

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Abril de 2024

Opinión Corporativa

Abril 2024

**La agenda
política
favorece
notablemente
al mercado**



Alex Fusté

Chief Global Economist

+34 673 041 058

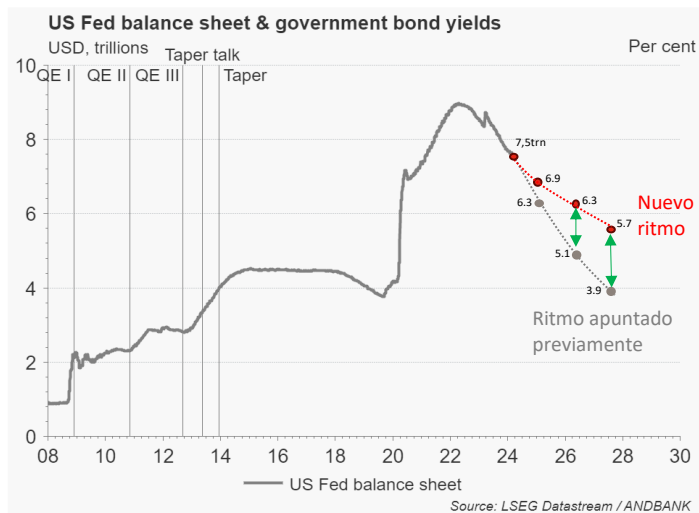
alex.fuste@andbank.com

@AlexfusteAlex

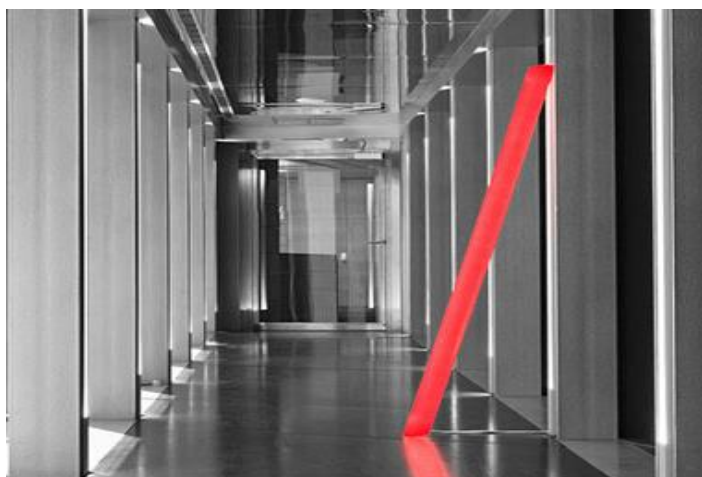
RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES

«En breve reduciremos el ritmo del ajuste cuantitativo.»



La implicación es que el ritmo de contracción de la oferta monetaria pronto se moderará. La liquidez venía reduciéndose desde marzo de 2023 a razón de unos 100.000 millones de dólares al mes, pero ahora el objetivo de política es que las reservas bancarias pasen de «abundantes» a «amplias». Nuestra interpretación es que la Reserva Federal aflojará el ritmo de QT (de 100.000 millones al mes a quizás 50.000 millones). La idea es disminuir las reservas y el exceso de liquidez a menor ritmo, manteniendo las reservas «amplias» (en vez de «abundantes») de manera que en ningún momento resulte necesario revertir la nueva política. Dicho de otro modo, la Fed acaba de regalarnos dólares adicionales con los que no contábamos y que servirán para fomentar ampliaciones de la trayectoria de la renta variable: un regalo que asciende a unos 700.000 millones de dólares en el transcurso de 12 meses, 1,2 billones en 24 meses y 1,8 billones en 36 meses. Es una buena noticia para las perspectivas de liquidez y brinda a los mercados motivos de celebración. Con todo, ha de tenerse igualmente presente que una QT más lenta implicará también una QT más larga.



RENTA VARIABLE

Página 2

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 05/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
USA - S&P 500	-0,2%	7,9%	5.147	5.112	-0,7%
Europe - Stoxx Europe 600	0,4%	5,4%	505	513	1,7%
Euro Zone - Euro Stoxx	1,1%	8,2%	513	534	4,1%
SPAIN - IBEX 35	6,3%	8,6%	10.970	10.846	-1,1%
MEXICO - MXSE IPC	5,1%	0,9%	57.883	58.323	0,8%
BRAZIL - BOVESPA	-0,7%	-5,0%	127.428	140.952	10,6%
JAPAN - NIKKEI 225	-1,5%	16,5%	38.992	42.180	8,2%
CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	1,4%	3,2%	3.069	3.065	-0,1%
CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	3,9%	-3,8%	1.768	1.703	-3,7%
INDIA - SENSEX	0,1%	2,7%	74.201	77.259	4,1%
VIETNAM - VN Index	-1,1%	11,1%	1.255	1.356	8,0%
MSCI EM ASIA (in USD)	2,0%	3,4%	561	585	4,3%

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

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 05/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	-1,6%	-2,6%	4,31	4,25	4,8%
UK 10 year Gilt	-0,1%	-3,0%	4,02	4,50	0,2%
German 10 year BUND	-0,5%	2,4%	2,35	2,50	1,1%
Japanese 10 year Govie	-0,2%	-2,8%	0,76	1,00	-1,1%
Spain - 10yr Gov bond	-0,6%	-0,9%	3,18	3,50	0,6%
Italy - 10yr Gov bond	-0,9%	0,7%	3,72	4,10	0,6%
Portugal - 10yr Gov bond	-0,8%	-1,4%	3,01	3,10	2,3%
Ireland - 10yr Gov bond	-1,0%	-3,0%	2,77	2,90	1,8%
Greece - 10yr Gov bond	-1,0%	-1,1%	3,25	4,25	-4,8%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,2%	1,3%	55,48	75	3,8%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	0,2%	2,1%	304,88	450	2,6%
Credit USD IG - CDX IG	0,3%	1,7%	53,62	75	5,5%
Credit USD HY - CDX HY	0,6%	3,1%	333,79	450	5,4%

RENTA FIJA - MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 05/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	10,2%	-7,3%	25,30	25,00	27,7%
Russia - 10yr Gov bond (local)	-5,6%	-11,4%	14,10	25,00	-73,1%
Indonesia - 10yr Gov bond (loc)	0,1%	0,1%	6,64	5,75	13,8%
India - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	2,4%	7,11	6,60	11,2%
Philippines - 10yr Gov bond (loc)	-0,3%	-1,3%	6,33	5,50	13,0%
China - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,0%	2,28	1,75	6,5%
Malaysia - 10yr Gov bond (loc)	-0,2%	-0,1%	3,87	3,00	10,8%
Thailand - 10yr Gov bond (loc)	-0,2%	1,5%	2,55	1,75	9,0%
Singapore - 10yr Gov bond (loc)	-1,6%	-3,2%	3,18	4,00	-3,4%
Rep. Korea - 10yr G. bond (loc)	-0,6%	-1,2%	3,34	3,50	2,0%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-2,2%	-1,9%	1,45	2,25	-5,0%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-2,2%	-2,5%	9,48	9,50	9,3%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,1%	-1,2%	5,87	6,00	4,8%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,3%	-4,7%	11,18	11,25	10,6%
Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,5%	-2,2%	6,37	6,75	3,3%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price 05/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	10,9%	20,8%	86,5	80,00	-7,5%
GOLD	5,2%	11,0%	2.289,7	2.100	-8,3%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,9%	-1,8%	1,084	1,05	-3,1%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,8%	-0,8%	1,26	1,29	2,1%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,9%	-1,0%	0,86	0,81	-5,1%
USDCHF (price of 1 USD)	3,0%	7,4%	0,90	0,87	-3,7%
EURCHF (price of 1 EUR)	2,1%	5,5%	0,98	0,91	-6,8%
USDJPY (price of 1 USD)	2,9%	7,3%	151,33	140,00	-7,5%
EURJPY (price of 1 EUR)	2,0%	5,4%	164,03	147,00	-10,4%
USDMXN (price of 1 USD)	-1,5%	-2,3%	16,56	18,50	11,7%
EURMXN (price of 1 EUR)	-2,3%	-4,0%	17,93	19,43	8,3%
USDBRL (price of 1 USD)	1,6%	4,3%	5,06	5,00	-1,2%
EURBRL (price of 1 EUR)	0,6%	2,4%	5,48	5,25	-4,2%
USDARS (price of 1 USD)	1,8%	6,6%	861,50	1.000	16,1%
USDINR (price of 1 USD)	0,6%	0,1%	83,25	82	-1,1%
CNY (price of 1 USD)	0,7%	1,9%	7,23	7,50	3,7%



COYUNTURA MACROECONÓMICA

EE.UU.

La ralentización de QT implica menor retirada de liquidez y permite elevar los objetivos de PER y cotización del S&P

La Reserva Federal

Powell, presidente de la Fed, ofreció en la rueda de prensa tras la reunión de política monetaria del pasado 20 de marzo unas «orientaciones moderadas» que resonaron positivamente en los mercados financieros, con recorridos al alza en renta variable, renta fija, oro y criptomonedas. El anclaje de expectativas abarcó cuatro áreas principales: tipos de interés, política de balance, facilidades de préstamo de emergencia (incluidas ventanillas de descuento y operativa *repo*) y regulación bancaria. Por lo que respecta a los tipos, Powell planteó si la fortaleza del mercado de trabajo le disuadiría de recortar tipos, resolviendo que «no, mientras la inflación continúe moderándose». Esto indicaría que la cuestión para la Fed no sería tanto de demasiado empleo cuanto más bien de demasiada inflación. Powell señaló que, pese a los recientes repuntes del IPC, la Fed no reacciona movida por el pánico; antes bien, añadió, «los recortes de tipos están justificados», con *diagramas de puntos* que muestran para diciembre recortes por un total de 75 pb. La posición expresada admite una doble interpretación: una, que dos cifras de inflación «caliente» consecutivas no conformarían tendencia y se considerarían más un contratiempo pasajero que el inicio de una tendencia al alza en la inflación, lo que implicaría un posible giro de la Fed en caso de afianzarse la tendencia; otra, que Powell no se compromete al objetivo de inflación del 2% y permitiría que persistieran niveles de inflación más altos para dar prioridad al crecimiento, las finanzas públicas y los motivos políticos, lo que indicaría un posicionamiento a favor de los recortes de tipos de la Fed y un posible desandaje de los tipos a largo plazo. En cualquier caso, conviene mencionar que van a más quienes asignan mayor probabilidad a un escenario en el que la Fed tendría que mantener los tipos en el nivel actual durante mucho tiempo. Por ahora asignamos una baja probabilidad a tal escenario (digamos, un 10%), con un escenario central (inalterado desde diciembre) de tres recortes a lo largo del segundo semestre en el tipo de los *fondos federales*. Recuérdese que el número de recortes que el mercado prevé ha ido disminuyendo progresivamente desde los 6-7 esperados a comienzos de año.

En cuanto a la política de balance y liquidez, Powell anunció un cambio significativo al afirmar que el proceso de ajuste cuantitativo (QT) pronto se ralentizaría, señalizando una moderación en la contracción de la oferta monetaria, que desde marzo de 2023 se reducía a razón de 100.000 millones de dólares al mes. La Fed pretende que las reservas bancarias pasen de «abundantes» a meramente «amplias», para lo que aflojaría a la mitad el ritmo de QT, quizás a 50.000 millones al mes, lo que equivaldría a *regalar* al mercado unos 700.000 millones en el transcurso de 12 meses, 1,2 billones en 24 meses y 1,8 billones en 36 meses. Esta evolución mejora las perspectivas de liquidez y brinda a los mercados motivos de celebración; con todo, ha de tenerse presente que una QT más lenta implicará un período de QT más prolongado.

Inflación y actividad económica.

El índice general de precios al consumo (IPC), que en febrero aumentó 0,4 pp, se situó en el 3,2% interanual, ligeramente por encima del dato de enero y de las expectativas del mercado (3,1% interanual en ambos casos). El IPC subyacente aumentó un 3,8% interanual (previsión: 3,9% interanual). Los componentes de energía (alza del 2,3% en el mes; carburantes: 3,8%) y de vivienda y alojamiento (0,4%) explicaron más del 60% de la subida mensual. Por otra parte, el crecimiento del PIB ha ido revisándose al alza y el indicador GDPNow de la Fed de Atlanta estima un crecimiento del 2,5% para el primer trimestre de 2024. En consonancia con esto los datos del mercado laboral siguen mostrando firmeza, con 275.000 nuevos empleos en febrero (frente a los 200.000 esperados), el salario medio por hora aumentó un 4,3% interanual y las solicitudes de subsidios de desempleo se mantienen en niveles muy bajos. La evolución de los precios y la expansión de la actividad económica nos hacen pensar que resultará muy difícil a la Fed justificar una bajada de tipos en este primer semestre del año y que deberíamos más bien esperarlos, en su caso, alrededor del segundo.

Mercados financieros

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. A la fecha del presente informe, el tipo de interés del bono a 10 años se sitúa en el 4,3%, nivel similar al del mes pasado, tras haber estado por debajo del 4,10% a mediados de marzo. El diferencial entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años se mantuvo estable en -35 pb, un nivel aún lejos del máximo del año pasado, cuando el diferencial alcanzó los 100 pb. Mantenemos el nivel del 4,5% para el bono estadounidense a 10 años para adoptar una postura neutral en *duración*. También mantenemos los objetivos de diferencial para la deuda corporativa; en concreto, con un posicionamiento Neutral en grado de inversión (IG) e Infraponderado en alto rendimiento (HY).

Renta variable. La temporada de publicación de resultados empresariales del último trimestre de 2024 concluyó con avances tanto en ingresos como beneficio por acción (BPA), marcando el segundo trimestre consecutivo de crecimiento interanual. Los resultados superaron con creces las expectativas, con un crecimiento del BPA del 1,5% interanual. Las empresas de tecnología y servicios de comunicación siguieron destacándose, aunque las diferencias en los resultados han empezado a reducirse (de hecho, el diferencial de rentabilidad entre S&P 500 y Nasdaq ha dejado de ampliarse). Seguimos aconsejando un enfoque equilibrado entre distintos estilos de inversión y aprovechar oportunidades en sectores rezagados, como los valores de empresas de pequeña capitalización. Nuestras perspectivas a medio y largo plazo sobre las acciones estadounidenses han mejorado tras anunciar el presidente de la Fed una moderación en el proceso de QT, lo que cabe considerar un *regalo* a los mercados al implicar una menor retirada de liquidez en los próximos dos años. En consecuencia, hemos elevado la relación precio/beneficios (PER) esperada de 19 a 20-21, con una estimación de valor razonable para el S&P 500 de 5.100 puntos. Esto significa que, mientras el índice se mantenga en torno a este valor, no debería haber motivo de preocupación.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL-INFRAPONDERAR LIGERAMENTE
Deuda soberana (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 4,25%)
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

US price-to-earning ratio

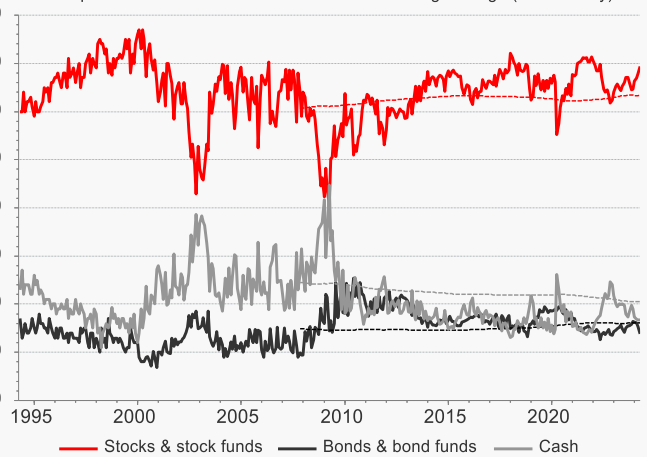
S&P 500



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

US asset allocation: Equity, Bonds & Cash

Current percent held in each asset class vs 20Y moving average (AAII Survey)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

EUROPA

El BCE podría pasar de haber quedado rezagado durante las subidas de tipos a liderar ahora los recortes

Mejora la confianza

Los indicadores adelantados de nuevas encuestas prospectivas se han sumado a las señales tempranas de recuperación apuntadas el mes pasado, sentando las bases para un repunte de la actividad hacia la última parte de 2024. No cabe esperar una mejoría grande, pero sí cierto grado de estabilización. La debilidad del crecimiento a corto plazo respondería al deterioro del sector industrial alemán y a la atonía, hasta ahora, del consumo. Estas expectativas tuvieron su reflejo en la revisión de previsiones del Banco Central Europeo (BCE): el crecimiento del PIB se reduce para 2024, al tiempo que mejora la opinión para los años siguientes. Por lo que respecta a los precios, las nuevas estimaciones del BCE adelantan a 2025 la consecución del objetivo del 2% para el IPCA, con la inflación subyacente controlada. Esta ha caído bastante: si bien los componentes internos y de servicios muestran rigidez a la baja, se aprecian señales positivas procedentes del mercado de trabajo y los resultados empresariales. En palabras de Philip Lane: «hay indicios de que las presiones salariales empiezan a moderarse y, además, los beneficios están absorbiendo parte del incremento de los costes laborales». Los avances registrados en la estabilización de los precios permitirán moderar la orientación actual de la política monetaria.

Banco Central Europeo

«En torno al verano» es la nueva fórmula del BCE, siendo muchos quienes sostienen que la reunión de junio podría ser aquella en la que definitivamente empezarían a recortarse los tipos. Entre quienes eso piensan no sólo hay *palomas*, sino también *halcones*, lo que supone admitir que el riesgo de inflación ha disminuido considerablemente. Mantenemos la previsión de dos recortes de tipos para este año (con niveles del tipo de depósito para finales de año del 3,5%); el primero de ellos en junio, salvo que se gestase un escenario más inflacionista por efecto del crecimiento de los salarios (en abril se publicarán datos más completos). No cabe descartar del todo que hubiera una tercera bajada de tipos.

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

Deuda pública. La rentabilidad de los bonos italianos ha mejorado desde el año pasado, en una evolución que resulta difícil de explicar a partir de sus datos fundamentales (aumento del déficit fiscal, etc.), pero que podría guardar relación con los flujos (búsqueda de rentabilidad y base de inversores minoristas más amplia) o con factores de corto plazo (mejores cifras de crecimiento). Mantenemos los objetivos para el rendimiento del Bund alemán a 10 años (2,5%) y para la mayoría de diferenciales de crédito, con una prima de riesgo más ajustada para Italia en 2024 por estimar que podrían persistir factores propicios a corto plazo: Italia (estrechamiento de 190 pb a 160 pb), España (100 pb), Portugal (60 pb), Grecia (120 pb), Irlanda (40 pb).

Deuda corporativa. Los mercados mantienen un intenso optimismo sobre todos los activos de riesgo, deuda empresarial incluida. Buena muestra de tal euforia son los satisfactorios niveles de emisión, sobre todo en grado de inversión, y el continuo estrechamiento de los diferenciales de los bonos *basura*. Para limitar las pérdidas en caso de ampliarse los diferenciales estamos posicionándonos en *duraciones* medias de 3-4 años, incluidos títulos defensivos y anticíclicos. Mantenemos los niveles objetivo de los diferenciales para grado de inversión (75 pb) y para alto rendimiento (450 pb), con una recomendación de Neutral para IG y de Infraponderar para HY.

Renta variable. La relación observada en el pasado entre el PER de Schiller (o ratio CAPE: ratio precio-beneficio ajustada por el ciclo) y la rentabilidad posterior (a 10-20 años) registrada por el mercado bursátil es claramente inversa. Históricamente, a ratios CAPE más bajos siguieron mejores rentabilidades para los inversores en Bolsa. En la actualidad el ratio CAPE del MSCI Europe indicaría un nivel de valoración atractivo para las acciones europeas, apuntando por patrones históricos a una tendencia favorable en las rentabilidades futuras. Esto, unido al hecho de que las acciones de la zona euro están relativamente baratas frente a las de otros mercados (incluso excluyendo el de EE.UU.), indicaría que la renta variable europea como clase de activo presenta una propuesta de valor difícil de ignorar. El mercado británico se ha caracterizado por su significativo repliegue tras el Brexit, con valoraciones aparentemente muy atractivas frente a las del pasado. Aun ajustando por sesgos sectoriales, excluyendo banca y energía, los niveles de PER a futuro sugieren que la renta variable británica cotiza cerca de sus mínimos de las tres últimas décadas. El posicionamiento inversor refuerza aún más esta hipótesis: existe un sesgo significativo hacia los mercados de EE.UU., ya que los inversores han ido alejándose de la zona euro y Japón. Por otra parte, las recientes alzas en los rendimientos de bonos y cotizaciones bursátiles han situado la prima de riesgo del Stoxx Europe 600 por debajo de la media histórica. Pensamos que esto refleja la opinión (o la esperanza) de los inversores de que los últimos datos económicos podrían estar apuntando a una estabilización de la actividad económica.

En el ámbito de la política fiscal los gobiernos europeos se han comprometido a mantener una postura relajada, con presupuestos para 2024 que prevén mantener o incrementar el gasto en independencia energética, defensa e infraestructuras, áreas todas ellas críticas para generar un crecimiento económico sostenido. Los países de la zona euro muestran, en este sentido, una posición fiscal comparativamente mejor que las de otros países del resto del mundo. Pensamos que el principal riesgo continuaría estando en el deterioro de los márgenes de beneficio. Las previsiones del consenso apuntan a una reacceleración del crecimiento del BPA en el segundo semestre de 2004 y en 2025, pero la menor capacidad de determinación de precios podría lastrear el crecimiento de los beneficios. En suma, el panorama de inversión en Europa presenta luces y sombras: bajos niveles de valoración y respaldo fiscal, por una parte, y lastres para los beneficios e inadecuación de las variables internas del mercado, por otra. Un entorno, por tanto, en el que se impone aplicar una selectividad estratégica.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,50%)

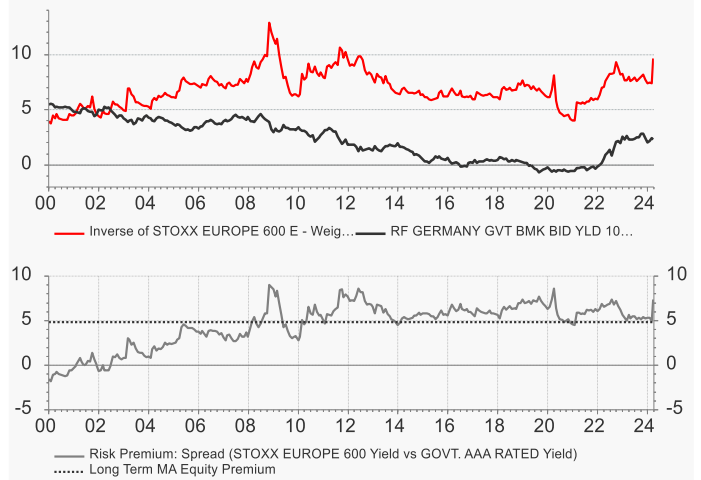
- P. periféricos: INFRAPONDERAR (IT 4,10%; ES 3,50%; PT 3,10%; IR 2,90%; GR 4,25%)

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.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

We expect the economy to recover in the coming years

March 2024
December 2023

ECB/Eurosystem staff macroeconomic projections for economic growth



EUROPEAN CENTRAL BANK | EUROSYSTEM

Euro area, annual figures

Euro area price-to-earnings

Europe Stoxx 600



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

ESPAÑA

Elecciones... otra vez

Factores macroeconómicos y política económica

Otra vuelta de tuerca en la política española. La región española de Cataluña celebrará el 12 de mayo elecciones anticipadas tras el rechazo del Parlamento catalán al proyecto presupuestario del gobierno separatista en minoría. El anuncio de elecciones se produjo en vísperas de que el Congreso votara en Madrid un proyecto de ley de amnistía para los activistas independentistas y funcionarios implicados en la década pasada en el movimiento separatista de Cataluña. Estas elecciones repercuten en la política nacional porque el gobierno de Pedro Sánchez depende de los partidos separatistas catalanes para aprobar leyes en el Parlamento español, por lo que su resultado puede afectar a la estabilidad de la coalición gobernante. De hecho, el mismo día en que se anunciaron las elecciones la ministra de Hacienda se retiró de las negociaciones de los Presupuestos: sin estos, el Gobierno no podrá impulsar las reformas que la coalición considera necesarias para seguir reduciendo el déficit fiscal y la deuda pública. Por ejemplo, por el lado de los ingresos se ha suspendido la reforma de los impuestos temporales a bancos y empresas energéticas que debían expirar este año (en 2023 los ingresos procedentes de estos impuestos ascendieron a 2.900 millones de euros). Por el lado de los gastos hay partidas afectadas por el impacto de las guerras en los precios de alimentos o energía que no pueden ajustarse. Aunque en el caso de la energía se introdujo un cambio en la política fiscal por el que el IVA eléctrico sería del 10% mientras el precio del MWh se mantuviera por debajo de los umbrales fijados por el Gobierno, como sucedió en febrero (en las facturas de marzo volverá a ser del 21%).

Pese a la incertidumbre política, la economía española sigue comportándose mejor que la de los países de su entorno. La inflación general cayó al 2,8% interanual, seis décimas menos que el correspondiente dato del mes anterior, y la subyacente se redujo una décima, hasta situarse en el 3,5% interanual. En la reducción de la inflación influyeron efectos de base. A diferencia de otros países europeos, los convenios colectivos firmados en España en febrero recogieron un alza del 3,4% para 2024, con lo que el incremento salarial pactado para los convenios con efectos en 2024 se reduce del 3,4% de 2023 al 2,8%, minorando las presiones inflacionistas para este año.

Otros datos de actividad confirman el buen momento de la economía española. El consumo de cemento tuvo un crecimiento mensual superior al habitual y el Índice de Producción Industrial (IPI) creció un 0,4% mensual desestacionalizado en enero. Por su parte, el sector servicios registró un buen comportamiento en febrero, con un aumento tanto de la actividad como de los nuevos negocios con las mejores cifras desde mayo de 2023 y con una notable mejora del optimismo sobre el futuro, hasta su nivel más alto en dos años. El índice PMI de actividad empresarial del sector servicios se mantuvo en febrero por sexto mes consecutivo por encima de la marca crucial de 50,0 («sin cambios»), pasando de 52,1 en enero a 54,7 en febrero, lo que supone el mayor crecimiento registrado por la encuesta desde mayo de 2023.

En cuanto a las previsiones, tanto el Banco de España como el Panel de Funcas revisaron al alza en tres décimas, al 1,9%, su respectiva previsión de crecimiento para 2024 tras los buenos datos del avance de Contabilidad Nacional Trimestral correspondiente al cuarto trimestre de 2023. Ambas instituciones sitúan con ello su previsión al mismo nivel que el Gobierno.

Esta mejora de la actividad económica y la inflación se refleja también en la opinión sobre la economía española que tienen las agencias de calificación de crédito. Moody's ha cambiado su perspectiva sobre España a positiva haciendo referencia a un modelo de crecimiento más equilibrado que podría conducir a un crecimiento mayor y menos volátil que el anticipado. El aguante de la economía española se apoya en la eficacia de políticas sólidas cuyas medidas han reforzado la capacidad de absorción de perturbaciones del país. Por comparación con la década pasada, el menor endeudamiento del sector privado, la robustez del sector bancario, el superávit por cuenta corriente y la mayor fortaleza del mercado de trabajo ponen de manifiesto los avances experimentados por la economía española en los últimos años.

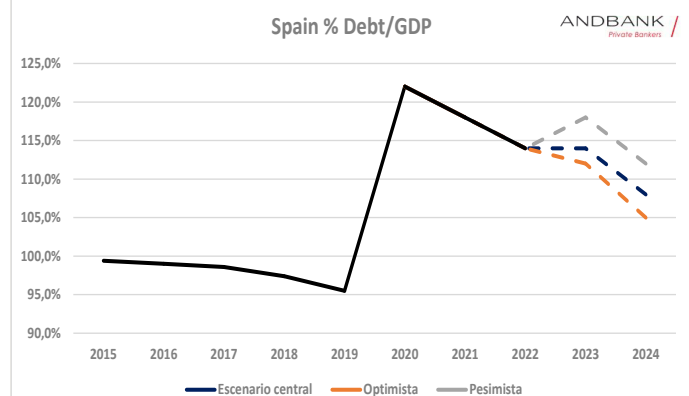
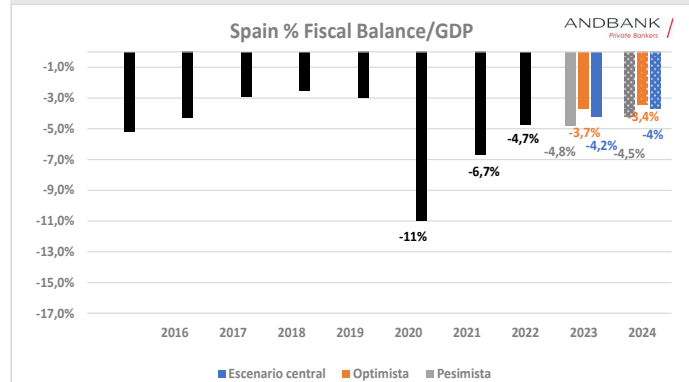
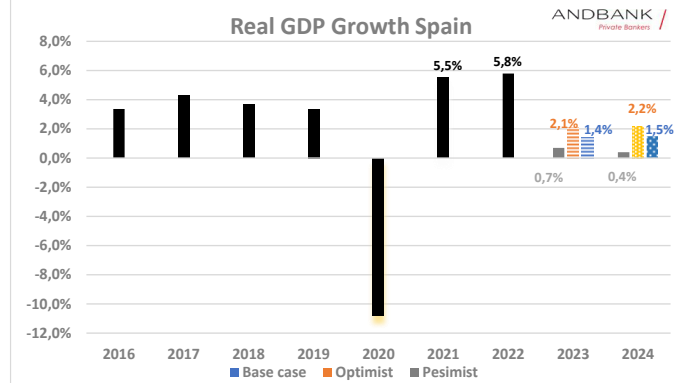
Mercado de renta variable

El IBEX 35 cerró 2023 con un crecimiento del BPA del 11,2% (de 807 a 897). El buen conjunto de resultados de los bancos (todos ellos con un crecimiento superior al 10%) y de empresas con un peso elevado en el IBEX, como Inditex, Amadeus o Repsol, han compensado los débiles resultados de compañías de servicios públicos y suministros colectivos o de Telefónica. La buena marcha de la economía española y los resultados del último trimestre del año pasado están mejorando la opinión del mercado. El consenso es ahora ligeramente más optimista para este año de lo que reflejan nuestras cifras. Mantenemos el BPA previsto para los próximos 12 meses en 986, con una leve ampliación del PER medio del mercado del actual 10,6x a 11x.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): NEUTRAL

Deuda soberana (bono español a 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 3,50%)





CHINA

Pekín ordena al «equipo nacional» de bancos estatales comprar ETFs de renta variable para apuntalar el mercado

El mayor fondo cotizado alcanza los 28.000 millones de USD gracias a las compras del Estado

La reciente compra de acciones chinas por fondos estatales, en un intento por reforzar la confianza inversora, ha contribuido a la revalorización del mayor fondo cotizado del país, cuya capitalización bursátil ha alcanzado la cifra récord de 200.000 millones de yuanes (28.000 millones de USD). Si bien hacía mucho que el ETF CSI 300 de Huatai-PineBridge era el mayor fondo cotizado de China continental, ahora las compras del fondo soberano Central Huijin Investment Ltd. le han imprimido un impulso adicional. Según datos recopilados por Bloomberg Intelligence, las compras del ETF por parte del llamado «equipo nacional» ascenderían desde octubre a 50.000 millones de yuanes.

Tensiones geopolíticas

Huang Yiping, destacado economista y asesor de los responsables últimos de diseñar las políticas chinas, afirmó que, en el actual entorno de tensiones geopolíticas, el país debía ajustar su política industrial. En concreto sugirió un cambio para contrarrestar las crecientes críticas de Washington y Bruselas a su exceso de capacidad productiva. Los comentarios de Huang suponen una admisión inusual entre los asesores del Gobierno de los retos externos que afronta la estrategia económica del presidente Xi, advirtiendo que la ola proteccionista contra los productos fabricados en China perjudicaría el desarrollo e innovación del país. Por su parte, Hong Kong hizo público el proyecto de la nueva ley de seguridad nacional, que establece castigos más severos por traición e insurrección. El documento, además de incluir nuevas cláusulas sobre traición, espionaje e injerencia exterior, amplía lo que podría considerarse sedición y secretos de Estado, e impone penas más severas, lo que algunos temen que mermará aún más las libertades en el centro financiero. Varios miembros del Consejo Legislativo esperaban que el proyecto se convirtiera en ley antes de mediados de abril. La UE ha expresado «honda preocupación» por el amplio alcance de lo dispuesto en materia de «injerencia exterior» y por su alcance extraterritorial.

Las tensiones entre EE.UU. y China recobraron protagonismo tras afirmar Raimondo, Secretaria de Comercio de EE.UU., que «Washington valora constantemente la necesidad de ampliar el control de las exportaciones de microprocesadores a China». El gobierno de Biden no deja de evaluar el alcance de los controles a la exportación para asegurarse de impedir que China reciba equipos de fabricación de semiconductores y chips sofisticados que pudieran utilizarse con fines militares. Con eso y con todo Raimondo reiteró que Washington no se planteaba «desvincularse» de la economía china. El gobierno de Biden también sopesaba imponer sanciones a CXMT para bloquear los avances de China en el sector de los semiconductores. En concreto, el Departamento de Comercio de EE.UU. podría incluir ChangXin Memory Technologies y otras cinco empresas chinas en la lista negra de entidades a las que se vetaría el acceso a componentes tecnológicos avanzados de proveedores estadounidenses. La medida se considera un intento más del gobierno de Biden de frenar la búsqueda de semiconductores avanzados por parte de China.

Donald Trump afirmó que, de resultar reelegido, se proponía elevar los aranceles a China para que esta construyese coches en EE.UU. En una entrevista a la CNBC indicó que probablemente reimpondría los aranceles sobre productos extranjeros si obtuviese otro mandato presidencial. En concreto, se refirió a la industria automovilística china y a que intentaría que se construyeran más automóviles en EE.UU. con trabajadores estadounidenses.

Pese a que las ventas de iPhones de Apple están ralentizándose en China, Apple ha anunciado que ampliará un centro existente en Shanghái y abrirá otro en Shenzhén, dedicados a investigar y probar productos como los iPhones y las gafas de realidad virtual Vision Pro. Apple también abrirá una nueva tienda en Shanghái, la octava en esa ciudad.

Nissan y Honda reducirán drásticamente la producción de automóviles en China en plena lucha por competir en el mercado de vehículos eléctricos con sus homólogos chinos. Nissan reducirá su capacidad de producción hasta en un 30%, lo que equivaldría a 550.000 unidades anuales, y Honda lo hará en un 20%, hasta 1,2 millones de unidades. De fondo está el desplazamiento del mercado chino hacia los vehículos eléctricos, un mercado dominado por los fabricantes nacionales.

Crisis inmobiliaria: el Ministro de la Vivienda chino promete ayudas «razonables», que no rescates, a los promotores en dificultades

Ni Hong, Ministro de la Vivienda, intervino en una rueda de prensa en la que prometió apoyar con «financiación razonable» a promotores inmobiliarios en apuros, pero no a los que se enfrentaban a la insolvencia, que «deberían declararse en quiebra o intervenir». Ni reveló que, hasta finales de febrero, los bancos comerciales chinos habían aprobado más de 200.000 millones de CNY (28.000 millones de dólares) en ayudas financieras para más de 6.000 proyectos inmobiliarios, de los que cerca del 82% correspondían a empresas privadas. Ni citó el eslogan de que «la vivienda es para vivir, no para especular», que no se mencionaba en el Informe de Trabajo del Gobierno del Primer Ministro Li Qiang.

El PBoC aumenta por 16º mes consecutivo sus reservas de oro, con la cotización en máximos históricos

El Banco Central de China (PBoC) aumentó en febrero sus reservas de oro por decimosexto mes consecutivo en 390.000 onzas troy, hasta un total de 72,58 millones de onzas, ya que el país trata de diversificar sus reservas de divisas más allá de los bonos del Tesoro de EE.UU. La demanda de los bancos centrales de todo el mundo ha impulsado en parte el reciente repunte del oro, con Singapur y Polonia aumentando también las compras. El alza en la cotización del metal áureo también se apoyó en crecientes apuestas de recortes de tipos de la Reserva Federal a finales de este año, las tensiones geopolíticas y los problemas económicos de China.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

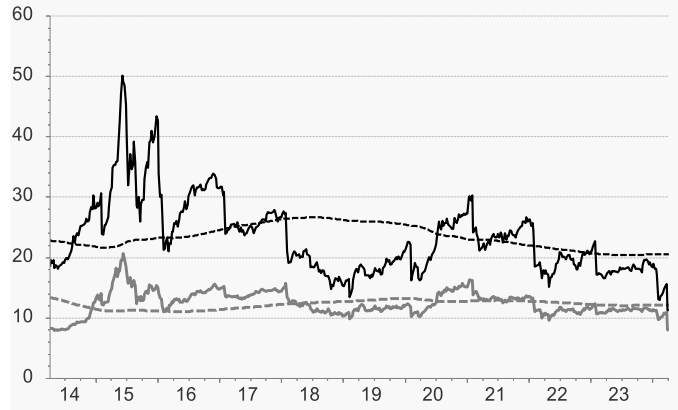
Renta variable: Shanghái: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.

Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo a 10 años: 1,75%)

Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE forward

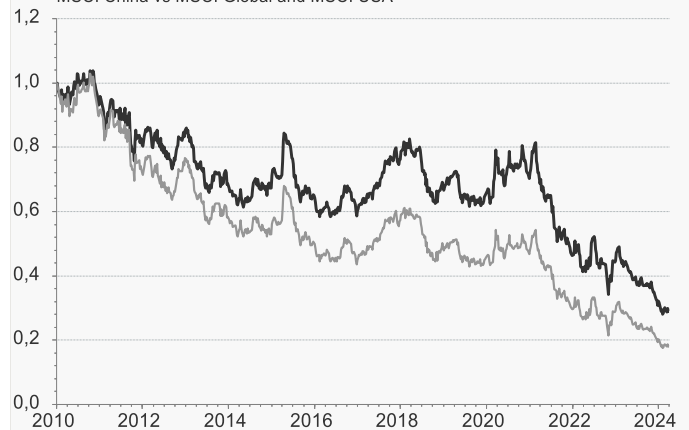


— SHANGHAI SE A - PE FY1 Fiscal Period
— IBES SHENZHEN A - PE FY1 Fiscal Period

Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



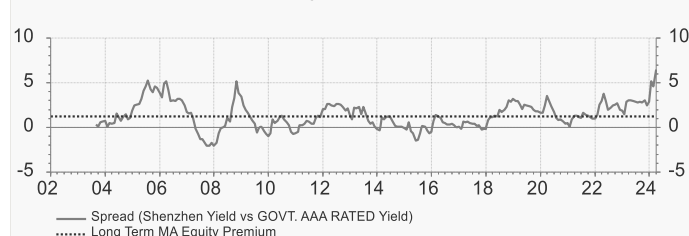
— MSCI China / MSCI World — MSCI China / MSCI US

Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y



— Inverse of IBES SHENZHEN A - Weighted... — RF CHINA GVT BMK BID YLD 10Y



— Spread (Shenzhen Yield vs GOVT. AAA RATED Yield)
..... Long Term MA Equity Premium

Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



JAPÓN

Una apreciación del yen podría perjudicar a los inversores en renta variable o ser una fuente adicional de rentabilidad

Fuerte repatriación de capitales y encarecimiento del yen si el BoJ subiera tipos

Según una encuesta elaborada por Markets Live Pulse, casi el 40% de los 273 inversores nacionales encuestados afirmaron que una subida de tipos del Banco de Japón les impulsaría a vender activos extranjeros y a repatriar los beneficios, aunque el diferencial de rentabilidad entre EE.UU. y Japón mantendrá su amplitud bastante tiempo (incluso una subida de tipos al 0,5% seguiría dejándolos unos 400 pb por debajo del equivalente estadounidense basado en el OIS).

Sobre el volumen del que estamos hablando y la magnitud de la potencial apreciación del yen, un funcionario de la Agencia de Servicios Financieros (FSA), responsable de supervisar los movimientos de dinero de particulares, apuntó que «el flujo dirigido hacia fondos de inversión en acciones extranjeras fue mayor de lo esperado». La FSA señaló que, desde el inicio en enero del nuevo sistema de inversión de pequeña cuantía exento de tributación (NISA), un total neto mensual superior al billón de yenes (unos 20.000 millones de dólares) ha fluído hacia fondos de inversión, con el 80% yendo a parar a fondos que invierten en renta variable extranjera. Esto ha intensificado el riesgo que entrañaría una posible apreciación del yen, ya que las perspectivas de rentabilidad de dichos fondos empeorarían. La mera posibilidad de que así sucediera podría llevar a los inversores japoneses a vender sus posiciones en ellos (forzando a recomprar yenes para liquidar el reembolso de participaciones). La FSA ha empezado a cursar instrucciones a las instituciones financieras para que expliquen bien a sus clientes el riesgo que comportaría una apreciación del yen.

Pero no se trata sólo de la compra de yenes por inversores nacionales al repatriar sus capitales del extranjero. Lo más preocupante, en nuestra opinión, es lo que pudieran hacer los inversores internacionales que se endeudaron en yenes al 0% (o a tipos negativos) con sus posiciones en el extranjero ya que, en el caso de venderlas, podrían acabar comprando yenes con los que liquidar los préstamos contratados en esta divisa. Esto no provocaría una caída del mercado bursátil japonés; muy al contrario, algunos inversores extranjeros (no apalancados) buscarían posicionarse en renta variable japonesa con miras a beneficiarse de lo que bien podría ser una inminente revalorización del yen.

El Banco de Japón podría poner fin a los tipos negativos esta semana

La principal noticia de Nikkei es que se espera que el BoJ ponga fin a los tipos negativos esta semana. Los preparativos comenzaron el pasado viernes, con la idea principal de elevar el tipo a corto plazo, actualmente situado en el -0,1%, en más de 10 pb hasta el rango del 0%–0,1%. La medida respondería a la importante subida salarial pactada entre las grandes empresas, con los datos preliminares de Rengo reflejando un aumento medio del 5,28%, que en las pequeñas empresas sería del 4,42%. El salario base se incrementó un 3,7%. Una fuente del BoJ apuntó que estas subidas salariales alcanzaban un nivel que ni los prudentes partidarios de la reflación podrían ignorar. El Banco de Japón parece pensar que las condiciones económicas permitirán mantener ahora una inflación estable del 2%.

Las operaciones del BoJ están bajo la lupa, con el mercado muy alerta ante cualquier indicio de que pudiera iniciarse un endurecimiento monetario. En particular, el lunes 18 el BoJ realizó una operación *gensaki* en el mercado secundario (asimilable a una de *repo* inverso, con garantía de JGBs). Cuando un banco central se propone drenar liquidez o retirar dinero en circulación del sistema bancario puede recurrir a esas operaciones: al comprar valores a bancos comerciales con el pacto de revenderlos en el futuro, el banco central está retirando efectivo del sistema bancario y reduciendo la cantidad de dinero disponible para préstamo e inversión, lo que facilita controlar la inflación y modera el crecimiento económico. El volumen de la operación del BoJ ascendió a 3 trillones de yenes (20.000 millones de USD).

Las presiones alcistas sobre los tipos de interés en Japón, en medio de crecientes expectativas de una inminente subida de tipos por el BoJ, llevaron a los analistas del mercado a concluir que esa operación *gensaki* tenía por objeto anticiparse a las reacciones del mercado.

El IPC subyacente de febrero se acelera, avalando el cambio de política del BoJ

La inflación posiblemente haya seguido acelerándose en febrero al disiparse los efectos de las subvenciones a los combustibles. Tras el 2% del mes anterior, el consenso espera para febrero un IPC subyacente del 2,8% interanual, su tasa más alta desde octubre pasado. El repunte esperado se atribuye en gran medida al fin de los efectos de las subvenciones estatales a la energía. Ante una inflación que lleva más de un año por encima del objetivo del 2% del Banco de Japón y el afianzamiento de las expectativas de alzas salariales sostenidas, son muchos los analistas del mercado que prevén que el banco central pondrá fin este mes (o, si no, en abril) a la política de tipos de interés negativos.

El ministro de Finanzas corrobora que la economía ya no está en deflación y que la tendencia al alza de los salarios es fuerte

El primer ministro japonés, Fumio Kishida, y el ministro de Finanzas, Suzuki, han afirmado en repetidas ocasiones que el país aún no estaba en condiciones de declarar la salida definitiva de la deflación y han hecho hincapié en que «el gobierno recurrirá a todas las medidas de política a su alcance para facilitar el impulso de los salarios» (abogando con esto por tipos bajos). Sin embargo, en la segunda semana de marzo el ministro de Finanzas declaró que «la economía japonesa ya no está en deflación y la tendencia al alza de los salarios es fuerte», lo que sugiere que ya no consideran necesario mantener los tipos negativos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

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

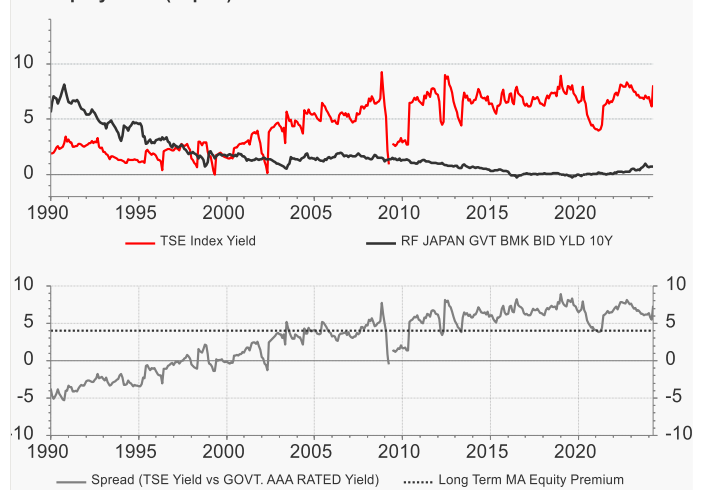
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 140)

Japan Nikkei 225 price / earnings



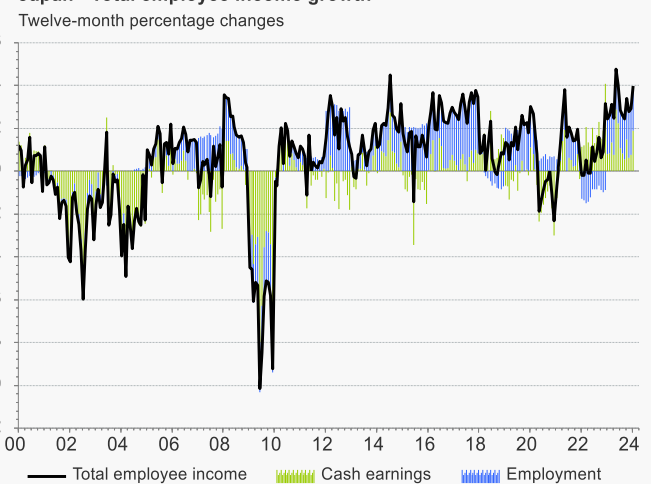
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan - Total employee income growth



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



INDIA

El análisis *micro* (conectividad, comercio minorista e infraestructuras) perfila unas perspectivas favorables

Reciente inestabilidad en los índices de pequeña y mediana capitalización bursátil

La Junta de Bolsa y Valores de la India (SEBI) ha expresado inquietud por la fuerte afluencia de fondos durante el año pasado hacia valores de pequeña y mediana capitalización. En concreto, el regulador pidió a los fondos de inversión que adoptaran medidas, como practicar pruebas de resistencia, para determinar la dificultad de liquidar tales posiciones. Las gestoras de fondos indias acaban de empezar a divulgar los resultados de sus pruebas de resistencia. En concreto, los fondos necesitarían entre uno y 17 días para salir de una cuarta parte de sus carteras de valores de mediana capitalización y alrededor del doble de tiempo para hacer lo propio en sus carteras de valores de pequeña capitalización. Estos plazos implicarían retrasar la devolución de fondos a los inversores más de lo que estos anticipan en la actualidad (que serían dos o tres días, según la práctica habitual del sector). La publicación de estos resultados provocó, tras la advertencia del regulador, cierta venta de posiciones en fondos, con las consiguientes caídas de los índices Nifty de pequeña (-5,9%) y de mediana (-4,8%) capitalización. En un excelente ejercicio de transparencia, catorce de las 45 gestoras de fondos que invierten en esta clase de valores habían publicado los resultados de sus pruebas de resistencia o los habían enviado a los inversores a mediodía del viernes y el resto los comunicaría al final de la jornada. Estas cifras servirán de referencia a los gestores para decidir si optan por un cierre «flexible» de estos fondos, suspendiendo la entrada de nuevos participes. La realidad es que las gestoras indias han sido bastante ágiles en liquidar sus participaciones en mediana capitalización (tan sólo dos fondos tardaron más de 10 días en reembolsar a los inversores).

Cyient Ltd (Conectividad): buenas perspectivas de crecimiento en India

Hemos tenido acceso a las expectativas del equipo directivo de una importante multinacional de ingeniería y tecnología digital india, Cyient Ltd, sobre coyuntura macroeconómica y resultados empresariales, y son bien halagüeñas. Sus previsiones incluyen interesantes estimaciones de crecimiento de los ingresos para los próximos dos años. En concreto, ingresos por ventas en 2024: 71.400 millones de INR; 2025: 80.900 millones (+13% interanual), y 2026: 92,3% (+14%). EBIT en 2024: 10.200 millones de INR; 2025: 12.000 millones (+18%), y 2026: 13.800 millones (+15%). La dirección espera que se activen los cuatro motores de crecimiento. Sostenibilidad y Transporte ya obtienen sólidos resultados, mientras que las otras dos áreas siguen atravesando por dificultades, si bien la dirección de Cyient piensa que se recobrarán a partir de este año. En Transporte, el tráfico aéreo está creciendo y el volumen mundial de pasajeros probablemente superará en 2024 los niveles de 2019. Los índices de MRO (Mantenimiento, Reparación y Operaciones) y de producción industrial crecerán significativamente en los próximos 2 años. En Conectividad se han puesto en marcha programas de gasto público como RDOF, mientras que los programas BEAD aún no han arrancado. En el cuarto trimestre se recuperará este factor, y la recuperación proseguirá el año siguiente. La expansión de la fibra y la experiencia de cliente *premium* basada en tecnologías inalámbricas siguen en el punto de mira. En Sostenibilidad se espera un crecimiento como no se había visto en años gracias al impulso de la demanda de fuentes de energía alternativas como el hidrógeno, amoníaco, captura de carbono y energía nuclear. En Nuevas áreas de crecimiento mantienen su impulso la automoción y la informática de alto rendimiento; en particular, la inteligencia artificial generativa («Gen AI») reactivará el segmento de los semiconductores en el segundo semestre del año. En suma, el análisis de la dirección de Cyient sugiere buenas perspectivas de crecimiento del negocio en la India.

Varun Beverages (Comercio minorista): embotelladora y distribuidora de bebidas

VBL registra un fuerte impulso en los ingresos (con una tasa de crecimiento anual compuesto que ronda el 22% entre los años 2019 y 2023), contándose entre los factores en que se apoya una amplia red de distribución en el país, la diversificación de la cartera de productos, la fuerte tracción de nuevos productos y un entorno de demanda satisfactorio (la penetración de bebidas refrigeradas en el hogar pasó del 38% en 2019 al 47% en mayo de 2023). Para 2024 VBL ha adoptado una estrategia que cubre varios frentes: expansión de la capacidad de fabricación, fortalecimiento de la red de comercialización y mejora del alcance geográfico (a nivel nacional e internacional). En el caso de la expansión de capacidad, VBL ha puesto en marcha dos nuevas instalaciones en Rajastán y Madhya Pradesh, al tiempo que ha seguido ampliándola en seis ubicaciones, con una inversión acumulada en capital fijo de 16.500 millones de INR. En enero de 2024 comenzó la producción en Maharashtra. Los planes de expansión actuales de Varun deberían haber finalizado para el verano. En conjunto, su capacidad de producción habrá aumentado un 45% respecto a la de 2022, y la habrá triplicado en el caso de productos lácteos de valor añadido y zumos. Las medidas adoptadas por la empresa, sus planes de inversión y ventas auguran también un excelente comportamiento futuro del gasto de consumo en la India.

Cintra (Infraestructuras): la filial de Ferrovial cerró acuerdos para adquirir el 24% de IRB Infrastructure Trust (IRBIT) y el 24% de MMK Toll Road Pvt. Ltd (MMK)

IRB Infrastructure Developers Limited es una empresa india de construcción de carreteras que está beneficiándose de una cartera de pedidos creciente en las áreas de ingeniería, adquisición y construcción, y operación y mantenimiento. Con una sólida cartera de proyectos en licitación, que adjudicará la Autoridad Nacional de Carreteras de la India (NHAI), y una cartera de pedidos saneada, la tasa de CAC de los ingresos de empresas de infraestructuras como IRB debería rondar el 12% en los ejercicios 2024 a 2026, con márgenes sostenidos. Las cifras procedentes de empresas del sector de infraestructuras, junto con la entrada de conglomerados extranjeros, apuntan a una favorable evolución de esta economía.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

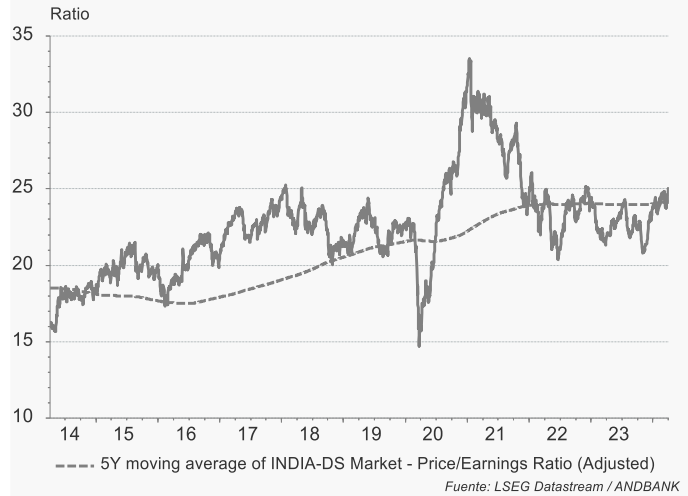
Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR

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

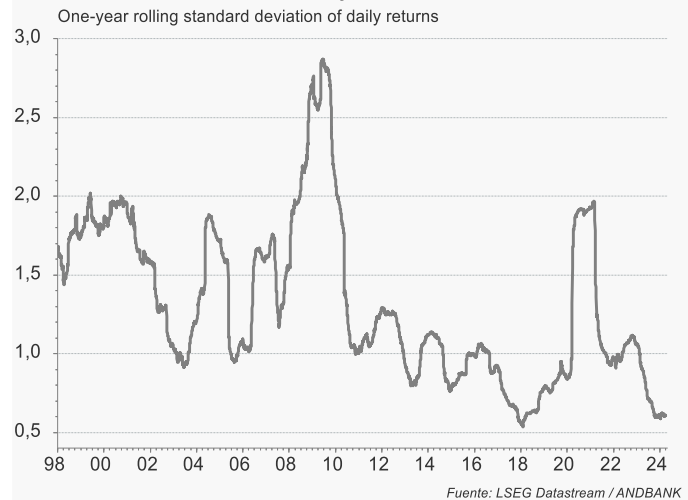
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 82)

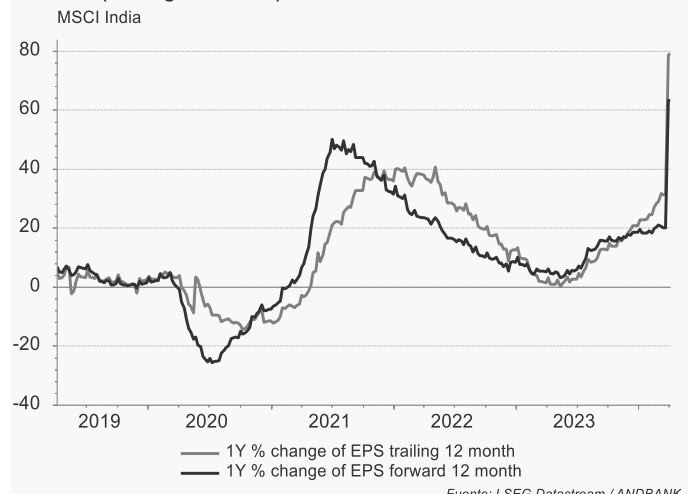
India Datastream index Price Earnings Ratio



India NIFTY 50 realised volatility



EPS (Trailing & Forward)





COYUNTURA MACROECONÓMICA

VIETNAM

Volverá a crecer más que los demás países de la ASEAN este año y los siguientes, como ya hizo en 2022 y 2023

Vietnam supera a las demás economías de la ASEAN en 2024

Con una tasa de crecimiento prevista del 6,5%, Vietnam superará a los demás países de la ASEAN en 2024 gracias al aumento de la producción industrial y las exportaciones, a la fuerte demanda mundial de bienes (y, en particular, de productos de electrónica) y a las considerables entradas de inversión extranjera directa (IED). Según previsiones de consenso de analistas, el PIB de los países de la ASEAN aumentará de media un 4,5% en 2024, por encima del 4% del año pasado, como consecuencia de la mayor actividad turística, menor inflación, menores tipos de interés y recuperación del sector tecnológico mundial. La predicción de *FocusEconomics* es que Vietnam será, entre las grandes economías de la ASEAN, la que más crecerá en 2024, el 6,5%, por encima del 5% de 2023. Esto es importante porque, comparado con otros países de la ASEAN, también creció más en 2022 y 2023, revalidando la continuidad de su crecimiento. Habida cuenta de que la actividad económica mundial seguirá previsiblemente ralentizándose en 2024, este crecimiento esperado del PIB del 6,5% realza el enorme atractivo del país para las empresas manufactureras multinacionales, además de ser indicativo de que Vietnam es uno de los grandes beneficiarios de la relocalización de la actividad económica. Las predicciones ya están materializándose en los primeros meses del año: con los datos disponibles, la exportación de mercancías y la producción industrial se dispararon en enero; basándonos en estos datos de alta frecuencia, el crecimiento del PIB vietnamita, superior ya al de las principales economías de la ASEAN, se acelerará considerablemente en este primer trimestre respecto al último de 2023. La Oficina General de Estadística de Vietnam ha estimado un avance del índice de producción industrial del 5,7% para los dos primeros meses del año (casi el doble que en el mismo periodo del año anterior). Diseccionando los datos se aprecia claramente que detrás del crecimiento están sobre todo sectores de alto valor añadido: las exportaciones de productos electrónicos, ordenadores y piezas de repuesto ascendieron a 9.540 millones de USD, un 34% más que en el año anterior. Cabe esperar que Vietnam siga recibiendo flujos de IED, que estimularán la inversión en capital fijo y el empleo. Hasta el 20 de febrero, las entradas totales de nuevo capital registradas, el capital adicional, las aportaciones de capital y las compras de acciones por parte de inversores extranjeros ascendían a 4.290 millones de USD, un 38,6% más que en el año anterior. El país contaba con más de 39.500 proyectos de inversión extranjera aprobados, cuyo valor registrado era de 473.100 millones de USD. Hasta la fecha se han desembolsado casi 300.000 millones de USD. Para hacerse una idea clara de la magnitud de este volumen de inversión, el PIB de Vietnam en 2023 apenas alcanzaba los 380.000 millones de USD.

Las autoridades vietnamitas desempeñarán una importante función de largo plazo al apoyar la economía asegurando una prudente estabilidad macroeconómica, resultante de aplicar políticas monetarias y fiscales proactivas. Por sí solo esto no sería suficiente, pues lo que se requiere es dar continuidad a lo hecho en 2023 con la puesta en marcha de proyectos transformadores de inversión pública e infraestructuras. Por fortuna, el Gobierno vietnamita ha avanzado no poco en la reforma institucional, sobre todo mejorando los marcos de política para la economía digital y la economía circular, y también la conectividad regional. Además ha impulsado la diplomacia económica para ampliar sus mercados de exportación e identificar nuevos recursos para el desarrollo. Todo esto ha permitido al país afrontar eficazmente perturbaciones adversas en los mercados mundiales y mantener la estabilidad macroeconómica y el equilibrio de las principales cuentas nacionales, amén de seguir fomentando y reforzando la confianza de los inversores nacionales e internacionales.

VN-AUS-NZ: una asociación estratégica que potencia la inversión y la cooperación

Vietnam y Australia han elevado a nuevas cotas su medio siglo de relaciones diplomáticas al establecer una Asociación Estratégica Integral que se funda en una creciente colaboración en materia política, económica, de seguridad y judicial. Las áreas de interés incluyen fomentar la cooperación económica y promover inversiones de alta calidad, aspirando ambas naciones a «aumentar la prosperidad compartida y la estabilidad en el Indo-Pacífico». Este tipo de acuerdo entre economías tan diferentes en tamaño, pero tan cercanas geográficamente, puede resultar muy favorable para el socio menor (en este caso, Vietnam, cuyo PIB de 380.000 millones de USD contrasta con los 1,6 billones de PIB australiano). Vietnam también están reforzando su asociación estratégica con Nueva Zelanda a través de inversiones y proyectos conjuntos. Nueva Zelanda ha invertido 6,24 millones de NZD en impulsar las exportaciones frutícolas vietnamitas, al tiempo que ambos países ponen a prueba certificados electrónicos para agilizar el comercio agro-pesquero. También está sobre la mesa la posibilidad de conceder visados de larga duración a los ciudadanos vietnamitas. La relación se está ampliando a la economía verde y a la agricultura de alta tecnología con el objetivo de impulsar el comercio bilateral hasta los 3.000 millones de USD para 2026.

Importantes empresas estadounidenses exploran oportunidades de inversión

Cincuenta grandes empresas estadounidenses de diversos sectores visitarán Vietnam para explorar oportunidades de inversión en un acto organizado por el Consejo Empresarial EE.UU.-ASEAN. Tras haberse elevado los lazos entre Vietnam y Estados Unidos a la categoría de asociación estratégica integral, esta visita responde al creciente interés estadounidense por el mercado vietnamita, lo que augura un futuro crecimiento de la inversión y el comercio bilateral.

Vietnam Airlines amplía su alcance

Vietnam Airlines ha programado vuelos directos a Múnich y ha mejorado el servicio a Delhi con aviones A350, potenciando las conexiones con Alemania y la India. Por su parte, Turkmenistan Airlines cuenta ahora con vuelos regulares semanales a Ho Chi Minh City, lo que abre nuevas rutas. El crecimiento de Vietjet ha impulsado el acceso y la conectividad mundial. Sin embargo, la retirada de motores puede reducir la capacidad operativa de algunas aerolíneas, por lo que la Administración de Aviación Civil de Vietnam (CAAV) ha instado a estas a elaborar planes de contingencia que permitan mantener el servicio y evitar subidas en las tarifas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

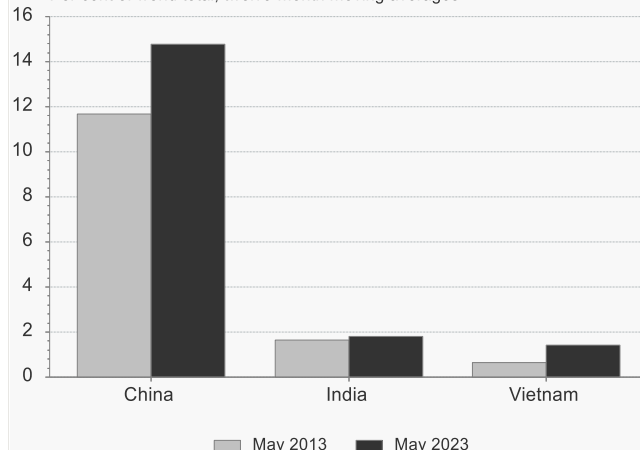
VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

China, India and Vietnam exports

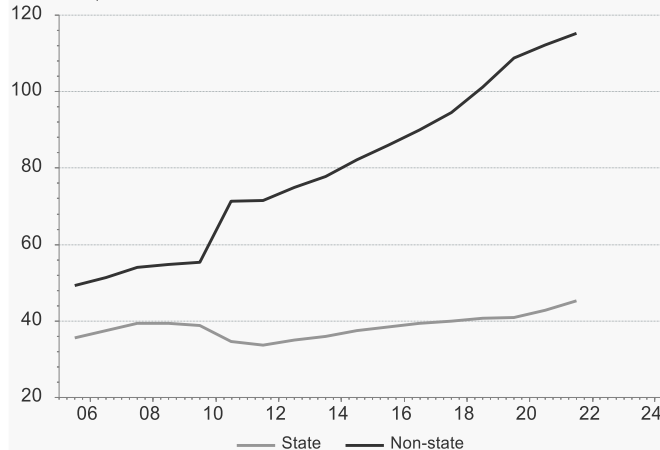
Per cent of world total, twelve-month moving averages



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Vietnam GDP - State vs Private

USD, billions



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



ISRAEL

Se impone prudencia ante la política fiscal expansiva que aplica el gobierno

Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

Tras bastantes contratiempos, el Congreso aprobó la semana pasada (por 62 votos a favor y 55 en contra) los presupuestos del Estado para 2024. No era un presupuesto «normal», desde luego, dada la situación de guerra en que se halla Israel. En informes anteriores hicimos referencia al fuerte aumento del déficit presupuestario, al tiempo que señalábamos que el país entraba en guerra con una situación económica sólida, reflejada en la baja relación deuda/PIB, que proporcionaba al Gobierno margen de maniobra. Se partía de la base de que la economía tenía una notable capacidad de recuperación tras los conflictos de seguridad de los últimos años. Conforme al presupuesto anterior el gasto público debía aumentar el 4,8%; ahora, debido a la guerra, el gasto previsiblemente se incrementará este año nada menos que un 13,7%. El aumento del gasto en enero y febrero fue de hecho del 15,7% y 15,9%, respectivamente, cifras significativamente superiores a las del proyecto de presupuesto actualizado. El déficit fiscal ascendió al 5,6% del PIB en los últimos doce meses, ampliándose 80 pb respecto al déficit del 4,8% de finales de enero. En la elaboración del nuevo presupuesto el Gobierno opera sobre el supuesto de un déficit fiscal del 6,6% del PIB para este año, el mayor (tan sólo por detrás del de Estados Unidos) entre los países desarrollados.

La evolución de los precios sigue favoreciendo a la autoridad monetaria, con una inflación de precios al consumo en febrero del 2,5% interanual, tras el 2,6% interanual del mes anterior, en línea con lo esperado por el mercado. El IPC mensual subió 0,4 pp, también en línea con las expectativas del mercado. Con ese dato, febrero marca el sexto mes consecutivo de caída de la inflación y el segundo en que esta se sitúa dentro del rango que el Banco Central de Israel se fijó como objetivo (1%-3%). Parte del descenso se explica por la menor actividad económica tras el inicio de la guerra contra Hamás, por lo que no está claro si el banco central bajará el tipo de referencia en su reunión del 8 de abril, tras haberlo recortado del 4,75% al 4,50% en enero.

Simultáneamente a la publicación de los ingresos y gastos del Estado, el gobierno israelí emitió deuda por importe de 8.000 millones de USD en los mercados extranjeros. La emisión tuvo una demanda impresionante, que llevó al Ministro de Finanzas a declarar que estaba «orgulloso de un logro que indica confianza en la economía israelí». Algo que, en nuestra opinión, no es exacto, ya que el gobierno tuvo que pagar un tipo de interés muy alto por colocarla. Aunque la calificación de Israel es (todavía) de -AA, el Tesoro tuvo que financiarse a un tipo de interés superior al de países con una calificación crediticia de BBB.

Israel tiene el mérito de haber cumplido siempre sus compromisos, aun en los momentos más difíciles. Pero si el Gobierno no toma pronto medidas decisivas para hacer frente al aumento del déficit probablemente tendrá que financiarse a tipos aún más altos en emisiones posteriores. Considerando lo anterior recomendamos reducir riesgo en renta fija, dejando en tres años la duración en los bonos soberanos, y con una posición defensiva también en deuda corporativa; por las razones expuestas, pero también por el marcado estrechamiento de los diferenciales observado en los últimos meses.

Renta variable

A pesar del complicado entorno geopolítico el mercado bursátil israelí sigue sorprendiendo por su notable rentabilidad. El índice Tel Aviv 125 ganó más del 3% en el último mes y acumula una revalorización del 4,5% desde principios de año. Lideraron las ganancias las acciones bancarias con una apreciación superior al 5% desde la publicación de los resultados financieros de 2023, que mostraban una mella menor en su negocio. Los valores inmobiliarios también contribuyeron a las ganancias del mercado al anotarse una subida del 4,5%.

La mayoría de empresas constructoras siguen enfrentándose a muchos retos en su actividad ordinaria, ya que resulta difícil contratar trabajadores y además han de hacer frente a unos elevados tipos de interés. En las últimas semanas se han visto los primeros signos de recuperación de la actividad. En enero se vendieron 8.053 viviendas, un 33% por encima de la media mensual de 2023. Esto es resultado de la percepción de un mayor nivel de seguridad por los ciudadanos israelíes, pero también de las mejores condiciones de financiación que están ofreciendo los promotores inmobiliarios. Pese a todo, pensamos que es demasiado pronto para anunciar una «vuelta a la normalidad» en el sector residencial, que estimamos tardará todavía algunos meses en producirse.

El mercado bursátil israelí sigue cotizando a niveles de valoración que consideramos atractivos, pero en estos momentos se impone prudencia, ya que no puede descartarse una escalada de tensiones en el frente norte que, de producirse, podría desbaratar la recuperación de los valores israelíes en los últimos meses.

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): Neutral a TCER

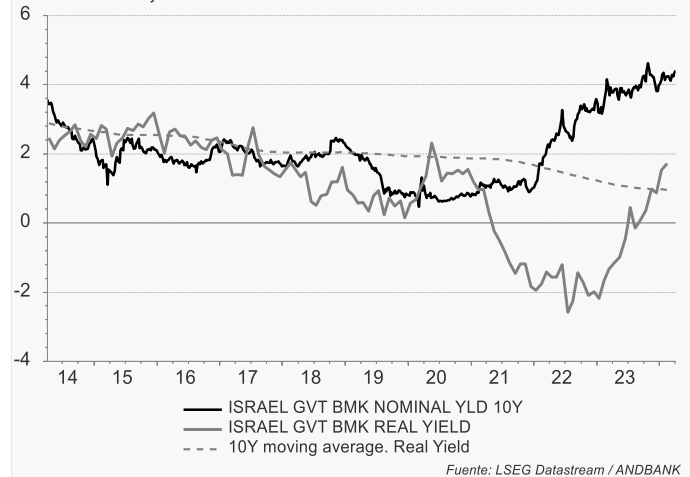
Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



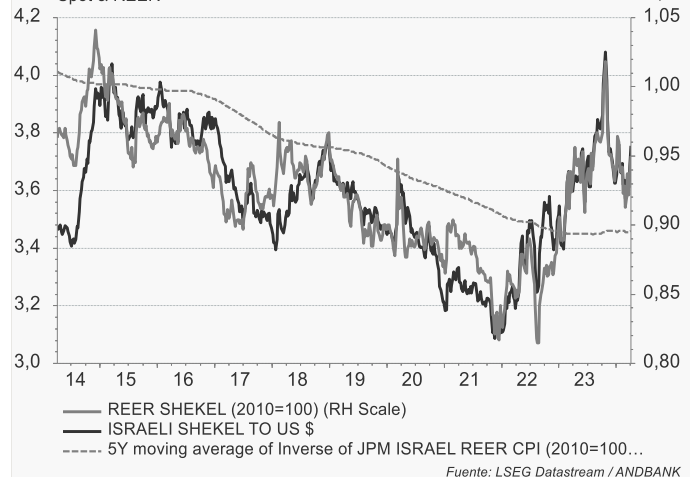
ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Israel Shekel

Spot & REER





BRASIL

Mantenemos el optimismo sobre las acciones brasileñas de cara a unas elecciones municipales «federalizadas»

Mientras todos aguardan a la Fed...

La inflación, medida por el IPC general, repuntó en febrero (+0,83%) impulsada principalmente por las matrículas escolares, el coste de los alimentos y de los carburantes. El mayor coste de la educación (+4,98%) añadió por sí solo 29 pb al índice, y los precios de alimentos y carburantes elevaron el coste de la vida 15 y 20 pb, respectivamente. El encarecimiento de los carburantes vino provocado por la decisión de algunos estados de subir los impuestos un 12,5%, revirtiendo los recortes fiscales del gobierno de Jair Bolsonaro y, al mismo tiempo, preparando el terreno para aplicar la tasa local de IVA creada en la última reforma fiscal federal. La carestía de los alimentos es consecuencia de los efectos adversos sobre la producción alimentaria de *El Niño*, que alteró los patrones de precipitaciones y la producción agrícola en varias regiones del país. Ante la perspectiva de que *El Niño* persista hasta junio y de una posible *La Niña* a continuación, el sector agrícola brasileño afrontaría un segundo semestre difícil, lo que podría repercutir en las futuras expectativas de inflación. La cuestión es que, en un año electoral importante, los índices de aprobación de Lula han descendido, y es un hecho que la inflación alimentaria perjudica de manera desproporcionada a las familias de rentas bajas, que son la base electoral de Lula. Las elecciones municipales de octubre medirán la fuerza del *Lulismo* frente al *bolsonarismo* antes de las elecciones nacionales de 2026.

Sin embargo, Bolsonaro tiene sus propios problemas

El avance de las investigaciones sobre el intento de golpe de Estado del 8 de enero de 2022, con la divulgación de testimonios de ex comandantes de la Marina y del Ejército, desencadenó una especie de reacción en cadena en la política, el poder judicial y el Partido Liberal (PL) del ex presidente Bolsonaro. Incluso los más escépticos en el buen funcionamiento del sistema judicial reconocen que la situación jurídica de Bolsonaro es comprometida, que los hechos son graves y que será muy difícil evitar que la Fiscalía General presente cargos. Habida cuenta de que se aproximan las elecciones, sólo queda por saber en qué momento se presentarán estos.

La certeza de que la situación tendrá consecuencias legales inevitables ha suscitado contactos frecuentes entre dirigentes del PL y miembros del Tribunal Supremo, en un evidente intento por reconstruir los puentes que Bolsonaro quemó durante su mandato. Valdemar da Costa Neto, presidente del PL, por ejemplo, se reunió con un ministro del Tribunal y aprovechó el encuentro para comentar la investigación y quejarse de la prohibición de hablar con Bolsonaro, ya que ambos están siendo investigados en el caso. El impacto práctico de la conversación es nulo, pero muestra que el partido PL intenta recuperar de alguna forma el diálogo con el Supremo. La prohibición de hablar con Bolsonaro preocupa a Valdemar porque quiere utilizar al expresidente para hacer campaña y batallar por las alcaldías de todo Brasil. «Bolsonaro es mejor hombre de campaña que candidato», repiten los dirigentes del *centrão*. Por su parte, para Bolsonaro es una oportunidad de ofrecer a sus más fieles seguidores un discurso que suavice la percepción de la casi explícita intentona golpista. El ex presidente, que antes afirmaba no haber tenido conocimiento alguno del plan golpista, dice ahora que sí discutió «temas relacionados», pero que no ve delito en ello. Según las investigaciones, que confirmaron antiguos mandos militares, el plan consistía en cerrar el Tribunal Electoral, detener a Alexandre de Moraes, ministro del Supremo Tribunal Federal, e imponer el estado de excepción en el país recurriendo a las Fuerzas Armadas.

Lo que no significa que el *centrão* haya quedado excluido del juego

El gobierno obtuvo victorias importantes al aprobar una reforma tributaria de amplio alcance, sancionar un nuevo marco fiscal, crear impuestos a los fondos de inversión de los superricos y regular las apuestas deportivas. Todo esto fue posible gracias a amplias maniobras políticas, incluida la financiación centrada en los distritos. Sin embargo, los proyectos de ley impulsados por el presidente han ido a menos, mientras que han ido a más los decretos provisionales no revalidados por el Congreso, poniéndose con ello de manifiesto las diferencias entre los poderes ejecutivo y legislativo. Esta tensión era de esperar, dada la elección de un presidente de centro-izquierda junto a un Congreso muy conservador, en particular con el Partido Liberal de extrema derecha ocupando la mayoría de escaños. Las consecuencias de tal dinámica están afectando ya a la formulación de políticas, como se refleja en el control que ha tomado el Partido Liberal en comisiones clave. Puesto que en Brasil estas comisiones desempeñan una función crucial en la elaboración de la legislación, eso le permite influir en la agenda legislativa. El gobierno dispone de mecanismos para resolver conflictos en el seno de comisiones, como la tramitación rápida de proyectos de ley con el apoyo del presidente de la Cámara, Arthur Lira. Pero esta estrategia no ha funcionado bien en gobiernos anteriores y Lula sabe lo importantes que serán las elecciones municipales para remodelar el equilibrio de poderes en el Congreso. En suma, que la política en Brasil puede ser más compleja que una partida de ajedrez.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): SOPREPONDERAR

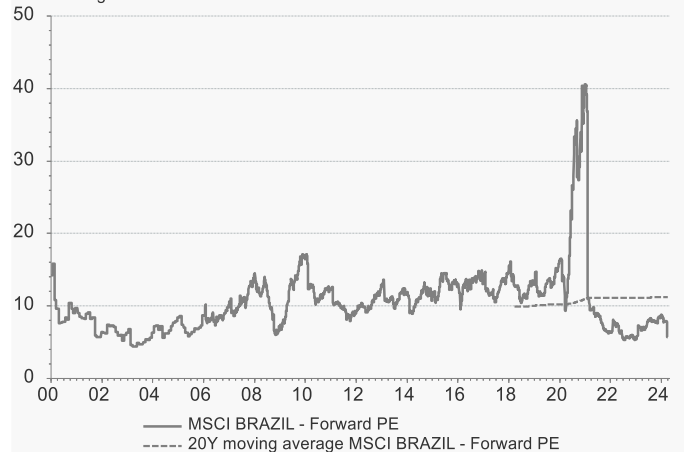
Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 700 pb; rend. obj.: 11,2%)

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

Banxico inicia el ciclo de bajada de tipos

Banco central

El Banco Central de México (Banxico), tras haber mantenido inalterada la tasa objetivo durante casi un año, redujo su tipo de referencia 25 pb (de 11,25% a 11%) en una decisión de política monetaria que contó con cuatro votos favorables de cinco. El comunicado de prensa apuntó que las condiciones seguirían siendo restrictivas en un futuro próximo, sin ofrecer detalles sobre el momento en que cabría esperar otra medida en materia de tipos. En cuanto a las perspectivas de inflación, la estimación para este primer trimestre de 2024 se redujo, al tiempo que se elevó ligeramente el valor previsto para el resto del año; la previsión para el próximo año se mantuvo estable, esperándose la convergencia de la inflación con la meta del Banco Central. Por lo que respecta al crecimiento económico, la estimación del PIB del primer trimestre se revisó al alza.

Inflación y actividad

Los datos de actividad económica publicados en los dos primeros meses de 2024 mantuvieron la buena senda del año pasado. El gasto de consumo creció en enero a una tasa interanual del 6%. El gasto de inversión en capital fijo, por su parte, aumentó un 19,8% en 2023, impulsado con fuerza por la actividad de construcción, que creció un 23,3% interanual. La inversión fue el principal motor de la economía mexicana el año pasado, y se apoyó tanto en la inversión pública como la privada, marcando el nivel más alto en proporción del PIB (+24,4%) desde que existen registros (1993). Experimentó con todo una desaceleración en el último trimestre del año, con un peor dato de construcción residencial (-1,7%). Por lo que respecta a los datos de empleo, la tasa de desempleo de enero fue del 2,8%, considerablemente por debajo de la media de las últimas décadas. Y, aunque continúa en niveles extremadamente elevados, también se observó una caída en la tasa de informalidad (54,5% en enero de 2024 vs. 55,2% en enero de 2023).

El proceso de desinflación prosiguió en febrero, tras un repunte transitorio de la inflación general en diciembre y enero que respondió a perturbaciones por el lado de la oferta. La inflación anual a finales de febrero (+4,4% interanual) fue inferior a la registrada en enero (+4,88% interanual). Lo que es más relevante, la inflación subyacente prolongó su tendencia a la baja (+4,64% interanual frente al +4,76% interanual del mes pasado), en una desaceleración que encadena ya 13 meses, para situarse en su nivel más bajo desde julio de 2021. El menor crecimiento de la inflación subyacente sigue explicándose principalmente por la mejor evolución de los precios en el mercado de bienes, ya que la inflación del sector servicios sigue ofreciendo mayor resistencia a bajar. Según la encuesta elaborada por Banxico, que recoge las previsiones de 41 analistas y consultores económicos del sector privado nacional y extranjero, la inflación esperada es del 4,14% interanual para finales de este año y del 3,70% interanual para finales del próximo.

Situación política y política fiscal

Las finanzas públicas arrancaron el año con una caída de los ingresos, resultante sobre todo de los menores ingresos petroleros, el menor crecimiento de la recaudación fiscal y un aumento del gasto, algo que se esperaba tras autorizarse un saldo primario deficitario para 2024. En el plano político, la carrera de cara a las elecciones nacionales de este año ha comenzado a calentarse. Al respecto destacan los comentarios de Claudia Sheinbaum, la candidata oficialista, en relación con las empresas estatales PEMEX (producción y distribución de petróleo) y CFE (generación y distribución de energía). Como cabía esperar, recaló que ambas seguirían siendo estatales, y que su objetivo para PEMEX era mantener la producción en los niveles actuales (1,8 Mbpd), cubriendo el aumento de la demanda energética con energías renovables, así como ampliar su mandato para incluir la extracción de litio y la generación de energía térmica y renovable.

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 posición: posible recesión en EE.UU., deterioro de la situación fiscal y «ruido» político, y tipos de interés reales más elevados durante más tiempo. Nuestra cotización objetivo para el índice IPC al final de 2024 es de 58.800 puntos.

Renta fija y tipo de cambio. Nuestra convicción es que en 2024 se materializará un descenso de la inflación, aunque el proceso será lento sobre todo en el caso de la inflación subyacente. Los bonos mexicanos denominados en pesos parecen sobrevalorados, con un diferencial sobre los bonos del Tesoro estadounidense (503 pb) inferior a su media de 12 meses (515 pb). Debido al reciente retorno del bono soberano a 10 años en pesos a un rendimiento del 9,3%, y dadas las perspectivas de política monetaria, el diferencial objetivo (525 pb) para los próximos 12 meses se mantiene. En cuanto al bono mexicano denominado en dólares, el diferencial de rendimiento se redujo a 156 pb, bien por debajo de los 175 pb que esperamos para los próximos 12 meses, por lo que también nos parece sobrevalorado.

Pese a la reciente apreciación del dólar, el peso continuó revalorizándose debido al diferencial positivo de tipos frente a EE.UU., las buenas perspectivas de inversión por la tendencia a relocalizar la producción en países cercanos a sus mercados finales (*nearshoring*) y un entorno macroeconómico y fiscal mejor que el de países comparables. En marzo el peso cotizó por debajo de las 17 unidades por dólar, un tipo de cambio muy inferior a nuestro cruce objetivo de 18,5 MXN por USD, por lo que esperamos una depreciación del peso de aquí a final de año.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): NEUTRAL-SOPREPONDERAR

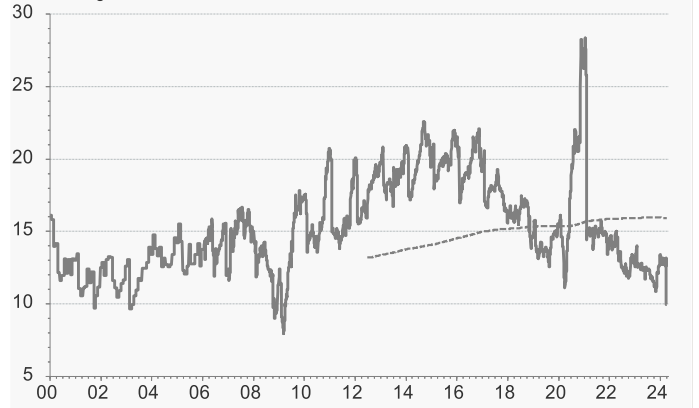
Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 525 pb; rend. obj.: 9,5%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 175 pb; rendimiento obj.: 6,0%)

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

Mexico MSCI Index price-to-earning

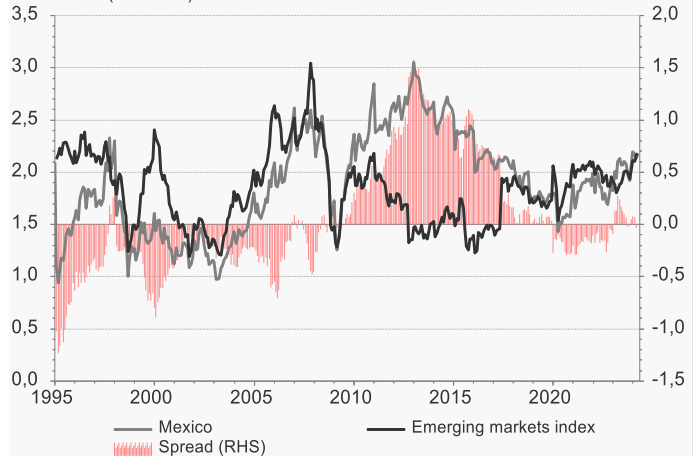
Trailing & Forward PE



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

La política fiscal sigue anclando las expectativas a la espera de las negociaciones políticas

Política: el Gobierno sigue teniendo dificultades para impulsar su agenda política

Los principales debates en el ámbito político siguen girando en torno al Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU), que contiene 366 artículos y se propone reformar numerosos aspectos de la economía argentina, y la Ley omnibus (*Ley de bases y puntos de partida para la libertad de los argentinos*), el segundo pilar del programa de reformas del gobierno de Javier Milei.

La principal noticia en relación con el DNU fue su rechazo del Senado, con 42 votos en contra, 25 a favor y 4 abstenciones. Es la primera vez en la historia que el Senado rechaza un decreto de esta naturaleza y supone, tras el fracaso del paquete de reformas de la Ley omnibus en el Congreso el mes pasado, el segundo varapalo legislativo que recibe el Gobierno de Milei. Por el momento el decreto continúa en vigor, ya que para su derogación se requiere también el voto en contra de la Cámara de Diputados. Los senadores de la oposición argumentaron que el decreto es inconstitucional por no cumplir los requisitos de necesidad y urgencia para este tipo de decretos, y alegaron que vulnera la separación de poderes.

El gobierno ha retomado las conversaciones con los gobernadores de las Provincias para enviar al Congreso una nueva versión de la Ley por la que se desregulaba y reformaba la economía. El gobierno ha remitido a los gobernadores un borrador con la nueva redacción de la Ley y, como muestra de voluntad, les enviará también una ley fiscal que reincorporará el Impuesto a las Ganancias, cuya recaudación se reparte entre el Gobierno central y las Provincias, y que el ex ministro Sergio Massa había modificado para mejorar sus posibilidades en las elecciones del año pasado. Previamente, en su discurso inaugural de las sesiones ordinarias del Congreso, el presidente Milei emplazó a gobernadores provinciales, ex presidentes y dirigentes de partidos políticos a reunirse el 25 de mayo, día en que se celebra el inicio del proceso de independencia del país, en la ciudad de Córdoba para firmar un pacto (el *Pacto de Mayo*) con diez puntos que le gustaría que se establecieran como consenso para las políticas de Estado. Entre otros, la reducción del gasto público a niveles mínimos históricos (25% del PIB), una reforma tributaria, el examen de la coparticipación federal en los impuestos y una reforma laboral y de las pensiones.

Provincias: La Rioja vuelve a impagar deuda

Como parte del proceso de negociación el Gobierno ha estado presionando a las Provincias, principalmente a través de su gestión de las transferencias discrecionales que realiza a aquellas. Una de las provincias que más depende de estas transferencias es La Rioja, que ya anunció que no podría abonar el principal (5% del total) y el cupón, por un importe conjunto que asciende a 26,3 millones de USD, de su deuda con vencimiento en 2028. El pago del principal, en este caso, tiene un período de gracia de sólo tres días, por lo que La Rioja ha incumplido pagos. A la fecha de este informe se han pagado parte de los intereses, pero aún no se ha abonado el principal pendiente. En un comunicado, la Provincia expresó su voluntad de alcanzar un acuerdo rápido y amistoso con los bonistas para resolver la situación, pero se topó con un enérgico rechazo desde el comité de acreedores.

Inflación: las tasas de inflación empiezan a moderarse

La cifra de inflación de febrero (+13,2%) ha sorprendido a la baja (previsión del mercado: +15%) al ser más de 7 pp inferior a la de enero (+20,6%). La inflación interanual siguió aumentando y alcanzó el 276,2% interanual, frente al 254,2% interanual de enero. El aumento del IPC se debió sobre todo a los precios regulados, que se incrementaron un 21,1% en el mes. En gran medida, como resultado de la política del nuevo Gobierno de acelerar la reducción de las subvenciones a servicios públicos (principalmente, energía y transporte) y liberalizar los precios de los servicios de telecomunicaciones, que no se revisaron oportunamente por el gobierno anterior.

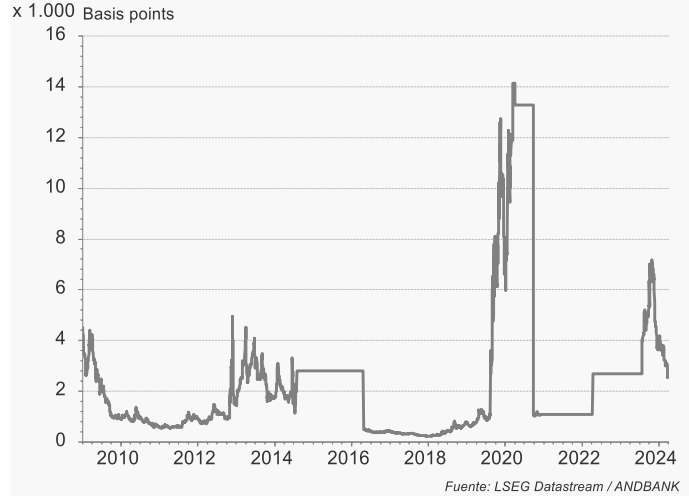
Por su parte, los precios de productos estacionales y otros componentes de la inflación subyacente, con sendas alzas del 8,7% y 12,3%, respectivamente, crecieron menos que los del índice general. La caída de la inflación subyacente se explica por la menor demanda, derivada de la retracción del consumo provocada por la contracción de la actividad económica en los últimos meses. La evolución del tipo de cambio también ha facilitado al Gobierno la batalla contra la inflación. En los dos últimos meses el tipo *blue chip swap* pasó de 1.300 ARS a 1.100 ARS por dólar y su diferencia con el tipo de cambio oficial cayó del 60% al 25%. El Gobierno ha logrado avances significativos en la corrección de los precios relativos, pero aún quedan ajustes pendientes para que los precios regulados sean razonables, por lo que en el futuro seguirán las presiones por este lado. Los analistas coinciden en que la desaceleración de la inflación dependerá en gran medida de que se moderen los componentes de la inflación subyacente.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

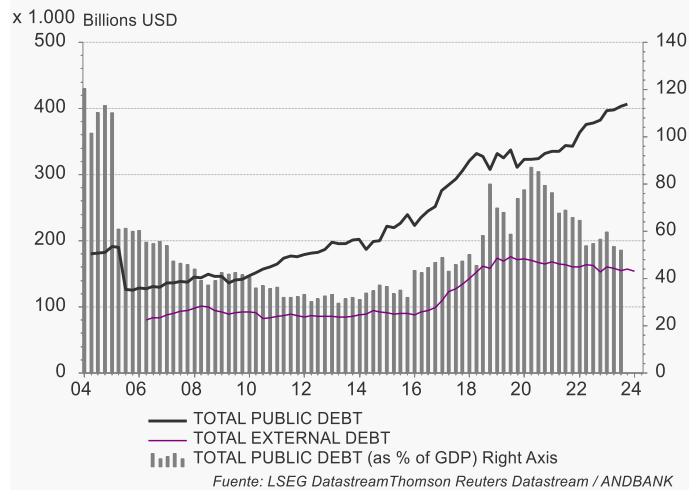
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

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

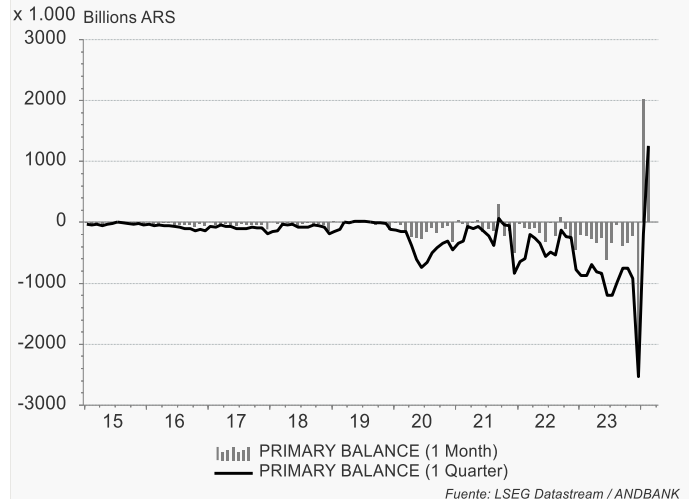
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENDA VARIABLE

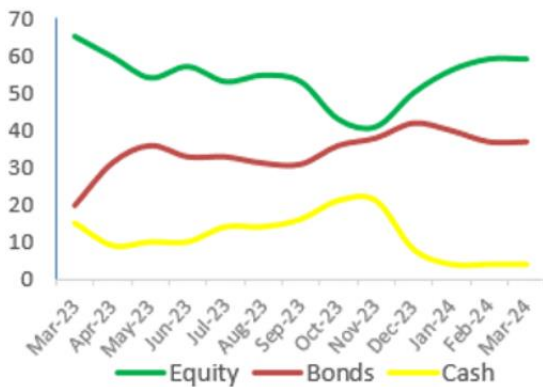
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2024	Projected EPS Growth 2024	PE (fw)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist 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
USA S&P 500	243,4	9,92%	21,14	4,73%	0,42%	2,00%	21,00	4,76%	0,45%	5.147	5.112	-0,7%	MW-UW
Europe - Stoxx Eui	36,6	4,39%	13,77	7,26%	4,92%	5,00%	14,00	7,14%	4,80%	505	513	1,7%	MW
Spain IBEX 35	986,0	4,01%	11,13	8,99%	5,81%	5,70%	11,00	9,09%	5,91%	10.969	10.846	-1,1%	MW
Mexico IPC GRAL	4.486	10,18%	12,90	7,75%	-1,73%	-0,90%	13,00	7,69%	-1,78%	57.883	58.323	0,8%	MW-OW
Brazil BOVESPA	15.489	12,03%	8,23	12,16%	0,98%	-1,10%	9,10	10,99%	-0,19%	127.428	140.952	10,6%	OW
Japan NIKKEI 225	1.758	25,56%	22,19	4,51%	3,74%	4,00%	24,00	4,17%	3,40%	38.992	42.180	8,2%	OW
China SSE Comp.	306,5	14,56%	10,01	9,99%	7,71%	4,80%	10,00	10,00%	7,72%	3.069	3.065	-0,1%	UW
China Shenzhen C	120,0	23,60%	14,53	6,88%	4,60%	1,25%	14,00	7,14%	4,87%	1.768	1.703	-3,7%	UW
India SENSEX	3.750	26,07%	20,17	4,96%	-2,15%	-2,00%	21,00	4,76%	-2,35%	74.202	77.259	4,1%	OW
Vietnam VN Index	123,3	30,47%	10,18	9,82%			11,00	9,09%		1.255	1.356	8,0%	OW
MSCI EM ASIA	43,4	22,32%	12,95	7,72%			13,50	7,41%		561	585	4,3%	OW

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.

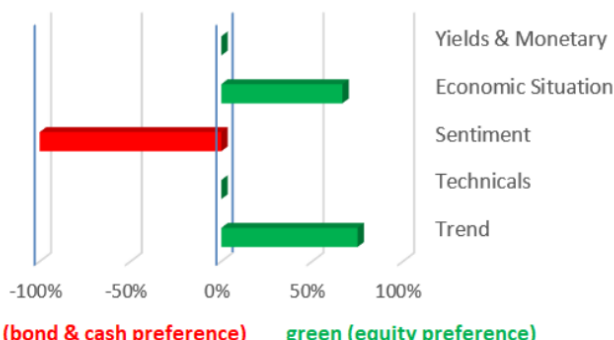
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



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)



red (bond & cash preference) green (equity preference)



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q4 2023 Earnings Dashboard

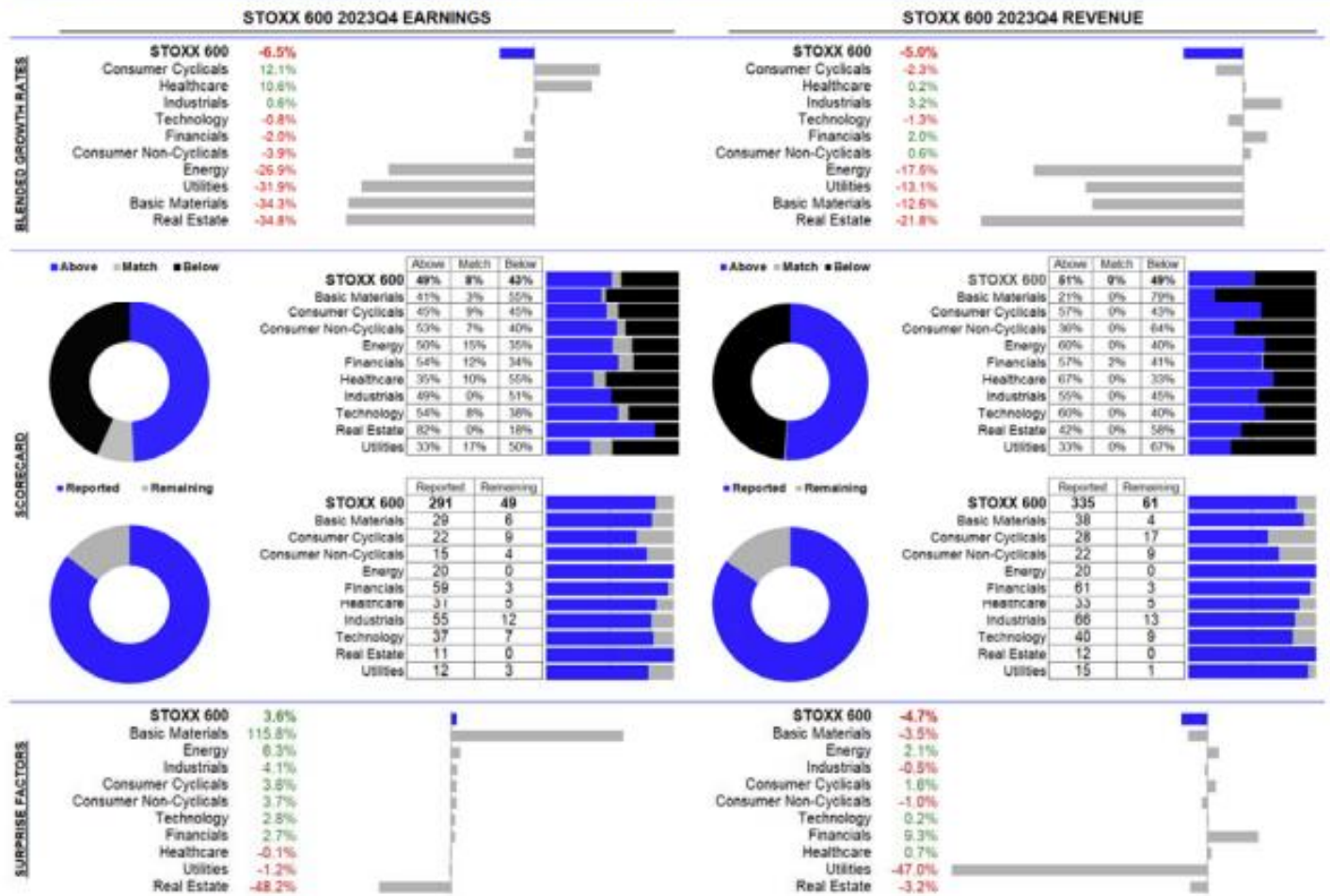
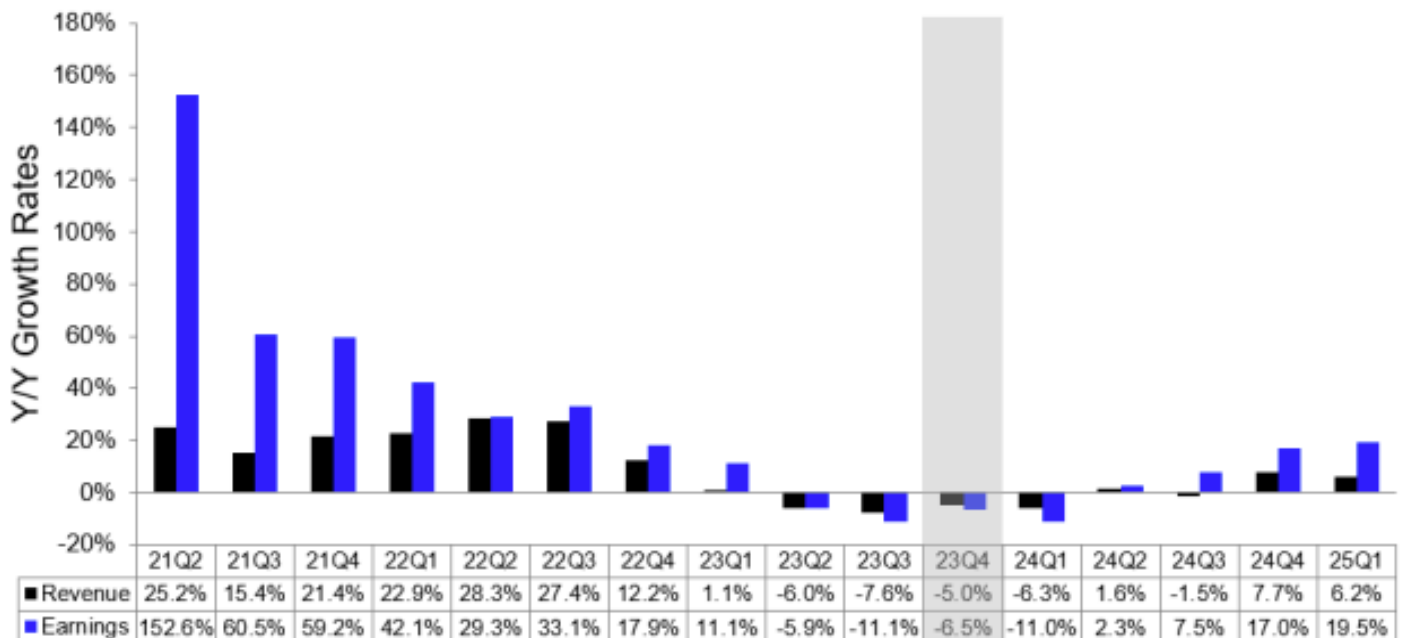


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates

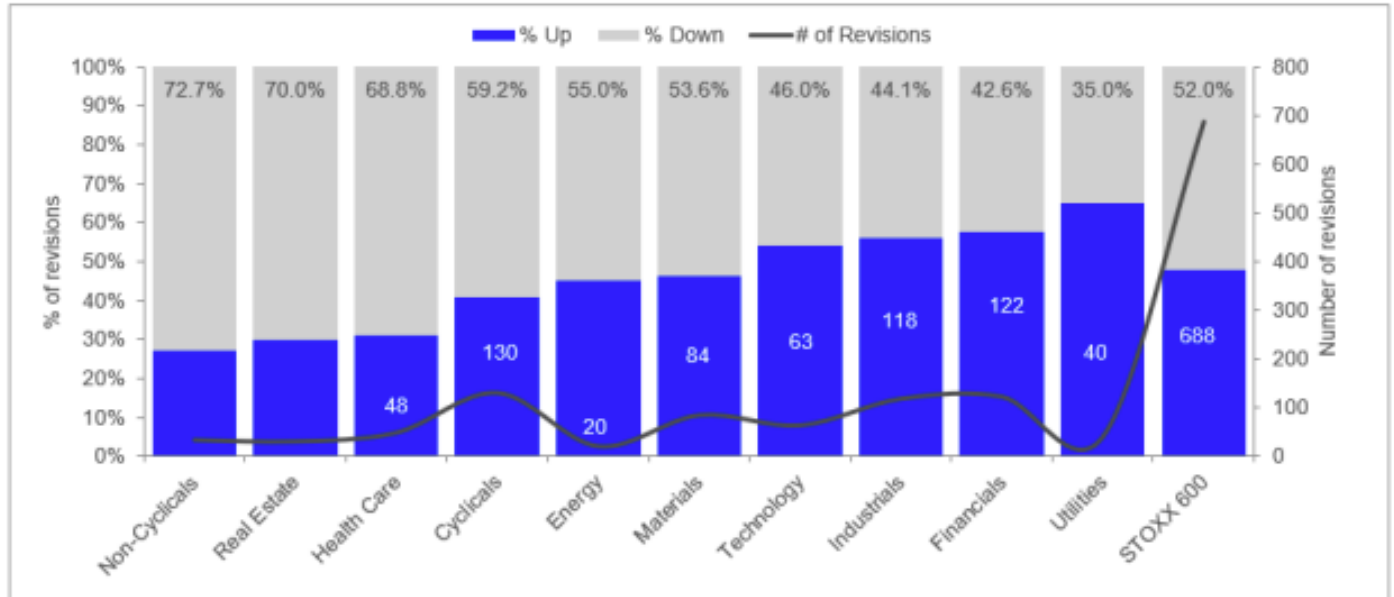




ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

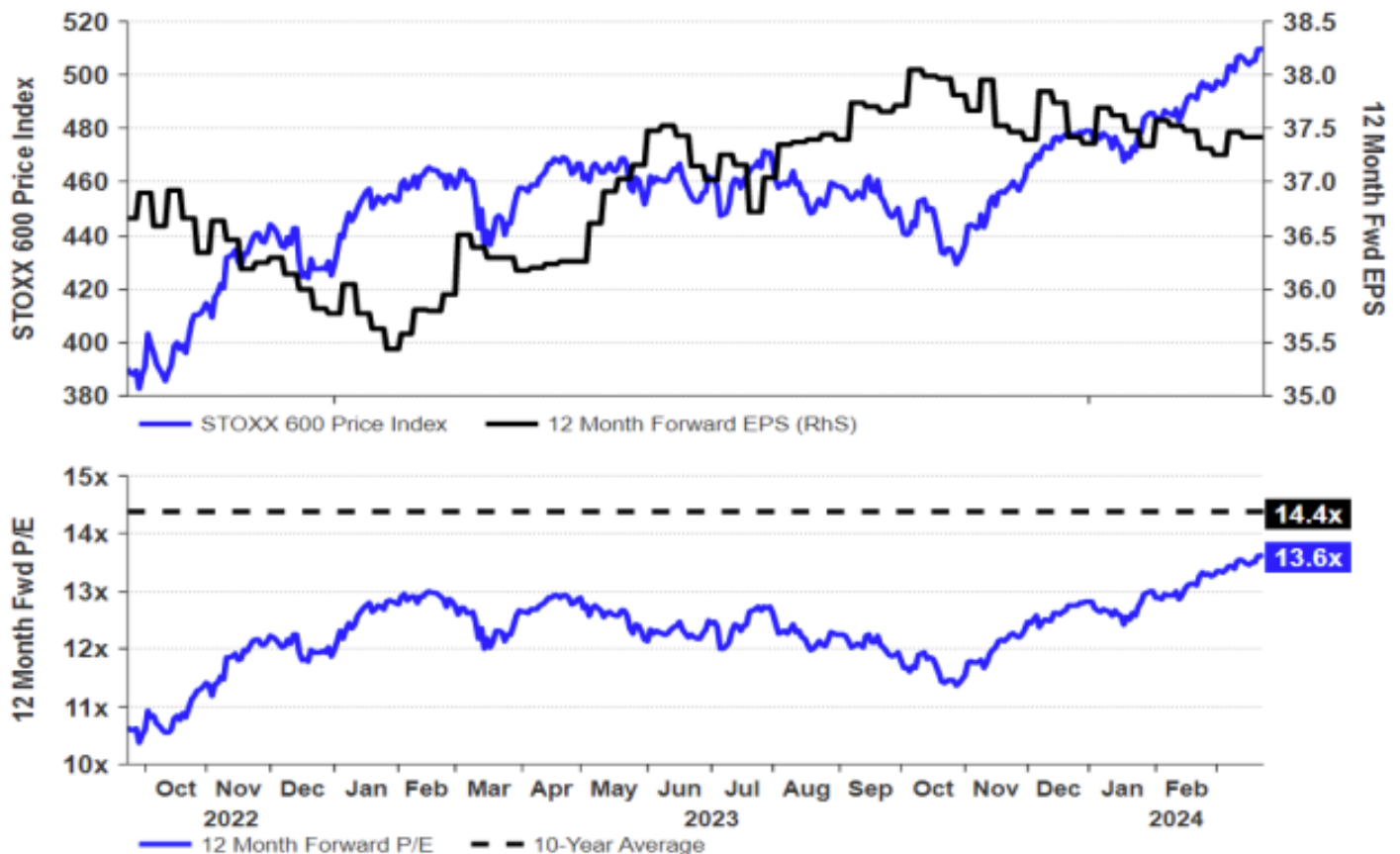
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

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



Source: LSEG Datastream



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2023Q4 S&P 500 Earnings Dashboard

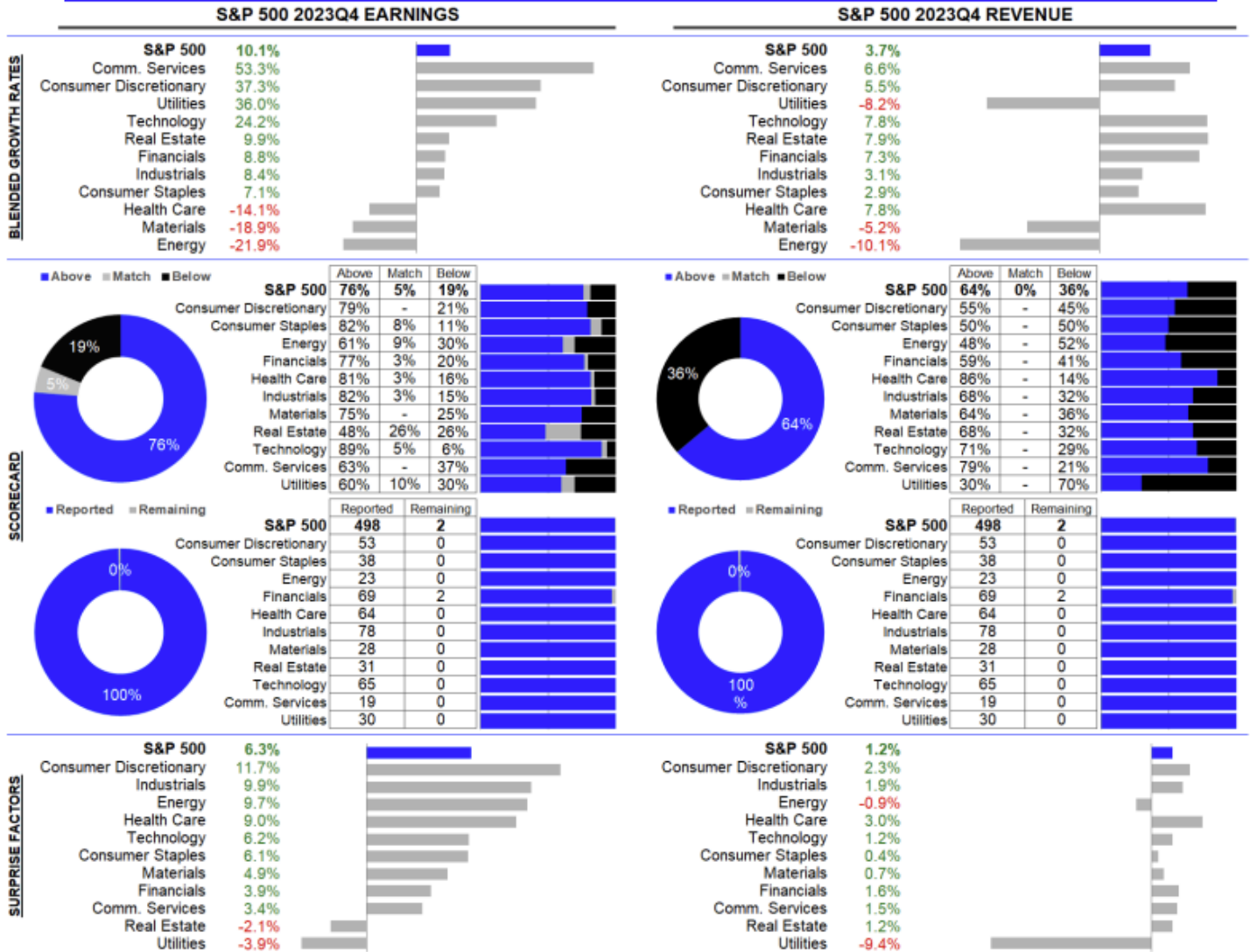
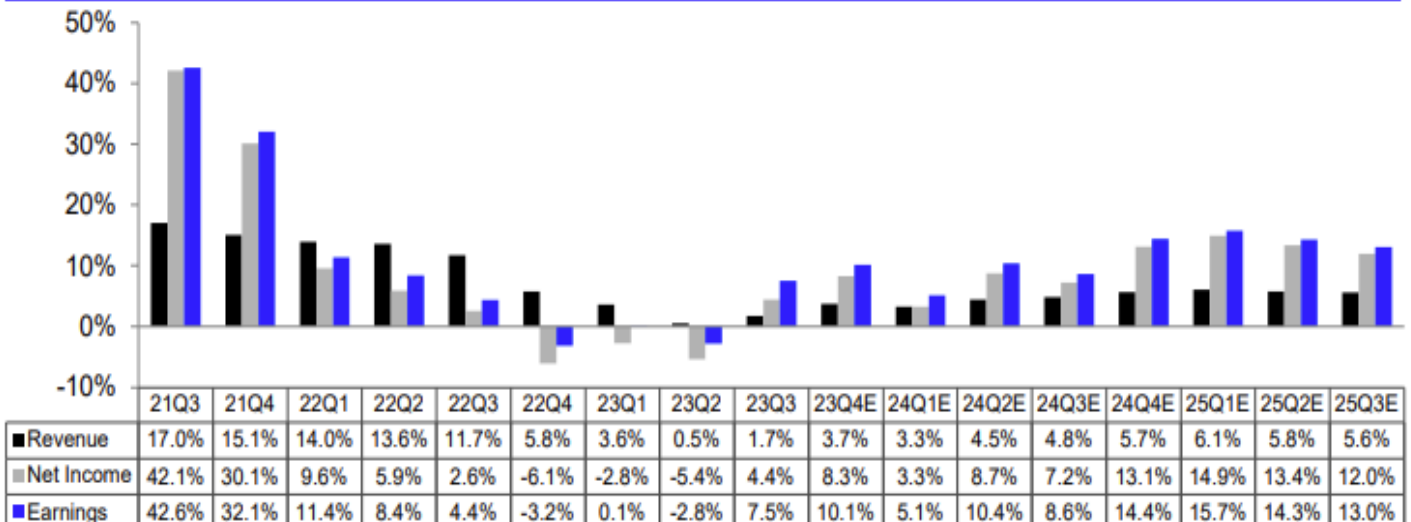


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates





MATERIAS PRIMAS

Página 18

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) – Son muchos los acontecimientos geopolíticos que apuntan a que el precio del petróleo se mantendrá alto. En Venezuela detuvieron el fin de semana pasado al jefe de la campaña regional del candidato de la oposición a la presidencia, lo que aumenta la probabilidad de que EE.UU. reimponga las sanciones sobre el petróleo venezolano. En Rusia un avión no tripulado ucraniano atacó una refinería de Lukoil, deteniendo parte de la producción. En Yemen fuerzas estadounidenses y británicas atacaron a milicianos hutíes, causando doce muertos. En el resto de Oriente Próximo crece la preocupación por el aumento de la tensión entre Israel y Hamás-Hezbollah, ya que el Ramadán comenzó ayer sin que se vislumbre un acuerdo de alto el fuego. El Ramadán suele ser una época de fuertes tensiones en la región, con el grueso de los conflictos centrados en la mezquita de Al-Aqsa en Jerusalén.

(Factor alcista para el precio) – La OPEP+ continúa con recortes voluntarios de la producción para intentar retirar 700.000 barriles diarios del mercado, pero los incumplimientos siguen siendo serios y la alianza tiene dificultades para aplicar los recortes. Febrero fue el segundo mes de los últimos recortes voluntarios de producción de la alianza, que debían eliminar unos 700.000 barriles diarios (b/d) del mercado en el primer trimestre de 2024. La alianza aún no ha cumplido su compromiso debido a serios problemas de cumplimiento con Irak y Kazajistán, que siguen bombeando muy por encima de sus cuotas. Irak, el mayor de los grandes productores de la alianza, produjo en febrero casi 4,3 millones de barriles de petróleo diarios (Mbdp), cuando su cuota era de 4 Mbdp. Kazajistán, que sigue siendo el mayor superproductor no afiliado a la OPEP, produjo en febrero 1,56 Mbdp, cuando su cuota era de 1,47 Mbdp. Tanto Irak como Kazajistán indicaron que compensarían el exceso de producción de enero, pero aún no han dado a conocer más detalles. El resto del grupo vigila de cerca el cumplimiento de las cuotas. Los países de la OPEP+ que aplican recortes superaron en febrero sus cuotas combinadas en 175.000 b/d, por lo que la tasa de cumplimiento fue del 97,8%. La alianza OPEP+, formada por 22 países, produjo en febrero 41,2 Mbdp, de los que casi 26,6 millones correspondieron a los 12 miembros de la OPEP y algo más de 14,6 millones a sus 10 socios liderados por Rusia.

(Factor alcista para el precio) – La OPEP+ prolongará su agresiva estrategia de recortes en un intento de apuntalar los precios del petróleo. El 3 de marzo la OPEP+ prorrogó hasta finales de junio los recortes voluntarios. Estaba previsto que las cuotas actuales expiraran a finales de marzo, pero la alianza sigue intentando romper la atonía de los precios, por mucho que algunos analistas duden de que esto bastara para sostener los precios. S&P Global Commodity Insights estima que, para sostenerlos, los miembros de la OPEP+ tendrían que mantener los recortes durante todo el año. El Comité Ministerial Conjunto de Supervisión, copresidido por Arabia Saudí y Rusia, tiene previsto reunirse el 3 de abril para examinar las condiciones del mercado y evaluar el cumplimiento de las cuotas por parte de los miembros, pudiendo también recomendar cambios en la política de producción.

(Factor alcista para el precio) – Los fondos de cobertura redujeron sus apuestas bajistas sobre el crudo estadounidense a su nivel más bajo de los últimos cinco meses después de que la OPEP y sus aliados ampliaran los recortes de producción. Las posiciones cortas de los gestores de fondos sobre petróleo estadounidense se redujeron en 12.348 lotes, hasta 28.009 futuros (28 millones de barriles), en la semana que finalizó el 5 de marzo. La reducción de posiciones cortas elevó la posición larga neta de los fondos en el WTI a 183.960, la mayor en 19 semanas. La recompra de posiciones cortas bajistas en futuros y opciones sobre el crudo estadounidense había impulsado la subida durante casi tres meses, a medida que Arabia Saudí y sus aliados de la OPEP+ restringían la producción. Las posiciones largas netas en futuros sobre el crudo indican que los fondos de cobertura esperan nuevas alzas del precio del petróleo, aunque también haya que tener en cuenta que a los fondos probablemente les quedarán menos de 10 millones de barriles por recomprar. Ya se han recomprado casi todas las posiciones cortas, por lo que la prolongación del repunte dependerá de que se tomen nuevas posiciones largas alcistas. En gas natural los inversores de cartera redujeron las posiciones cortas bajistas en gas estadounidense tras los anuncios de perforación y recortes de producción de varios de los principales productores de Estados Unidos.

(Factor alcista para el precio) – El conflicto en el estrecho de Bab el-Mandeb altera el tráfico por el Canal de Suez y, aunque es un problema que la economía mundial puede soportar, será prolongado y tendrá un coste. Un misil balístico yemení se cobró por primera vez vidas, que podrían entenderse como víctimas de guerra, al impactar contra un buque de contenedores. Los hutíes están poniendo de manifiesto dos desafíos crecientes frente a enemigos más débiles a los que se enfrenta el Occidente desarrollado. El primer desafío son los avances en la producción de drones y misiles guiados de precisión, que han generalizado el uso de armas muy potentes hasta hace poco tan sólo al alcance de Estados ricos. El segundo es una creciente asimetría de vulnerabilidades. En concreto, sociedades ricas y complejas como Estados Unidos, con un PIB per cápita superior a 76.000 dólares en 2023, tienen mucho más que atacar (y perder) que una nación como Yemen, cuyo PIB per cápita es de 650 dólares. En una economía globalizada, gran parte de la infraestructura que sustenta toda esa creación de riqueza se encuentra en el extranjero. Cuando los hutíes interrumpen el 12% del transporte marítimo mundial que pasa por el estrecho de Bab al-Mandeb afectan a los consumidores europeos y a los fabricantes asiáticos, pero no perjudican a los yemeníes. Lo mismo ocurre con los ataques a la docena larga de cables submarinos internacionales de datos que atraviesan ese estrecho del Mar Rojo. Tres cables submarinos importantes han sufrido daños en el estrecho y, aunque los cables se reparan rápidamente en condiciones normales, la situación está revelando lo difícil que es para los operadores restablecer las conexiones en una zona de guerra con barcos reparadores cuyo coste supera los 60 millones de dólares. El caso es que los cables de datos intercontinentales son infraestructuras críticas, ya que por esas autopistas de fibra óptica se transfieren cada día billones de dólares, por no hablar de comunicaciones de las que dependen las operaciones de las empresas. Los cables submarinos suelen tenderse en haces y a menudo se agrupan para reducir costes; la seguridad suele ser mínima. Todo eso es ideal para cualquiera empeñado en causar una interrupción catastrófica y, aunque en los últimos años no sea habitual que un Estado hostil corte las conexiones de otro (recuerda más a tiempos pasados, como cuando Gran Bretaña sabotó los cables telegráficos submarinos de Alemania al comienzo de la Guerra Mundial), mientras los países crean estar en guerra, lo harán, como es el caso de los hutíes de Yemen con el «Occidente colectivo». Una guerra que puede durar mucho porque, si los hutíes matan tropas estadounidenses, crean un problema político al gobierno de Biden. En cambio, si EE.UU. mata civiles hutíes, eso juega políticamente a favor de los hutíes. Los últimos acontecimientos hacen pensar que el conflicto se prolongará y, aunque la economía mundial pueda con ello, gratis desde luego no saldrá.

(Factor neutral para el precio) – Demanda y oferta relativamente equilibradas. La Agencia Internacional de la Energía (AIE) manifestó este mes que el mercado mundial del petróleo estaba relativamente bien abastecido, con una demanda todavía fuerte aun cuando el crecimiento estuviera ralentizándose y la oferta procedente de América estuviera aumentando. Aramco espera que la demanda mundial de petróleo sea «bastante robusta» y prevé un crecimiento de alrededor de 1,5 Mbdp, hasta alcanzar los 104 Mbdp en 2024 (desde los 102,4 Mbdp de 2023). La oferta total previsiblemente alcanzará un récord de 103,8 Mbdp este año, impulsada casi en su totalidad por los productores no pertenecientes a la OPEP+. El Consejero Delegado de Kuwait Petroleum Corp afirmó que la demanda mundial de petróleo era fuerte y que el mercado parecía relativamente equilibrado este año. La OPEP+ intenta estabilizar los precios tras el reciente aumento de la producción de petróleo en el continente americano, ya que la producción de esquisto de EE.UU. ayudó a satisfacer parte del reciente crecimiento de la demanda. Según el portavoz de Standard Chartered, «los niveles de precios del petróleo están actualmente en línea con la dinámica de la oferta y la demanda, y se espera que los precios sigan cotizando en un rango de precios limitado».

(Factor bajista para el precio) – Desregulación en EEUU. Una segunda presidencia de D. Trump probablemente conllevaría el fomento de las actividades de exploración y producción de petróleo y gas, desmantelar las agencias de regulación de la energía y cambiar las prioridades climáticas. El presidente actual, Joe Biden, ha aplicado programas que aspiran a mitigar el cambio climático fomentando las energías renovables e imponiendo regulaciones más estrictas para los combustibles fósiles. Gran parte de lo alcanzado podría perderse si Trump ganara las elecciones, ya que el líder republicano probablemente volvería a la Casa Blanca con una serie de órdenes ejecutivas para promover el petróleo y el gas. Eso podría incluir reanudar la concesión de permisos de exportación de GNL. La energía ya es un tema omnipresente en la campaña de Trump: en sus mítines suele criticar la política energética del Gobierno de Biden y corear, para arengar a sus bases, un eslogan a favor de impulsar las perforaciones. Algunos asistentes de Trump, como su hija Ivanka, han intentado convencerle de no abandonar el pacto de la ONU, a lo que Trump habría respondido: «No sabría cómo transmitir ese mensaje a mi base».



METALES PRECIOSOS – ORO

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

Factores positivos para el oro

El oro podría ser el mejor activo antifrágil en 2024. El oro se considera, al igual que el bono «libre de riesgo» del Tesoro de EE.UU. (UST), un activo antifrágil. Los inversores siempre han de decidir qué activo antifrágil tendrán en cartera para protegerse de la inestabilidad de los mercados financieros. La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (oro y UST) ofrecerá mejor rentabilidad relativa en tal escenario disruptivo. Lo que dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. **En el corto plazo**, y mientras perduren las medidas de ajuste cuantitativo (QT) por las que la Fed coloca en el mercado un elevado volumen de UST, la revalorización del oro podría seguir superando el rendimiento del bono estadounidense. Ahora bien, la Fed, tras haber anunciado que ralentizará QT, venderá bonos de su balance a menor ritmo, por lo que habrá menos papel y menos oferta de UST en el mercado. Esto podría restar protagonismo al oro como activo de referencia. **Con una perspectiva de más largo plazo**, una vez terminasen las medidas de QT, ya no consideraríamos ilimitada la oferta de UST, sino más bien bastante limitada. Esto debería facilitar que los bonos del Tesoro de EE.UU. recuperasen su papel de activo refugio y superasen en rentabilidad al oro.

Factores negativos para el oro

El oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,23514 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 1.761 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 debería rondar los 1.546 USD/onza.

El oro frente a la plata. La ratio Oro/Plata cayó a 88,98x, todavía por encima de su media de 20 años de 68,15 veces, lo que indicaría que el oro 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 1.667 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio subió a 2,26x, por encima de su media de los últimos 20 años de 1,69x, indicando que el oro se ha encarecido vs el paladio. Suponiendo que el paladio está bien valorado, para que la ratio retornase a su media de L/P el oro debería cotizar a \$1.590/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente está en 26,41x, por lo que aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 19,43x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 80 USD/barril (el valor medio de nuestra nueva horquilla de 70-90 USD/barril), y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.554 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de 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. Dado que la estanflación constituye un entorno más propicio para el oro, tal escenario, al desplazar el de recesión con inflación, apuntaría a un comportamiento deslucido del oro. Por supuesto, el precio del oro también dependería de las decisiones de gestión de la masa monetaria por los bancos centrales occidentales y, en el caso de los bancos centrales asiáticos, de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas.

Los fuertes rendimientos negativos de los bonos han desaparecido. Durante los periodos 2010-2017 y 2020-2022 la desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija –el hecho de no pagar cupón– quedó neutralizada cuando numerosos títulos de deuda global «ofrecían» tipos nominales negativos, brindando argumentos de peso para comprar oro. Pero tal circunstancia ya no existe y la mayoría de los bonos del universo del USD ofrecen rentabilidades positivas, ganando atractivo frente a un activo que vuelve a sufrir la desventaja de no pagar cupón. Desde esta perspectiva, la desventaja histórica del oro volvería a ponerse de manifiesto y su rentabilidad debería ser inferior a la del bono del Tesoro estadounidense.

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**. Porque el metal áureo ha perdido totalmente el impulso desde agosto de 2020, pero también porque las subidas de tipos de interés se hicieron realidad.

- Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo ALTO). Aunque hace dos años parecía impensable que las autoridades monetarias subieran los tipos de interés; ahora es un hecho y los tipos positivos se mantendrán 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. Si las relaciones comerciales entre EE.UU. y China siguen deteriorándose, el déficit por cuenta corriente estadounidense podría incluso reducirse y 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 periodos, 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 renminbí. Hay pocas señales de que tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir un riesgo inmediato.

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

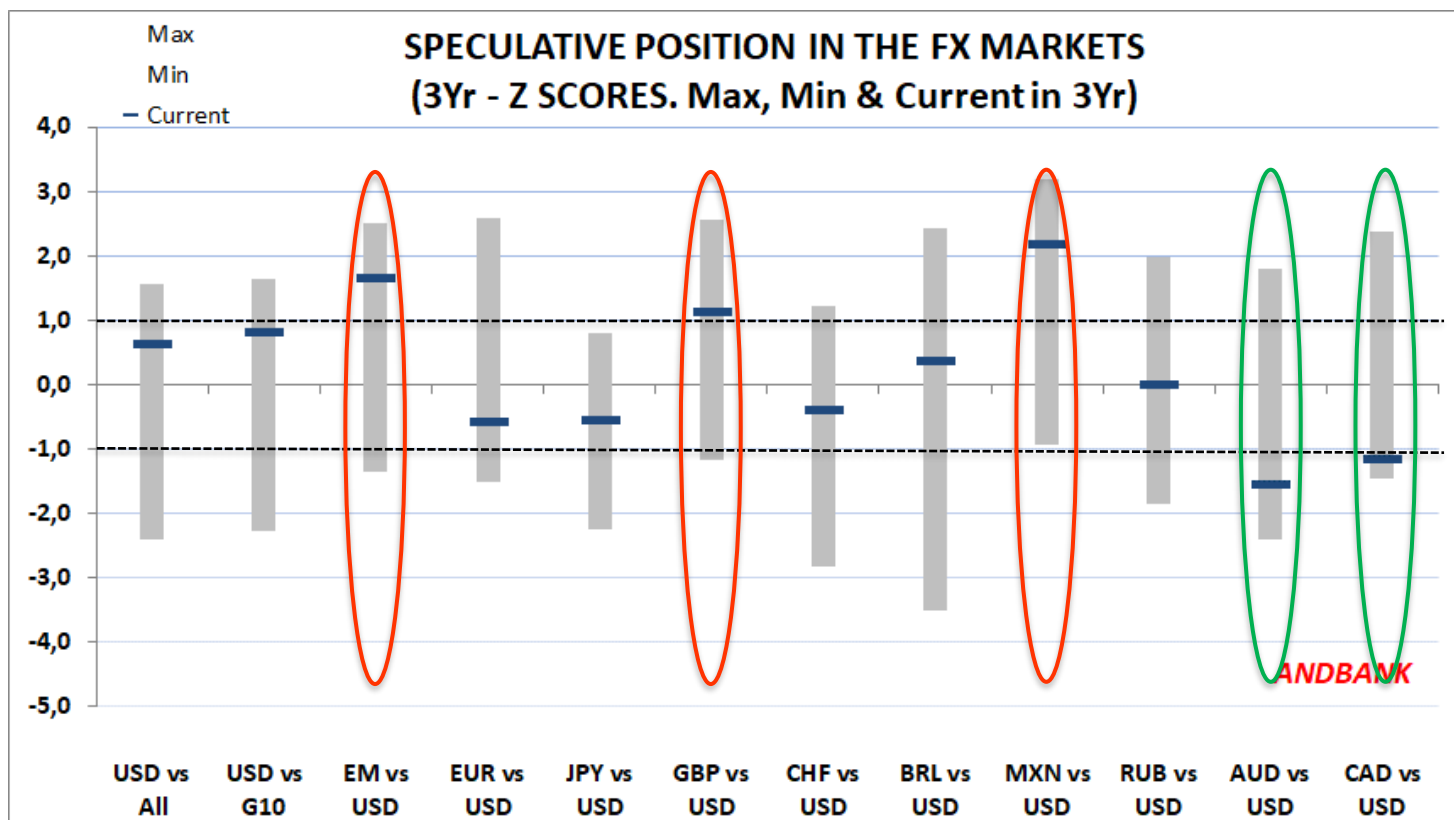
TIPOS DE CAMBIO

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	13,50	11,41	32,1	-28,2	2,1	0,63
USD vs G10	17,64	12,45	32,7	-25,4	3,6	0,83
EM	4,14	1,04	4,1	-0,8	2,0	1,65
EUR	4,22	-4,30	23,4	-8,6	9,6	-0,58
JPY	-10,65	0,37	0,6	-15,0	-8,4	-0,55
GBP	2,78	-0,90	5,6	-6,5	-0,7	1,15
CHF	-3,04	-1,33	0,2	-6,0	-2,4	-0,39
BRL	0,17	-0,18	1,0	-0,8	0,0	0,38
MXN	3,97	1,22	4,0	-0,5	1,7	2,20
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-6,89	-1,71	6,1	-7,0	-1,3	-1,56
CAD	-3,70	-3,60	6,1	-5,1	-0,3	-1,14

- 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 Last month	Performance YTD	Current Price 05/04/2024	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	0,5%	7,9%	5.147	5.112	-0,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	0,4%	5,5%	505	513	1,6%
	Euro Zone - Euro Stoxx	1,4%	8,3%	513	534	4,0%
	SPAIN - IBEX 35	6,5%	8,6%	10.973	10.846	-1,2%
	MEXICO - MXSE IPC	5,4%	0,9%	57.883	58.323	0,8%
	BRAZIL - BOVESPA	0,3%	-5,0%	127.428	140.952	10,6%
	JAPAN - NIKKEI 225	-1,8%	16,5%	38.992	42.180	8,2%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	0,8%	3,2%	3.069	3.065	-0,1%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	2,8%	-3,8%	1.768	1.703	-3,7%
	INDIA - SENSEX	0,1%	2,7%	74.214	77.259	4,1%
	VIETNAM - VN Index	0,6%	11,1%	1.255	1.356	8,0%
	MSCI EM ASIA (in USD)	1,0%	3,4%	561	585	4,3%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,6%	-2,6%	4,31	4,25
UK 10 year Gilt		-0,1%	-3,0%	4,02	4,50	0,2%
German 10 year BUND		-0,5%	2,4%	2,35	2,50	1,1%
Japanese 10 year Govie		-0,2%	-2,8%	0,76	1,00	-1,1%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,6%	-0,9%	3,18	3,50	0,6%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,9%	0,7%	3,72	4,10	0,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,8%	-1,4%	3,01	3,10	2,3%
	Ireland - 10yr Gov bond	-1,0%	-3,0%	2,77	2,90	1,8%
	Greece - 10yr Gov bond	-1,0%	-1,1%	3,25	4,25	-4,8%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	1,3%	55,48	75	3,8%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,2%	2,1%	304,88	450	2,6%
	Credit USD IG - CDX IG	0,3%	1,7%	53,62	75	5,5%
	Credit USD HY - CDX HY	0,6%	3,1%	333,79	450	5,4%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	10,2%	-7,3%	25,30	25,00	27,7%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-5,6%	-11,4%	14,10	25,00	-73,1%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,1%	0,1%	6,64	5,75	13,8%
	India - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	2,4%	7,11	6,60	11,2%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	-1,3%	6,33	5,50	13,0%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,0%	2,28	1,75	6,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-0,1%	3,87	3,00	10,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	1,5%	2,55	1,75	9,0%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,6%	-3,2%	3,18	4,00	-3,4%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-0,6%	-1,2%	3,34	3,50	2,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-2,2%	-1,9%	1,45	2,25	-5,0%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-2,2%	-2,5%	9,48	9,50	9,3%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,1%	-1,2%	5,87	6,00	4,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,3%	-4,7%	11,18	11,25	10,6%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,5%	-2,2%	6,37	6,75	3,3%
Commodities	Oil (WTI)	10,9%	20,8%	86,5	80,00	-7,5%
	GOLD	5,2%	11,0%	2.289,7	2.100	-8,3%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,9%	-1,8%	1,084	1,05	-3,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,8%	-0,8%	1,26	1,29	2,1%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,9%	-1,0%	0,86	0,81	-5,1%
	USDCHF (price of 1 USD)	3,0%	7,4%	0,90	0,87	-3,7%
	EURCHF (price of 1 EUR)	2,1%	5,5%	0,98	0,91	-6,8%
	USDJPY (price of 1 USD)	2,9%	7,3%	151,33	140,00	-7,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	2,0%	5,4%	164,03	147,00	-10,4%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,5%	-2,3%	16,56	18,50	11,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-2,3%	-4,0%	17,93	19,43	8,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	1,6%	4,3%	5,06	5,00	-1,2%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,6%	2,4%	5,48	5,25	-4,2%
	USDARS (price of 1 USD)	1,8%	6,6%	861,50	1.000	16,1%
	USDINR (price of 1 USD)	0,6%	0,1%	83,25	82	-1,1%
	CNY (price of 1 USD)	0,7%	1,9%	7,23	7,50	3,7%

* 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.