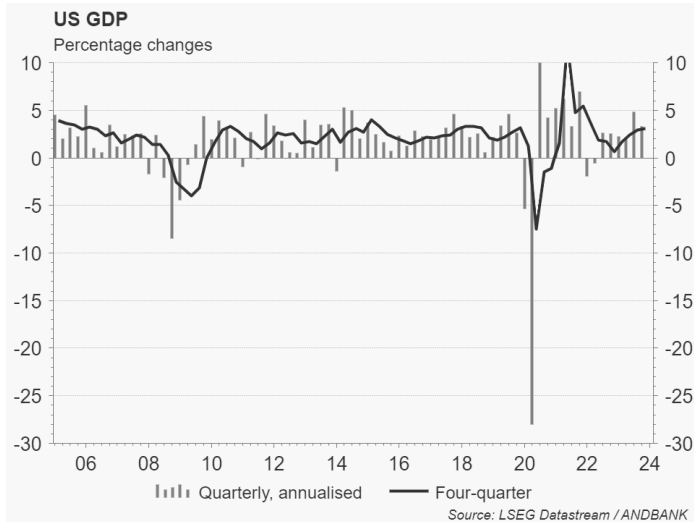
Febrero de 2024



RESUMEN EJECUTIVO

GRAFICO DEL MES

La economía USA rebota en 2023 y se mantiene firme. La Fed puede verse limitada en su camino de recorte de tipos. La inflación USA se estanca.



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price	[Perf] to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	4.928	4.625	-6,1%	MW-UW	5.088
Europe - Stoxx Eu	486	517	6,4%	OW	568
Spain IBEX 35	10.039	10.846	8,0%	OW	11.931
Mexico IPC GRAL	56.863	60.566	6,5%	MW-OW	66.623
Brazil BOVESPA	127.494	140.952	10,6%	MW-OW	155.047
Japan NIKKEI 225	36.066	38.665	7,2%	MW	42.532
China SSE Comp.	2.831	3.065	8,3%	UW	3.372
China Shenzhen C	1.593	1.896	19,0%	UW	2.085
India SENSEX	71.140	78.295	10,1%	OW	86.124
Vietnam VN Index	1.180	1.356	15,0%	OW	1.492
MSCI EM ASIA	523	585	11,9%	OW	644

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

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	2,7%	4,07	4,25	2,6%
Core countries	UK 10 year Gilt	2,1%	3,89	4,50	-1,0%
	German 10 year BUND	5,1%	2,27	2,50	0,4%
	Japanese 10 year Govie	-1,9%	0,70	1,00	-1,7%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	7,7%	3,17	3,50	0,5%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	12,3%	3,79	4,40	-1,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	8,6%	2,95	3,10	1,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	6,5%	2,67	2,90	0,8%
	Greece - 10yr Gov bond	16,1%	3,18	4,25	-5,4%
Fixed Income	Credit EUR IG - Itraxx Europe	4,3%	58,08	75	4,0%
Credit	Credit EUR HY - Itraxx Xover	11,8%	316,50	450	3,0%
	<i>Enbfor 3m</i>				
	Credit USD IG - CDX IG	6,9%	54,28	75	5,5%
	Credit USD HY - CDX HY	14,4%	352,50	450	6,2%
	<i>Libor 3m</i>				

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-117,8%	25,10	20,00	65,9%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-4,0%	12,27	25,00	-89,6%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (loc)	10,1%	6,59	5,75	13,3%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	9,3%	7,15	6,75	10,3%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (loc)	13,0%	6,12	5,75	9,1%
	China - 10yr Gov bond (local)	6,1%	2,46	2,00	6,1%
	Malaysia - 10yr Gov bond (loc)	6,2%	3,77	3,00	9,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (loc)	1,1%	2,63	1,75	9,6%
	Singapore - 10yr Gov bond (loc)	4,6%	2,91	3,75	-3,8%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (loc)	7,0%	3,26	4,25	-4,7%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	2,2%	1,18	2,25	-7,4%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	7,9%	9,25	9,75	5,3%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	7,7%	5,79	6,00	4,1%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	30,3%	10,65	11,25	5,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	8,9%	6,24	6,75	2,2%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Commodities	Oil (WTI)	-3,0%	77,9	80,00	2,7%
	GOLD	11,5%	2.035,1	2.000	-1,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,3%	1,084	1,05	-3,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	4,8%	1,27	1,25	-1,4%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-3,4%	0,85	0,84	-1,7%
	USDCHF (price of 1 USD)	-6,7%	0,86	0,95	10,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-5,5%	0,93	1,00	6,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	12,7%	147,73	140,00	-5,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	14,2%	160,17	147,00	-8,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	-11,8%	17,18	18,50	7,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-10,6%	18,63	19,43	4,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-6,1%	4,96	5,00	0,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-4,9%	5,38	5,25	-2,4%
	USDARS (price of 1 USD)	367,2%	825,70	1.000	21,1%
	USDINR (price of 1 USD)	0,5%	83,11	82,60	-0,6%
	CNY (price of 1 USD)	4,0%	7,18	7,50	4,5%

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

EE.UU.

El mercado no parece estar juzgando correctamente el curso de acción que seguirá la Fed este año

La Reserva Federal

La Fed publicó su *diagrama de puntos* actualizado que, respecto al de septiembre, ponía de manifiesto una disminución de 50 pb para el tipo de los fondos federales esperado para finales de 2024 (del 5,1% al 4,6%). Eso implica un recorte promedio de 77pb. Lo que la Fed no hizo fue ofrecer indicaciones sobre la secuencia temporal que esa bajada de tipos podría tener.

Esta recalibración de expectativas por los miembros del Comité de Mercado Abierto de la Fed (FOMC), unida a un dato de inflación que confirma la tendencia a la baja de los tipos de interés, hizo que el mercado pasara rápidamente de anticipar tipos «más altos durante más tiempo» a esperar una serie de seis o siete recortes de tipos a lo largo de 2024, con una primera bajada que se concretaría en la reunión de política monetaria de marzo.

Una inflación superior a la esperada en diciembre, sumada a datos del mercado de trabajo que hablan por sí solos, llevaron a un realineamiento de las expectativas en las últimas semanas. La probabilidad de un recorte de tipos en la reunión de marzo es ahora del 50%, esperándose cinco bajadas este año, una previsión cercana a lo indicado por la Fed en su último diagrama de puntos. Por nuestra parte nos inclinamos a pensar que los recortes de tipos estarán más cerca de los que prevé la Fed que de los que espera el mercado, que son demasiado para la actual coyuntura económica y el hecho de que la inflación (en particular, la subyacente) sigue muy por encima del objetivo de la Fed, y que es probable que la Fed no quiera bajar los tipos hasta tener claro que la menor inflación se mantendrá.

Inflación y actividad económica

Los datos de inflación de diciembre pasado fueron superiores a los esperados por el mercado. En términos interanuales, el índice general de precios al consumo (IPC) subió un 3,4% (frente al +3,2 previsto), al tiempo que el IPC subyacente aumentó un +3,9%, situándose por debajo del 4% por primera vez desde mayo de 2021. En términos mensuales, el IPC creció 0,3 pp, igualando las expectativas. Son los precios relacionados con alojamiento y vivienda los que siguen ralentizando la reducción de la inflación, al representar en diciembre más de la mitad del incremento mensual. Este componente se incrementó 0,5 pp en el mes, y un +6,2% interanual. Aunque no hay nada excesivamente preocupante en él, el informe muestra que la desinflación progresa a un ritmo más lento de lo deseado por la Fed.

Como en los últimos meses, los indicadores del mercado laboral se mantienen bastante firmes. En diciembre las empresas estadounidenses crearon 216.000 puestos de trabajo, cifra superior a los 173.000 nuevos empleos de noviembre. La tasa de desempleo se mantuvo en el 3,7%, con lo que ya van casi dos años por debajo del 4%. Los salarios medios por hora crecieron un +4,1% interanual, por encima del +4,0% interanual de noviembre, un dato que probablemente ha llamado la atención de la Fed. Y las peticiones iniciales de subsidios de desempleo, para la semana finalizada el 13 de enero, registraron su cifra más baja desde septiembre de 2022: 187.000 peticiones, frente a las 203.000 de la media móvil de cuatro semanas. También las ofertas de empleo han disminuido últimamente (de 8.852.000 en noviembre a 8.790.000 en diciembre), señal de que el desequilibrio entre la oferta y la demanda de mano de obra se está corrigiendo gradualmente. Con todo, también es cierto que los niveles actuales están muy por encima de los niveles medios históricos.

Por último, las compras navideñas fueron mejor de lo esperado, con un aumento de las ventas minoristas del +4% interanual y +0,6 pp mensual. Prendas de vestir y accesorios, y compras por Internet, fueron las categorías que registraron mayores incrementos mensuales (+1,5%).

Mercados financieros

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. El rendimiento del bono estadounidense a 10 años, tras alcanzar el 5% en octubre pasado, cerró 2023 en el 3,88%, para elevarse durante las primeras semanas de 2024 y llegar a situarse en el 4,15%. Nuestra impresión es que tanto el 5% de octubre como el mínimo de diciembre son exagerados para los fundamentos de la economía estadounidense en estos momentos. Otro hecho reseñable es que la inversión de la pendiente de la curva de tipos-plazos se ha ido reduciendo. Algo que se refleja en el estrechamiento del diferencial de rendimiento entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años, que ha pasado de -100 pb en julio del año pasado a -20 pb en la actualidad.

Por lo que respecta a la deuda corporativa, el diferencial medio en grado de inversión (IG), que superó los 80 pb en noviembre, ya ha vuelto a 55 pb, nivel que no se veía desde principios de 2022. El diferencial en la categoría de alto rendimiento (HY), que al final de octubre se amplió a niveles cercanos a 530 pb, se ha estrechado casi 180 pb. La tasa de impagos, que sigue subiendo y ya supera el 2,80%, está con todo por debajo de la media histórica del 3,5%.

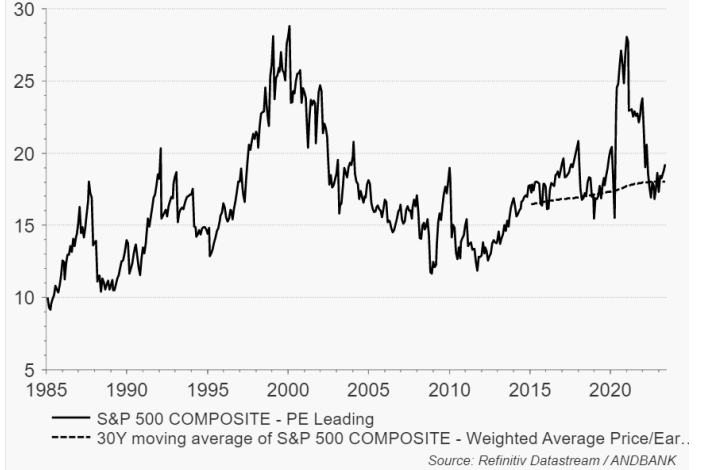
Renta variable. A comienzos de este año, y tras el recorrido alcista a finales del pasado, hemos observado una cierta recogida de beneficios. Seguimos recomendando una cartera equilibrada entre los estilos de calidad, crecimiento y valor, aprovechando oportunidades en sectores que se rezagaron en 2023. Nuestro escenario base para 2024 es de crecimiento de los beneficios en torno al 10%, con unos múltiplos de valoración estables. La temporada de comunicación de resultados empresariales ha comenzado: si bien fueron mejores de lo esperado en el trimestre anterior, varias empresas y sectores anunciaron cierto deterioro de las perspectivas para 2024.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL-INFRAPONDERAR
Deuda soberana (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 4,50%)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 450 pb)
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

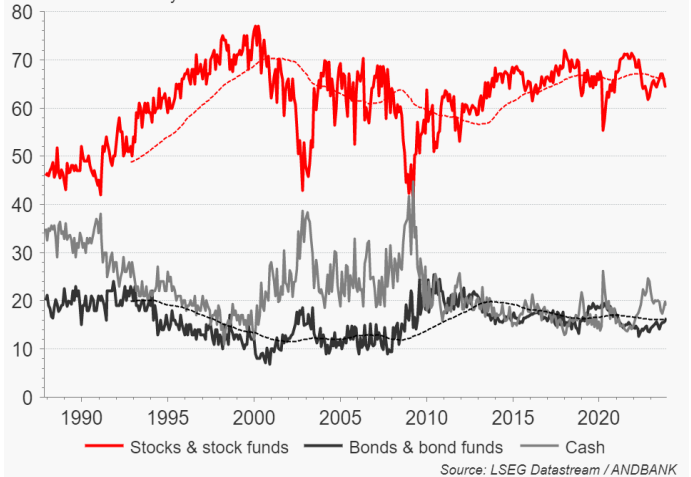
US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE

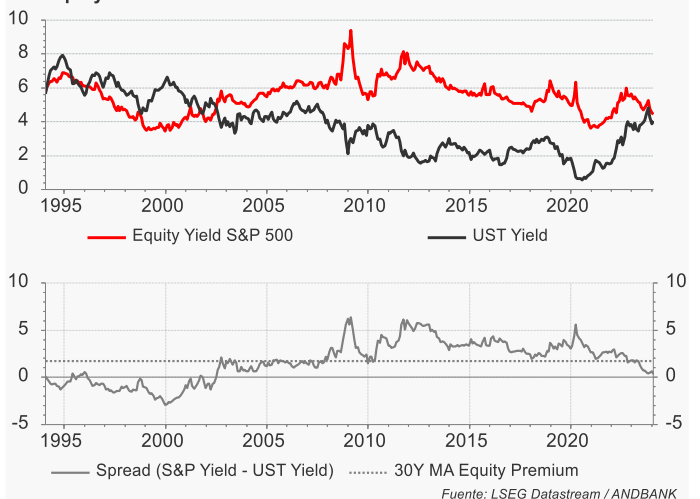


AAII US asset allocation survey

Per cent currently held in each asset class



Equity Yield & UST Yield





COYUNTURA MACROECONÓMICA

EUROPA

Las expectativas del mercado sobre el ECB (seis bajadas de tipos) implican un margen de error cero en el pronóstico del control absoluto de la inflación.

Debilidad económica, con lentos avances en materia de inflación

El año comenzó según lo anticipado, con perspectivas económicas deslucidas y continuidad en la tendencia a la desinflación. Los PMI siguen en niveles indicativos de contracción, apuntando a que la economía se halla en recesión técnica y que el crecimiento económico será modesto en el futuro próximo, con cifras del PIB que rondarán el 0,5% interanual en 2024, inferiores a las previstas por el BCE. El consumo privado, ausente en 2023, podría repuntar este año, apoyado en mayores salarios reales, tasas de ahorro decentes y un robusto mercado de trabajo. Los datos de empleo reflejan fortaleza, con señales de desaceleración en la creación de puestos de trabajo y una oferta ajustada que mantienen las tasas de desempleo en niveles bajos (6,4%). En cuanto a la inversión, las carteras de pedidos del sector manufacturero alemán continúan menguando, en otra muestra de la recesión industrial por la que atraviesa el país, mientras el sindicato IG Metal reclama la dotación de un fondo por importe de 500.000-600.000 millones de euros para acometer la reconversión industrial.

La desinflación descansa en el descenso de las expectativas de inflación, la tendencia a la baja del dato subyacente y la evolución de los precios de petróleo y gas (bastante contenidos, pese a las tensiones geopolíticas). Para evitar la complacencia es preciso vigilar de cerca, entre otros factores, los incrementos salariales, la persistente inflación en el sector servicios y eventuales perturbaciones por el lado de la oferta. La dinámica salarial, sobre la que se dispondrá de datos más completos a finales de abril, es muy importante para el BCE.

Recortes de tipos por el BCE

Brillan por su ausencia comentarios del BCE sugiriendo bajadas de tipos, y ello pese a que la zona euro probablemente ha entrado ya en recesión técnica y las cifras de inflación cumplen las expectativas. El debate sobre las bajadas de tipos podría iniciarse a mediados de año, cuando el objetivo del 2% del IPC esté a la vista y se cuente con más información sobre la evolución de los salarios. Las expectativas actuales del mercado (seis bajadas de tipos) presuponen un escenario que no deja margen de error en materia de inflación, cuando de hecho la desinflación podría ser menos intensa o más transitoria de lo previsto. Salvo que se desarrolle un escenario de crecimiento (e inflación) más pesimista esperaríamos un ritmo menor que el que descuenta el mercado, cerrando 2024 con un tipo de depósito en torno al 3,5-3,75% (frente al 4% actual). En cuanto a la política de balance del BCE, en diciembre se anunció un nuevo paso hacia la normalización: las reinversiones del programa de compras de emergencia pandémica (PEPP) seguirán en este primer semestre para reducirse luego a la mitad en el segundo.

Política fiscal

En el ámbito político se cerró un acuerdo a final de año sobre el nuevo marco fiscal. Mantiene los mismos objetivos de antes con algunas mejoras desde el punto de vista teórico, pero con una mayor complejidad del régimen y ambigüedad sobre las consecuencias de incumplimiento. Está pendiente de validación por el Parlamento Europeo, que en junio celebrará elecciones.

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

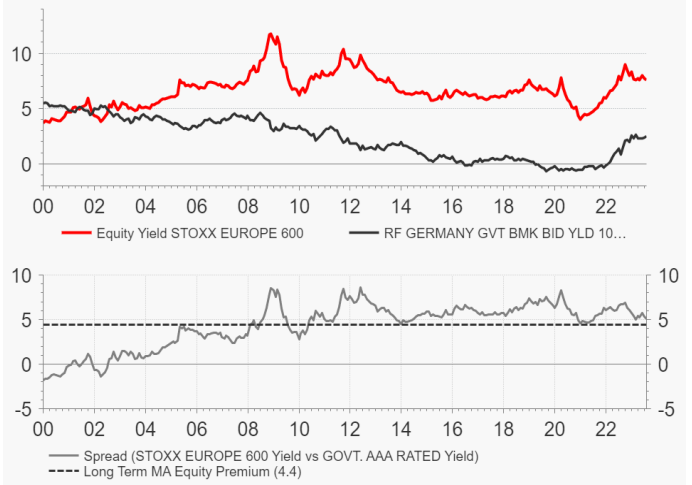
Deuda pública. En función del escenario base, tanto para el tipo de los fondos federales como para el tipo de depósito del BCE, podríamos esperar una rentabilidad del Bund a 10 años del 2,5%-2,75%. Nos atenemos a nuestros diferenciales objetivo: Italia (190 pb), España (100 pb), Portugal (60 pb), Grecia (120 pb), Irlanda (40 pb).

Deuda corporativa. La volatilidad retornó a los mercados a principios de año, acompañada de una fuerte actividad de emisión (que los inversores aprovecharon), pero veremos una pausa al entrar en la temporada de publicación de resultados. Por sectores, de 37.000 millones de EUR emitidos, 20.500 millones correspondieron a entidades bancarias, 6.000 millones los captaron productores de automóviles y 5.400 millones se los anotaron compañías de servicios públicos. El elevado número de vencimientos, la menor emisión esperada para febrero (30.000-40.000 millones de EUR) y la temporada de publicación de resultados deberían sostener los mercados de deuda empresarial europeos. En cuanto a los flujos de entrada, las empresas con grado de inversión continúan atrayendo inversores.

Estamos posicionados en activos con una *duración* media de tres años y en sectores como el financiero o aquellos con capacidad para reducir su endeudamiento, como telecomunicaciones y servicios públicos. Mantenemos los niveles objetivo de diferenciales tanto para el segmento de grado de inversión (75 pb) como para el de alto rendimiento (450 pb), con la recomendación de neutral/sobreponderar para IG y de infraponderar/neutral para HY.

Renta variable. Los principales índices bursátiles europeos presentan una posición interesante. En concreto, el Stoxx600, el índice de las 600 principales empresas europeas, cotiza a un PER ligeramente inferior a su media histórica, que consideramos un nivel atractivo aun cuando, dada la saneada situación financiera de las empresas europeas, el descuento de valoración no sea significativo. Si bien el margen de explotación dejó de aumentar tras el máximo que alcanzó en el primer trimestre de 2022, actualmente está por encima de la media de los últimos 20 años. Lo mismo ocurre con la rentabilidad sobre fondos propios, mientras el saldo vivo de la deuda se sitúa en mínimos históricos. Además, las empresas europeas exhiben tasas de crecimiento nominal y cifras de ventas por empleado relativamente sólidas. La prima de riesgo, que revela la valoración relativa de los mercados bursátiles frente a la rentabilidad ofrecida por la renta fija, se mantiene en niveles atractivos en torno al 5,6%, frente a la media del 5% de las dos últimas décadas. Habida cuenta de que la posición financiera de las empresas europeas es mejor que en el pasado, parecería razonable que el mercado en su conjunto cotizase a un múltiplo de valoración superior al histórico.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ECB staff growth forecasts

%oya, % for the unemployment rate

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

Source: ECB, J.P. Morgan

Sin embargo, dados los riesgos en materia de inflación salarial y una posible ralentización económica, valorar el Stoxx 600 utilizando un múltiplo similar al de los últimos 20 años reflejaría una posición prudente. Aun así, vemos potencial de revalorización en el índice, vía expansión de múltiplos y crecimiento de beneficios, dados los niveles de valoración poco exigentes a que cotizan las empresas europeas.

El principal riesgo para el mercado europeo es la erosión de los márgenes (ya sea por inflación de costes o por ralentización del crecimiento para su estructura de costes fijos), pero en tiempos de incertidumbre como los actuales es importante recordar la paradoja de la relación entre riesgo e incertidumbre. Cuando la incertidumbre presiona a la baja los precios de los activos, su riesgo implícito por regla general disminuye.

Perspectivas: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREPONDERAR
Renta variable (Euro Stoxx): SOBREPONDERAR
Deuda soberana (países centrales y periféricos):
- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,50%)
- P. periféricos: INFRAPONDERAR (IT 4,40%; ES 3,5%; PT 3,10%; IR 2,90%; GR 4,25%)
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)
Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)
Tipo de cambio (EUR/USD): a 1,10 o inferior, comprar EUR; sobre 1,10, vender EUR.



COYUNTURA MACROECONÓMICA

ESPAÑA

Crecimiento previsto del PIB del 1,5% en 2024; del BPA del 4% y del PER hasta 11x. Recomendación: sobreponderar bolsa española. Ibex hasta 10.800-11.000

Factores macroeconómicos

La economía española, afectada por la ralentización de la economía mundial en los últimos meses y por la situación en la zona euro, ha mostrado con todo un aguante considerable. Su tasa de crecimiento trimestral, aunque decreciente a lo largo de 2023, fue del 0,3% en el tercer trimestre, y los datos disponibles apuntan a un avance similar en el cuarto. En cualquier caso, al final del tercer trimestre el PIB español se situaba 2,1 pp por encima de su nivel prepandémico, frente a los 3 pp que había avanzado el conjunto de la zona euro.

Entre las razones de tal resiliencia de la actividad económica cabe mencionar, por el lado de la oferta, la estructura sectorial de la economía española, con un amplio peso de los sectores relacionados con el turismo, y el menor impacto del encarecimiento de la energía en los costes industriales. Por el lado de la demanda, el principal soporte de la actividad económica ha sido la pujanza del consumo. La economía española también se beneficia del crecimiento demográfico, que responde enteramente al saldo migratorio neto.

Según las proyecciones económicas del Banco de España, el crecimiento previsiblemente se ralentizará en 2024 (al pasar del 2,4% en 2023 al 1,6% este año) para acelerarse ligeramente en 2025 (+1,9%) y 2026 (+1,7%). Estas cifras coinciden con nuestro escenario de referencia, que estima un crecimiento del PIB del 1,5% para 2024. El principal soporte de la actividad será la demanda interna. En un contexto de moderación de la inflación, el consumo se apoyará en el aumento de los ingresos en términos reales. Los últimos datos basados en encuestas revelan un mayor optimismo en la opinión de los consumidores sobre la economía a finales de 2023, con un nuevo repunte de la confianza en diciembre.

El sector turístico se ha recuperado por completo de las medidas impuestas con motivo de la pandemia y registró un récord de 84 millones de visitas de extranjeros en el año. El gasto medio por turista fue de 1.294 euros, lo que representa un incremento del 4,2% anual; por su parte, el gasto medio diario alcanzó los 173 euros (+4,1%). Todas ellas cifras superiores a las de 2019. Sin embargo, el crecimiento del empleo se moderará, en línea con la evolución de la actividad económica. Esto implica, no obstante, cierta recuperación de la productividad, el principal lastre de la economía española; en concreto, la productividad ha retrocedido un 7,3% en este siglo.

Inflación

La inflación previsiblemente aumentará ligeramente a principios de este año a medida que vayan eliminándose rebajas extraordinarias aplicadas a la fiscalidad de la energía. Esta será una de las razones por la que la subida de precios en España superará a la de la zona euro en los próximos meses, para después retomar la tendencia a la baja en la segunda mitad del año y cerrar 2024 con una inflación del 2,5%.

Próximo hito: los Presupuestos del Estado de 2024

La primera votación en el Congreso ha puesto de manifiesto una particular dinámica entre los partidos de la coalición gobernante que bien podría retrasar la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado. No cambia, con todo, nuestra previsión de un déficit fiscal inferior al 4% ni sobre la senda de reducción de la deuda sobre PIB, una ratio que esperamos que al cierre de este año baje del 110%.

También hemos de destacar que el Gobierno ha aprobado en el Congreso las reformas y leyes necesarias para recibir otros 10.000 millones de EUR de los fondos europeos NextGen para apoyar la inversión.

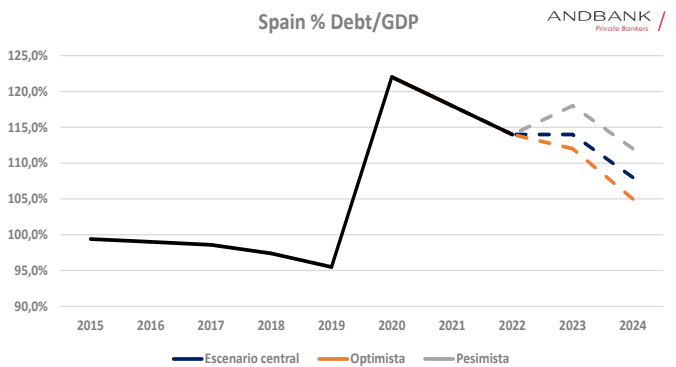
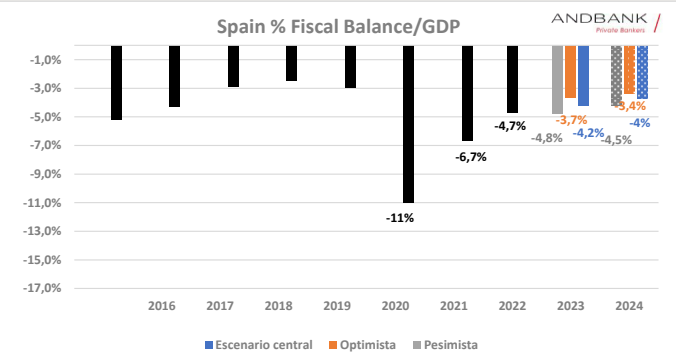
Mercado de renta variable

El índice selectivo IBEX, que cerró 2023 con una rentabilidad superior al 10%, se cuenta entre aquellos que han registrado mejor comportamiento en los dos últimos años. El principal factor impulsor de su revalorización residió en su composición; en particular, las ponderaciones de la banca (30% del índice) e Inditex (13% del índice) en 2023, y del sector de servicios públicos y el energético (25%) en 2022. Atendiendo a los fundamentales se observa una muy favorable evolución del beneficio por acción (BPA), que aumentó un 50% entre el tercer trimestre de 2021 y el tercero de 2023, con una sorprendente evolución del margen neto, que asciende ahora al 10,7%, el mayor en una década. El gran peso del sector bancario y la reciente inflación han estimulado los márgenes de beneficio de los componentes de un índice como el IBEX español.

Al aumentar los beneficios muy por encima de la cotización de las acciones, el PER del índice ha exhibido niveles extremadamente bajos en comparación con otros mercados desarrollados, cotizando en estos momentos a apenas 10 veces los beneficios. No sería raro ver en 2024 la primera expansión de este múltiplo de valoración desde la pandemia, acompañada de mayores beneficios gracias a la estabilidad de los precios energéticos y los altos tipos de interés, aunque el BPA podría crecer a un menor ritmo este año. En un entorno de tipos más bajos y creciente competitividad los márgenes impulsarían un índice con tamaño sesgo hacia el sector bancario como el español. Para este año esperamos un crecimiento del BPA inferior al 10%, si bien esta cifra podría ser mayor en el caso de que la economía no diese muestras de agotamiento en los próximos meses.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): SOBREPONDERAR





CHINA

A pesar de los estímulos, los rebotes bursátiles tienen interés táctico, pero la tendencia a largo plazo es bajista

Mercados financieros: el peso de China en el índice EM cae a mínimos históricos

El porcentaje que representa China en el índice MSCI Emerging Markets se redujo al 23,77% a 31 de diciembre, según cálculos de Bloomberg. Con ello marcó su menor peso en dicho índice desde 2017, antes de que las acciones de China continental se incluyeran en el mismo. Esto refleja el mal comportamiento del mercado, la reducción del posicionamiento inversor y las importantes salidas de capitales. El peso actual de China en el índice es unos 16 pp inferior al máximo que registró en 2020. Pero no sólo se trata de la disminución de peso en el índice, sino que los efectos de contagio económico de China a otros mercados también disminuyen, lo que permite a los inversores redirigir recursos hacia otros mercados, sean desarrollados o en desarrollo. Los responsables de estrategia también señalan que cualquier repunte se considera transitorio, con pocas posibilidades de detener un declive a largo plazo.

El regulador chino del mercado de valores (CSRC) ha pedido a algunos inversores que no vendan mientras perdure el episodio bajista. Mientras intentan estabilizar el mercado, los reguladores han vuelto a imponer restricciones a fondos de inversión y sociedades de valores para disuadirles de vender acciones. Se trata de un giro radical por su parte, pues acababan de levantar a finales de 2023 la prohibición de venta neta de acciones a los fondos de inversión. El caso es que la caída del mercado bursátil chino a comienzos de año ha vuelto a complicar las cosas a las autoridades. Según los analistas, la medida distorsiona el mercado y socava la confianza, además de que es harto improbable que imponer restricciones a las ventas netas vaya a mejorar el ánimo inversor.

La renta variable de Gran China se tambaleó al mantener el PBoC inalterado el tipo de interés de su MLF, decepcionando con ello las expectativas de bajadas de tipos

Los analistas no aprecian catalizadores que impulsen al alza las acciones. El Banco Popular de China (PBoC) mantuvo inalterado el tipo a un año de su facilidad de préstamo a medio plazo (MLF) en 2,50%, cuando se esperaba que lo recortase 10 pb. Las expectativas de una bajada de tipos reflejaban continuas apelaciones a las autoridades para que aumentasen los estímulos oficiales, ya que el crecimiento económico parecía seguir flaqueando. Los datos de crédito publicados pusieron de manifiesto la ralentización en diciembre de la concesión de nuevos préstamos bancarios hasta su tasa más baja desde como poco 2003, integrándose en una multitud de datos económicos que indican que la economía china se enfrenta a la atonía de la demanda de consumo y la confianza empresarial, así como a persistentes presiones deflacionistas.

El volumen de las operaciones bursátiles en China continental cayó a 611.000 millones de CNY (desde los 677.000 de la semana pasada), siendo los inversores extranjeros vendedores netos de acciones de China continental por valor de 355 millones de CNY.

En las elecciones de Taiwán William Lai (DPP) se hizo con la presidencia, pero perdió la mayoría en el órgano legislativo. Nauru, el país insular del Pacífico, cambió su reconocimiento diplomático de Taipéi a Pekín en lo que se consideró una maniobra de China ante esos resultados electorales.

La economía probablemente se ralentizará al 4,6% en 2024 y más todavía en 2025, albergando las empresas japonesas establecidas en China perspectivas sombrías

La encuesta de Reuters mostró que los economistas esperaban que el PIB chino se ralentizara al 4,6% en 2024 y que siguiera bajando hasta el 4,5% en 2025, lo que imprimió urgencia a los responsables de las políticas para poner en marcha más medidas de estímulo en plenas presiones deflacionistas y derrumbe del sector inmobiliario. La economía china probablemente creció en 2023 un 5,2%, alcanzando el objetivo de crecimiento anual del Gobierno gracias a unos efectos de base favorables. En el caso de las empresas japonesas establecidas en China, sus perspectivas sobre la economía china para 2024 eran sombrías. Según Reuters, alrededor de las tres cuartas partes de las 1.700 empresas japonesas encuestadas en China manifestaron expectativas de deterioro o estancamiento de la economía china para 2024. Los principales motivos identificados fueron la incertidumbre sobre las condiciones económicas de China y el pesimismo derivado de la debilidad de la demanda. Estos factores llevaron a casi la mitad de las empresas a mantener su inversión en China en los niveles actuales o a reducirlos a lo largo de 2023. Al mismo tiempo, la mitad de las empresas encuestadas seguía incluyendo a China entre los tres primeros países en 2024.

Geopolítica: militares e instituciones estatales chinas adquieren chips de Nvidia pese a la prohibición de EE.UU.

Según Reuters, el ejército y numerosas universidades y centros estatales chinos que investigan la IA adquirieron en el último año pequeños lotes de procesadores gráficos (GPUs) de Nvidia pese a la prohibición a su exportación impuesta por Estados Unidos: fueron muchas las que compraron y recibieron GPUs a través de terceros incluso una vez impuestas las restricciones. Además, ASML comunicó a principios de mes que el gobierno holandés había revocado la licencia de exportación que cubría el envío de algunos de sus equipos de fabricación de semiconductores a China. El Ministro de Comercio chino expresó su inquietud por las restricciones impuestas por EE.UU., que impiden a otros países exportar equipos de fabricación de chips a China.

Baidu ha desmentido que su gran modelo de lenguaje Ernie Bot, su ChatGPT, esté siendo utilizado por el ejército chino para probar sistemas experimentales de defensa basados en IA. Según la prensa local, los investigadores del Ejército de Liberación del Pueblo utilizan Ernie y el sistema Spark de iFlyTek para enseñar a la IA militar a enfrentarse a enemigos humanos impredecibles. De demostrarse que es cierto Baidu podría quedar sujeta a a nuevas sanciones por parte de EE.UU.

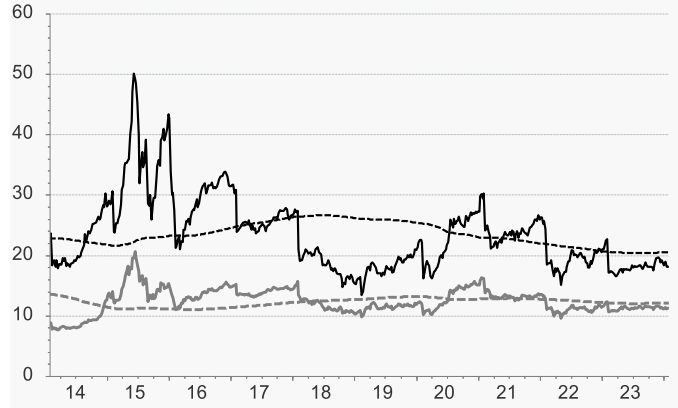
Bancos chinos endurecen las restricciones a Rusia. Al menos dos bancos con participación estatal están endureciendo la financiación a clientes rusos después de que Washington autorizara aplicar sanciones secundarias a instituciones financieras extranjeras que facilitasen la guerra de Rusia en Ucrania. Los bancos romperán los vínculos con clientes incluidos en la lista de sanciones y dejarán de prestar servicios financieros a la industria militar rusa. La mayor diligencia debida pone de relieve hasta qué punto está China cumpliendo las sanciones de EE.UU. a pesar de oponerse a ellas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable: Shanghái: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,0%)
Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE forward



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

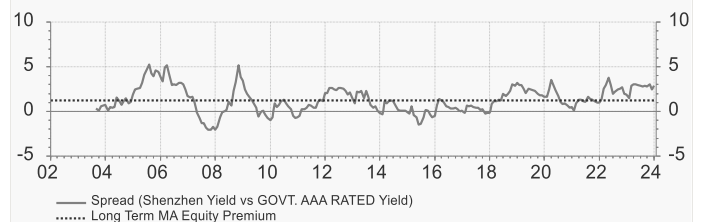
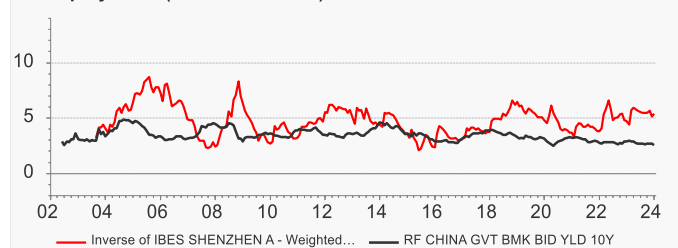
Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



JAPÓN

TSE publica una primera lista de las empresas que han anunciado planes para optimizar su estructura de capital

La sociedad rectora de la Bolsa de Tokio insiste en exigir mejorar las métricas de eficiencia del capital y el precio cotizado de las acciones

Según Jefferies, en torno al 47% de las empresas integradas en el índice general japonés Topix aún cotizan por debajo de su valor contable, cuando en Europa son el 18,4% y, en EE.UU., el 4,8%. Esta diferencia indica que las empresas japonesas tienden a mantener excedentes de caja y otros activos, como acciones de otras empresas, en lugar de utilizarlos para impulsar los beneficios o el precio de la acción.

La sociedad rectora de la Bolsa de Tokio (TSE) está promoviendo una reforma que obliga a las empresas a reconocer el lastre que representan sus bajos ratios precio/valor contable, para lo que insta a los equipos directivos a comunicar las causas de unos ratios bajos (relacionadas en su mayoría con estructuras de capital o financiación excesivamente complejas e ineficientes), así como las medidas que adoptarán para elevar el precio de su acción. Pretende con ello que las empresas identifiquen la situación y la admitan ante sus inversores. Esta medida es la última de varias reformas encaminadas a realzar el atractivo del mercado bursátil para los inversores. Las empresas han empezado a responder a estas exigencias de reforma y las recompras de acciones marcaron un máximo histórico el pasado mayo. Algunas, entre ellas Toyota Motor, anunciaron la venta de sus participaciones cruzadas. TSE publicó su primera lista de empresas que anunciaron planes para mejorar la eficiencia del capital y la cotización de la acción, y que incluía 660 (el 40%) de las 1.656 cotizadas en el mercado principal de la Bolsa de valores de Tokio. Otras 155 empresas (9%) están considerando adoptar medidas (en julio fueron el 20% y 11% respectivamente). De 1.649, 300 (19%) ya anunciaron medidas o están considerándolas. TSE actualizará mensualmente la lista y a principios de febrero destacará los mejores ejemplos de divulgación corporativa.

Esta iniciativa de publicar la lista no sólo es relevante para las empresas sino también para los inversores, que sabrán ahora cuáles de ellas se toman en serio acometer dichos cambios. Esto debería brindar apoyo al mercado, ya que su actualización mensual pondrá de manifiesto que cada vez son más las empresas que atienden a los intereses de sus accionistas.

El nivel de valoración de las acciones se normaliza, augurando nuevas alzas

Nikkei analizó el repunte bursátil de la primera quincena de enero, que devolvió los PER a su media histórica. El impulso se atribuyó en gran medida al optimismo sobre las mejoras del programa NISA. En nuestra opinión, esa apreciación general ha empezado a corregir la infravaloración que lleva un tiempo aquejando al mercado japonés. El PER a 12 meses de los integrantes del mercado principal pasó de 15,1x a finales de 2023 a casi 15,9x, cerca por tanto de la media de 10 años de la antigua Primera Sección de la Bolsa de Tokio (16,2x).

Expectativas de crecimiento del PIB sin apenas cambios: se prevé un crecimiento bajo y una inflación por debajo del objetivo del BoJ en el primer trimestre de 2026

El PIB posiblemente creció a una tasa anualizada del 1,15% en el cuarto trimestre de 2023, tras la sorprendente contracción del 2,9% en el trimestre anterior. Las proyecciones trimestrales cambiaron poco respecto a diciembre, cuando fueron de crecimiento del 1,19% en el cuarto trimestre. El período de previsión se amplió hasta el año fiscal 2025, manteniéndose estable la trayectoria de crecimiento del PIB en torno al 0,8%. Las previsiones para el IPC subyacente tampoco cambiaron mucho, si bien se anticipó que la trayectoria trimestral se moderaría hasta situarse en el primer trimestre de 2026 por debajo del objetivo del 2% del Banco de Japón.

Confianza inversora

Los sucesivos cierres al alza han llevado a los índices japoneses a máximos de 33 años. Ahora se habla de fuertes liquidaciones de opciones y de una serie de indicadores técnicos negativos (gráficos de velas, desviación de la media móvil de 25 días y un ratio *toraku* elevado que apunta a condiciones de sobrecompra del mercado). Aun así, la confianza inversora se apoya en la reforma del TSE y en su lista de empresas dispuestas a mejorar la eficiencia del capital. Por lo que respecta al tipo de cambio, el yen se mantiene firme, habiéndose apreciado en diciembre de 151 unidades por dólar a 141, aunque cedió algo en la segunda semana de enero.

Las nuevas previsiones económicas del BoJ siguen apuntando a la normalización de la política monetaria

Según antiguos miembros del BoJ, un aumento salarial del 4% allanará el camino para una subida de tipos, con el BoJ totalmente preparado para poner fin a su política de tipos negativos (NIRP). Sin embargo, las subidas deberían ser modestas mientras sigan al alza las quiebras, que en 2023 se incrementaron un 35,2% (8.690 casos) en empresas con deudas superiores a 10 millones de JPY (68 millones de USD), su segundo incremento anual consecutivo. El informe hace referencia al aumento de los costes laborales debido a la escasez de mano de obra, sobre todo en la industria de la construcción, y al encarecimiento de las materias primas y la energía. Los casos aumentaron en los 10 sectores incluidos en la encuesta, destacando servicios con 2.940 casos más (+41,7%).

Además, la previsión de inflación subyacente para el año fiscal 2024 probablemente se revisará a la baja, del 2,8% actual al objetivo del 2%, debido al abaratamiento del crudo, reflejando el optimismo sobre el progreso sostenido en la consecución sostenible del nivel objetivo, pese a la política NIRP. Es poco probable que se revisen significativamente las previsiones de inflación excluidos alimentos frescos y energía, actualmente del 1,9% para los ejercicios 2024 y 2025. Y, tras la fuerte contracción del tercer trimestre, es probable que se revise a la baja la estimación de PIB del 2,0% para el año fiscal 2023.

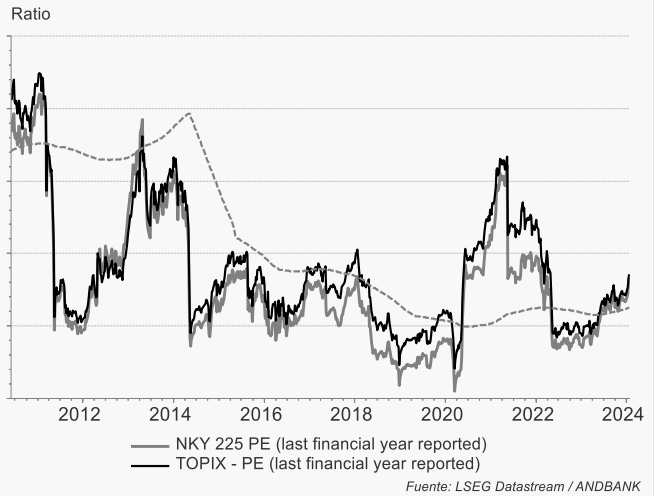
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

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

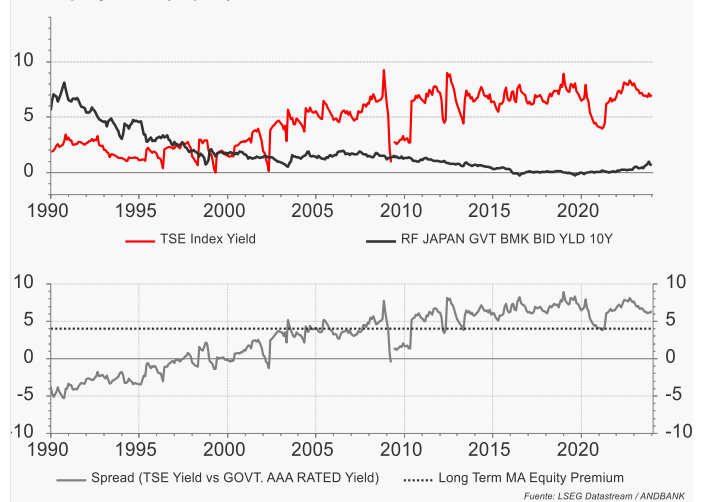
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 140)

Japan Nikkei 225 price / earnings



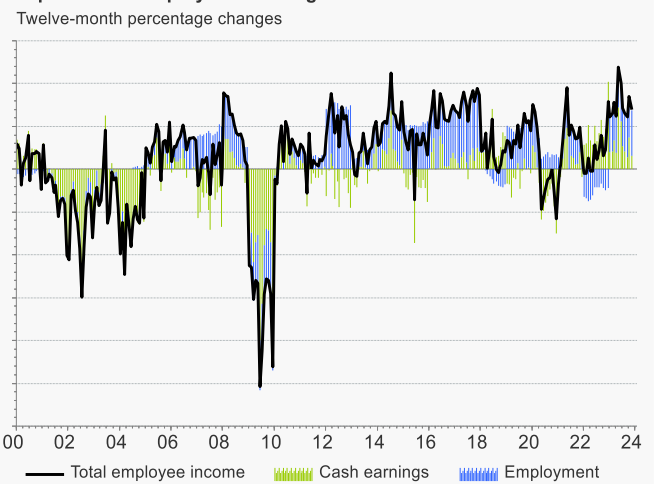
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan - Total employee income growth



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



INDIA

El BJP, partido pro-mercado, recibe en las elecciones estatales un notable impulso de cara a las generales

El resultado de las elecciones estatales favoreció al BJP más de lo anticipado

El BJP obtuvo una victoria decisiva en tres de los cuatro estados (Madhya Pradesh, Rajasthan y Chhattisgarh), con el Partido del Congreso ganador en Telangana. Estos resultados estatales proporcionan un impulso significativo al BJP de cara a las elecciones generales, convocadas en India para abril-mayo de este año. La fuerte posición del BJP en estados clave como Madhya Pradesh, Rajasthan, Gujarat y Uttar Pradesh fomentará un tono más optimista en el mercado, que se justificaría por la continuidad de las políticas, la agenda de reformas, el desarrollo y el crecimiento económico. El BJP puede ahora, de cara a las elecciones generales, centrarse más en el aspecto social y en planes relacionados con el bienestar.

La fortaleza económica de la India se refleja en varios indicadores clave

El crecimiento del PIB, del 7,7% en la primera mitad del año fiscal 2024, estuvo impulsado por la sólida dinámica del sector manufacturero y la inversión, debido en parte a los impresionantes beneficios de las empresas del Nifty50 en el primer semestre del año fiscal 2024. La producción industrial (medida por el PII) creció un 10,3% interanual en agosto de 2023, su mayor tasa de crecimiento desde junio de 2023 (el aumento en julio fue del 6,0%). El sector manufacturero creció un 9,3%, minería un 12,3% y electricidad un 15,3%. Las tendencias positivas continuaron a finales de 2023, como reflejan datos recopilados con alta frecuencia como la recaudación del impuesto sobre bienes y servicios (GST), las ventas de automóviles, la demanda de energía y las encuestas a directores de compras (PMI). Las favorables condiciones a nivel mundial, con la estabilización de los tipos de interés, los precios del crudo Brent y los rendimientos de los bonos, respaldan adicionalmente las perspectivas económicas de la India. El índice PMI del sector manufacturero se desaceleró en octubre (pasando a 55,5, desde 57,5 en septiembre) en reflejo del menor aumento de las carteras de pedidos, pero con todo aún en un nivel expansivo razonable. El PMI de servicios también cayó, pero mantuvo un impresionante 58,4 en octubre. Según datos oficiales, el índice agregado de las ocho industrias principales ganó un 8,1% en septiembre de 2023, frente al 8,3% de septiembre de 2022. Las ocho registraron crecimiento positivo, salvo refino de petróleo, que se contrajo un 0,4% en septiembre de 2023.

La inflación (medida por el IPC) cayó del 6,83% en agosto de 2023 al 5,02% en septiembre, ayudada por la significativa desaceleración en los precios alimentarios, y se situó en el tope del rango del Banco de la Reserva de la India (RBI).

El impulso del mercado de valores indio se mantendrá hasta las elecciones

Los beneficios empresariales del primer semestre del año fiscal 2024 (que comenzó en abril) fueron impresionantes: aumentaron un 30% interanual. Su tasa de crecimiento previsiblemente se estabilizará alrededor del 20% interanual en el segundo semestre. De aquí a 12 meses, y contando con una leve expansión del PER (de 20x a 21x) debido a las expectativas de victoria política del BJP y de continuidad de su agenda pro-mercado, pensamos que el índice Sensex debería cotizar entre los 78.000 y 80.000 puntos (actualmente está en 73.000). Además, las perspectivas sobre la evolución de los tipos de interés estadounidenses y los sólidos datos del PIB del segundo trimestre de la India (con previsiones actualizadas del PIB para el año fiscal 2024) han contribuido a unas perspectivas optimistas para las acciones indias. Asimismo, el que los tipos de interés toquen techo en todo el mundo estimulará los flujos de inversión desde el extranjero hacia India. Desde que se anunciaron los resultados financieros el 3 de diciembre, los mercados han ganado un 8-9% (a 15 de enero de 2024), un impulso que tiene visos de mantenerse hasta las elecciones generales de abril-mayo de 2024.

Cabe preguntarse por cómo habría que invertir en este entorno. Las empresas de pequeña y mediana capitalización bursátil (con revalorizaciones del 24% y 30%, respectivamente) batieron significativamente a las de gran capitalización (4,5%) el año pasado. Su mejor comportamiento se atribuye a unos niveles de valoración atractivos durante la pandemia y a las expectativas de que serán las que más se beneficiarán del fuerte crecimiento económico. Si bien es cierto que algunos podrían considerar elevados estos niveles de valoración, la realidad del país es muy diferente a la de hace 10 años, por lo que debería restarse importancia a los análisis históricos. Dicho esto, la valoración actual del índice de mediana capitalización es de 21,8x, frente a su PER medio de largo plazo de 15,8x, lo que implica una prima de valoración del 38%. De manera similar, la valoración actual del índice de pequeña capitalización es de 18,4x, frente a su PER medio de largo plazo de 14,1x, que supone una prima del 30%. Pese a todo, persiste el potencial de revalorización a largo plazo de las empresas de pequeña y mediana capitalización, por mucho que la relación rentabilidad-riesgo se haya reducido al haber aumentado los PER. La rentabilidad a corto plazo en estos segmentos puede ser moderada, por lo que parece que ha llegado el momento de reorientar la cartera de inversiones en India hacia valores de mayor capitalización. Identificaremos el vehículo conducente a este objetivo para adquirir exposición a este segmento del mercado en nuestros mandatos discrecionales.

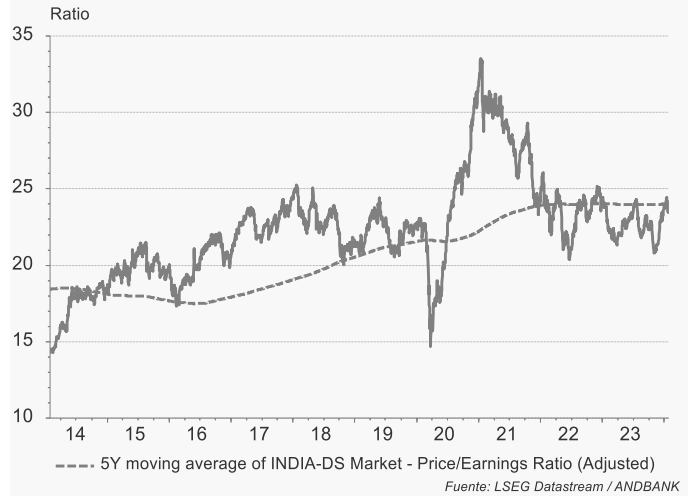
El banco central de la India mantiene su tipo repo en el 6,50%

Los seis miembros del Comité de Política Monetaria del Banco de la Reserva de la India, en su cuarta revisión bimestral de la política monetaria del año fiscal 2024, votaron por unanimidad mantener inalterado en el 6,50%, por cuarta vez consecutiva, el tipo oficial de sus operaciones repo. El Comité reiteró su intención de retirar la acomodación de forma que la inflación pudiera ir ajustándose progresivamente al objetivo sin perjudicar el crecimiento. Esto parece avalar la importancia de reorientar la cartera de inversiones hacia posiciones de mayor capitalización.

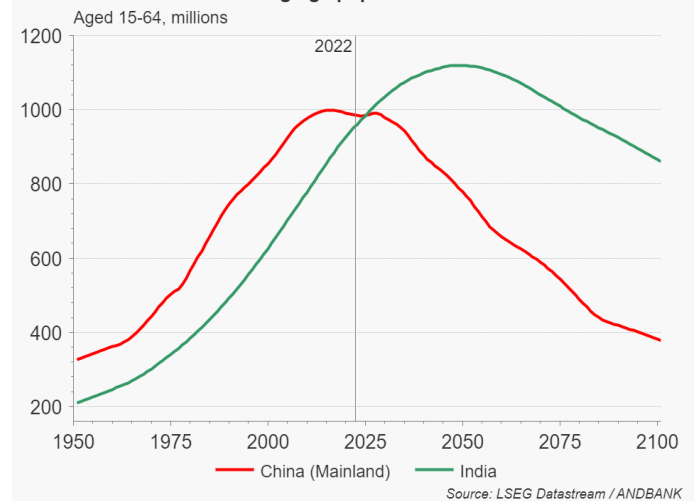
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,5%)
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 82)

India Datastream index Price Earnings Ratio



China vs India: Working-age population



EPS (Trailing & Forward)





VIETNAM

La IED se disparó hasta doblar la media de cinco años y el mercado bursátil ofrece un buen punto de entrada

El comercio es un factor clave y sugiere una elevada competitividad industrial

La actividad comercial fue un factor positivo en los últimos meses, especialmente en octubre, a medida que la economía vietnamita seguía recuperándose. Las exportaciones sumaron 32.300 millones de USD (+5,3% interanual) y, las importaciones, 29.300 millones (+2,9% interanual). Gracias al excelente resultado de las exportaciones de componentes electrónicos y productos agrícolas el superávit comercial de Vietnam asciende a 24.600 millones de USD en lo que va de año (con 3.000 millones en octubre), lo que equivale a un superávit del 8,74% del PIB en estos 10 meses (en términos anualizados, al 10,5% del PIB). Estos resultados comerciales se asientan firmemente en la producción industrial, que creció un 5,5% en el mes y un 4,1% interanual. El sector servicios floreció, con un crecimiento de las ventas minoristas del 1,5% mensual y del 7,0% interanual; en cuanto a las entradas de turistas, rondaron los 10 millones en los diez primeros meses de 2023, 4,2 veces.

La IED dobló la media de 5 años. El banco central no seguirá a otros de la región en las subidas de tipos. Entorno monetario favorable para la renta variable.

La inflación subió la mínima en el mes (+0,1 pp) y un 3,6% interanual, por lo que no es motivo de alarma, quedando el repunte en los precios de arroz y carburantes compensado por el abaratamiento de los alimentos (porcino). Las entradas de capital en Vietnam han aguantado bien tanto en comercio como en remesas e inversión, sobre todo tras la visita de Estado del Presidente Biden. La IED comprometida en octubre ascendió a 5.500 millones de USD, el doble de la media de los últimos 5 años. Nuestra opinión es que el VND, por factores fundamentales, es una moneda sólida y que el banco central (SBV) mantendrá su compromiso de priorizar el crecimiento mientras asegura la estabilidad de los principales indicadores económicos.

Moneda nacional estable y exposición limitada a divisas

El fortalecimiento del dólar provocó salidas generalizadas de capitales desde Asia, lo que indujo cierta volatilidad en el mercado de divisas. El VND perdió un 1,1% en octubre pero, con una depreciación del 3% en lo que va de año, se mantiene relativamente estable. Tras la reciente pausa de la Reserva Federal, el tipo de los fondos federales sigue en 5,25%-5,50%, lo que contrasta con la reducción de los tipos de interés de los préstamos en VND del 2,0%-2,2% en lo que va de año. Resulta tranquilizador que la exposición de Vietnam al riesgo cambiario sea relativamente baja (sólo el 35% del PIB). Sin embargo, las empresas vietnamitas necesitarán una gestión prudente de flujos de caja y refinanciar deuda, encontrando idealmente el equilibrio entre el apalancamiento interno y el externo.

La Asamblea Nacional de Hanói fijó objetivos socioeconómicos y definió varias normativas en materias clave con un marcado sesgo favorable al crecimiento

La sesión de la Asamblea Nacional, en la que se fijan los objetivos socioeconómicos para 2024, incluye un objetivo de crecimiento del PIB del 6,0%-6,5%. Esto equivaldría a un PIB per cápita de 4.700 a 4.730 dólares, manteniendo el déficit presupuestario del Estado por debajo del 4% del PIB. La inflación media se mantendrá por debajo del 4,0%-4,5%, con un crecimiento del crédito superior al 15%. También se prevén importantes mejoras normativas: la Ley del Suelo, la de la Vivienda y la del Sector inmobiliario se modificarán sustancialmente e impulsarán de manera decisiva el país hacia sus objetivos de crecimiento económico para 2024.

Panorama del mercado: el VNI está barato y ofrece buena oportunidad de compra

El índice VNI dio en octubre continuidad a la caída de septiembre, acumulando en esos dos meses un descenso del 10%, la mayor caída bimestral desde septiembre de 2022. Vietnam no fue el único país cuyo mercado registró pérdidas, ya que la mayoría de homólogos regionales e índices occidentales registraron caídas superiores al 10%. Las inquietudes que empañaron la confianza inversora en septiembre y octubre, como las operaciones de gestión monetaria en forma de continua emisión de letras por el SBV y el alza de tipos interbancarios (malinterpretada como endurecimiento de la política), siguieron minando el ánimo de los inversores a lo largo de octubre. Sin embargo, en la segunda quincena de octubre vencieron 4.500 millones de USD en letras, con nuevas emisiones por 2.000 millones, lo que representa una inyección neta de 2.500 millones de USD. El temor a que suba el índice del dólar (DXY) y la preocupación por los tipos de la Fed siguieron ensombreciendo los resultados.

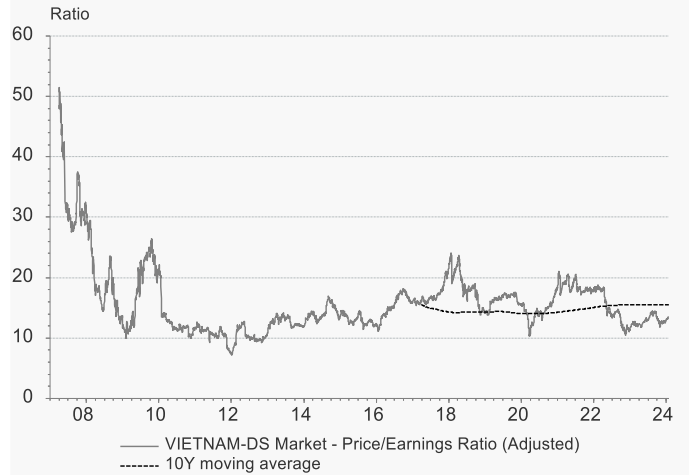
En un análisis más estructural, la relación entre los valores bursátil y contable del conjunto del VNI ronda 1,5x, un nivel no visto desde la pandemia. A la vista de la relajación de la política monetaria, el VNI estaría ahora infravalorado, como demostraría el cambio desde ventas netas extranjeras a compras netas por valor de 15,9 millones de USD entre el 30 de octubre y el 7 de noviembre, al considerarlo un buen punto de reentrada. El índice VNI halló soporte en el nivel de los 1.085-1.100 puntos, logrando con todo superar a la mayoría de mercados emergentes; sin embargo, el 26 de octubre el mercado registró un fuerte volumen de órdenes de venta de VHM (Vinhome), el mayor promotor inmobiliario vietnamita, cuando la empresa Matrix Vingroup emitió bonos canjeables a 5 años con una opción de conversión en acciones de Vinhome. Esto desencadenó otro episodio vendedor en octubre, motivado por el pánico, en el índice VNI.

Las 80 empresas del universo de análisis han presentado ya sus resultados del tercer trimestre, con crecimiento agregado del beneficio neto después de impuestos estable (0,5% interanual). Resulta alentador que aumenten tanto ingresos como BAIL, con un incremento de los ingresos que ronda el 5% interanual y del BAIL de casi el 9% interanual. Hay dos razones principales por las que el resultado neto después de impuestos aún no despegue, aunque podría hacerlo en un futuro próximo. La primera es el hecho de que, tras la depreciación de la divisa a partir de junio, las cuentas de resultados acusaron las mayores provisiones para préstamos de empresas de elevada capitalización con deuda denominada en USD. La segunda es que el sector financiero, en particular el bancario, sigue contribuyendo con fuerza a los beneficios. Los resultados, sin embargo, son inferiores a las previsiones trimestrales, en parte por el impacto del sacrificio de beneficios de la banca comercial participada por el Estado para apoyar con tipos preferentes la recuperación económica. Por último, los valores de los sectores de TI, energía, metales e industriales registran buenos resultados, y peores los de consumo, conglomerados, química y servicios públicos. El sector inmobiliario está en línea con las expectativas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

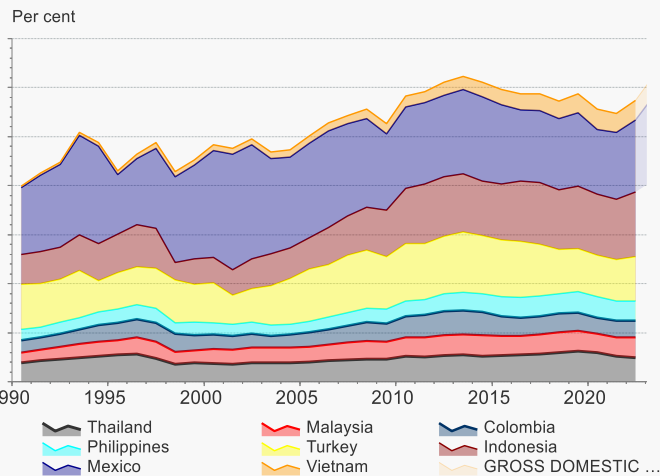
Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



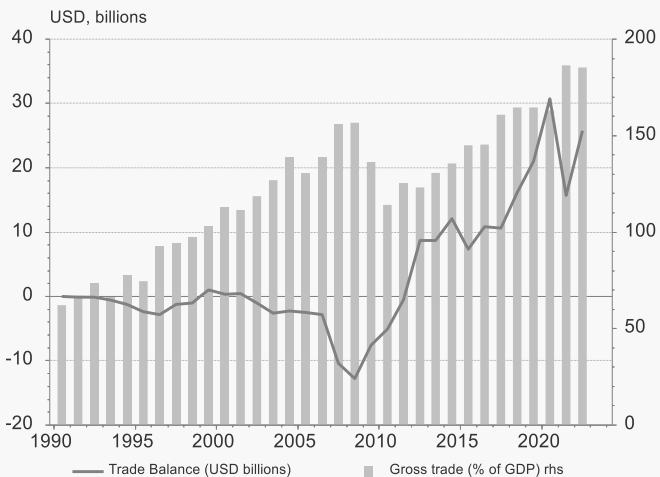
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Other EMs share of world GDP



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Vietnam Gross Trade & Trade Balance



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



ISRAEL

La guerra entra en la fase final. La política fiscal será restrictiva, y la política monetaria tampoco ayudará. Cautela en este mercado de equity. Neutral en bonos.

Israel: ¿Entrando en la fase final de la guerra en Gaza, y con ello, se abre el camino hacia una desescalada en la región?

La intensidad de la guerra venía disminuyendo, y las fuentes oficiales del ejército israelí pronosticaban que durante el año 2024 la actividad militar disminuiría gradualmente y se fijaría un escenario caracterizado por actividades específicas; no por una operación militar amplia y poderosa como la llevada a cabo desde principios de octubre. Una señal de la moderación de la tensión es que muchas fuerzas de reserva venían siendo liberadas en las últimas semanas, lo que está ayudando ya a que la economía regrese gradualmente a una actividad normal. La confirmación ayer de la muerte de 24 militares israelíes en el centro de Gaza tras un ataque de milicianos pone en riesgo todo, amenaza con alargar el conflicto, y retrasar la fase de "nueva normalidad". Sin embargo, ya existen varios indicadores económicos que señalan que se está produciendo una normalización de la economía en Israel. La encuesta empresarial para el mes de diciembre indica una mejora significativa en los sectores industriales, comercio minorista y servicios, si bien, los datos de hostelería y construcción siguen siendo muy débiles. El Jefe de Economistas del Ministerio de Finanzas, Shmuel Abramzon, estimaba que la economía de Israel crecerá un 1.6% en 2024 en su escenario base si la guerra dura hasta mayo de este año.

¿Cómo puede afectar a los mercados el desenlace de este conflicto?

Una forma de averiguar lo que puede pasar es conocer los intereses y necesidades de los agentes afectados, y a partir de ahí, derivar sus acciones. Por parte de Israel, por supuesto, está la necesidad de asegurar que el 7-O no se repetirá. En ausencia de garantías diplomáticas para resolver esta amenaza, prevalece la continuidad de una ofensiva militar; también en el sur del Líbano si es que Israel considera a Hezbollah como un riesgo intolerable. Sin duda, ello nos arrojaría hacia un conflicto extendido y de mayor intensidad, con mayor posibilidad de acabar en una colisión regional; lo que sería malo para el apetito global por el riesgo, y malo para los mercados. No obstante, encontramos algunos argumentos por los que este escenario podría ser poco probable. En primer lugar, Israel ya intervino militarmente en el sur del Líbano en el 78, 82, 2000 y 2006 para establecer un "buffer" de seguridad, sin éxito, por cierto. Muy probablemente tampoco tengan éxito ahora y, siendo consciente de ello, es legítimo pensar que Netanyahu no optará por abrir esa puerta. Del otro lado, y en la incómoda tarea de analizar las necesidades de Hezbollah, uno concluye que las posibilidades de una escalada también se desvanecen. Este grupo aspira a predominar como fuerza política en el Líbano, y para ello debe mantener su prestigio y su capacidad. Esto es. Evitar una degradación sustancial, como la que estaría experimentando ahora Hamás. Creo que no erramos si decimos que está en el interés de ambas partes mantener la tensión en un rango bajo de intensidad.

Analizando la cuestión bajo una lógica coste-beneficio, la guerra está teniendo consecuencias económicas de gran alcance para Israel, cuyos efectos se sentirán aún durante muchos años, de acuerdo a nuestro equipo en Tel Aviv. Actualmente, el costo total de la guerra para Israel se estima en más de 200 mil millones de NIS (New Israeli Shequel), aproximadamente 54 mil millones de USD, sólo hasta la fecha. Esto incluye no solo el costo directo de la guerra, sino también la reconstrucción de las ciudades y asentamientos que fueron dañados el 7-O. Esto es importante si tenemos en cuenta que Israel cerró el año 2023 con un déficit fiscal del 4.2%, dejándola prácticamente sin margen antes de deteriorar las finanzas públicas de forma irreversible. La guerra ha revelado muchas deficiencias en el ejército: la falta de preparación adecuada en términos de equipamiento militar y también en cuanto al tamaño de la fuerza necesaria para llevar a cabo las tareas de defensa del país. Parece que el presupuesto de defensa se incrementará en los próximos años en una medida considerable y las estimaciones oficiales del ejército sugieren que se necesitará un aumento presupuestario de aproximadamente 59 mil millones de USD en los próximos cuatro años; lo que representa un aumento del 60% en comparación con el presupuesto actual. Esto requiere que el gobierno tome decisiones difíciles, y entre esas decisiones se encontrará la propia voluntad de mantener vivo el conflicto, a pesar de ser Israel el que tiene mayor incentivo a seguir un curso de acción agresivo. Sin duda, la pesada losa económica tendrá un papel relevante a la hora de reducir la acción militar. Y eso puede ayudar a volver a una cierta distensión. El gobierno debe aprobar el presupuesto de 2024 antes del 19 de febrero. La falta de aprobación del presupuesto para esa fecha automáticamente hará que el gobierno caiga (si bien existe una alta probabilidad de que el gobierno no sobreviva mucho más tiempo). Siguiendo en esta óptica de coste-beneficio, el gobernador del Banco de Israel expresó que "si el gobierno no toma decisiones difíciles, el Banco de Israel no reducirá la tasa de interés". Entre esas decisiones difíciles está por supuesto la reducción del gasto, y el primer ministro deberá decidir entre reducir el gasto militar o el gasto en otras partidas. Difícil, sin duda. Efectivamente, el Banco de Israel redujo la tasa de interés en diciembre en 25 puntos básicos, siendo en cierta manera, un "alivio" para el gobierno en su campaña militar. La advertencia de que nuevas rebajas en los tipos de interés dependerán de las medidas fiscales (restrictivas) a tomar por el gobierno implican que el Banci Central no va a facilitar el financiamiento de la operación militar. Podría haber más prisa por acabar con el conflicto, que lo contrario. De ser así, serían buenas noticias para los mercados internacionales.

Renta variable

El mercado israelí siguió registrando buenos resultados, con el índice de empresas de pequeña capitalización subiendo casi el 15% desde noviembre. Pese a esto, el mercado israelí sigue cotizando a niveles de valoración atractivos respecto al pasado reciente y a otros mercados de países desarrollados. No obstante, y considerando el alto nivel de incertidumbre, preferimos aguardar a la evolución de los acontecimientos antes de recomendar sobreponderar.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



BRASIL

El año comienza con una combinación de buenas y malas noticias. Moderadamente positivos en el mercado

Primero, las buenas noticias...

El Informe Focus, que recoge los resultados de la última encuesta del BCB a un centenar largo de centros de investigación económica brasileños, puso de manifiesto una mejoría general en las previsiones del mercado para 2024. Quienes respondieron a la encuesta prevén que la inflación terminará el año en el 3,9%, alejándose del límite superior del 4,5% y acercándose al centro del rango objetivo del 3,0. Esto sería mejor que lo sucedido en 2023, que cerró con la inflación en el 4,62%, justo por debajo del anterior techo del 4,75% (objetivo: 3,25%).

Las expectativas de crecimiento se mantuvieron básicamente sin cambios, con una previsión media de PIB para 2024 en torno al 1,6%. Tras un sorprendente crecimiento que rondó el 3,0% en 2023 (a la fecha de este informe aún no se ha publicado la cifra oficial), numerosos analistas barajan la posibilidad de que las reformas de años anteriores hayan elevado el PIB potencial, que llevaba toda una década deteriorándose. Sería una excelente noticia, aún por confirmar.

El Informe muestra asimismo que los encuestados esperan que el real brasileño traspasará el umbral psicológico de las 5 unidades por dólar, muy probablemente debido al reciente cambio de postura de la Fed. Powell, su presidente, y los *diagramas de puntos* insinúan que las subidas de tipos han terminado, por lo que el siguiente paso sería pasar al modo de recorte de tipos, lo que debilitaría al dólar.

Los encuestados también esperan un superávit comercial de al menos 75.000 millones de USD en 2024, que sería inferior al superávit récord de 2023 que rozó los 100.000 millones de USD. La diferencia respondería a la menor demanda de China, el principal socio comercial de Brasil.

...y luego algunas que no lo son tanto

La situación fiscal para 2024 será muy complicada, ya que el marco fiscal de Haddad establece un objetivo de déficit cero para el año. En noviembre, el déficit primario de 12 meses alcanzó los 131.000 millones de BRL (1,2% del PIB), con el 90% del déficit incurrido a nivel federal. Dicho de otro modo: el presidente Lula y su gabinete tienen que encontrar la forma de ahorrar este año más de 100.000 millones de BRL.

Lograr ese ahorro exigiría del Gobierno aplicar duras medidas de restricción fiscal, tales como revisar partidas de gasto no discrecional, regular la reforma fiscal y, posiblemente, restablecer impuestos en algunos sectores. Ahora bien, se trataría de medidas que podrían tener efectos negativos sobre el crecimiento económico, la inflación y el empleo justo en un año electoral. En efecto, las 5.568 ciudades de Brasil elegirán en 2024 alcaldes, vicealcaldes y concejales, unos 70.000 cargos en total a una sola vuelta electoral.

Lula ha indicado que es esencial que su partido, el *Partido dos Trabalhadores* (PT), y los aliados que facilitaron su elección en 2022, cuenten con todo el apoyo oficial para optar a hacerse con el mayor número posible de alcaldías. Para los diputados que representan al partido en cada región esto implica aumentar, no reducir, el gasto fiscal.

El mercado tiene todo esto muy presente y está a la espera de la revisión fiscal prevista para marzo de este año. La previsión es que el Gobierno revisará al alza el objetivo fiscal para 2024 y situará el déficit en el 0,5%. Los analistas piensan que el nuevo objetivo es factible y, lo que es más importante, propicia una senda de superávit en los próximos años. Sin embargo, como se ha mencionado, lograr ese objetivo es importante para acreditar una actitud de responsabilidad fiscal, algo que Lula hasta ahora no ha hecho. Por lo tanto, la situación fiscal de Brasil plantea a Lula una disyuntiva entre los objetivos a corto y a largo plazo.

Asignación de activos

La continua relajación de la política monetaria (el tipo de interés oficial previsiblemente bajará del 11,75% actual al 9% a finales de 2024) debería propiciar un buen año para quienes asuman riesgo en Brasil. En el pasado los ciclos de recorte de tipos de interés han mostrado una fuerte correlación con rentabilidades superiores al Certificado de Depósito Interbancario (CDI, el índice de referencia principal de la cartera en Brasil) tanto para la renta fija como para la variable.

Así sucedió en 2023, cuando los tipos se redujeron 200 pb (del 13,75% al 11,75%): el Ibovespa se revalorizó un +22,3%, el índice IMA-B (deuda pública vinculada a la inflación) un +16,1% y el índice IRF-M (deuda pública a tipo fijo) un +16,5%, frente al +13% que rindió el CDI. Los únicos que obtuvieron peores resultados en 2023 fueron los fondos *multi-mercado*, que tuvieron uno de sus peores años (con una rentabilidad un 2,9% inferior a la del CDI) en una década. La mayoría de gestores arrancaron 2023 siendo muy pesimistas sobre Brasil y luego no acertaron a generar ganancias suficientes en mercados internacionales con las que compensar su menor exposición a los activos brasileños.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Ibovespa): SOPREPONDERAR

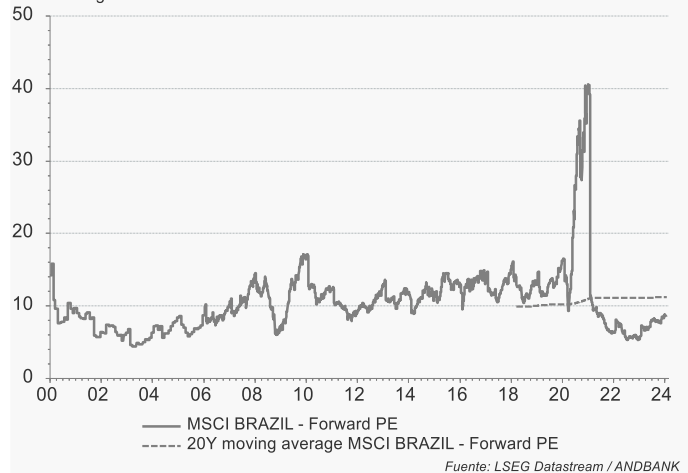
Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 700 pb; rend. obj.: 11.2%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 250 pb; rendimiento obj.: 6.75%)

Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,00)

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

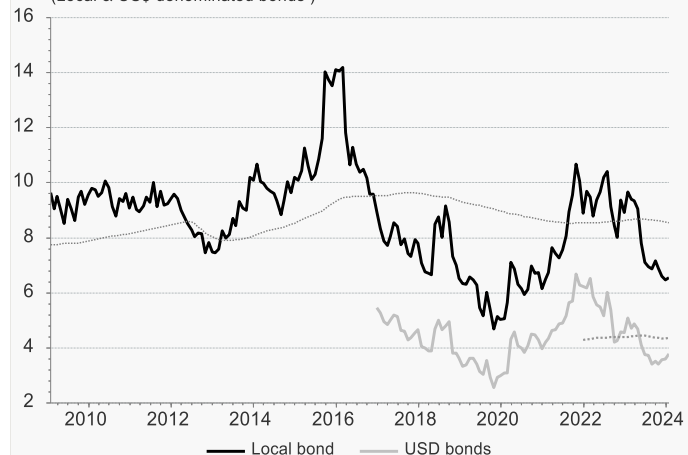
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



MÉXICO

Actividad económica satisfactoria. Incertidumbre en el frente fiscal en el nuevo año. Visión favorable.

Banco central

Banxico cerró el año manteniendo su tasa de política monetaria en 11,25%. El acta de la última reunión muestra que su Junta de Gobierno sigue inclinándose por aplicar un recorte de tipos en los primeros meses de 2024 alegando que, tras el ciclo de subidas instrumentado, y teniendo en cuenta tanto las expectativas de inflación como la inflación subyacente, el tipo real *ex ante* de hecho ofrece margen para iniciar el proceso de bajada de tipos. El mercado estima en estos momentos que tal reducción sería este año de entre 175 y 200 puntos básicos. El Banco central de México revisó al alza sus previsiones de inflación subyacente para todos los trimestres del periodo comprendido entre el cuarto trimestre de 2023 y el cuarto de 2024, manteniendo la previsión de que esta medida de inflación convergerá hacia su meta de largo plazo alrededor del segundo semestre de 2025.

Inflación y actividad

La actividad económica sigue manteniendo una senda de crecimiento tendencial superior a la prevista. En el tercer trimestre de 2023 el PIB creció un 3,3% respecto al mismo periodo del año anterior y un 1,1% respecto al segundo trimestre de 2023, encadenando de este modo ocho trimestres de crecimiento consecutivos. Además algunos indicadores correspondientes al último trimestre del año, como producción industrial, balanza comercial y gasto de consumo, permiten inferir que esa tendencia se mantuvo en los últimos meses del año.

La inflación, por su parte, terminó el año por encima de lo estimado por el Banco central, marcando el 4,66% interanual en diciembre (+0,71 pp en el mes) tras haber tocado en octubre su mínimo de los dos últimos años (4,26% interanual). El repunte del IPC general estuvo impulsado por los componentes con mayor volatilidad, como los precios de productos agrícolas, y por los precios de servicios públicos con tarifas reguladas, que habían permitido al Gobierno contener la inflación general al haber sido más limitada su subida en meses anteriores. El índice del componente subyacente cerró el año en el 5,09% interanual, muy por encima del objetivo del Banco central.

Situación política y política fiscal

El año 2023 se cerró con las finanzas públicas equilibradas, financiándose los aumentos del gasto en proyectos de infraestructura y programas de asistencia pública con los ingresos obtenidos por la mayor recaudación fiscal. Como resultado, el saldo fiscal primario rondó el 0% del PIB. Para este nuevo año es importante recordar que el pleno del Congreso ya aprobó sin mayores cambios el proyecto de presupuesto al votar la Ley de Ingresos y Egresos de la Federación, una propuesta que incluye un aumento de las principales medidas de déficit público.

Como ya mencionamos en nuestro análisis anterior, ya se conocen los candidatos oficiales para las elecciones presidenciales de 2024. Por el actual partido gobernante, *Morena*, la candidata será la ex jefa de gobierno de Ciudad de México, Claudia Sheinbaum, que a la fecha es quien tiene mayor probabilidad de hacerse con la presidencia. La principal fuerza de la oposición (una alianza de varios partidos, entre ellos el PRI y el PAN) llevará de candidata a la senadora Xochitl Gálvez, mientras que el partido *Movimiento Ciudadano*, actualmente tercero en las encuestas, estará representado por el actual gobernador del estado de Nuevo León, Samuel García.

Mercados financieros

Renta variable. Mantenemos una perspectiva favorable sobre la exposición al mercado bursátil mexicano al comparar su nivel de valoración ajustado al ciclo con medidas históricas y su menor nivel de valoración (PER a 12 meses de 12,6x) con el de otros mercados de valores. Con todo, apuntamos varios factores que restarían atractivo a esta tesis de inversión: una posible recesión en EE.UU., un deterioro de la situación fiscal y tipos de interés reales elevados durante más tiempo. Nuestra cotización objetivo para el índice IPC al final de 2024 está en 58.800 puntos.

Renta fija y tipo de cambio. Seguimos pensando que en 2024 se producirá un descenso de la inflación; pero el proceso será lento, sobre todo en el caso de la inflación subyacente. Los bonos mexicanos parecen sobrevalorados, sobre todo aquellos con vencimientos a medio plazo (de 5 a 10 años), con un diferencial sobre los bonos del Tesoro estadounidense (500 pb) inferior a su media de 12 meses (517 pb). El diferencial objetivo estimado de 550 pb a 12 meses responde a los riesgos derivados del aumento del déficit fiscal, la probabilidad de una recesión económica en 2024 y el inicio del proceso electoral para las presidenciales del próximo año. En cuanto al bono mexicano denominado en dólares, el diferencial se ha mantenido en torno a 160 pb, por debajo del nivel que esperamos para los próximos 12 meses (175 pb), pero la volatilidad será previsiblemente mayor por las mismas razones que hemos expuesto para el bono en pesos.

El peso se apreció con fuerza a finales de 2023 hasta cambiarse a 16,8 unidades por dólar; no obstante, a principios de 2024 se ha observado un retroceso, tendiendo a los 17,20 pesos por dólar. Mantenemos la previsión de un cambio a 18,50 para los próximos 12 meses.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): **SOPREPONDERAR**

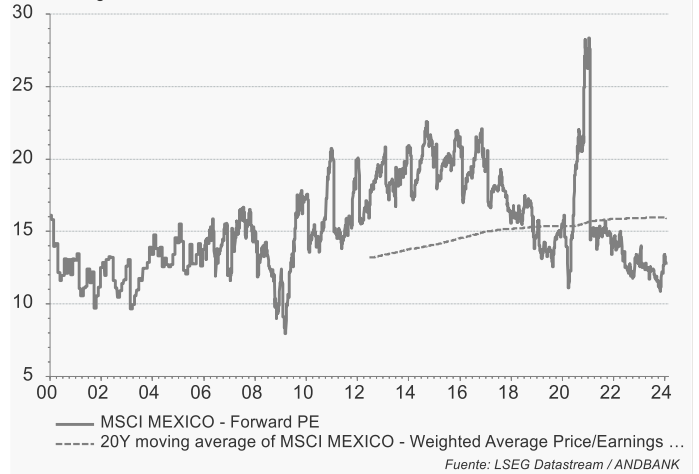
Deuda soberana en divisa local: **NEUTRAL** (diferencial obj.: 550 pb; rend. obj.: 9,75%)

Deuda soberana en USD: **NEUTRAL** (diferencial obj.: 150 pb; rendimiento obj.: 6,00%)

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

Mexico MSCI Index price-to-earning

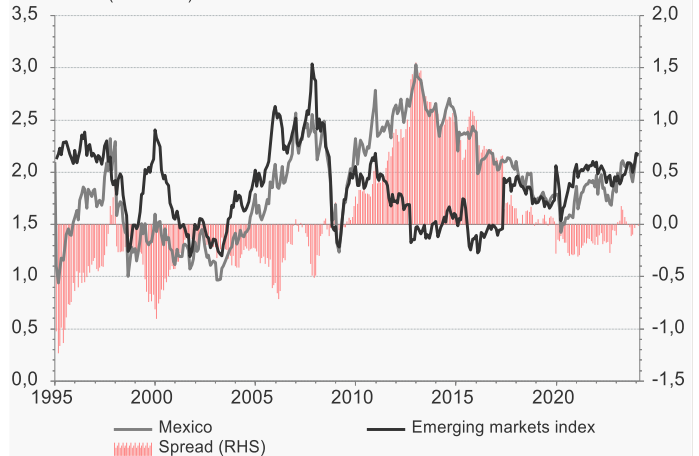
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

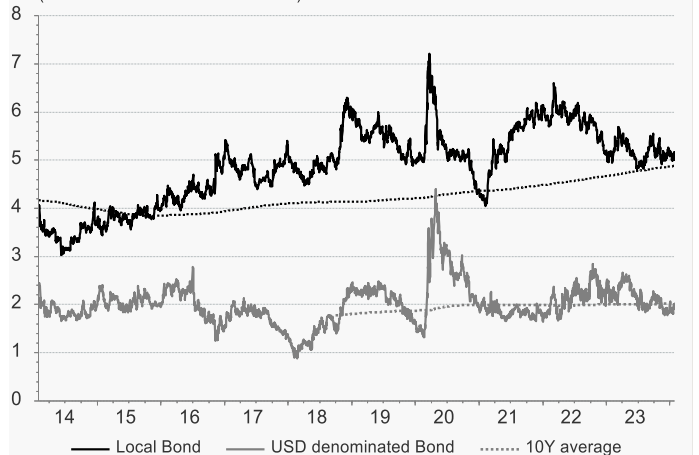
Ratios (both axes)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



ARGENTINA

Con Milei de presidente el camino no estará exento de complicaciones. A pesar de ello, somos moderadamente optimistas.

Política: las reformas anunciadas son amplias y ambiciosas

El primer mes de Javier Milei como Presidente fue de todo menos tranquilo, destacando tres grandes paquetes de medidas entre los adoptados en sus primeros días en el cargo. Apenas dos días después de asumir la presidencia, el ministro de Economía, Luis Caputo, anunció un conjunto de medidas fiscales, monetarias y cambiarias que incluían una devaluación superior al 50% del tipo de cambio oficial (de 366 pesos argentinos por dólar a 800 ARS/USD), la no renovación de los contratos laborales estatales de menos de un año, la reducción al mínimo de las transferencias discrecionales a las provincias y la paralización de la obra pública (cancelando licitaciones aprobadas que no estuvieran ya en marcha). El Gobierno estima que, considerando tanto los recortes de gastos como las nuevas fuentes de ingresos incluidas en estas medidas (que revierten, por ejemplo, la reciente modificación del impuesto sobre la renta), el resultado fiscal pasará de un déficit primario del 3% a un superávit del 2% del PIB.

Pocos días después, dirigiéndose a la nación a través de una cadena nacional, Milei presentó un Decreto presidencial de Necesidad y Urgencia (DNU), «Bases para la reconstrucción de la economía argentina», cuyos 366 artículos establecen diversas reformas de amplio alcance. El DNU incluye una importante reforma del mercado de trabajo que contempla la flexibilización de indemnizaciones por despido, la reducción de la litigiosidad y la ampliación de los periodos de prueba de nuevos empleados (que pasan de 3 a 8 meses), por citar sólo algunos puntos del exhaustivo conjunto de medidas. El DNU también descarta varios proyectos de ley que ofrecían marco legal a los crecientes mecanismos de control de precios a los que Argentina se había acostumbrado en los últimos años. Cabe mencionar al respecto la ley de control de alquileres, que ha provocado una notable reducción de la oferta de viviendas en alquiler en los últimos años. Para que el DNU continúe en vigor deberá ser ratificado por al menos una cámara del Congreso y, al mismo tiempo, salir indemne ante diversos tribunales después de que varias organizaciones (como la importante Central de Trabajadores de la Argentina) presentaran recursos de inconstitucionalidad (alegando, en concreto, que varias de las iniciativas requerían de la aprobación del Congreso).

El tercer bloque de medidas se incluye en la ley omnibus enviada al Congreso, «Bases y puntos de partida para la libertad de los argentinos». Este proyecto legislativo de 664 artículos dispone, entre otros puntos, la posibilidad de privatizar empresas públicas (con una relación de 41 empresas de titularidad estatal susceptibles de privatización), cambios en el Código Penal, modificaciones al sistema electoral, reformas tributarias y la suspensión de la actual fórmula de movilidad jubilatoria. Las medidas impulsadas por Milei en sus primeros días como Presidente van sin duda en la dirección correcta, buscando una economía con menos intervención estatal y promoviendo el emprendimiento privado. Si bien los activos argentinos han reaccionado hasta el momento positivamente, sus precios actuales no reflejan un escenario en el que se mantengan todas las reformas. El motivo es la debilidad en el Congreso de la coalición gobernante.

FMI: buscando encarrilar el viejo acuerdo, ¿cabe esperar uno nuevo a corto plazo?

El Fondo Monetario Internacional (FMI) y Argentina alcanzaron un acuerdo a nivel de personal para desbloquear el acceso a 3.500 millones de DEG (4.700 millones de USD), un importe que se desembolsaría una vez concluida la revisión y que se aplicaría al pago de los vencimientos de diciembre, enero y abril con el Fondo. El acuerdo pretende volver a encarrilar el programa actual después de que el gobierno anterior incumpliera varios objetivos, con datos preliminares indicativos de que las metas fijadas para 2023 se incumplieron por amplio margen. El ministro de Economía declaró que reactivar este acuerdo requeriría demostrar un mayor compromiso para compensar la pérdida de credibilidad sufrida. El acuerdo, que incluye un objetivo fiscal más exigente para el país (un superávit del 2% del PIB, en lugar de un déficit del 0,9%) implicaría adoptar medidas de austeridad más severas que las inicialmente previstas. El FMI respaldó el «ambicioso plan de estabilización» del gobierno y sus «enérgicos esfuerzos políticos». Caputo señaló que el FMI dejó la puerta abierta a un posible nuevo acuerdo, con el que el Gobierno trataría de financiar los vencimientos de 2024 y años siguientes y obtener financiación adicional.

Inflación: repercusión inferior a lo esperado

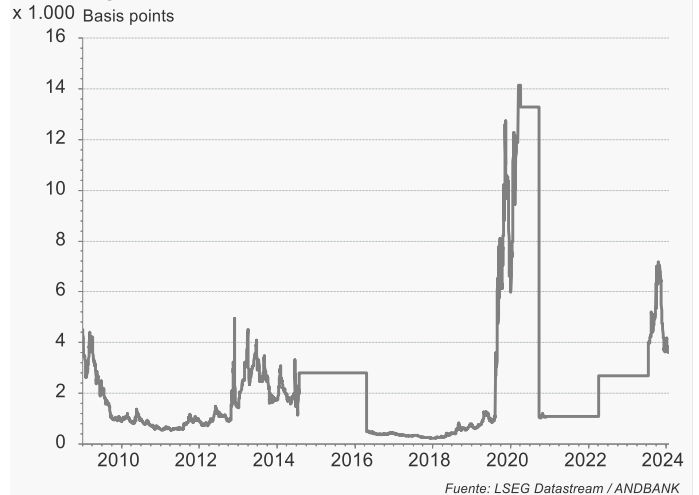
Tras la drástica devaluación de la moneda y el inicio del proceso de normalización de los precios regulados se esperaba un dato de inflación alto para diciembre (+25,5% en el mes, +211,4% interanual), que con todo resultó inferior a lo anticipado por analistas privados que esperaban una tasa mensual cercana al 30%. Enero ya ha dado señales de ralentización en la evolución de los precios, pero los incrementos en las tarifas reguladas, que ya ha anunciado el gobierno, aún no se han reflejado en los precios y presionarán al alza este componente del índice. El gobierno apuesta por un primer descenso de la inflación a partir del segundo trimestre de 2024. Por el momento el principal anclaje que está utilizándose para estabilizar las expectativas de inflación es la meta de superávit fiscal, por lo que será clave la impresión que se formen los agentes del mercado del grado de compromiso oficial por alcanzar la meta fiscal. También será fundamental el resultado de la cosecha de granos de este año, que se espera será muy buena (la Bolsa de Comercio de Rosario prevé una producción récord de maíz de 60 millones de toneladas), para que continúe el proceso de acumulación de reservas de divisas. De hecho, el Banco Central de la República Argentina ha sumado casi 4.000 millones de USD a sus reservas desde que Milei asumió el cargo.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

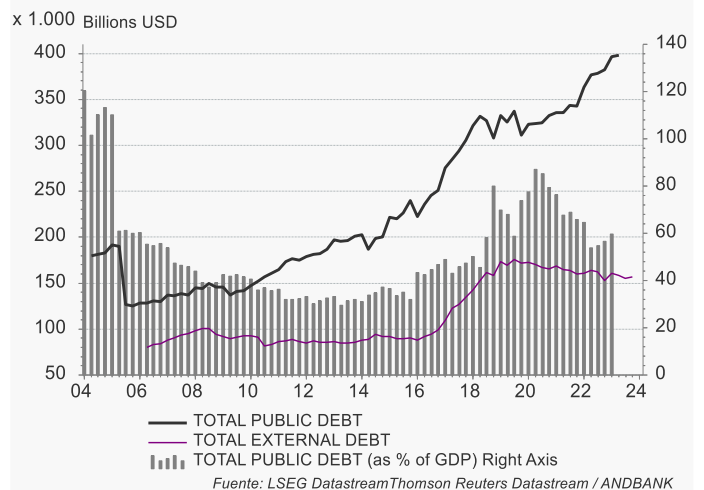
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2024: 1.600)

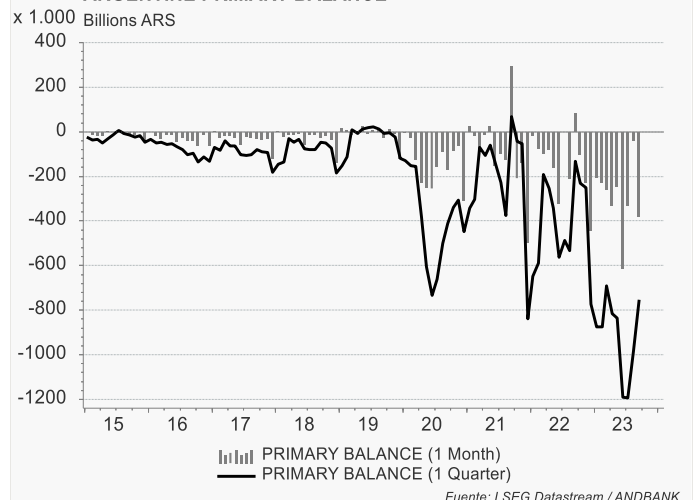
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENDA VARIABLE

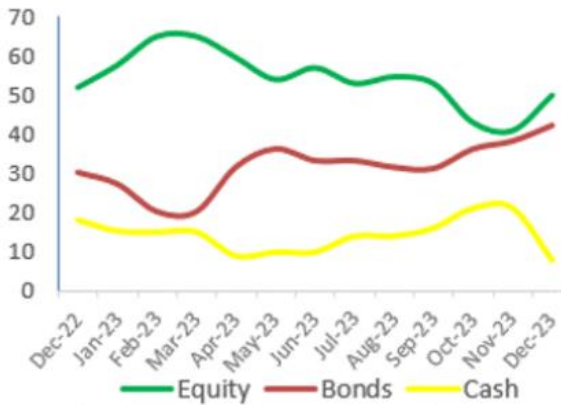
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2024	Projected EPS Growth 2024	PE (fw)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Reasonable PE	Implied Equity Yied at Reasonable PE	Implied Risk Premium at Reasonable PE	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price	E[Perf] to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	243,4	9,92%	20,25	4,94%	0,87%	19,00	5,26%	1,20%	4.929	4.625	-6,2%	MW-UW	5.088
Europe - Stoxx Eu	36,9	5,25%	13,16	7,60%	5,33%	14,00	7,14%	4,87%	486	517	6,4%	OW	568
Spain IBEX 35	986,0	4,01%	10,18	9,82%	6,66%	11,00	9,09%	5,92%	10.039	10.846	8,0%	OW	11.931
Mexico IPC GRAL	4.486	10,18%	12,67	7,89%	-1,36%	13,50	7,41%	-1,84%	56.859	60.566	6,5%	MW-OW	66.623
Brazil BOVESPA	15.489	12,03%	8,23	12,15%	1,50%	9,10	10,99%	0,34%	127.478	140.952	10,6%	MW-OW	155.047
Japan NIKKEI 225	1.758	25,56%	20,52	4,87%	4,17%	22,00	4,55%	3,85%	36.066	38.665	7,2%	MW	42.532
China SSE Comp.	306,5	14,56%	9,23	10,83%	8,37%	10,00	10,00%	7,54%	2.831	3.065	8,3%	UW	3.372
China Shenzhen C	126,4	30,16%	12,61	7,93%	5,47%	15,00	6,67%	4,21%	1.593	1.896	19,0%	UW	2.085
India SENSEX	3.750	26,07%	19,08	5,24%	-1,91%	21,00	4,76%	-2,39%	71.140	78.295	10,1%	OW	86.124
Vietnam VN Index	123,3	30,47%	9,57	10,45%		11,00	9,09%		1.180	1.356	15,0%	OW	1.492
MSCI EM ASIA	43,4	22,32%	12,07	8,29%		13,50	7,41%		523	585	11,9%	OW	644

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.

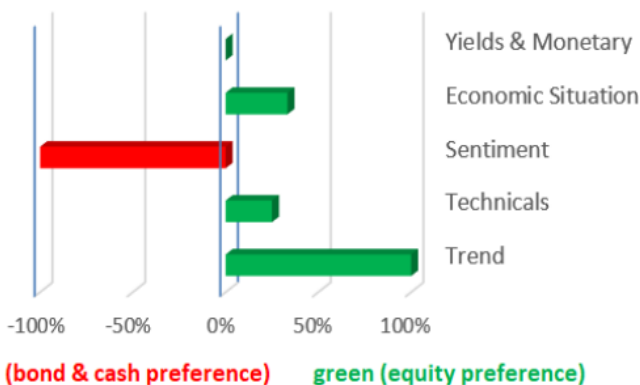
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



Asignación táctica de activos

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

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





ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q4 2023 Earnings Dashboard

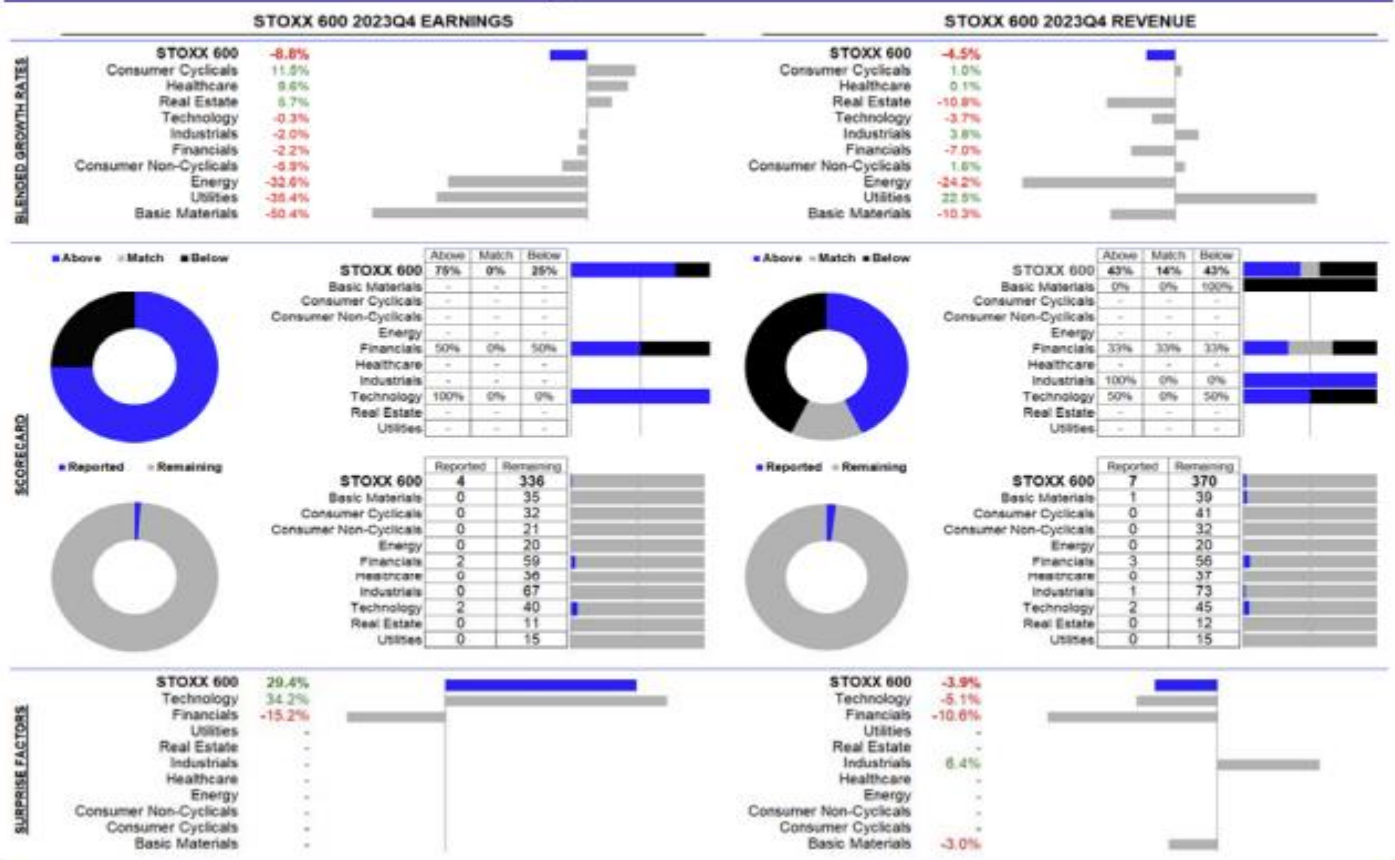
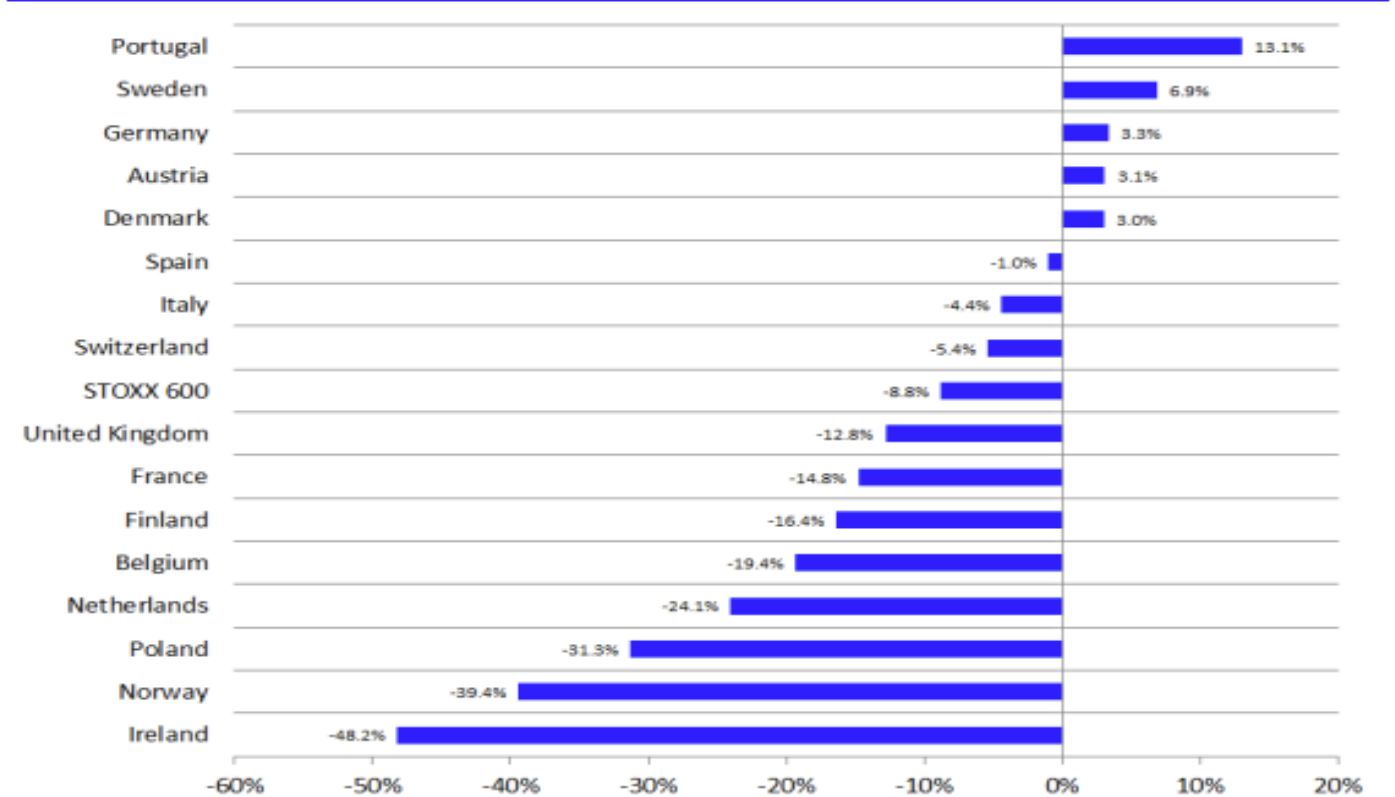
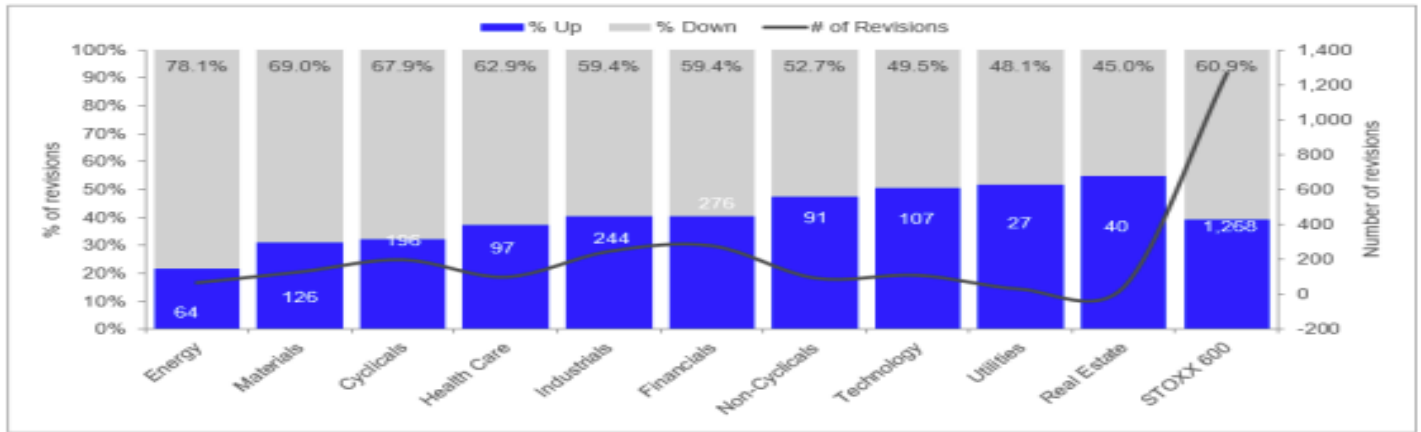


Exhibit 12A. STOXX 600: Q4 2023 Earnings Growth Rate Estimates by Country



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

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



Source: LSEG I/B/E/S

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

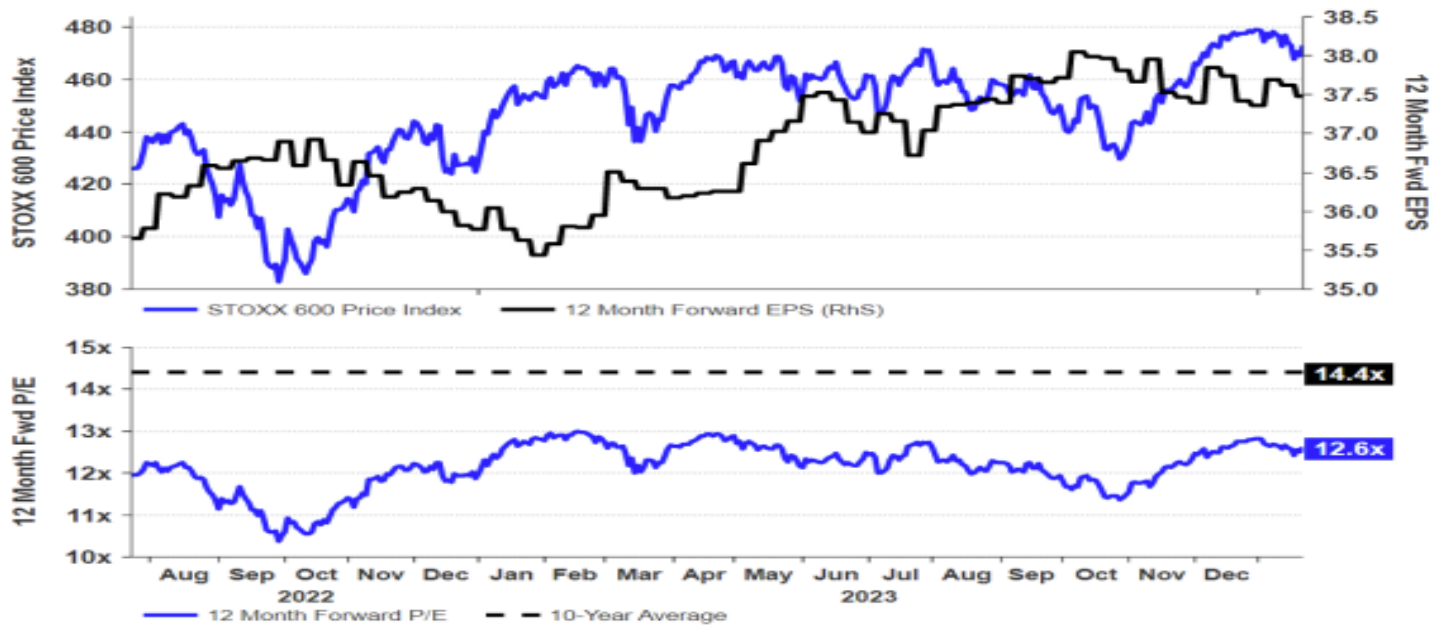
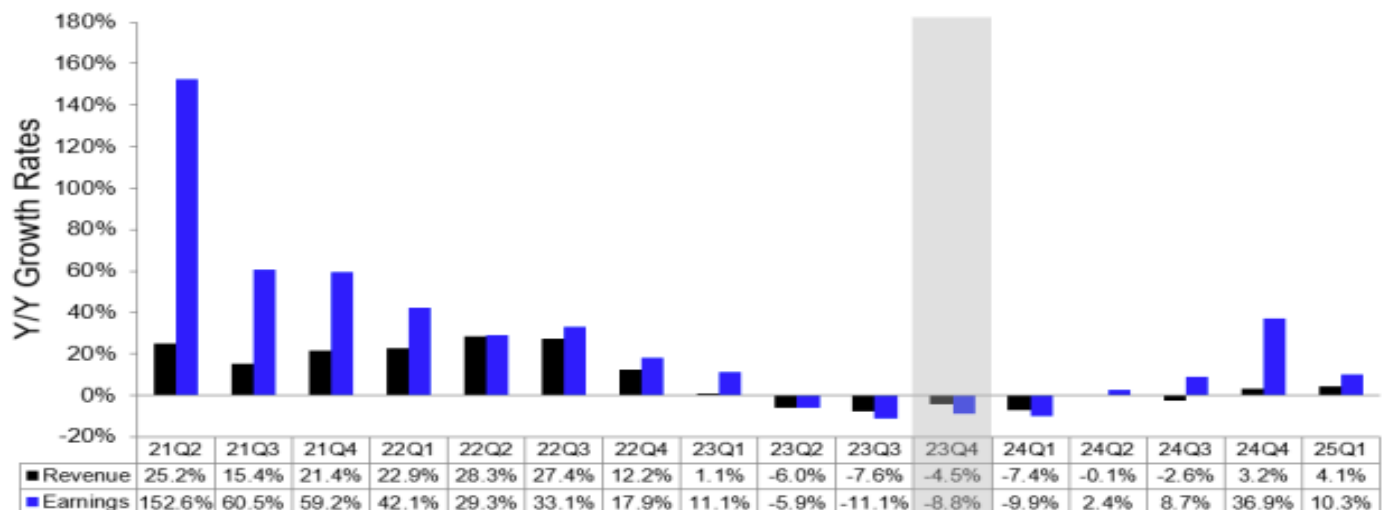


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2023Q4 S&P 500 Earnings Dashboard

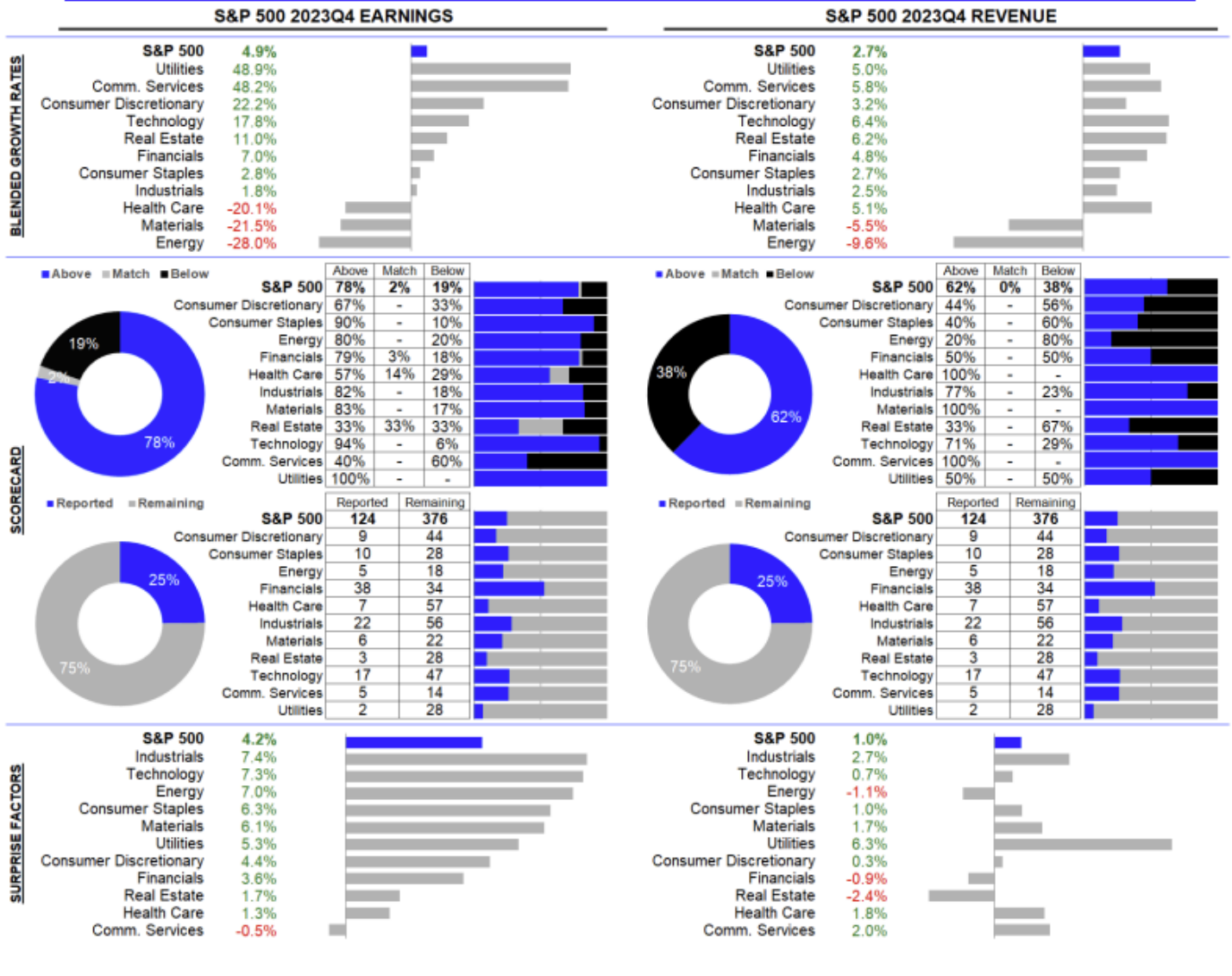
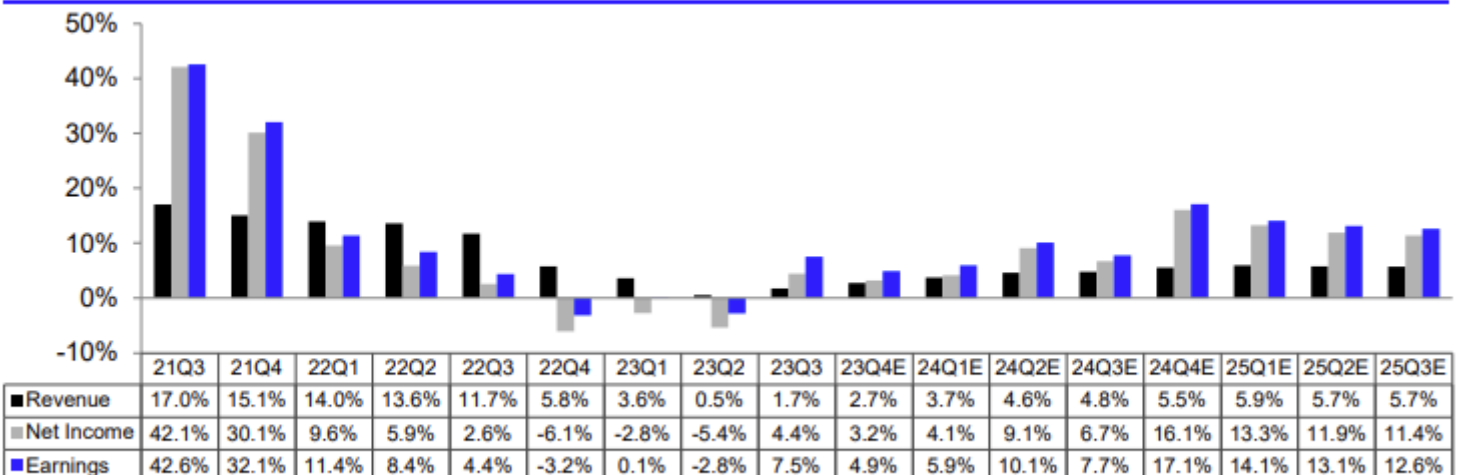


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 70-90 USD/barril (Comprar por debajo de 70 USD; vender por encima de 90 USD.)

Factores a corto plazo

(Factor alcista para el precio) – Riesgos en el transporte marítimo desde EE.UU. hacia Asia. Según Reuters, los hutíes anunciaron que ampliarían sus objetivos para incluir, además de los barcos israelíes en el Mar Rojo, también los estadounidenses. El consiguiente aumento en los costes de los fletes hace que el transporte de petróleo del Golfo de México a Asia prácticamente no resulte rentable. Los cargadores prevén un 2024 complicado debido a las inclemencias meteorológicas, la sequía, la crisis del Mar Rojo y la posible escalada de tensiones entre China y Taiwán.

(Factor alcista para el precio) – El crecimiento de la producción de petróleo y gas en EE.UU. comienza a desacelerarse. La producción de petróleo en EE.UU., excluidos el estado de Alaska y las aguas federales del Golfo de México, alcanzó en octubre la cifra récord de 10,9 millones de barriles diarios (Mbdp), según la Agencia estadounidense de Información de la Energía (EIA). La producción aumentó en 0,7 Mbdp respecto al mismo mes de 2022, pero el crecimiento en 2023 ya se había ralentizado (en unos 1,1 Mbdp) en respuesta tardía al fuerte retroceso de los precios tras el repunte de mediados de 2022. El número de plataformas petrolíferas se redujo en 122 (-20%) en octubre de 2023 respecto al máximo de diciembre de 2022. La producción se mantuvo mejor de lo habitual en 2023, marcando un récord tras otro en el tercer trimestre y a principios del cuarto, y ello pese al abaratamiento del petróleo en 14 USD/barril en el primer y segundo trimestres. Esto se explica por la mayor eficiencia en la perforación, con secciones horizontales más largas que acceden a más roca del yacimiento y extraen más petróleo de cada pozo. Además, un repunte temporal de los precios en el tercer trimestre animó a los productores a extraer en el corto plazo tantos barriles extra como pudieran. Pero si los precios se mantuviesen en los niveles actuales, o cayeran otros 10 dólares por barril, el crecimiento de la producción en EE.UU. bien podría detenerse y el poder de mercado de la OPEP+ se restablecería en parte. Eso es importante, ya que la mayor producción estadounidense arrebató cuota de mercado a Arabia Saudí y a sus aliados de la OPEP+ y dificultó los intentos de la coalición por impulsar los precios al alza.

(Factor bajista para el precio) – Las refinерías estatales indias se unen a las privadas y han entablado negociaciones para aumentar los volúmenes de importación de crudo venezolano en los próximos meses. Desde el Ministerio del Petróleo se indicó que la estatal ONGC Videsh estaba a la espera de fechas formales para fletar crudo de Venezuela con el que compensar los dividendos, por importe de 600 millones de USD, devengados por su inversión en un proyecto de exploración y producción de petróleo en Venezuela. El creciente interés de las empresas indias por crudo venezolano sienta las bases de una mayor competencia con China, cuyas refinерías independientes han sido tradicionalmente los compradores más activos de crudo sudamericano. En concreto, OVL, sucursal extranjera de la empresa estatal india ONGC, adquirió en 2008 una participación del 40% en el yacimiento venezolano de San Cristóbal, reteniendo el 60% restante la estatal venezolana PDVSA. Las autoridades venezolanas acordaron entregar crudo a India a cambio de los dividendos devengados a favor de OVL. India había sido comprador activo de crudo venezolano (unos 300.000 barriles diarios) hasta que EE.UU. impuso las sanciones, momento en que dejó de comprarlo. Sin embargo, las refinерías independientes chinas siguieron comprándolo incluso durante la época de sanciones. A finales de octubre del año pasado el Departamento del Tesoro de EE.UU. suavizó por un periodo de seis meses las sanciones petroleras, comerciales y financieras impuestas a Venezuela, un periodo que podría renovarse si el gobierno de Nicolás Maduro cumpliera los compromisos políticos y electorales adquiridos. Con el crudo venezolano disponible en el mercado y algunas refinерías indias expresando interés por comprarlo con descuento para diversificar sus importaciones y aprovechar los márgenes de refino a expensas de algunos grados amargos de Oriente Medio, la estrategia de importación de crudo de la India está en una fase crucial e intrigante. Rusia se erigió en 2023 en el mayor suministrador de crudo de la India, aportando más del 35% de las importaciones totales de crudo de la India en 2023, equivalente a 1,7 Mbdp. Sin embargo, ya en diciembre, las importaciones indias de crudo ruso rondaron los 1,43 Mbdp, lo que refleja un descenso de 150.000 barriles diarios respecto a noviembre y una caída significativa de 620.000 barriles diarios respecto al máximo alcanzado en mayo.

(Factor bajista para el precio) – Exportaciones de petróleo de Venezuela. Aumentaron un 12% el año pasado, hasta casi los 700.000 bpd, al suavizarse las sanciones impuestas por EE.UU.

(Factor bajista para el precio) – India - Arabia Saudí. Las refinерías indias intentan aumentar las importaciones procedentes de Arabia Saudí después de que el Reino redujera más de lo previsto sus precios oficiales de venta de petróleo.

(Factor bajista para el precio) – Producción canadiense. El petróleo producido en Alberta superó los 4 Mbdp por primera vez en noviembre.

(Factor bajista para el precio) – Tope al precio del crudo ruso. Según el Tesoro de EE.UU., el límite superior al precio del petróleo ruso impuesto por el G-7 está afectando a los ingresos que Rusia obtiene por este concepto. En concreto, los ingresos rusos por venta de petróleo y gas disminuyeron el año pasado un 24% por efecto de la caída de precios del petróleo y de las menores ventas de gas a Europa.

(Factor bajista para el precio) – Bulgaria - Rusia. Según Reuters, Bulgaria, con miras a disminuir su dependencia de Rusia, está sustituyendo importaciones de petróleo ruso por crudo de Kazajistán, Irak y Túnez.

(Factor bajista para el precio) – Estancamiento de la demanda asiática de petróleo saudí. Según Reuters, la demanda asiática de petróleo saudí no ha repuntado significativamente a pesar de los recientes recortes de precios decididos por las autoridades saudíes.

(Factor bajista para el precio) – Exploración en Noruega. Las empresas noruegas perforarán más pozos de exploración este año en un intento del país por mantenerse como proveedor europeo clave.

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 saudíes 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: 1.800-2.000 USD/onza (Comprar por debajo de 1.800 USD; vender por encima de 2.000 USD.)

Factores positivos para el oro

En el año 2023, el oro podría erigirse como el mejor activo antifrágil: al igual que el bono del Tesoro de los Estados Unidos, el oro es considerado un activo antifrágil, y los inversores deben siempre determinar cual de los dos incorporar a su cartera para resguardarse contra la inestabilidad en los mercados financieros. La respuesta estará fuertemente influenciada por la percepción sobre cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (oro y bonos del Tesoro de EE. UU.) tiene mayores probabilidades de desempeñarse mejor en un escenario disruptivo. Esto, a su vez, dependerá de la oferta relativa de cada activo. Aquel con una oferta relativa más baja será el que tenga un mejor rendimiento y actúe de manera más efectiva ante un shock. A corto plazo y mientras continúe la normalización cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés, donde la Reserva Federal introduce una gran cantidad de bonos del Tesoro en el mercado), el oro podría seguir superando al bono del Tesoro. Con una perspectiva a más largo plazo, sin embargo, una vez que QT haya concluido, ya no vemos la oferta de bonos del Tesoro como ilimitada, sino más bien como bastante limitada. Esto debería ser positivo para los bonos del Tesoro de EE. UU. en términos de recuperar su papel como activo refugio, superando al oro, para el que esperamos pase a un segundo plano y exhiba un rendimiento inferior.

Factores negativos para el oro

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,2347 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 1.633 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.256 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.555 USD/onza.

El oro está caro respecto a la plata. La ratio Oro/Plata se elevó a 88,45x, todavía por encima de su media de 20 años de 67,9 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 la relación alcance su media de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.548 USD/oz.

El oro está barato respecto al paladio. La relación Oro/Paladio aumentó a 1,97 veces, marcando la primera vez desde noviembre de 2016 que esta proporción ha superado su promedio de 20 años de 1,82 veces. Esto sugiere que actualmente el oro es costoso en comparación con el paladio. Para llevar esta relación a su promedio a largo plazo, asumiendo que el paladio está bien valorado, entonces el precio del oro debería alcanzar los \$1.784 por onza.

Ratio entre oro y petróleo. Esta proporción se encuentra en 25,70 veces, todavía considerablemente por encima de su promedio de 20 años de 19,31 veces. Considerando nuestra perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI a US\$80 (justo en el centro de nuestro nuevo rango de \$70-90 para el petróleo) y asumiendo que la función de utilidad de ambos productos básicos permanecerá inalterada, el precio del oro debe aproximarse a US\$1.544 para que esta proporción permanezca cerca de su promedio a largo plazo.

En el marco de los cuatro cuadrantes proponemos un cuadrante para 2024 en el que se combinaría un crecimiento bajo (pero positivo) con inflación en vías de moderación. Tal escenario apuntaría a un comportamiento deslucido del oro ya que desplazaría al temido escenario de recesión con inflación (un entorno más propicio para el oro). Por supuesto, el precio del oro también vendrá determinado por la decisión de los bancos centrales occidentales, en su gestión de la masa monetaria, y de los bancos centrales asiáticos, en su decisión de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas.

Los fuertes rendimientos negativos de los bonos han desaparecido. Durante los períodos 2010-2017 y 2020-2022, la desventaja del oro frente a instrumentos de renta fija (dado que el oro no ofrece un cupón) se neutralizó debido a rendimientos nominales negativos en numerosos bonos globales, generando argumentos sólidos a favor de la adquisición de oro. Sin embargo, esta premisa ya no se sostiene, ya que la mayoría de los bonos en el universo del dólar estadounidense ofrecen rendimientos positivos, volviéndolos atractivos en comparación con el oro, que nuevamente padece la desventaja de no otorgar un cupón o rendimiento. Desde esta perspectiva, el oro exhibiría una vez más su desventaja histórica y debería tener un rendimiento inferior en comparación con los bonos del Tesoro.

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

A la luz de lo anterior, y sabiendo que cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, y que el alza solo termina al 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. En primer lugar porque el metal áureo ha perdido totalmente el impulso desde agosto de 2020, pero también porque las subidas de tipos de interés finalmente se hicieron realidad.

- Riesgo n.º 1: Tipos nominales altos (riesgo ALTO). Aunque los tipos no vayan a subir más, hace dos años parecía impensable que las autoridades monetarias subieran los tipos de interés. Ahora es un hecho y los tipos positivos son claramente mayores respecto a los últimos años, y temo se mantengan durante un tiempo.

- Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO). El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha seguido mejorando gradualmente a lo largo de 2023, continuando la mejoría observada en 2022 (pasando del -4,53% del PIB en el primer trimestre de 2022 al -3,1% en el segundo de 2023). Esto conduce a una escasez relativa de dólares y, en consecuencia, a un repunte del índice del dólar. De mantenerse esta tendencia en el déficit por cuenta corriente de EE.UU. el precio del oro podría quedar contenido. Pensamos que la balanza por cuenta corriente estadounidense seguirá mejorando hacia su nivel medio histórico del -3% del PIB, un nivel que debería mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que hundiría el precio del oro. Pero si las relaciones comerciales entre EE.UU. y China siguen deteriorándose, el déficit por cuenta corriente estadounidense podría mejorar sustantivamente y reducirse para situarse en el 2% del PIB. En tal escenario, el flujo de USD desde EE.UU. hacia el mundo sería la mitad que en otros períodos, lo que podría sostener bien el índice del USD y limitar al alza el precio del oro. Asimismo, una Fed más decidida en su estrategia de endurecimiento podría provocar una cierta escasez de dólares, lo que perjudicaría no poco al oro.

- Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO). Incluso si los tipos nominales subiesen, la única forma en que los países de la OCDE podrían experimentar un aumento en los tipos de interés reales sería por el colapso de la tasa de inflación. Pero, ¿de qué manera ocurriría 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 perdurable. El precio del oro lleva un tiempo (desde agosto de 2020) sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011. Fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese período. Si esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido, pero por el momento no está claro que la riqueza generada en Asia pueda resurgir en el corto plazo.



DIVISAS

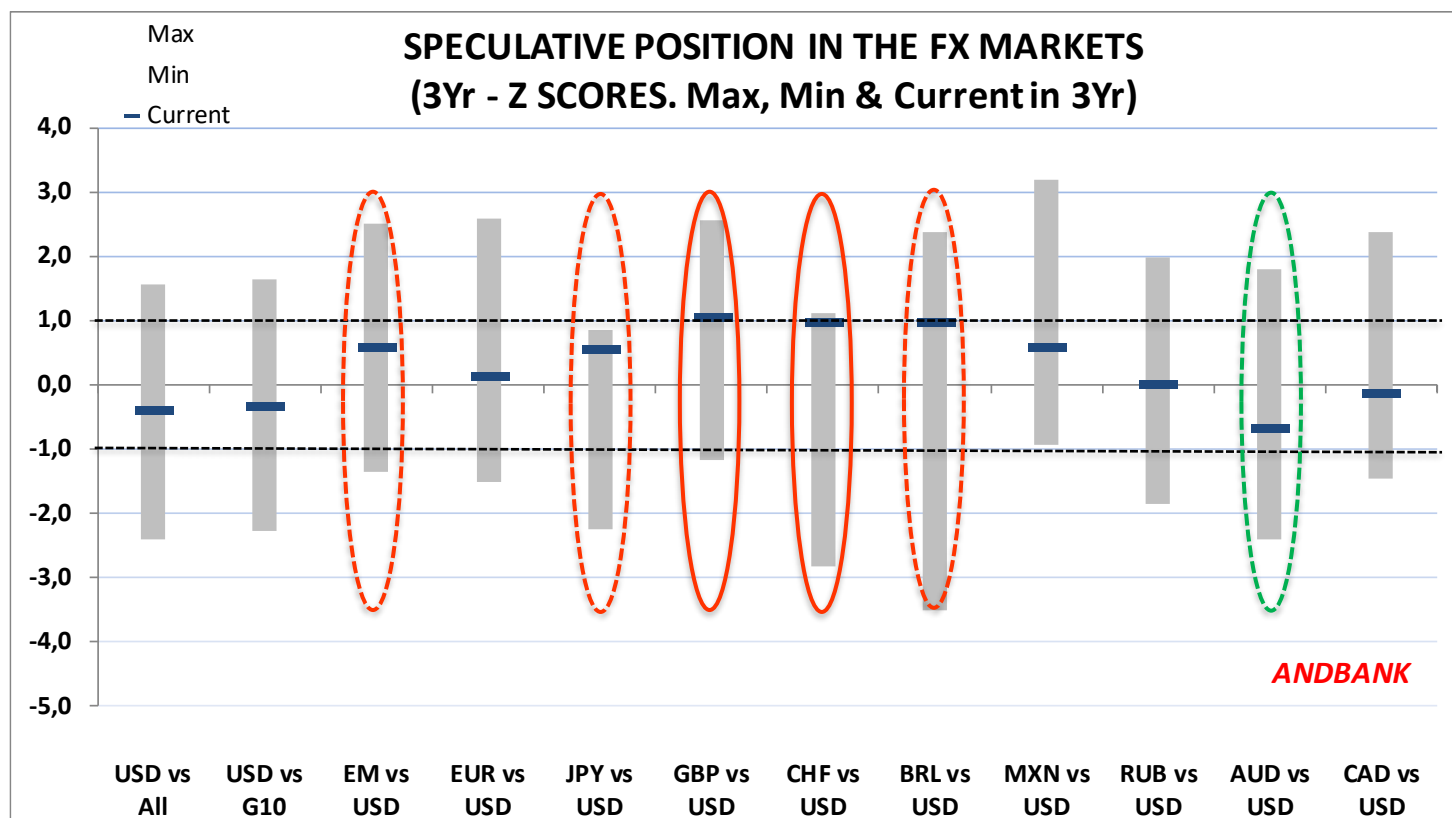
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	-6,13	2,95	32,1	-28,2	0,9	-0,38
USD vs G10	-3,48	2,09	32,7	-25,4	2,4	-0,34
EM	2,65	-0,85	3,9	-0,8	1,9	0,57
EUR	11,98	-4,22	24,5	-8,6	10,6	0,15
JPY	-5,95	-1,07	0,6	-15,0	-8,3	0,56
GBP	2,49	1,37	4,8	-6,5	-0,7	1,05
CHF	-0,74	-0,24	0,2	-6,0	-2,3	0,98
BRL	0,48	-0,44	1,0	-0,8	0,0	0,98
MXN	2,17	-0,42	3,3	-0,5	1,6	0,58
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-3,56	-0,06	6,1	-6,3	-1,2	-0,67
CAD	-0,63	2,00	6,1	-5,1	-0,3	-0,11

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 21

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	3,4%	4.930	4.625	-6,2%
	Europe - Stoxx Europe 600	1,4%	486	517	6,4%
	Euro Zone - Euro Stoxx	2,0%	484	535	10,6%
	SPAIN - IBEX 35	-0,6%	10.039	10.846	8,0%
	MEXICO - MXSE IPC	-0,9%	56.848	60.566	6,5%
	BRAZIL - BOVESPA	-4,9%	127.554	140.952	10,5%
	JAPAN - NIKKEI 225	38,2%	36.066	38.665	7,2%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-4,9%	2.831	3.065	8,3%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-13,3%	1.593	1.896	19,0%
	INDIA - SENSEX	-1,5%	71.140	78.295	10,1%
	VIETNAM - VN Index	17,1%	1.180	1.356	15,0%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-3,6%	523	585	11,9%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	2,7%	4,07	4,25	2,6%
	UK 10 year Gilt	2,1%	3,89	4,50	-1,0%
	German 10 year BUND	5,1%	2,27	2,50	0,4%
	Japanese 10 year Govie	-1,9%	0,70	1,00	-1,7%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	7,7%	3,17	3,50	0,5%
	Italy - 10yr Gov bond	12,3%	3,79	4,40	-1,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	8,6%	2,95	3,10	1,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	6,5%	2,67	2,90	0,8%
	Greece - 10yr Gov bond	16,1%	3,18	4,25	-5,4%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	4,3%	58,08	75	4,0%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	11,8%	316,50	450	3,0%
	Euribor 3m				
	Credit USD IG - CDX IG	6,9%	54,28	75	5,5%
	Credit USD HY - CDX HY	14,4%	352,50	450	6,2%
	Libor Usd 3m				
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-117,8%	25,10	20,00	65,9%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-4,0%	12,27	25,00	-89,6%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	10,1%	6,59	5,75	13,3%
	India - 10yr Gov bond (local)	9,3%	7,15	6,75	10,3%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	13,0%	6,12	5,75	9,1%
	China - 10yr Gov bond (local)	6,1%	2,46	2,00	6,1%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	6,2%	3,77	3,00	9,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,1%	2,63	1,75	9,6%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	4,6%	2,91	3,75	-3,8%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	7,0%	3,26	4,25	-4,7%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	2,2%	1,18	2,25	-7,4%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	7,9%	9,25	9,75	5,3%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	7,7%	5,79	6,00	4,1%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	30,3%	10,65	11,25	5,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	8,9%	6,24	6,75	2,2%
Commodities	Oil (WTI)	-3,0%	77,9	80,00	2,7%
	GOLD	11,5%	2.035,1	2.000	-1,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,3%	1,084	1,05	-3,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	4,8%	1,27	1,25	-1,4%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-3,4%	0,85	0,84	-1,7%
	USDCHF (price of 1 USD)	-6,7%	0,86	0,95	10,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-5,5%	0,93	1,00	6,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	12,7%	147,73	140,00	-5,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	14,2%	160,17	147,00	-8,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	-11,8%	17,18	18,50	7,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-10,6%	18,63	19,43	4,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-6,1%	4,96	5,00	0,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-4,9%	5,38	5,25	-2,4%
	USDARS (price of 1 USD)	367,2%	825,70	1.000	21,1%
	USDINR (price of 1 USD)	0,5%	83,11	82,60	-0,6%
	CNY (price of 1 USD)	4,0%	7,18	7,50	4,5%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

AVISO LEGAL

Página 23

Todos los apartados y secciones de este documento han sido elaborados por el equipo de analistas financieros de ANDBANK. Las opiniones expresadas en el mismo se basan en una valoración conjunta de estudios e informes de terceros. Esos informes contienen valoraciones de carácter técnico-subjetivo de datos y factores económicos y sociopolíticos de relevancia, de los cuales los analistas de ANDBANK extraen, valoran y sintetizan aquellas informaciones que consideran más objetivas para, después, consensuar y redactar unas opiniones razonables sobre las cuestiones analizadas en el documento.

Las opiniones y estimaciones del presente documento se basan en hechos y condiciones de mercado sucedidos hasta la fecha de la publicación de este documento y, por tanto, no pueden ser determinantes para valorar hechos futuros posteriores a dicha fecha.

ANDBANK puede emitir opiniones sobre activos financieros que difieran, en su totalidad o en parte, del consenso de mercado. Los índices de mercado elegidos están seleccionados bajo los criterios únicos y exclusivos que ANDBANK considere más apropiados.

ANDBANK en ningún caso garantiza la materialización efectiva de predicciones o hechos contenidos en el presente documento y de manera expresa advierte que los resultados pasados no constituyen una orientación sobre los resultados futuros; que los instrumentos analizados podrían no ser adecuados para todos los inversores; que las inversiones pueden fluctuar con el tiempo en precio y valoración, y que eventuales cambios en los tipos de interés o en los tipos de cambio entre divisas son factores que también podrían afectar a la exactitud de las opiniones expresadas.

En cumplimiento de la Ley andorrana 17/2019, de 15 de febrero, por la que se modifica la Ley 8/2013, de 9 de mayo, sobre los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las entidades operativas del sistema financiero, la protección del inversor, el abuso de mercado y los acuerdos de garantía financiera, el presente documento no se considerará, en ningún caso, una oferta o propuesta de venta de productos o activos financieros mencionados en el mismo; toda la información aquí incluida tiene carácter indicativo y no podrá considerarse como único factor relevante en la decisión de realizar una inversión específica.

Existen otros factores importantes que afectan a dicha decisión que no se analizan en este documento, tales como el perfil de riesgo del inversor, sus conocimientos, experiencia y situación financiera, el horizonte temporal de la inversión o la liquidez de la misma.

En consecuencia, será responsabilidad del inversor buscar y obtener el asesoramiento financiero oportuno con el objetivo de valorar los riesgos, costes y otras características de las inversiones que desee realizar.

ANDBANK declina expresamente cualquier responsabilidad por la exactitud o exhaustividad de las evaluaciones mencionadas en este documento, así como por los posibles errores u omisiones en que pudiera incurrirse durante el proceso de publicación del mismo. Ni ANDBANK ni el autor de este documento responderán por cualquier pérdida en que un inversor pudiera incurrir, directa o indirectamente, como resultado de cualquier inversión que estuviese basada en cualquier información contenida en el presente documento.

La información y las opiniones aquí contenidas están sujetas a modificación sin previo aviso.