

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

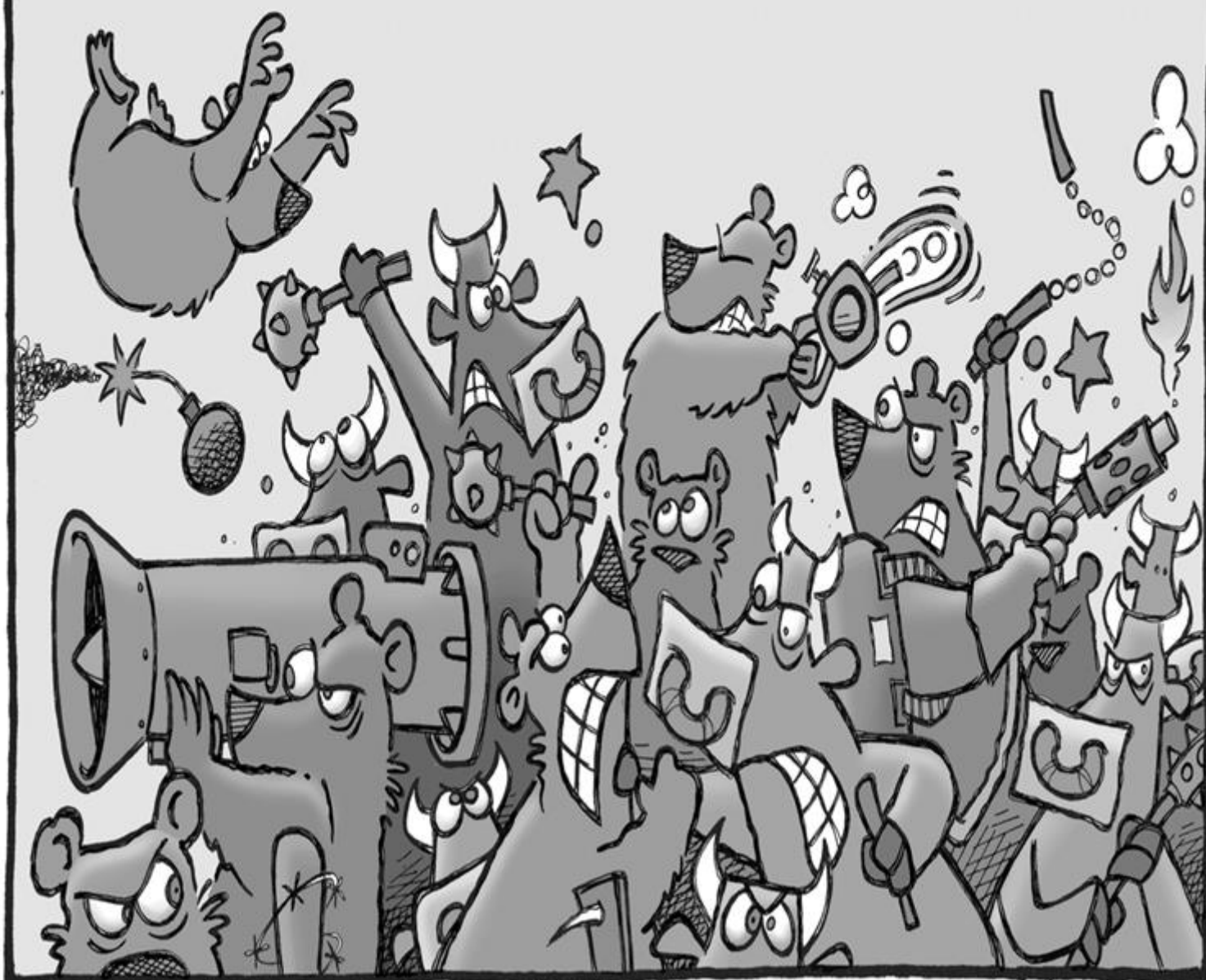
ANDBANK
Private Bankers

Andbank Monthly Corporate Review – February 2023

Análisis corporativo

Febrero de 2023: “Una batalla entre Bulls & Bears”

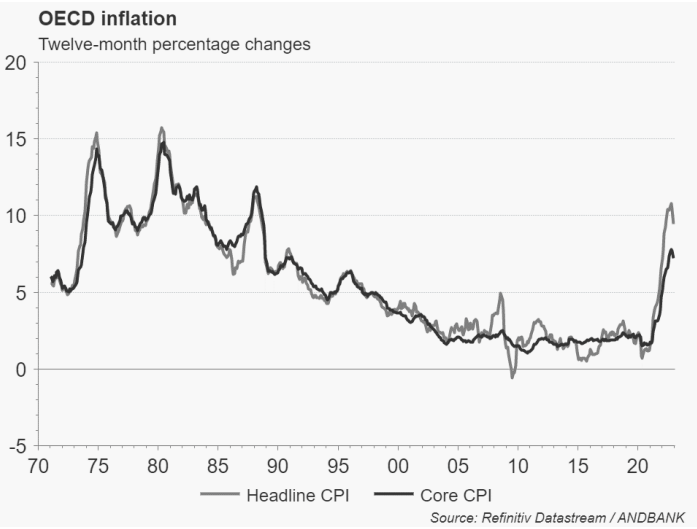
B. Rich D.H. R.M. HEDGEYE



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES

¿LE HEMOS GANADO YA LA BATALLA A LA INFLACIÓN?



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommend ed Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	4.180	3.190	-23,7%	UW-MW	4.147
Europe - Stoxx Europe 600	457	390	-14,7%	MW	468
Euro Zone - Euro Stoxx	454	372	-18,1%	MW	446
Spain IBEX 35	9.199	8.085	-12,1%	OW-MW	8.894
Mexico IPC GRAL	53.875	58.800	9,1%	OW-MW	64.680
Brazil BOVESPA	110.243	106.896	-3,0%	MW	117.586
Japan NIKKEI 225	27.509	28.365	3,1%	OW	31.202
China SSE Comp.	3.263	2.993	-8,3%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	2.163	1.980	-8,5%	UW	2.178
India SENSEX	60.842	69.322	13,9%	OW	76.254
Vietnam VN Index	1.077	1.200	11,4%	OW	1.320
MSCI EM ASIA	567	588	3,6%	OW	647

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

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	3,2%	3,52	4,25	-2,3%
Core countries	UK 10 year Gilt	5,2%	3,05	3,75	-2,5%
	German 10 year BUND	3,2%	2,19	2,50	-0,3%
	Japanese 10 year Govie	-0,6%	0,48	0,75	-1,7%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	4,3%	3,14	3,50	0,3%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	5,9%	4,00	4,50	0,0%
	Portugal - 10yr Gov bond	4,6%	3,01	3,50	-1,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	4,0%	2,59	3,00	-0,7%
	Greece - 10yr Gov bond	5,3%	3,96	5,00	-4,4%
Fixed Income	Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,8%	72,83	100	2,5%
Credit	Credit EUR HY - Itraxx Xover	3,0%	386,76	500	3,0%
	Credit USD IG - CDX IG	1,0%	67,20	100	4,5%
	Credit USD HY - CDX HY	3,2%	407,91	500	6,1%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,5%	10,56	11,75	1,0%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,2%	10,63	14,00	-16,3%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	3,8%	6,51	6,50	6,6%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	1,1%	7,27	7,00	9,4%
(Local currcy)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	7,2%	6,00	8,00	-10,0%
	China - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	2,90	2,75	4,1%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,4%	3,75	5,25	-8,2%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,9%	2,35	3,50	-6,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,8%	2,88	4,00	-6,1%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	5,1%	3,05	4,50	-8,6%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,5%	1,12	2,50	-9,9%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	5,1%	8,49	9,25	2,4%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,8%	5,42	6,15	-0,4%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-1,0%	12,99	13,75	6,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,9%	5,94	7,50	-6,5%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Commodities	Oil (WTI)	-5,2%	76,1	87,50	15,1%
	GOLD	3,0%	1.879,1	1.900	1,1%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,4%	1,085	1,000	-7,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,1%	1,21	1,22	0,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,2%	0,90	0,82	-8,4%
	USDCHE (price of 1 USD)	-0,1%	0,92	0,97	5,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,3%	1,00	0,97	-3,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	-0,5%	130,43	135,00	3,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,9%	141,52	135,00	-4,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	-3,0%	18,90	20,00	5,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,7%	20,47	20,00	-2,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-3,4%	5,11	5,25	2,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-2,0%	5,54	5,25	-5,3%
	USDARS (price of 1 USD)	6,3%	187,93	370,00	96,9%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,7%	82,10	84,00	2,3%
	CNY (price of 1 USD)	-1,9%	6,77	7,50	10,8%





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

EE.UU.

La inflación sigue moderándose, pero costará más que siga haciéndolo

Reserva Federal

Tras cuatro alzas consecutivas de 75 pb y una de 50 pb en noviembre, Jerome Powell, presidente de la Fed, anunció una disminución en los ritmos de subidas de tipos de interés, confirmando un nuevo aumento en las tasas oficiales, pero esta vez de tan sólo 25 pb, hasta el 4,75%. El nivel más alto en 15 años. Quizás lo más relevante es que se trata de la segunda vez consecutiva de descenso en el ritmo de endurecimiento. En Octubre, la Fed culminó un ciclo de cuatro aumentos consecutivos de 75 pb. En noviembre, desaceleró el ritmo y subió en 50 puntos básicos. Y sólo una reunión más tarde (enero 2023) ha vuelto a recortar el ritmo de subidas con un movimiento de tan solo 25 puntos básicos. Esto supone una pequeña sorpresa para nosotros. Pensábamos que el salto en el ritmo visto en noviembre (recortando las subidas de 75pb a 50 pb), duraría algo más y veríamos la repetición de subidas de 50 pb en al menos dos reuniones. Detrás la decisión de suavizar los ritmos de endurecimiento monetario, se encuentra una inflación que, a ojos de Powell, continúa mejorando.

Sin embargo, y a pesar del gesto más friendly para los mercados visto en enero, Powell afirmó que la Fed seguía "fuertemente comprometida" con alcanzar su rango objetivo del 2% para la inflación, y que para ello, "subidas adicionales en los tipos de interés seguían siendo apropiadas". Tal reflexión compromete la expectativa del mercado de empezar a ver recortes en los Fed Fund Rates en la parte central del año.

Hasa ahora, el mensaje de la Fed era que que «la experiencia histórica previene de relajar prematuramente la política, por lo que mantendremos el rumbo hasta terminar lo empezado». Sin embargo, el mensaje ha cambiado algo en la última reunión, dejando constancia de que, por primera vez, la Fed reconoce que el proceso de desinflación ha empezado.

El escenario base del mercado ahora es que la Fed subirá los tipos 25 pb en cada una de sus próximas dos reuniones (la primera, el 1 de febrero) y que luego probablemente los mantendrá en ese nivel hasta final de año, si bien hay quienes especulan con que dará un giro y empezará a bajar tipos en algún momento de este año en respuesta a una desaceleración de la actividad económica. El *tipo terminal* de la Fed para finales de 2023, según el Resumen de previsiones económicas (SEP) se sitúa cercano al 5%.

Inflación y actividad económica

La inflación se situó por debajo de las estimaciones del mercado por tercer mes consecutivo, consolidando la tendencia a la baja y dejando atrás el máximo del 9,1% interanual de junio de 2022. En diciembre, por primera vez desde mayo de 2020, disminuyó la cifra mensual (-0,1%) y la inflación interanual cayó al 6,5%, muy por debajo del 7,1% de noviembre. Habría que destacar también que el índice de precios del gasto de consumo personal (PCE), descontando alimentos y energía, que es la principal referencia de la Fed en el seguimiento de la inflación, se situó en el 4,7% interanual en noviembre, por debajo del 5% de octubre y el pico del 5,4% de febrero de 2022. El último informe del mercado laboral reflejó una vez más fortaleza en el empleo. La tasa de desempleo cayó al 3,5% (frente al 3,7% previsto) y la creación de 223.000 nuevos empleos superó las expectativas. Además, las solicitudes iniciales de prestaciones de desempleo han disminuido, con una media de las últimas cuatro semanas de 206.000, frente a los 230.000 de principios de diciembre del año pasado. La nota positiva en la lucha contra la inflación la puso el salario medio por hora, que aumentó un 4,6% interanual en diciembre, disminuyendo por noveno mes consecutivo desde el pico de marzo de 2022 (+5,6% interanual). En el caso de los indicadores basados en encuestas, el índice de confianza del consumidor, medido por el dato del Conference Board, se situó en 108 (1985=100) y parece apuntar a una recuperación incipiente. Si pasamos a los PMI, algunas señales son negativas: el PMI industrial marcó un nivel contractivo por segundo mes consecutivo (48,4) y el PMI de servicios cayó bruscamente a 49,6 desde el 56,5 del mes anterior (cuando la previsión era de 55). El indicador adelantado del Conference Board sigue contrayéndose y acumula una caída del 7,5% desde el pico de febrero de 2022. Por último, la cifra de viviendas iniciadas disminuyó en diciembre un 1,4% mom, situándose en 21,8%, dato inferior al de diciembre de 2021 pero aún por encima de la media de 10 años.

Mercados financieros

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. El rendimiento del bono estadounidense a 10 años ha seguido cayendo y, tras volver a situarse justo por debajo del 4% el mes pasado, este mes ya lo ha hecho por debajo del 3,5%. El diferencial de rendimiento entre los bonos a 2 y a 10 años sigue en negativo (-70 pb), como lleva siendo sido el caso desde mediados del año pasado.

Los diferenciales crediticios se han reducido tanto en la categoría de grado de inversión (IG) como en alto rendimiento (HY), situándose actualmente en 70 pb y 424 pb respectivamente. El mercado de deuda empresarial no parece apuntar a una recesión, con los diferenciales HY por debajo de la media de los últimos 20 años.

Renta variable. La temporada de publicación de resultados ha comenzado y, con datos de solo 29 empresas, la sorpresa positiva en los resultados supera el 8% (en el caso de los bancos, el 10%). El BPA del consenso para este año es de 225 USD, lo que representa un crecimiento esperado de los beneficios del 4% en 2023; a nuestro juicio, otra señal de que el mercado está lejos de esperar una recesión en el futuro cercano. Nos atenemos a nuestra recomendación de mantener una cartera equilibrada entre empresas de valor/cíclicas y de crecimiento de calidad.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): INFRAPONDERAR-NEUTRAL

Deuda soberana: (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 4,25%)

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

Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (diferencial objetivo: 500 pb)

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

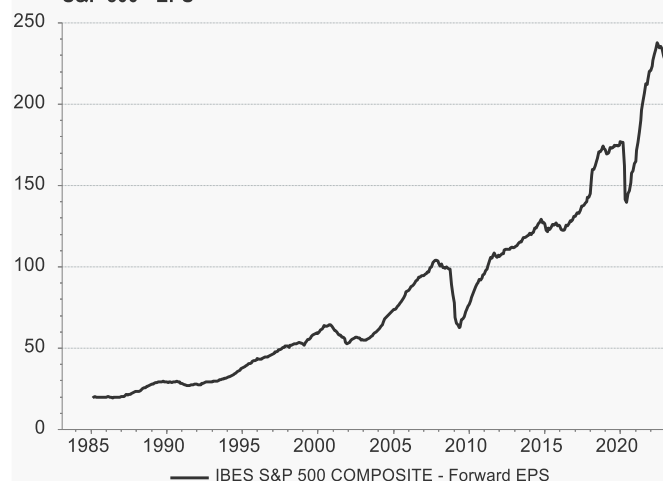
US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



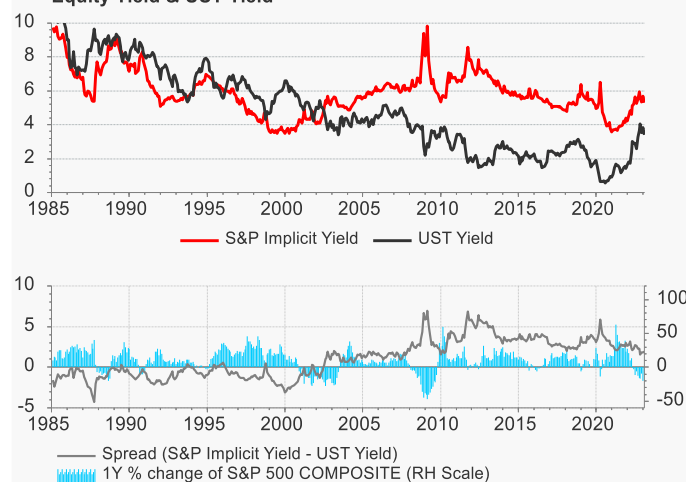
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

S&P 500 - EPS



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

EUROPA

La benignidad del clima favorece a Europa

La actual resiliencia económica, ¿permitirá evitar la recesión?

Un otoño-invierno templados se suman al impulso fiscal, haciendo menos probable que veamos una recesión importante en Europa en esta primera parte del año. Las buenas temperaturas, unidas al aumento de la generación eólica y nuclear, han permitido mantener las reservas de gas en niveles elevados (en los países de Europa noroccidental en el 85%, frente al 46% del mismo período del año anterior y una media del 65% en los cinco años anteriores). Los precios del gas se han desplomado (un 70% desde el pico y, ahora mismo, por debajo del precio anterior a la invasión de Ucrania por Rusia), y aunque los niveles aún no están normalizados, el peor escenario de racionamiento de la energía parece descartado para este invierno. Los PMI se han estabilizado, sobre todo en el sector servicios, al tiempo que se han recuperado ligeramente las previsiones de crecimiento económico. La recesión en la zona euro tiene visos de acabar siendo más suave de lo que se temía. Habrá que estar bien atentos al modo en que la reapertura de China afecta al precio del gas, ya que debería aumentar la competencia por el GNL, del que Europa ha duplicado sus importaciones en 2022. En cuanto a la inflación, aunque el dato de inflación general ha disminuido, el subyacente persiste en niveles altos. La atención parece puesta ahora en los efectos de segunda ronda. Con los precios de la energía contribuyendo a reducir a la inflación en el primer semestre de 2023, las cifras de inflación general deberían caer con fuerza hacia el 6% interanual a finales de año. La disminución en la inflación subyacente debería ser más modesta (al 4% interanual a finales de 2023), ya que los productores siguen repercutiendo en los precios de bienes básicos los mayores costes que pagan y debido también a la inflación salarial esperada.

Un BCE agresivo a comienzos de 2023: previsión de +50 pb en marzo

El BCE ya sorprendió a los mercados en la reunión de diciembre por su enfoque más agresivo. Como se anunció, las subidas de tipos proseguirán y serán significativas, hasta tocar niveles restrictivos, esperándose alzas de 50 pb para las reuniones tanto de febrero como de marzo. Dicho y hecho. Tras varias semanas de espera, finalmente el Banco Central Europeo (BCE) subió los tipos de interés en 50 puntos básicos con el objetivo de bajar la inflación subyacente, que sigue escalando, y se sitúa ya en la cifra más elevada desde diciembre de 1986 en el caso de algunos países. La presidenta del BCE, Christine Lagarde, dejó en claro que esta no ha sido la última suba; pues se espera que en marzo se vuelvan a reunir para determinar otro aumento de 0,5 puntos de los tipos de interés. El escenario macroeconómico del BCE prevé un descenso del IPC, pero con niveles aún superiores al objetivo del 2% en el futuro previsible (2023-2025). Siendo así, revisamos al alza nuestro tipo *terminal* hasta niveles del 3,25%. La política monetaria restrictiva también se implementará a través de medidas de ajuste cuantitativo (QT), reduciendo las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP) en 15.000 millones de EUR al mes a partir de marzo, la mitad de lo amortizado cada mes. La reducción del balance del BCE seguirá proviniendo sobre todo del reembolso anticipado de operaciones de financiación condicionadas a la concesión de crédito (TLTROs) (que rondarían los 900.000 millones de EUR desde noviembre, con el grueso en junio próximo), lo que no debería afectar sustancialmente a las condiciones de financiación.

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

Deuda pública. Siendo previsible que el BCE haga una pausa a finales de primavera, nos ceñimos al objetivo definido al final de diciembre de un rendimiento del Bund del 2,5%. Dada la mayor rigidez de la inflación, cualquier disminución en los rendimientos de los bonos de la zona del euro en el corto plazo sería limitada. Al mismo tiempo, la inversión de la curva se mantendrá en 2023.

Deuda corporativa. Tras pérdidas récord en 2022, el año arrancó con diferenciales más ajustados y niveles de valoración menos atractivos, en un contexto de estrés debido a los costes energéticos y las presiones inflacionarias. Los programas de recompra y reinversión del BCE se mantendrán en gran medida y seguirán siendo la primera línea de defensa contra ampliaciones extremas o inquietantes de los diferenciales. Mantenemos una opinión optimista sobre la deuda de empresas europea, sobreponderando el grado de inversión con vencimientos de entre 3 y 5 años. Desde una perspectiva sectorial preferimos el sector financiero, que está saneado tras una década de intensa recapitalización regulatoria y que se beneficiará de un entorno de tipos de interés elevados.

Mercado de renta variable. Los sectores cíclicos han repuntado con fuerza en los últimos meses y ya superan los niveles de enero de 2022, mientras que los sectores defensivos se rezagaron. El mercado parece apostar por una recuperación temprana del ciclo, pero tras este gran recorrido al alza pensamos que este repunte de los valores cíclicos podría revelarse prematuro. La evolución de los valores cíclicos ha estado estrechamente relacionada con los rendimientos de los bonos, por lo que la reciente desconexión, en la que aquellos se apreciaron aun cuando los rendimientos de los bonos disminuyeron, contrasta con esa correlación histórica. Estamos reduciendo parte de la sobreponderación en cíclicos en la confianza de que encontraremos precios más atractivos en el futuro, sobre todo para los cíclicos industriales. Mantenemos la preferencia por los valores con potencial de revalorización y con un buen dividendo. Por regiones, el Reino Unido y España son nuestras favoritas en Europa. Las cifras de la economía española son mejores de lo esperado, con un fuerte aumento en ventas minoristas y un pujante sector turístico, con las llegadas de turistas internacionales en el 93% del nivel registrado en el mismo mes de 2019 y las pernociaciones extra-hoteleras por encima de los niveles de 2019. Por no mencionar que es una de las economías europeas con la menor tasa de inflación (5,5%). Cualquier debilidad en la Bolsa española es una oportunidad para invertir en una economía barata, cíclica y energéticamente competitiva que lleva más de una década olvidada por los inversores.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,5%; comprar a 3%)

- Países periféricos: SOBREPONDERAR (IT 4,25%; ES 3,25%; PT 3,25%; GR 4,75%; IR 2,75%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (dif. objetivo: 100 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (dif. objetivo: 500 pb)

Tipo de cambio central (EUR/USD): Por debajo 1.00 Vta \$ / Compra €. Por encima 1.10 Compra \$ / Vta €

Euro area & EU price-to-earnings

Ratio - Forward



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

STOXX 600 - EPS

1Y % Change



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Euro STOXX banks Index



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 5

CHINA

El crecimiento se desacelera y el sector inmobiliario no se recupera. La coyuntura geopolítica no la favorece.

La actividad se desacelera pero los datos superan las expectativas

PIB del cuarto trimestre de 2022: +2,9% interanual (consenso: +1,6% interanual; +3,9% respecto al trimestre anterior). La previsión es que el PIB se recuperará en 2023, creciendo el 4,8% o 4,9% (según Bloomberg y Reuters, respectivamente), impulsado por la reapertura y medidas de apoyo de políticas gubernamentales. El crecimiento se apoyará sobre todo en el impulso del consumo interno, ya que es probable que las exportaciones se resientan por los riesgos de recesión mundial.

El sesgo del PBOC aún es de relajación este año, pero la trayectoria no está clara

Según China Securities Journal, todavía hay margen para recortes de tipos de interés este año, también del coeficiente de reservas mínimas obligatorias (RRR), el efectivo que los bancos deben mantener como reservas. El diario citó múltiples anuncios recientes de políticas y retórica de quienes formulan las políticas que refuerzan su postura acomodaticia, en gran parte basada en la orientación del presidente de la Comisión Reguladora de Seguros y Banca de China (CBIRC), Guo Shuqing. Según China Merchants Bank, los recortes de tipos podrían producirse en el primer semestre en forma de una menor RRR o de reducciones escalonadas de los tipos de préstamo preferentes a 1 y 5 años, aquel al que la banca comercial presta a sus mejores clientes, que sirve de referencia para otros tipos de préstamo.

La persistente debilidad del mercado inmobiliario obliga a flexibilizar más el crédito hipotecario

La relajación de las reglas sobre el tipo hipotecario mínimo en China, anunciada por primera vez en septiembre y que expiraba al final de 2022, se ha ampliado indefinidamente en plena persistencia de la debilidad del mercado de la vivienda. Según la orientación previa, las autoridades locales pueden establecer un suelo inferior al del gobierno central para el tipo hipotecario, o eliminarlo por completo, si los precios de la vivienda hubieran caído en el mes y en el año durante tres meses consecutivos. Al respecto, los datos de la Oficina Nacional de Estadísticas (NBS) mostraron que los precios de la vivienda cayeron en diciembre un 25 pb en el mes, lo mismo que en noviembre. A nivel nacional, hasta 55 de 70 ciudades registraron una disminución en los precios de la vivienda nueva, cuando en noviembre eran 51, con una caída media en el precio de la vivienda del 2,29% interanual, desde la caída del 2,33% en noviembre.

Caixin informó de progreso limitado en múltiples iniciativas para eliminar el stock de viviendas sin terminar: al final de 2022 solo el 21% había reanudado plenamente las obras, según una encuesta sectorial. Según los analistas, algunos promotores aún no tienen suficiente liquidez para reanudar proyectos estancados y el importe de los rescates no alcanza para todos.

Los reguladores chinos y las principales empresas de gestión de deudas incobrables, entre ellas Huarong y Cinda, planean ofrecer hasta 160.000 millones de CNY (24.000 millones de USD) en ayudas para la refinanciación de promotores más solventes en el primer trimestre. Las políticas refuerzan la prioridad en los promotores de importancia sistémica. El enfoque general anterior había dejado a los gestores de activos con fuertes pérdidas en deuda de empresas, provocando un cambio de enfoque.

Por último, pero no menos importante, China Evergrande ha estado examinando dos opciones para ampliar el plazo de su deuda en el extranjero: una implicaría pagos a plazos sobre el principal con un plazo para el reembolso total de hasta 12 años y la otra implicaría que los acreedores canjeasen parte de la deuda en acciones mediante la emisión de nuevos bonos convertibles. PwC ha dimitido como auditor de China Evergrande en medio de un desacuerdo relacionado con la auditoría de sus cuentas de 2021.

Geopolítica

El ejército chino realizó simulacros de combate a gran escala, enviando cazas y navíos hacia Taiwán. Según el Ministerio de Defensa de Taiwán, el ejército chino envió 57 cazas y barcos durante 24 horas desde las 6 de la mañana del domingo.

El Comité de Finanzas del Senado estadounidense está iniciando una investigación sobre si los principales fabricantes de automóviles, como Ford, GM y Tesla, están utilizando piezas fabricadas con trabajo forzado de la provincia china de Xinjiang. El presidente del comité señaló que los fabricantes de automóviles no pueden ni deben vender automóviles en EE.UU. que incluyan componentes extraídos o fabricados en Xinjiang.

Japón, presidente del G-7 este año, quiere que el grupo se una para prevenir la «coerción económica» que ha aplicado China. Japón señaló que podían requerirse contramedidas para ayudar a los países que son objeto de tales acciones mercantilistas. Beijing ha criticado al G-7 por sus «medidas proteccionistas», incluidos los controles a la exportación de semiconductores.

Según la agencia de noticias japonesa Kyodo, altos funcionarios de Defensa y Exteriores de EE.UU. y Japón coincidieron en que China planteaba el «mayor desafío estratégico» en la región del Indo-Pacífico y anunciaron una mayor cooperación en materia de seguridad. Reuters añadió que el secretario de Defensa, Lloyd Austin, había afirmado que dudaba seriamente que el aumento de la actividad militar china cerca del estrecho de Taiwán fuera indicativa de una inminente invasión de la isla por parte de Beijing.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR

Renta variable (Shenzhen): INFRAPONDERAR

Deuda soberana: NEUTRAL-INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,75%)

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

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE LTM



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China - 10Y Government Bond Real Yield

Per cent



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

USDCNY exchange rate

Spot rate



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

JAPÓN

El yen, que ya se ha apreciado con fuerza, puede seguir al alza. Somos optimistas sobre las acciones japonesas.

Los factores de la apreciación del yen a corto plazo están bien claros

Conviene prestar atención a la evolución del tipo de cambio USD/JPY hacia los 130 yenes por dólar porque, a nuestro juicio, la apreciación del yen podría ir bastante más lejos. Los factores que impulsan a corto plazo su fortalecimiento están bien claros: 1) La intervención del Banco de Japón (BoJ) en octubre, que contribuyó a poner un tope de 150 yenes por dólar al cambio entre ambas monedas, coincidió con la creciente impresión de que la Reserva Federal de EE.UU. se acercaba al final de su ciclo de ajuste y que finalmente tocaba techo la apreciación del dólar estadounidense. 2) El JPY cobró más impulso tras la decisión del BoJ el 20 de diciembre de ampliar su rango objetivo para el rendimiento de los bonos soberanos (JGB) con vencimiento a 10 años, elevando el límite de rendimiento del 0,25% al 0,5%. 3) El cambio se interpretó en el mercado como una señal de que la configuración de la política monetaria ultra relajada del BoJ no sobreviviría a la jubilación de su gobernador, Haruhiko Kuroda, quien debe renunciar en abril. Con el IPC japonés enfilando el 4%, su nivel más alto de los últimos 32 años, y los aumentos salariales acelerándose (Fast Retailing se propone aumentar los salarios hasta en un 40%), el primer ministro Fumio Kishida ha prometido revisar el mandato del BoJ en cuanto el nuevo gobernador asuma el cargo. En consecuencia, los inversores han seguido posicionándose de cara a una retirada de la política de relajación monetaria total. Esta presión hizo que el rendimiento del JGB a 10 años superara el tope del 0,5% y que el cambio del yen con el dólar se situara por debajo de las 130 unidades, en un entorno en el que se apostaba a que el BoJ revisaría al alza sus previsiones de inflación.

La razón última de la evolución del JPY y sus implicaciones a largo plazo

Desde que estalló la burbuja económica en Japón a finales de la década de 1980 el cambio USD/JPY ha oscilado en torno a una media que ronda los 112 yenes por dólar, moviéndose a menudo de forma extrema tanto al alza como a la baja durante periodos prolongados. Los factores desencadenantes de estos cambios duraderos han sido diversos, pero los factores últimos siempre han sido los mismos: los flujos de entrada y salida de capital institucional en los mercados de activos de Japón. Este patrón no ha dejado de repetirse y todo hace pensar que persistirá por un tiempo.

En 1987 el BoJ, en el marco del Acuerdo del Louvre (que tuvo su origen en los acuerdos del Plaza de 1985) allanó el camino para frenar la caída del USD. Las instituciones y empresas japonesas aprovecharon las ganancias anteriores del yen para comprar activos en el extranjero. El yen se desplomó y el cambio USD/JPY pasó de 120 a 160 yenes por dólar en menos de 18 meses. Como suele suceder con estos movimientos cambiarios, los políticos estadounidenses pusieron el grito en el cielo y sacaron el bazuca comercial de la Sección 301 para persuadir a Tokio de respaldar un yen más fuerte. A medida que la inversión de la tendencia se aceleraba, los inversores institucionales japoneses que habían comprado activos extranjeros los vendían y repatriaban el capital para minorar sus pérdidas expresadas en yenes, agravando de ese modo la apreciación del yen, hasta acabar llevando el cambio en 1995 a los 81 yenes por dólar. El siguiente movimiento de la moneda japonesa llevó esta a cotizar a casi 150 unidades por dólar, en lo más profundo de la crisis asiática (agosto de 1998), y facilitó el uso del yen como moneda de financiación en la mayor operativa de *carry trade* del mundo. La posterior intervención indujo el desmantelamiento de esa operativa y disparó los flujos de retorno de capital hacia Japón, situándose el cambio en 101 yenes por dólar en menos de 18 meses (en enero de 2000). Y con ello se repetía el ciclo. La percepción de Japón como un refugio seguro en la crisis de Lehman, seguida de los fuertes flujos de repatriación, llevó el cambio de 124 yenes a mediados de 2007 a 76 yenes por dólar en febrero de 2012. Luego, después del nombramiento de Kuroda como gobernador del BoJ y de su decisión de adoptar una relajación monetaria total para respaldar las políticas económicas del primer ministro Shinzo Abe, el cambio pasó a 125 yenes por dólar, y luego a 150 en octubre de 2022, cuando los inversores institucionales japoneses acometieron la búsqueda de rendimientos más elevados en el extranjero.

Cuanto antecede nos lleva al momento actual, en el que el yen cotiza a 130 unidades por dólar, tras el considerable impulso de las últimas 12 semanas. Esto es importante porque, cuanto más se aprecie el yen, más tenderán las instituciones japonesas a repatriar capital antes que sufrir mayores pérdidas por diferencias de cambio. Efectivamente no tiene mucho sentido salir a buscar el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. cuando en cuestión de semanas el diferencial de rendimiento podría esfumarse si el cambio pasara de 128 a tan solo 124 yenes por dólar. Y cuanto más se aprecie el yen, más inversores extranjeros advertirán el atractivo del mercado de renta variable japonesa; como sucedió a finales de 1998 y principios de 1999, cuando la combinación de un yen al alza y un convincente potencial de revalorización hizo que la rentabilidad del Topix japonés alcanzara el 126% en 14 meses para aquellos inversores cuya moneda de cuenta era el dólar. Y huelga decir que cuanto más capital asignen los inversores extranjeros a Japón más tenderá el yen a fortalecerse y más instituciones japonesas repatriarán capital, en un ciclo de autor realimentación que se ha repetido una y otra vez en las últimas décadas. No sucederá de la noche a la mañana porque las instituciones tardan en renunciar a las narrativas a las que se han aferrado durante años. Sin embargo, la historia apunta a que, dada la evolución del cambio USD/JPY en las últimas 12 semanas, es probable que vaya avanzándose hacia esa media de largo plazo de 112 yenes por dólar, con una alta probabilidad de que la apreciación del yen acabe yendo bastante más lejos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

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

Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 112)

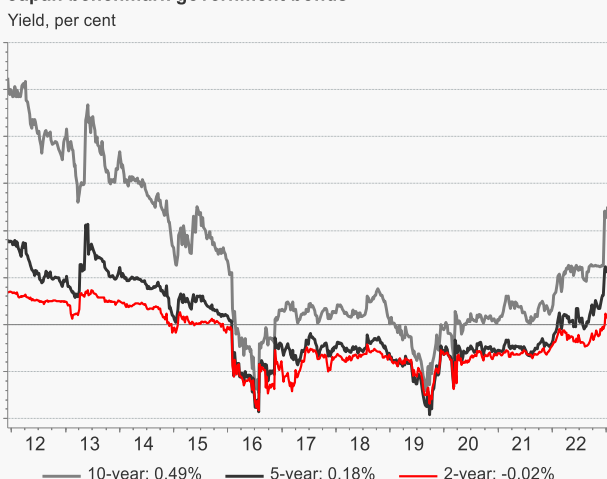
Página 6

Japan Nikkei 225 price / earnings



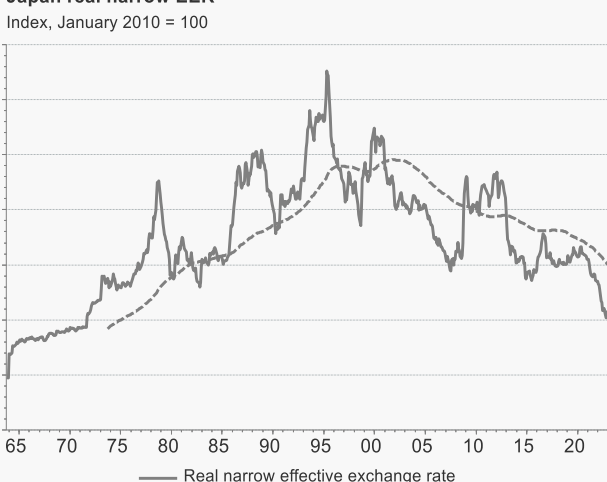
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan benchmark government bonds



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

INDIA

La población india, mayoritariamente joven, superará a la china y se convertirá en el mayor mercado del mundo

Tendencias seculares favorables

En 2050 India tendrá 350 millones de habitantes más que China, con una edad media inferior a 40 años, frente a los cincuenta y pico de media de China. La demografía es la mayor fortaleza de India: será muy difícil que su economía no crezca en las próximas décadas. La principal debilidad del país sigue siendo, sin embargo, su incapacidad para sacar partido de tanto capital humano, en particular creando empleo manufacturero intensivo en mano de obra. Con todo, el hecho de que India no se haya convertido en una fábrica global puede resultar un amortiguador económico en 2023. Dado que las exportaciones de India representan solo una quinta parte de su PIB y solo el 2% de las exportaciones mundiales, estará mejor protegida de shocks externos que economías con una mayor dependencia de las exportaciones.

India también está bien posicionada para elevar su cuota en las exportaciones globales, sobre todo de productos de electrónica de consumo, a medida que las cadenas de suministro se reubican fuera de China. Pero India debe tener cuidado con la amenaza que representa su gigantesco vecino, no solo a lo largo de la disputada frontera del Himalaya (donde estallaron nuevos enfrentamientos el mes pasado), sino también por su creciente dependencia estructural de las importaciones procedentes de China.

Puntos fuertes de la India ante 2023

1) Con Estados Unidos y Europa probablemente encaminándose hacia una recesión (dicho sea también, necesaria), la relativa dependencia de India de la demanda interna le confiere una ventaja sobre otros países al hacerla menos vulnerable a perturbaciones externas. Por un lado, el consumo privado crece a un ritmo satisfactorio, y las altas tasas de utilización de la capacidad productiva y el amplio repunte del crecimiento del crédito apuntan a una reactivación del gasto de inversión en capital fijo. Incluso si los inversores privados prefieren esperar a ver muestras de recuperación sostenida antes de trasladar su capital a la India, el gobierno de Modi puede compensar esos flujos tratando de impulsar el crecimiento a través de la inversión encabezada por el sector público, que seguiría siendo una fuente del dinamismo que mantiene su notable y atractivo diferencial de crecimiento económico.

2) La oportunidad de una reorganización de la cadena de suministro global. La crisis pandémica en China espoleó la fabricación en India en 2022, impulsando los esfuerzos de las autoridades por construir grandes centros industriales orientados a la exportación e integrarse mejor en las cambiantes cadenas de suministro globales. La iniciativa *Incentivos vinculados a la producción*, que da subsidios a los fabricantes, se propone crear bases de exportación para las principales marcas de teléfonos móviles del mundo. Apple trasladó el año pasado parte de la producción del iPhone 14 a sus fábricas de Tamil Nadu y Karnataka tras los problemas en la gigantesca planta de Foxconn en Zhengzhou. India va camino de exportar teléfonos por valor de 9.000 millones de USD en el año fiscal que finaliza el 31 de marzo, un incremento del 20% respecto al año anterior. Y podría captar todavía más producción en 2023, dado que el gobierno apunta a exportaciones de móviles por importe de 60.000 millones de USD para 2025-26.

3) Las tensiones con China y la situación en Ucrania acelerarán el giro estratégico de India hacia EE.UU. y sus aliados en 2023; en particular, la prolongada guerra en Ucrania implica que no podrá depender del armamento ruso. India es el mayor importador de armas del mundo, por lo que los inversores pueden detectar oportunidades en acciones occidentales del sector de Defensa (como la francesa Dassault Aviation).

4) La inflación también está disminuyendo, lo que no solo impulsará el gasto de consumo, sino que pondrá fin a las restricciones cambiarias. Las previsiones de un crecimiento del PIB del 6% en 2023 parecen realistas.

Puntos flojos de la India ante 2023

1) India no es inmune a una recesión global. Una desaceleración en los países desarrollados sin duda retrasará la ansiada reactivación del gasto de inversión en capital fijo a nivel nacional. 2) India sigue dependiendo del precio del petróleo, siendo así que importa alrededor del 80% de lo que consume. Aunque las circunstancias actuales le permiten disfrutar de un descuento, el precio internacional del crudo no tiene visos de moderarse en el futuro. 3) Las exportaciones indias disminuyen, llevando el déficit comercial a niveles récord. La balanza de exportaciones negativa seguirá lastimando la economía este año y, si no se controlase a tiempo, podría generar tensiones en el mercado de deuda. El problema crucial de India reside en su comercio asimétrico con China: India solo exportó a China mercancías por valor de 14.000 millones de USD en los tres primeros trimestres de 2022, mientras que sus importaciones procedentes de China alcanzaron los 90.000 millones de USD, lo que supone un desequilibrio superior a 76.000 millones solo con China (el déficit comercial visible total de India ascendió a 285.000 millones de USD en 2022). El único aspecto positivo es que, puesto que el PIB también está creciendo, el déficit exterior en porcentaje del PIB se mantiene en un moderado 1,5%. Con esto y con todo, India es un país cuya balanza comercial debería ser positiva. 4) India tampoco se beneficiará tanto de la reapertura de China como otros mercados emergentes de Asia (EE.UU. y Europa son destinos de exportación mucho más importantes para la India). 5) El 9 de diciembre tropas indias y chinas se enfrentaron en su peor escaramuza desde 2020 en tramos de la disputada Línea de control efectivo de 3.500 km que separa a los dos gigantes de Asia. 6) Si bien India puede parecer un punto brillante en una economía global sombría, los mercados bursátiles nacionales cotizan con una prima considerable tras haberse destacado en 2022. Después de haber «quemado» más de 100.000 millones de USD en defender la rupia en 2022, India necesita reponer sus agotadas reservas de divisas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 7%)

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

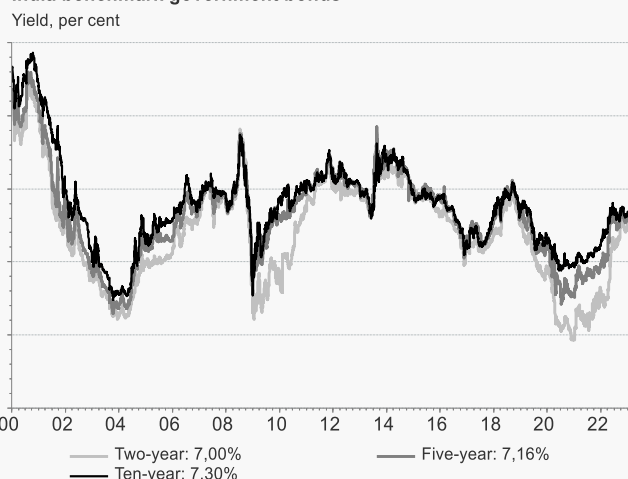
Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 84)

India Datastream index Price Earnings Ratio



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

India benchmark government bonds



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

India broad effective exchange rates

Index, January 1995 = 100



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 8

VIETNAM

La falta temporal de liquidez lastra el mercado, pero ninguna economía crece al 13% como hace Vietnam

Evaluación de la situación

Recientemente una sucesión de ventas generalizadas provocó caídas bursátiles y la retirada de inversores del mercado de valores de Vietnam. Son además numerosos los inversores vietnamitas que mantienen grandes cantidades de efectivo, lo que drena liquidez del mercado de valores y hace que los movimientos del índice sean relativamente más intensos que en mercados líquidos. Los elevados tipos de depósito acentuaron la situación al alentar a los inversores a ahorrar. Las estadísticas indican que a finales de septiembre de 2022 los depósitos de inversores rondaban los 72.500 millones de VND, 2.400 millones de VND más que al final del segundo trimestre de 2022. Se trata de una cantidad de dinero muy elevada en relación con el tamaño actual del mercado. Los efectos de retirar tal cantidad de efectivo del mercado de valores se aprecian en el volumen de negociación actual del índice VN, cuya media es de 12.000 millones de acciones al mes, aproximadamente un 30% menos que en la segunda mitad de 2021. El hecho de que los inversores nacionales decidieran en gran medida mantenerse en liquidez muestra que su postura sigue siendo de prudencia y que aguardan a señales más claras de que se ha formado un suelo antes de decidirse a retornar al mercado.

El PIB crece al 13% y el mercado entraña potencial de revalorización

La economía de Vietnam creció en el tercer trimestre de 2022 un 13,67% interanual en términos reales. A tan elevado crecimiento (el primer crecimiento trimestral superior al 10% desde 2009) contribuyeron, según la Oficina General de Estadísticas de Vietnam, una fuerte recuperación del comercio exterior y en el gasto de consumo personal. Más importante aún, se produjo después de haber crecido casi un 8% interanual en el segundo trimestre. Es oportuno señalar que el comercio exterior bruto vietnamita se ha disparado hasta representar casi el 200% del PIB, cuando hace una década era el 120% del PIB, y que su balanza comercial con EE.UU. está creciendo a un asombroso ritmo del 45% anual, con una cifra mensual de 11.000 millones de USD. Parece, pues, indiscutible que la economía va como una locomotora, y también que seguirá así con un crecimiento medio del PIB del 7-8% anual en los próximos años (superior incluso al de India), habiéndole asignado las agencias calificadoras de riesgo internacionales una perspectiva positiva a medio plazo. Conforme a esa perspectiva, el mercado mejoraría en los próximos años, ya que se prevé que la Reserva Federal de EE.UU. reducirá la frecuencia de las subidas de tipos de interés en 2023, una medida que aliviaría la presión sobre el Banco Estatal de Vietnam para drenar más dinero de la economía. Eso apunta a una posible recuperación de los flujos de efectivo. Las perspectivas del mercado bursátil vietnamita también son positivas a largo plazo, siendo así que el índice VN está infravalorado en comparación con otros mercados del sudeste asiático. Los beneficios antes de impuestos de las 200 mayores empresas del mercado aumentaron en los nueve primeros meses un 22% interanual, previéndose que los resultados de la mayoría de las empresas cotizadas en bolsa crecerán un 20% el próximo año. El mercado se ha visto atrapado en un círculo de caída de la liquidez y pánico vendedor pero, por el momento, y a pesar de factores desfavorables, los inversores a largo plazo considerarían que ahora es el momento de mantener acciones.

Perspectivas a corto plazo: la inestabilidad podría continuar por la escasa liquidez

El índice VN cotiza actualmente a un PER sobre beneficios pasados que ronda las 9,6 veces, similar al mínimo del final del primer trimestre de 2020 durante la pandemia de Covid-19. La intensa caída del mercado refleja el temor a factores externos como las subidas de tipos de la Fed y el riesgo de una recesión económica mundial, factores que podrían afectar al mercado interno provocando inestabilidad en el mercado de deuda corporativa. Es indudable que el ánimo de los inversores nacionales continúa fuertemente influenciado en el corto plazo por las noticias externas (principalmente la Fed y la guerra), y que los flujos de efectivo solo volverán con fuerza si estos factores amainan. Pero, dado que no esperamos nuevos desarrollos en dichos frentes, la inestabilidad podría perdurar en este mercado. Atendiendo a datos históricos, en periodos de altos tipos de interés como el actual, a muchos inversores les preocupa que el PER pueda caer a 8 veces antes de tocar fondo, lo que implicaría perder un 10%-15% desde los niveles actuales. Sin embargo, en el contexto de un crecimiento macroeconómico a largo plazo garantizado en Vietnam, al igual que el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas, pensamos que las oportunidades de inversión a largo plazo se presentan con bastante claridad. Reiteramos, no obstante, que será difícil que el índice se dispare al alza en el corto plazo, ya que se prevé que las entradas al mercado de valores en las próximas semanas seguirán siendo bajas. La razón estriba en que en estos momentos el valor total de los bonos corporativos con vencimiento en 2023 asciende a 230.000 millones de VND, y los vencimientos se concentran principalmente en la segunda mitad de 2023. No solo el mercado de valores, sino también la economía en general se enfrentarán inevitablemente una fuerte retirada de dinero de la economía, ya que las empresas tienen que atesorar dinero para satisfacer sus obligaciones de reembolso de la deuda.

Entre los países más solventes del mundo por su firme posición fiscal y monetaria

La inflación es baja, del 4%, porque el crecimiento de la oferta monetaria es bastante bajo en comparación con el del crédito interno (debido a la regulación proactiva del Banco Estatal de Vietnam) y porque el gobierno está aplicando una política fiscal ortodoxa para contener los desequilibrios y el crecimiento de los precios: en los presupuestos del Estado aumentaron los ingresos, adelantándose al cronograma estimado, mientras que los gastos se mantuvieron controlados e inferiores a lo planificado, lo que condujo a un voluminoso superávit en el saldo presupuestario en el tercer trimestre, que en agosto alcanzó los 247.601 millones de VND. Si sumamos a eso que la deuda pública está por debajo del 40% del PIB, el país es un campeón en solvencia. Esto implica una moneda más fuerte, precios de la deuda estables y costes de financiación empresarial también estables. En suma, un mercado que debería ser menos vulnerable a perturbaciones externas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



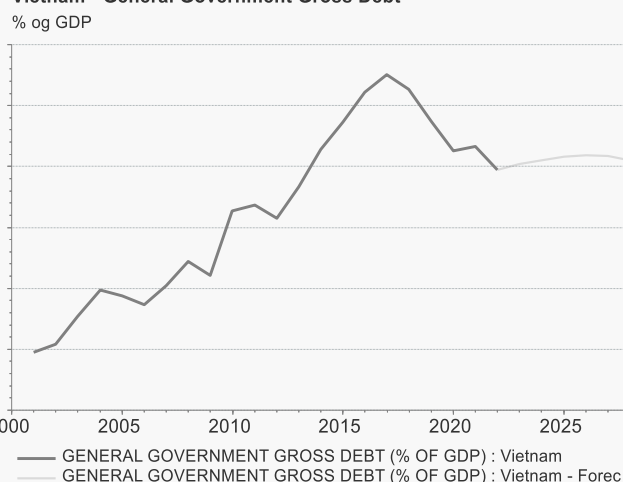
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam CPI



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Vietnam - General Government Gross Debt



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 9

ISRAEL

Un crecimiento ralentizado, pero que se mantiene

Política

El nuevo Gobierno ha iniciado su mandato y sus propuestas de reforma del sistema judicial han dominado la agenda política en las últimas semanas. Uno de los principales objetivos de las reformas es disminuir los poderes del Tribunal Supremo, dando más poder al Congreso para nombrar jueces e invalidar las decisiones del primero. Algunas de estas reformas han generado temor en parte de la población, que percibe que se está atacando la independencia del sistema judicial.

En paralelo, el primer ministro, Netanyahu, que lleva un tiempo criticando al Tribunal Supremo, anunció el despido de Aryeh Deri, ministro de Interior y Sanidad y líder de Shas, el partido judío ultraortodoxo, después de que el Tribunal Supremo decidiera que su condena por delitos fiscales le inhabilitaba para el cargo de ministro.

Actualmente no esperamos que las reformas, en caso de aprobarse, perjudiquen a la economía en el corto plazo. Sin embargo, existe la preocupación de que si la reforma se aprueba en los términos actuales, los inversores extranjeros (y no pocos inversores locales) puedan reevaluar su percepción del riesgo de hacer negocios en Israel, lo que podría afectar a los niveles de inversión en el país.

Inflación y política monetaria

El Banco de Israel subió los tipos de interés 50 pb, del 3,25% al 3,75%. El acta de la última reunión sobre tipos de interés muestra que la mayoría de los miembros de la institución votaron a favor de una subida de medio punto porcentual y que un miembro apoyó un alza de 75 pb, lo que indica que el Banco mantiene un enfoque restrictivo. Ahora el mercado espera que los tipos de interés no suban más de 25 pb este año, e incluso que se reduzcan hacia finales de año. A nuestro juicio, resulta prematuro suponer que este año se reducirán los tipos de interés en vista del nivel de la inflación, todavía elevado. El Banco de Israel precisó que cualquier desviación de la política presupuestaria se compensará con una política monetaria más restrictiva.

El IPC aumentó en diciembre un +0,3% (+5,3% interanual), haciendo buenas las previsiones. Cabe señalar que la mayoría de componentes aumentaron menos que en meses anteriores, si bien el índice de la vivienda (alquiler) continuó subiendo e impulsó el índice al alza. Cada vez existen más indicios de que el mercado inmobiliario ha empezado a ralentizarse, habiéndose registrado ya una caída de precios en varios lugares. Amir Yaron, gobernador del Banco de Israel, afirmó que los precios probablemente crecerían con mayor rapidez en los dos próximos meses, antes de ralentizarse en la segunda mitad del año hacia la tasa de inflación objetivo.

Por último, Moshe Hazan, uno de los seis miembros del comité monetario del Banco, anunció su dimisión, alegando que la democracia israelí estaba en peligro y que quería implicarse más políticamente.

Renta fija y mercados bursátiles

Al igual que la mayoría de los mercados de renta fija del mundo, el israelí también empezó 2023 con buen pie, con una notable caída de los rendimientos, sobre todo en el extremo largo de la curva. De este modo, la curva se invirtió de forma insólita, como nunca antes se había visto en el mercado israelí. Además, ante la hipótesis de que la economía israelí crezca este año a un ritmo de entre el 1,5% y 2%, nos cuesta entender la justificación de este movimiento. Creemos que la inversión de la curva de tipos-plazos refleja un perfil remuneración-riesgo poco atractivo en el extremo largo de la curva. El diferencial entre los bonos a 1 y 12 años ronda el 0,65%, una brecha que, en nuestra opinión, genera una clara preferencia por el tramo corto de la curva.

El mercado bursátil local también empezó el año en positivo, registrando los índices subidas aceptables en las dos primeras semanas. El índice Tel Aviv 35 ganó más del 3%, al tiempo que los índices de valores de pequeña y mediana capitalización se anotaron subidas aún mayores: en concreto, el índice Tel Aviv 90 se revalorizó un 6,5%. Las subidas de los valores de pequeña capitalización bursátil no sorprenden, dada su marcada depreciación en 2022, sobre todo en diciembre (un mes en el que también hay que tener en cuenta cuestiones fiscales). A nuestro juicio son numerosas las empresas que cotizan con un descuento considerable, entrañando el potencial de generar muchas oportunidades de compra atractivas. Por tanto, sobreponderamos los valores de pequeña y mediana capitalización e infraponderamos los de gran capitalización.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa: NEUTRAL

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

Israel price-to-earning ratio

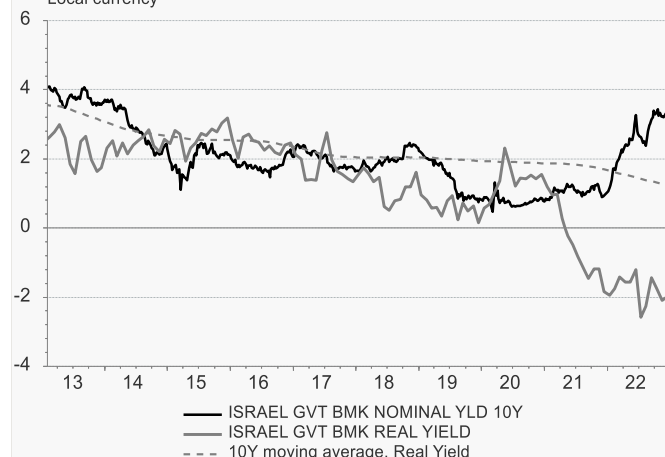
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 10

BRASIL

La transición ha terminado: empieza el espectáculo

Política

La toma de posesión de Lula tuvo lugar el 1 de enero y el Gobierno ya está revirtiendo algunas de las decisiones más controvertidas de Bolsonaro, mientras intenta demostrar que tiene su propia agenda. Los puestos del gabinete se repartieron entre todos los partidos políticos que se coaligaron con Lula durante la campaña, y los ministerios más importantes cayeron en manos de las personas de su mayor confianza, pertenecientes a su Partido de los Trabajadores.

Para los mercados financieros el anuncio más importante hasta ahora ha sido el realizado por el nuevo ministro de Economía, Fernando Haddad, sobre la reducción del déficit presupuestario previsto para 2023. Un incremento de los ingresos del 70% y una reducción del gasto del 30% permitiría conjuntamente lograr el déficit cero este año. Sin embargo, el propio ministro señaló que muchas de estas iniciativas son difíciles de aplicar, por lo que la expectativa es reducir el déficit de 250.000 millones de BRL a menos de 100.000 millones, entre el 0,5% y el 1% del PIB. Otros ministros, como Simone Tebet (Planificación) y Geraldo Alckmin (Industria), declararon que se trataba únicamente de una primera medida y que existía un plan mucho más amplio de cara a una reforma fiscal integrada en un nuevo marco de política presupuestaria.

Economía

El ritmo de expansión de la actividad en el tercer trimestre dio muestras de ralentizarse tanto en el sector industrial como en el de servicios, algo que cabía esperar habida cuenta de la actual política monetaria restrictiva. También se observan consecuencias en los precios al consumo: la inflación bajó del 12,13% interanual de abril de 2022 al 5,79% interanual, más manejable, a finales de año. El mercado laboral sigue mejorando, tanto en las cifras de desempleo como en la recuperación de los salarios medios. Existe cierta preocupación por el crédito, ya que las tasas de impagos y la renta no disponible de los hogares siguen siendo relativamente elevados, probablemente debido a las tasas reducidas récord registradas el año pasado. Encontramos buenas noticias en las cuentas del sector exterior, que se mantienen saneadas pese a tanta inestabilidad internacional, y las cuentas internas del Estado también muestran cierta mejora respecto a 2021.

El debate actual se centra en lo que cabe esperar para los próximos cuatro años, con especial atención a los primeros movimientos del recién estrenado Gobierno. El mercado entiende que el actual marco presupuestario basado en un techo de deuda corregido por la inflación de los últimos 12 meses ha llegado a su fin. Bolsonaro no se iba a ceñir a este formato, y Lula aún menos. De modo que cabe preguntarse con qué se sustituirá. La mayoría de las ideas que se barajan describen un marco presupuestario en el que el techo de la deuda no está vinculado a la inflación, sino al ratio deuda/PIB. La idea es que si el ratio deuda/PIB sube, el techo sube, y viceversa. En teoría podría tener sentido, pero el diablo está en los detalles y el nuevo Gobierno aún está lejos de proporcionar información concreta.

Disturbios en Brasilia

Uno de los acontecimientos clave de enero fue el asalto al palacio presidencial, el Congreso y el Tribunal Supremo por parte de partidarios del expresidente Jair Bolsonaro pocos días después de la investidura. La policía que debía vigilar estos edificios hizo poco o nada por detener a los manifestantes, y ahora se ha abierto una investigación para determinar si las fuerzas civiles y militares simpatizantes de Bolsonaro recibieron instrucciones de sus superiores o las dieron a sus subordinados para dejar pasar a la multitud. Asimismo se está investigando a Bolsonaro por la posibilidad de que haya incitado el movimiento que organizó el ataque a través de redes sociales. Aquel domingo terminó con más de mil personas detenidas y los edificios retomados por la actual administración. Las reacciones del mercado fueron moderadas ante este suceso, probablemente porque ocurrió en fin de semana, cuando no hay gente en los edificios, y los manifestantes los retuvieron solo unas horas, por lo que no perjudicaron a la administración. No obstante, el suceso subraya las profundas divisiones que siguen existiendo en Brasil y hasta dónde puede llegar la situación.

El escándalo contable de Lojas Americanas

Lojas Americanas, una de las principales cadenas minoristas de Brasil, emitió el 11 de enero un comunicado en el que afirmaba haber encontrado en su balance «discrepancias contables» por importe de 20.000 millones de reales (unos 4.000 millones de USD). Sergio Rial, consejero delegado de la empresa, hizo el anuncio y dimitió inmediatamente, tan solo nueve días después de asumir el cargo. Las acciones de la empresa cayeron más de un 80% y el valor de su deuda se ha reducido a 20 céntimos. Existe un gran debate sobre si se trató de un error técnico o de un fraude sin más, ya que las discrepancias redujeron la deuda de la empresa e inflaron sus beneficios, permitiéndole endeudarse a tipos mucho menores y con cláusulas menos exigentes.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 13,75%. dif.: 950 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 7,50%; dif.: 325 pb)

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

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 11

MÉXICO

Se aprecian señales alentadoras en la evolución de la inflación, con Banxico siguiendo la estela de la Fed

Banco central

Tal como se esperaba tras la decisión de la Fed en su reunión de diciembre, el Banco Central de México (Banxico) elevó su tipo de política monetaria en 50 pb, hasta el 10,50%. La Junta de Gobierno ha mantenido un sesgo restrictivo, subrayando una vez más que su proceso de toma de decisiones depende de la evolución de los datos. El hecho es que la inflación general se está moderando ligeramente, pero la inflación subyacente no da muestras claras de desaceleración y ahora supera a la tasa general en términos anualizados.

La expectativa es que Banxico, al igual que la Fed, se adentre en una fase de subidas de tipos más limitadas. En su última declaración la institución afirmó que seguramente se subirá el tipo en la próxima reunión (9 de febrero), pero que también evaluará la necesidad de proseguir con las subidas en adelante. La última decisión de política monetaria estuvo dividida, ya que un miembro de la Junta votó a favor de un aumento de solo 25 pb.

Inflación y actividad

En datos interanuales, la inflación general se redujo hasta el 7,82% en diciembre, ligeramente por debajo de la tasa de noviembre (7,80%), pero aún bien lejos del máximo del 8,70% que marcó en agosto y septiembre. La inflación subyacente bajó hasta el 8,35% desde el 8,51% de noviembre, el primer descenso de los últimos veinte meses. La previsión de inflación a largo plazo de Banxico (de cinco a ocho años) se mantiene en el 3,70%; si bien en su última reunión elevó el nivel estimado para los próximos tres trimestres, sigue sosteniendo que la inflación convergerá hacia el 3% en 2024. En cuanto a la inflación subyacente, la institución subió las estimaciones para los próximos seis trimestres, y se espera que cierre este año en el 4,3% interanual.

Las perspectivas de crecimiento se han mantenido inalteradas en los últimos meses, con un crecimiento del PIB del 2,9% en 2022, tras una recuperación más notable de lo esperado, y un descenso hasta el 1,1% para 2023, que la nueva estimación del Banco Mundial sitúa por debajo del 1%.

Política

Destacan los planes del Gobierno federal de presentar una iniciativa para reformar la autoridad electoral e intentar reducir su presupuesto, algo que ya se planteó en el paquete económico para 2023 que se presentó al Congreso en diciembre y que se aprobó con muchas reservas en el Senado. La nueva iniciativa implica despedir empleados especializados en materia electoral y la destitución anticipada del presidente del Instituto Nacional Electoral (INE). Un punto clave de la reforma modificaría la estructura de gobierno del INE, con planes de sustituir la Junta General Ejecutiva (JGE), que establece las orientaciones presupuestarias y los criterios de organización electoral, por una Comisión Administrativa con cinco consejeros.

La otra noticia clave es que los desacuerdos sobre cuestiones comerciales en el Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá no se resolvieron cuando Trudeau y Biden visitaron México con motivo de la Cumbre de la Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños. Si bien ahora hay mayor afinidad política entre los presidentes de México y EE.UU. que cuando Trump era presidente, no cabe descartar una nueva disputa con México por prácticas anticompetitivas tras la aprobación de medidas para revertir la reforma energética de 2013. El Gobierno mexicano parece llevar las de perder y podría tener que afrontar aumentos de aranceles o el pago de indemnizaciones a las empresas afectadas. En la Cumbre se confirmó que México y Canadá habían ganado el litigio contra Estados Unidos sobre las normas de origen del sector del automóvil, lo que supone una gran noticia para la exportación de automóviles en la región.

Mercados financieros

Renta variable. Seguimos identificando valoraciones atractivas en comparación con el pasado y empresas que brindan oportunidades de crecimiento y cuyas acciones cotizan con descuentos. Nos posicionamos con un sesgo hacia las empresas de mediana capitalización bursátil. Nuestro objetivo a 12 meses para el Mexbol es de 59.000 puntos.

Renta fija y tipos de cambio. Hemos asistido a una importante compresión de los diferenciales en el caso de la deuda denominada en pesos, que se sitúan en 450 puntos básicos después de que los compradores extranjeros expresaran más interés por ella. Los diferenciales de la deuda en dólares se ampliaron ligeramente, sin dejar de rondar los 200 puntos básicos.

El peso, que cerró el año pasado entre las divisas más fuertes, siguió apreciándose a principios de 2023 hasta casi tocar las 18,80 unidades por dólar. Nuestra previsión es que su evolución no será tan favorable durante el resto del año.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR-NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 10,25%; dif.: 600 pb)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL (rend. obj.: 6,15%; dif.: 190 pb)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 20)

Mexico MSCI Index price-to-earning

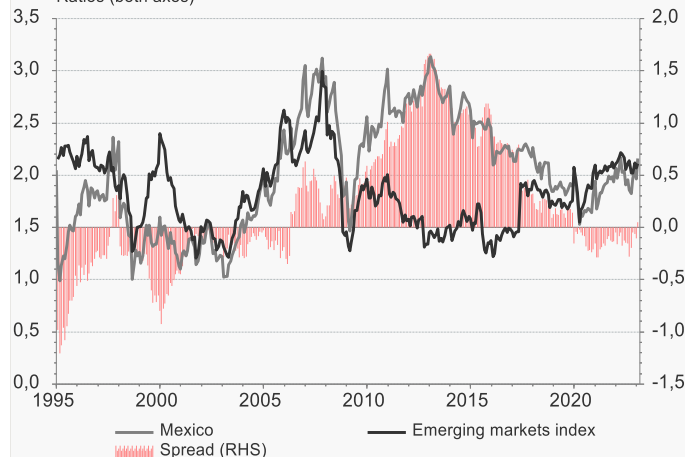
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

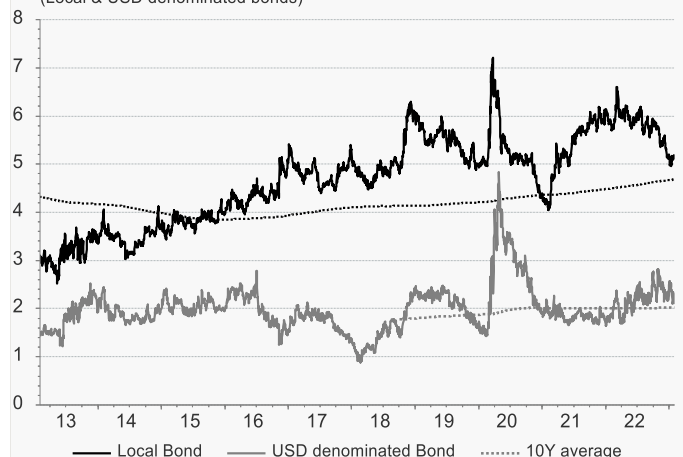
Ratios (both axes)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 12

ARGENTINA

Los factores que explican el reciente repunte de los activos argentinos y qué cabe esperar en adelante

Política: el factor clave para 2023

La reciente recuperación de los activos argentinos se apoya, a nuestro juicio, en tres factores principales: i) la proximidad de las elecciones, que es probable que gane la oposición, más favorable al mercado; ii) unos niveles de valoración muy deprimidos; iii) la impresión de que el Gobierno evitó un escenario que implicaba un drástico deterioro de las variables económicas. A continuación trataremos en profundidad cada uno de ellos.

El principal factor que explica la reciente mejora es la situación política. La hipótesis de base actual es que de las elecciones de 2023 saldrá un Gobierno más favorable al sector privado. Además, la vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner ha afirmado que no se presentará. Si bien no debemos tomar esta declaración al pie de la letra, aumenta las posibilidades de que un Gobierno más moderado se alce victorioso, incluso en el improbable caso de que la coalición en el poder consiguiera ser reelegida.

Una gran parte de la mejora en los activos se explica también por el bajo nivel de partida de las valoraciones. Los bonos, que cotizaban a un 20% de su valor nominal, lo hacen ahora entre el 29% y 33%, con rendimientos cercanos al 20%-22% para los bonos a más largo plazo y al 30% para los vencimientos más cortos. Se trata de un aumento significativo, pero atípico. Si nos fijamos en la renta variable, los ADR bancarios (GGAL, BMA y BBAR) subieron un 57%-73% en el último mes, pero siguen cotizando un 60%-70% por debajo del valor previo a las elecciones primarias de agosto de 2019, mientras que la estatal YPF subió un 46% y se sitúa un 34% por debajo de su nivel de 2019.

Por último, el ministro Massa no será un estadista de primer nivel, pero está claro que existe la sensación de que se ha evitado lo peor con algunas medidas sencillas. Esto no significa que se hayan introducido cambios drásticos en la política económica. El cambio de tendencia se explica mejor por el hecho de que se reconoce explícitamente la gravedad de los problemas económicos de Argentina y se han tomado algunas decisiones para intentar revertir la situación.

Este repunte de los activos podría continuar si hubiera señales más claras desde la oposición o factores externos que ayudasen aún más a Argentina, nada de lo cual parece estar ocurriendo en estos momentos. Los precios agrícolas ayudaron a Argentina en el último año, pero la actual sequía, grave considerando patrones históricos, está destruyendo la producción. Eso afectará a las exportaciones y, en consecuencia, a la acumulación de reservas de moneda extranjera, lo que intensificará las presiones tendentes a la devaluación de la moneda. Según la Cámara de Comercio de Rosario, la producción de soja caerá al menos un 25%, de 49 a 37 millones de toneladas métricas, la peor cosecha de los últimos quince años, pero los pronósticos del tiempo no son alentadores y podría convertirse en la peor cosecha de la historia.

Deuda en ARS: pura procrastinación

En el primer trimestre de 2013 el Gobierno canjeó el 67% de los títulos elegibles (2,9 billones de ARS de los 4,3 billones totales), mientras que el sector privado tan solo canjeó el 35% (750.000 millones de ARS de los 2,2 billones posibles). Si bien esto dio un respiro al Gobierno, los riesgos de refinanciación siguen siendo elevados, ya que el 64% de la deuda en pesos vence en menos de un año y el 85% de ella está indexada a la inflación (en torno al 18% del PIB) o al tipo de cambio (algunos títulos ofrecen además al inversor la rentabilidad que sea más alta, es decir, la indexada a la inflación o al tipo de cambio). En el segundo y tercer trimestres de 2023 el Gobierno afrontará vencimientos por valor de más de 11 billones de ARS más la indexación a la inflación, con un sector privado que muestra poco interés por renovar la inversión y mantener la exposición. Se trata de un gran problema no solo para el Gobierno actual, tan propenso a procrastinar, sino también para el próximo, que tendrá que dar con una solución sostenible.

Inflación: la tasa más elevada en 32 años

En datos mensuales, el IPC de diciembre aumentó hasta el 5,1%, ligeramente por encima de la tasa de noviembre (+4,9%) pero por debajo de las expectativas del mercado (5,5%). 2022 cerró así con una inflación anual del 94,8% (50,9% en 2021), la más elevada desde 1991, el último año del episodio de hiperinflación que comenzara a finales de la década de 1980 en Argentina.

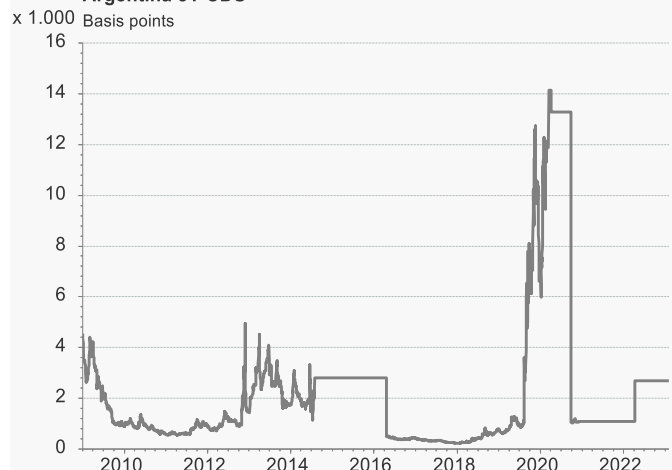
En un desglose del IPC por componentes, la inflación subyacente ascendió al 5,3% en el mes (alimentos y bebidas crecieron el 4,7%, cuando en noviembre lo hicieron el 3,5%), ligeramente por encima de la cifra general. Los precios regulados subieron un 5,1% en el mes, mientras que los afectados por factores estacionales lo hicieron el 4,6%, por debajo de los meses anteriores. Sin un programa de estabilización de precios no se están abordando las causas subyacentes de la inflación, por lo que las presiones inflacionistas seguirán siendo elevadas y podrían ir a más debido a la expansión desenfrenada de los agregados monetarios. Según la encuesta del Banco Central de la República Argentina, la mediana de inflación prevista por los participantes del mercado para este año es del 98,4%.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

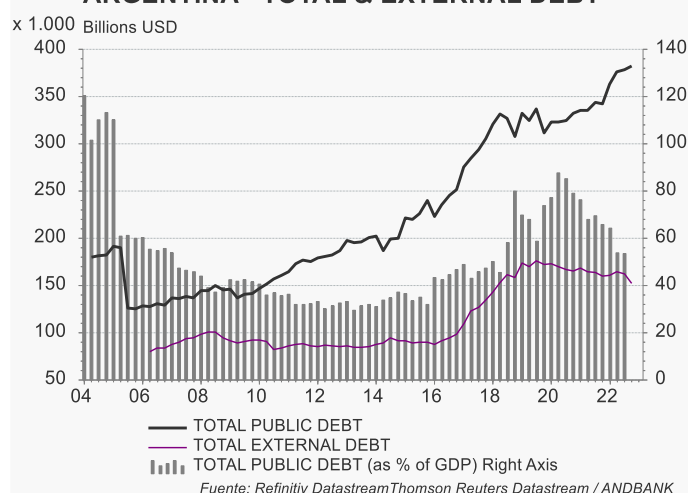
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2023: 370)

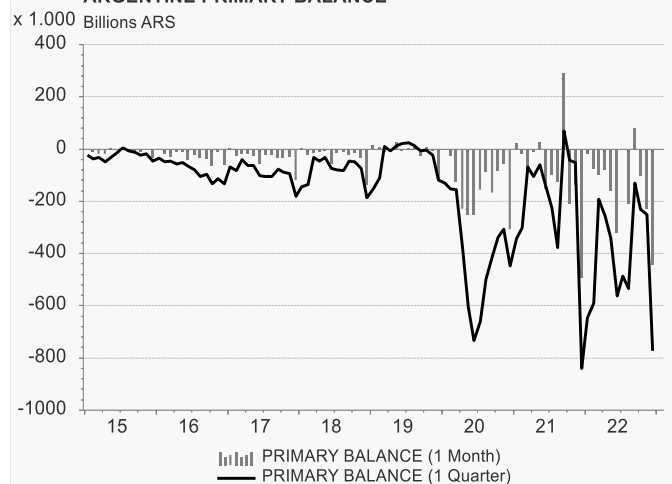
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE



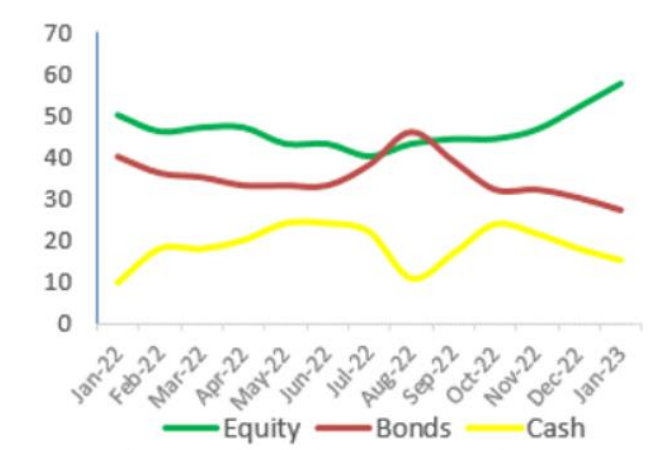
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Final EPS 2022	Projected EPS 2023	Projected EPS Growth 2023	E [PE] Itm At year end	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommend ed Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	225,0	220,0	-2,2%	14,50	4.180	3.190	-23,7%	UW-MW	4.147
Europe - Stoxx Europe 600	32,0	32,5	1,6%	12,00	457	390	-14,7%	MW	468
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	31,0	6,9%	12,00	454	372	-18,1%	MW	446
Spain IBEX 35	745,0	735,0	-1,3%	11,00	9.200	8.085	-12,1%	OW-MW	8.894
Mexico IPC GRAL	3.780	4.200	11,1%	14,00	53.875	58.800	9,1%	OW-MW	64.680
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	0,0%	6,00	110.163	106.896	-3,0%	MW	117.586
Japan NIKKEI 225	1.845	1.830	-0,8%	15,50	27.509	28.365	3,1%	OW	31.202
China SSE Comp.	275,0	315,0	14,5%	9,50	3.263	2.993	-8,3%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	101,0	132,0	30,7%	15,00	2.163	1.980	-8,5%	UW	2.178
India SENSEX	2.680	3.151	17,6%	22,00	60.842	69.322	13,9%	OW	76.254
Vietnam VN Index	100,0	120,0	20,0%	10,00	1.077	1.200	11,4%	OW	1.320
MSCI EM ASIA	40,0	42,0	5,0%	14,00	567	588	3,6%	OW	647

ANDBANK ESTIMATES

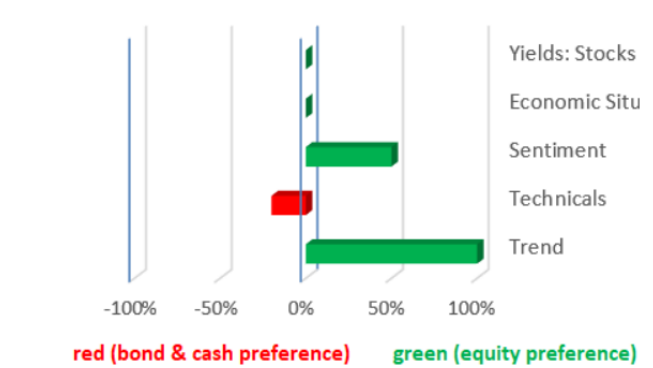
Ned Davis: 13 indicadores para ayudar a decidir si invertir en renta variable o renta fija, así como para orientar la exposición sectorial y geográfica.

Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	61%	61,5%
Europe ex. U.K.	14%	12%
Emerging Markets	11%	11,2%
Japan	5%	5,4%
U.K.	4%	3,8%
Canada	3%	3,1%
Pacific ex. Japan	2%	3%
Materials	4%	2,6%
Energy	5%	4,2%
Health Care	17%	14%
Financials	9%	10,7%
Real Estate	2%	2,7%
Utilities	3%	2,8%
Consumer Staples	7%	7,1%
Information Technology	27%	27,2%
Communication Services	10%	9%
Industrials	8%	7,9%
Consumer Discretionary	8%	11,8%

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)





MATERIAS PRIMAS

Página 14

ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 75-100 USD/barril

(Comprar por debajo de 75 USD; vender por encima de 100 USD.)

Factores a corto plazo

(Factor alcista para el precio) – «Los mercados energéticos podrían tensionarse más en 2023», afirmó en Davos Fatih Birol, director ejecutivo de la Agencia Internacional de la Energía (IEA). Birol afirmó en la reunión de Davos que los mercados globales de la energía podrían encontrarse en 2023 más tensionados de lo que muchos piensan, señalando que un repunte de la economía china podría intensificar la demanda y mencionando preocupaciones por los enormes retos que afronta la industria petrolera rusa ante las presiones internacionales. En concreto expresó preocupación por los suministros de diésel, que podrían verse afectados por los toques de precios a los combustibles rusos que entrarán en vigor el próximo mes.

(Factor alcista para el precio) – Los menores precios del petróleo están afectando a los presupuestos del Estado ruso, por lo que Moscú necesita tomar medidas que eleven el precio. Según FT, el presidente y funcionarios rusos pueden estar comenzando a inquietarse por el eventual impacto financiero del tope al precio del barril de 60 USD/barril recientemente impuesto por el G-7, destacando que «el presupuesto nacional estima una merma interanual de los ingresos petroleros del 23% en 2023». Otros analistas consideran que el porcentaje podría ser mayor. El precio del crudo de los Urales, que sirve de referencia al gobierno ruso para calcular diversos impuestos sobre la industria petrolera del país, ronda su mínimo desde octubre o noviembre de 2020. Si bien quedan importadores de crudo ruso con un fuerte poder de mercado (sobre todo en China e India), estos compradores están exigiendo descuentos cada vez mayores respecto al Brent (dando con ello la impresión de que no eran tan buenos socios o amigos como esperaba Moscú). Aunque es posible que Rusia aún pueda cubrir las pérdidas y seguir financiando la guerra de Ucrania con préstamos internos y recurriendo a su fondo patrimonial de 148.000 millones de USD, esta estrategia no es sostenible para Rusia, por lo que es muy probable que en algún momento Moscú tome medidas para elevar el precio de su barril de crudo en el extranjero.

(Factor alcista para el precio) – El proyecto de ley presentado por el Partido Republicano que limita la autoridad presidencial para ordenar disposiciones de la Reserva Estratégica de Petróleo podría supuestamente provocar más escasez de energía. La secretaria de Energía de EE.UU., Jennifer Granholm, se dirigió por escrito al comité de Energía y Comercio de la Cámara de Representantes advirtiendo del riesgo de que la nueva ley que limita la autoridad del presidente para liberar Reservas Estratégicas de Petróleo (SPR) pudiera traducirse en una mayor escasez de energía en tiempos de crisis y en precios más altos en las gasolineras. La promotora del proyecto de ley, Cathy McMorris Rodgers (R-WA), respondió que «el actual Departamento de Energía ha gestionado mal las SPR y carece de un plan eficaz para reponer las reservas de las que se ha dispuesto».

(Factor alcista para el precio) – Rápida desaceleración de la producción de petróleo de esquistos en la Cuenca del Pérmico, según datos de la agencia estadounidense de la energía. Esa menor producción queda en parte compensada por señales de que ha mejorado la producción en el campo de Eagle Ford (el segundo del país en volumen de petróleo de esquistos después del Pérmico), que se incrementó ligeramente a razón de una media de unos 17.000 bpd al mes en el segundo semestre de 2022 y que rondará los 1,2 millones de bpd (el mayor volumen producido desde abril de 2020). Parte de la leve mejora en Eagle Ford proviene de una propiedad más fragmentada, ya que las empresas de capital privado se han mostrado recientemente más dispuestas a instalar nuevas plataformas que las cotizadas en bolsa.

(Factor alcista para el precio) – Al-Ghais, de la OPEP, sostuvo que era prematuro especular con la necesidad de que la OPEP+ tuviera que tomar medidas para reemplazar la falta de barriles rusos del mercado. Esto significa, en el fondo, que la OPEP+ no tiene intención de abandonar el pacto por el que sus miembros restringen la producción y el suministro.

(Factor alcista para el precio) – Fin del auge del petróleo de esquisto. En un extenso artículo, FT repasa la revolución del petróleo de esquisto en EE.UU. (que mejoró la posición geopolítica de Estados Unidos) y argumenta que los altos costes, la escasez de mano de obra y la presión de Wall Street están poniendo fin a una era que transformó el mercado. El artículo sugiere que esta evolución podría tener consecuencias de amplio alcance, incluida la reafirmación de la posición de los productores tradicionales, como los miembros de la OPEP+. Esto implica de hecho un mayor grado de politización del crudo y el recurso a este activo como arma geopolítica. Dada esta nueva naturaleza del crudo y la mayor relevancia geopolítica de la OPEP+, esto significa una mayor volatilidad y, con ello, un precio estructuralmente mayor del petróleo en el futuro.

(Factor alcista para el precio) – Las compañías de perforación privadas detuvieron la producción en 11 plataformas durante los últimos tres meses de 2022, mientras que las perforadoras públicas agregaron 18 plataformas. La tendencia refleja que estas últimas están desplazando a las empresas privadas que dominaron el panorama en los últimos años. Las empresas privadas, que representaron la mayor parte de la expansión en perforación tras la pandemia, han comenzado a recortar la producción con la mirada puesta en una futura monetización.

(Factor alcista para el precio) – La demanda de petróleo china podría marcar un récord este año al alcanzar los 16 millones de bpd (casi un millón de barriles de petróleo diarios más que el año pasado). La reanudación del tráfico y la recuperación gradual de los vuelos son los factores que impulsan ese aumento.

(Factor neutral para el precio) – El Departamento del Tesoro estadounidense amplía la protección a los acreedores en relación con los activos de Citgo para permitir que la empresa continúe produciendo carburantes. En concreto anunció una ampliación de tres meses de las protecciones relacionadas con los activos de Citgo, de titularidad venezolana, de los que han tratado de apoderarse algunos tenedores de deuda venezolana incursa en incumplimiento. Hubo cierta incertidumbre sobre si el Tesoro volvería a ampliar estas protecciones después de que el gobierno de Biden retirase el apoyo al líder de la oposición venezolana, Guaidó. El objetivo es que los acreedores de Venezuela no puedan hacerse con los activos de Citgo y esta pueda seguir produciendo carburantes.

Factores a largo plazo

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

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

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



MATERIAS PRIMAS

Página 15

METALES PRECIOSOS – ORO

Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.800-2.200 USD/onza

(Comprar por debajo de 1.800 USD; vender por encima de 2.200 USD.)

Factores positivos para el oro

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

El oro está barato respecto al paladio. La ratio oro/paladio subió a 1,03, aún muy por debajo de su media de 20 años de 1,84x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio.

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

Factores negativos para el oro

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

El oro está caro respecto a la plata. La ratio Oro/Plata se redujo a 82,7x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,41 veces, lo que indicaría que el oro aún está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.600 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, que se elevó a 23,7x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,6 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a medio plazo para el petróleo WTI de 87,5 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.627 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,2853 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 1.496 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.103 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.417 USD/onza.

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

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

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

- Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO). El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente (de -4,6% del PIB en el primer trimestre de 2022 a -3,9% en el segundo), provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (lo que ha contenido el precio del oro). Con una visión a más largo plazo, no prevemos un salto importante en el saldo por cuenta corriente que pudiera impulsar drásticamente al USD, provocando una fuerte depreciación del oro. Más bien, el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente podría permanecer estable alrededor del 2%-3% del PIB, dependiendo de la intensidad de la recesión estadounidense, y mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que pudiera poner fin al mercado alcista del oro. Sin embargo, una Fed más decidida en su estrategia de ajuste cuantitativo podría provocar cierta escasez de dólares, lo que perjudicaría mucho al precio del oro.

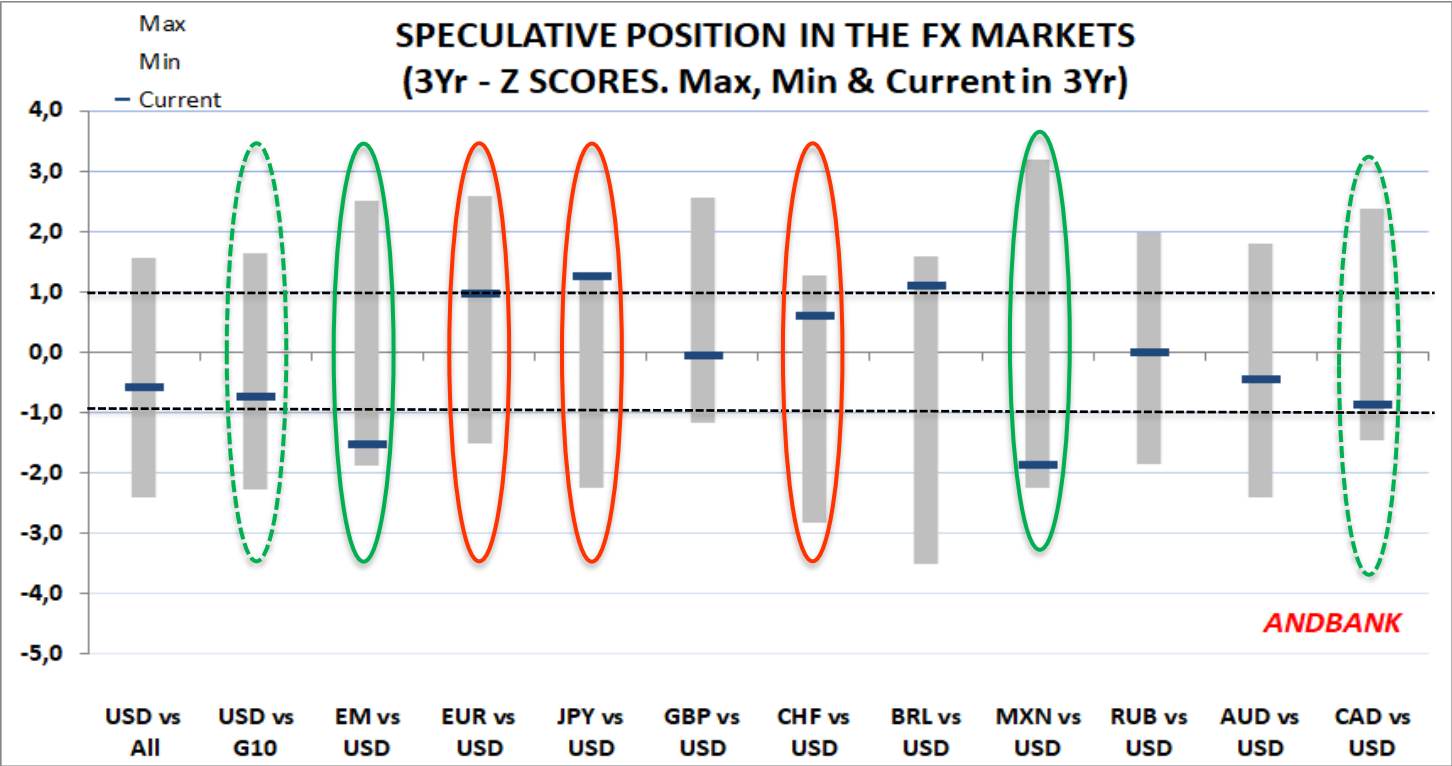
- Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO). Incluso si los tipos nominales subiesen, la única forma en que los países de la OCDE podrían experimentar un aumento en los tipos de interés reales sería por el colapso de la tasa de inflación. Pero, ¿de qué manera ocurriría esto? Un resultado tan deflacionario podría desencadenarse por un colapso permanente de los precios de la energía, de los precios inmobiliarios o incluso del renminbi. Hay pocas señales de que tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir un riesgo inmediato.

- Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO). Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía durante bastante tiempo. El precio del oro lleva un tiempo sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011. Fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese período. Si esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos perspectivas claras sobre Asia en su conjunto.

TIPOS DE CAMBIO
Análisis de flujos y valoración de 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	-7,72	1,36	32,1	-28,2	2,9	-0,58
USD vs G10	-8,58	1,69	32,7	-25,4	3,9	-0,72
EM	-0,85	0,33	3,9	-1,2	1,3	-1,51
EUR	18,28	-1,16	23,4	-8,6	8,7	0,97
JPY	-2,08	1,46	0,6	-15,0	-7,7	1,28
GBP	-1,84	-1,03	4,3	-6,5	-1,7	-0,05
CHF	-1,29	-0,73	0,2	-6,0	-2,3	0,60
BRL	0,44	0,30	0,7	-0,8	0,0	1,10
MXN	-1,30	0,03	3,3	-1,5	1,1	-1,86
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-2,34	0,14	6,1	-5,2	-1,0	-0,43
CAD	-2,30	-0,08	6,1	-5,0	0,1	-0,87

ANDBANK



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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Equity	USA - S&P 500	8,9%	4.180	3.190	-23,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	7,6%	457	390	-14,7%
	Euro Zone - Euro Stoxx	10,8%	454	372	-18,1%
	SPAIN - IBEX 35	11,8%	9.200	8.085	-12,1%
	MEXICO - MXSE IPC	11,2%	53.875	58.800	9,1%
	BRAZIL - BOVESPA	0,5%	110.272	106.896	-3,1%
	JAPAN - NIKKEI 225	5,4%	27.509	28.365	3,1%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	5,6%	3.263	2.993	-8,3%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	9,5%	2.163	1.980	-8,5%
	INDIA - SENSEX	0,0%	60.842	69.322	13,9%
	VIETNAM - VN Index	7,0%	1.077	1.200	11,4%
	MSCI EM ASIA (in USD)	10,4%	567	588	3,6%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	3,2%	3,52	4,25	-2,3%
	UK 10 year Gilt	5,2%	3,05	3,75	-2,5%
	German 10 year BUND	3,2%	2,19	2,50	-0,3%
	Japanese 10 year Govie	-0,6%	0,48	0,75	-1,7%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	4,3%	3,14	3,50	0,3%
	Italy - 10yr Gov bond	5,9%	4,00	4,50	0,0%
	Portugal - 10yr Gov bond	4,6%	3,01	3,50	-1,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	4,0%	2,59	3,00	-0,7%
	Greece - 10yr Gov bond	5,3%	3,96	5,00	-4,4%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,8%	72,83	100	2,5%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	3,0%	386,76	500	3,0%
	Credit USD IG - CDX IG	1,0%	67,20	100	4,5%
	Credit USD HY - CDX HY	3,2%	407,91	500	6,1%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,5%	10,56	11,75	1,0%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,2%	10,63	14,00	-16,3%
Fixed Income Asia (Local curncy)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	3,8%	6,51	6,50	6,6%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,1%	7,27	7,00	9,4%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	7,2%	6,00	8,00	-10,0%
	China - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	2,90	2,75	4,1%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,4%	3,75	5,25	-8,2%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,9%	2,35	3,50	-6,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,8%	2,88	4,00	-6,1%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	5,1%	3,05	4,50	-8,6%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,5%	1,12	2,50	-9,9%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	5,1%	8,49	9,25	2,4%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,8%	5,42	6,15	-0,4%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-1,0%	12,99	13,75	6,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,9%	5,94	7,50	-6,5%
Commodities	Oil (WTI)	-5,2%	76,1	87,50	15,1%
	GOLD	3,0%	1.879,1	1.900	1,1%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,4%	1,085	1,000	-7,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,1%	1,21	1,22	0,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,2%	0,90	0,82	-8,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	-0,1%	0,92	0,97	5,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,3%	1,00	0,97	-3,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	-0,5%	130,43	135,00	3,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,9%	141,52	135,00	-4,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	-3,0%	18,90	20,00	5,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,7%	20,47	20,00	-2,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	-3,4%	5,11	5,25	2,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-2,0%	5,54	5,25	-5,3%
	USDARS (price of 1 USD)	6,3%	187,93	370,00	96,9%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,7%	82,10	84,00	2,3%
	CNY (price of 1 USD)	-1,9%	6,77	7,50	10,8%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

AVISO LEGAL

Página 19

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.