

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK /  
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank – Marzo de 2023

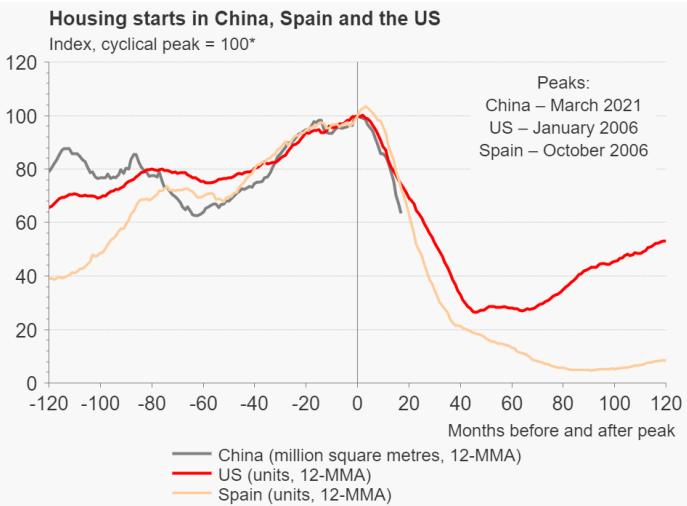
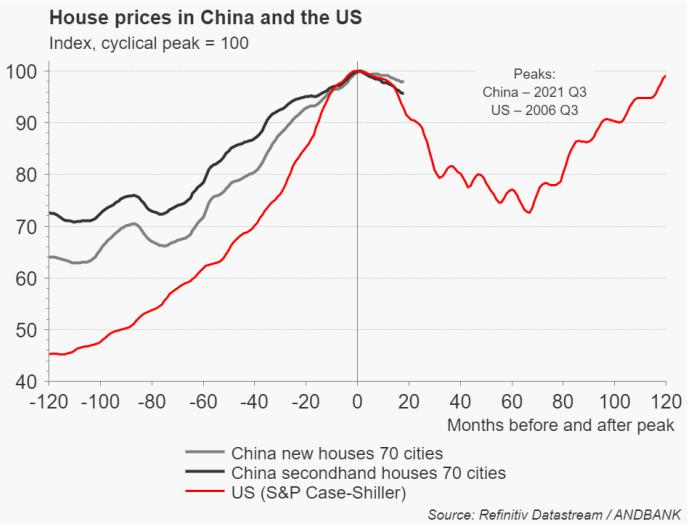


**Análisis  
corporativo**  
Marzo de 2023

**Alex Fusté**  
Economista Jefe Global  
+34 673 041 058  
[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

## RESUMEN EJECUTIVO

Sector Inmobiliario de China. Lejos de haber tocado suelo, no prevemos un despegue. Quizás suponga una fuerza deflacionista global en 2023. deflacionista



\*12-MMA peak for China



## RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	4.046	3.247	-19,7%	UW-MW	4.221
Europe - Stoxx Europe 600	465	390	-16,1%	UW-MW	468
Euro Zone - Euro Stoxx	463	372	-19,6%	UW-MW	446
Spain IBEX 35	9.476	8.898	-6,1%	MW-OW	9.788
Mexico IPC GRAL	54.182	58.800	8,5%	OW	64.680
Brazil BOVESPA	103.866	106.896	2,9%	MW	117.586
Japan NIKKEI 225	28.238	29.328	3,9%	OW	32.261
China SSE Comp.	3.322	2.993	-9,9%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	2.152	1.980	-8,0%	UW	2.178
India SENSEX	60.224	69.322	15,1%	OW	76.254
Vietnam VN Index	1.027	1.200	16,8%	OW	1.320
MSCI EM ASIA	535	588	10,0%	OW	647

ANDBANK ESTIMATES

## 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	0,4%	3,91	4,25	1,2%
Core countries	UK 10 year Gilt	-0,5%	3,80	3,75	4,2%
	German 10 year BUND	-0,2%	2,64	2,50	3,8%
	Japanese 10 year Govie	-0,7%	0,50	0,75	-1,5%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,5%	3,65	3,50	4,9%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	3,0%	4,43	4,50	3,8%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,3%	3,46	3,50	3,1%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,1%	3,14	3,00	4,3%
	Greece - 10yr Gov bond	2,7%	4,33	5,00	-1,0%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,9%	78,07	100	3,0%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	3,3%	395,60	500	3,7%
	Credit USD IG - CDX IG	1,3%	70,87	100	4,8%
	Credit USD HY - CDX HY	3,3%	432,62	500	7,3%

## 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)	-15,3%	11,26	11,75	7,3%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-2,8%	10,95	14,00	-13,5%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	6,91	6,25	12,2%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	0,5%	7,43	7,00	10,8%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,7%	6,50	7,50	-1,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,1%	2,89	3,00	2,0%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,5%	4,03	4,00	4,3%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	2,46	3,50	-5,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	3,30	4,25	-4,3%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,4%	3,66	4,50	-3,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,0%	1,19	2,25	-7,3%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,3%	9,26	9,25	9,3%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,7%	5,87	6,15	3,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-4,5%	13,57	13,75	12,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,1%	6,49	7,50	-1,6%

## MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
Commodities	Oil (WTI)	-2,2%	78,5	87,50	11,5%
	GOLD	1,4%	1.849,5	1.900	2,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,7%	1,063	1,000	-5,9%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,8%	1,20	1,22	1,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,1%	0,89	0,82	-7,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,1%	0,93	0,97	3,8%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,4%	0,99	0,97	-2,4%
	USDJPY (price of 1 USD)	3,7%	136,01	120,00	-11,8%
	EURJPY (price of 1 EUR)	3,1%	144,59	120,00	-17,0%
	USDMXN (price of 1 USD)	-7,7%	17,98	20,00	11,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-8,4%	19,08	20,00	4,8%
	USDBRL (price of 1 USD)	-1,7%	5,20	5,25	1,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-2,3%	5,53	5,25	-5,0%
	USDARS (price of 1 USD)	12,1%	198,07	370,00	86,8%
	USDINR (price of 1 USD)	-1,0%	81,92	84,00	2,5%
	CNY (price of 1 USD)	0,5%	6,93	7,50	8,2%



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

# EE.UU.

## Nuevos datos elevan el tipo de interés *terminal*, por lo que frenar la inflación puede llevar más de lo esperado

### Reserva Federal

La Reserva Federal volvió a subir los tipos de interés, esta vez con un aumento ampliamente esperado de 25 pb que llevó el tipo de referencia al rango objetivo de 4,5% a 4,75%. Jerome Powell, presidente de la Fed, si bien expresó satisfacción ante la reciente moderación en el crecimiento de los precios, añadió que los miembros del comité de política monetaria (FOMC) seguían sin estar convencidos de que la inflación hubiera enfildado una senda descendente sostenida. Más importante aún, dijo que les quedaba mucho por hacer y que el riesgo de pecar por defecto en la batalla contra la inflación seguía superando con mucho al de excederse. A los pocos días de esta decisión de la Fed se publicaron datos de empleo que superaron con creces las expectativas e implicaban un considerable aguante de la economía, de modo que las previsiones para el tipo de interés *terminal* comenzaron a elevarse. Una tendencia que se reforzó tras anunciararse los datos de los índices de precios al consumo (IPC) y del gasto de consumo personal (PCE) de enero. En la actualidad el mercado anticipa que el tipo *terminal* rondará el 5,50% (la mediana del «diagrama de puntos» de previsiones de tipos de la Fed fue en diciembre del 5,1%). Siendo así, cabría esperar una subida de 25 pb en las próximas dos reuniones (marzo y mayo) del FOMC y, probablemente, también en la de junio.

El presidente del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, James Bullard, y la presidenta del de Cleveland, Loretta Mester, se inclinaron por un alza de 50 pb en la última reunión. Mester afirmó que las últimas cifras de inflación aún no estaban donde se requería e indicaban que la Fed debía insistir en su tipo de política para asegurarse de que la inflación volviera a bajar. Por su parte, Bullard abogó por redoblar el esfuerzo en la batalla contra la inflación y afirmó que el mayor riesgo era que, en lugar de bajar, volviera a acelerarse. Conviene apuntar, con todo, que este año ninguno de los dos es miembro con voto en el seno del FOMC.

### Inflación

El índice de precios del gasto de consumo personal, que es la principal referencia de la Fed en el seguimiento de la inflación, ascendió en el mes al 5,4% interanual (desde el 5% interanual del mes anterior), elevándose 0,6 pp (cuando en el mes anterior lo hizo 0,1 pp). El IPC se situó en el 6,4% interanual (una leve mejora respecto al 6,5% interanual de diciembre), pero en el mes aumentó medio punto porcentual (cuando en el anterior lo hizo 0,1 pp). El IPC subyacente se elevó 0,4 pp, marcando un 5,6% interanual. El coste de alojamiento y vivienda (que supone más de un tercio del IPC) subió 0,7 pp (+7,9% interanual), lo que representa aproximadamente la mitad del aumento mensual. También el encarecimiento de energía (+2 pp en el mes, +8,7% interanual) y alimentación (+0,5 pp en el mes, +10,1% interanual) contribuyó significativamente. Según Powell, la Fed estaba notando progreso, sobre todo en los precios de los bienes, pero las subidas en el sector servicios todavía eran fuertes y llevaría no solo este año, sino también el próximo, bajar al 2%, la meta de inflación del banco central.

### Primeros efectos visibles de las decisiones de la Fed: Algunos datos de actividad apuntan a un severo deterioro económico

El dato del informe del mercado laboral del BLS de enero superó todas las expectativas: la economía estadounidense creó 517.000 puestos de trabajo, cuando los analistas esperaban 187.000, al tiempo que la tasa de desempleo se redujo al 3,4%, la cifra más baja desde 1969. El salario medio por hora también creció con fuerza (+0,3% en el mes, +4,4% interanual). Tras publicarse los datos Powell manifestó que no se esperaba tal fortaleza, lo que confirmaba que las cifras probablemente eran demasiado altas para el gusto de la Fed.

Los datos del mercado inmobiliario siguen mostrando que el ciclo de subida de tipos afecta al sector. El MBA Purchase Index (un informe semanal de solicitudes de hipotecas que sirve de predictor de la actividad en el sector de la vivienda) registró su menor nivel desde hacía 28 años (57,7% interanual). El tipo medio de los préstamos hipotecarios a tipo fijo a 30 años está ahora en 6,7%, su nivel más alto desde noviembre del año pasado. Las ventas de casas de segunda mano caen -0,7% m/m, acumulando una caída del 37% respecto al año pasado.

El parque de viviendas en venta se elevó considerablemente (+15,3% interanual), pero sigue en niveles bajos respecto al pasado. Por último, el precio medio de venta de las viviendas de segunda mano disminuyó un 2% en el mes (359.000 frente a 366.500 dólares), situándose un 13,2% por debajo del pico de junio (413.800 dólares). La evolución del indicador económico adelantado (LEI) del Conference Board también invita a la prudencia: cayó un 0,3% en enero, tras haberlo hecho el 0,8% en diciembre, encadenando su décimo mes de caídas mensuales consecutivas. El LEI se sitúa ahora un 6,3% por debajo del pico que alcanzó a finales de 2021.

### Mercados financieros

**Bonos del Tesoro y deuda corporativa.** Tras los datos publicados en las últimas semanas, el rendimiento del bono a 10 años volvió a rondar el nivel clave del 4%. Atendiendo a la curva, el diferencial de rendimiento entre los valores de deuda pública a 10 años y 3 meses comenzó a estrecharse a principios de febrero, de -130 pb a -90 pb en la actualidad. En las categorías tanto de grado de inversión (IG) como de alto rendimiento (HY) los diferenciales crediticios volvieron a ampliarse, pero aún están lejos de los objetivos establecidos.

**Renta variable.** Con más de 420 empresas del S&P 500 habiendo comunicado sus cifras del último trimestre de 2022, la sorpresa positiva en beneficios y ventas es del 2%, pero la caída trimestral en los resultados es del -1,92%, con ventas al 5%. La orientación general de las empresas continúa siendo de prudencia para el resto del año. 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-SOBREPODERAR (diferencial objetivo: 500 pb)

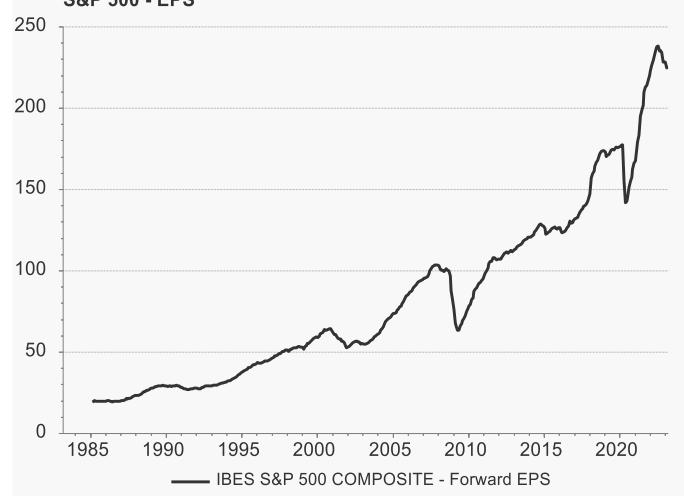
Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPODERAR

### US price-to-earning ratio

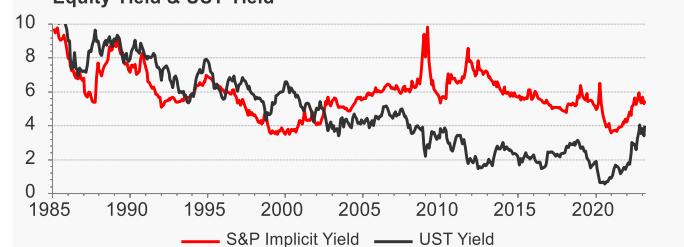
Trailing & Forward PE



### S&P 500 - EPS

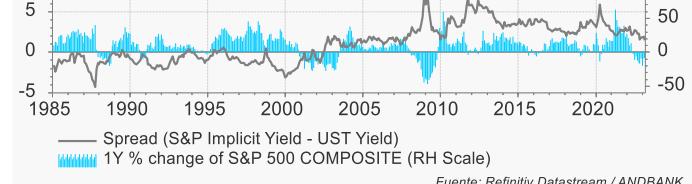


### Equity Yield & UST Yield



### Spread (S&P Implicit Yield - UST Yield)

1Y % change of S&P 500 COMPOSITE (RH Scale)





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

# EUROPA

## Las perspectivas de crecimiento estarán mejorando, pero la inflación está resultando un hueso duro de roer

### BCE: orientación inesperada para marzo (+50 pb), incertidumbre sobre mayo

Con la inflación subyacente aún en fase de aceleración, y sin ningún efecto discernible sobre el debilitamiento de la demanda, el BCE tendrá que intensificar de alguna manera su ciclo de endurecimiento monetario. Si el BCE quiere llevar la inflación al 2% en 12 meses, deberá congelar prácticamente la demanda en ese período. La única forma de conseguirlo es llevar a las empresas a un punto en el que deban luchar por su rentabilidad, y deban incurrir a un ciclo de despidos. La secuencia que debe lograr el BCE es la siguiente: Generar suficientes dudas en la sociedad con unas subidas de tipos de interés suficientes, provocar una caída en las ventas y deteriorar el ratio de ventas por trabajador, aumentando el coste laboral unitario y golpeando la rentabilidad empresarial. A ello, el empresario responderá despidiendo a una parte de la fuerza labora (como siempre ha hecho cuando tiene que defender su "profitability"). Es ahí en donde el gran objetivo de congelar la demanda se consigue, y con ello, el control de la inflación. Eso sí, a costa de una recesión, que parece cada vez más inevitable cuanto más persistente sea la inflación.

El BCE materializó en la reunión de febrero el alza de tipos prevista (+50 pb) y sorprendió al hacer explícita la intención de aplicar en marzo otra subida igual. Hasta ahora esperábamos que el tipo terminal rondara el 3,25%-3,5%, con una fecha de fin de las subidas en mayo, pero tras un intenso debate interno nos parece que serán necesarias subidas de tipos adicionales para llevar ese *terminal rate* más arriba. Consideramos abiertamente un tipo terminal superior al que el mercado ha estado anticipando, y no descartamos niveles para el *Deposit Rate* cercanos al 4%. Las empresas producen (y mantienen fuerte el mercado laboral) gracias a los backlogs (o pedidos pendientes), pero las nuevas órdenes estarían cayendo. Los ritmos en esas dos demandas (pasada y futura) nos hacen pensar que quizás en septiembre, el empresario alcanzaría ese punto de caída en ventas, en el que debe empezar a defender resultados, e iniciar despidos. En ese punto, la inflación (o al menos la expectativa) deberá empezar a mostrar signos evidentes de moderación, y quizás marquen el fin del ciclo de subidas.

### La inflación podría estar volviéndose más rígida a la baja

En Europa todavía no podemos decir, como dijo Powell en los EUA, que hayamos iniciado el proceso de desinflación. De hecho, aquí la inflación podría estar entrando en una fase más compleja. Si bien vemos moderación en algunos componentes (ocio, alojamiento), nos preocupa el carácter más amplio de la inflación, lo que aumenta la incertidumbre sobre las condiciones monetarias. Esto se puso de manifiesto en los datos de inflación de la última semana de febrero, donde el IPC armonizado de la zona euro se aceleró al 8,6% interanual, perdiendo el *momentum* bajista en los datos de alta frecuencia. El IPC subyacente sigue en fase de aceleración, y el crecimiento de los salarios ha repuntado, con el riesgo de tornarse más persistente. La inflación podría resultar más rígida en adelante si no se toman medidas pronto.

### Perspectivas de crecimiento

La sorpresa positiva viene del lado del crecimiento; en gran medida gracias a un clima benigno durante los meses de invierno, que proporcionó un escenario energético muy cómodo, permitiéndonos reducir el consumo de gas en un 19%. Esto nos permitió eludir el temido racionalismo energético y disfrutar de un considerable abaratamiento en los precios del gas, por haber mantenido las reservas en niveles muy elevados durante todo el invierno. Los datos de las encuestas PMI y de confianza de los consumidores reflejaron ese alivio por parte de los agentes, y un renovado optimismo, permitiendo que la economía europea haya cobrado un cierto impulso en enero y febrero, y apuntando incluso a un moderado crecimiento del PIB en el primer trimestre del año. Dicho esto, persisten dudas sobre la sostenibilidad de esta recuperación, por el continuado y previsible endurecimiento de las condiciones monetarias por parte del BCE (que ya se comen más del 7% del EBITDA de las compañías, vs el 5% hace apenas un año).

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

**Deuda pública.** Posponemos la posible pausa del BCE y esperamos que un tipo de depósito más alto que el consenso. En cuanto al rendimiento objetivo para el Bund, podría superar el 2,5% para descender hacia finales de año. Esto no significa que nos guste. Solo recomendaremos una compra en niveles de TIR superiores al 3%. Cualquier disminución en los rendimientos de los bonos de la zona del euro sería limitada. La inversión de la curva se mantendrá en 2023.

**Deuda corporativa.** Las estrategias de *carry* siguen operativas, pero los diferenciales van perdiendo atractivo. Buena parte de los argumentos que sustentan la deuda corporativa europea en 2023 siguen presentes. Los niveles de valoración se han mantenido bastante estables pero, aunque el volumen de vencimientos es superior al de 2022 (lo que implicaría una oferta neta superior a la del año pasado), el mayor coste del capital y previsibles dificultades para identificar proyectos rentables en un entorno recesivo muy probablemente desalentaría a invertir en un apalancamiento excesivo. Los programas de recompra del BCE, que se mantienen en gran medida, siguen siendo la mejor defensa frente a una ampliación extrema o inquietante de los diferenciales. En este contexto seguimos siendo optimistas sobre los valores de deuda de empresas europeas, sobreponderando el grado de inversión con vencimientos de 3 a 5 años. Desde una perspectiva sectorial preferimos el sector financiero, que está más saneado tras una década de intensa recapitalización regulatoria y se beneficia del entorno más atractivo de tipos de interés.

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

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-INFRAPODERAR

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-INFRAPODERAR

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPODERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

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

- Países periféricos: NEUTRAL (IT 4,5%; ES 3,5%; PT 3,5%; IR 3%); INFRAPODERAR (GR 5%)

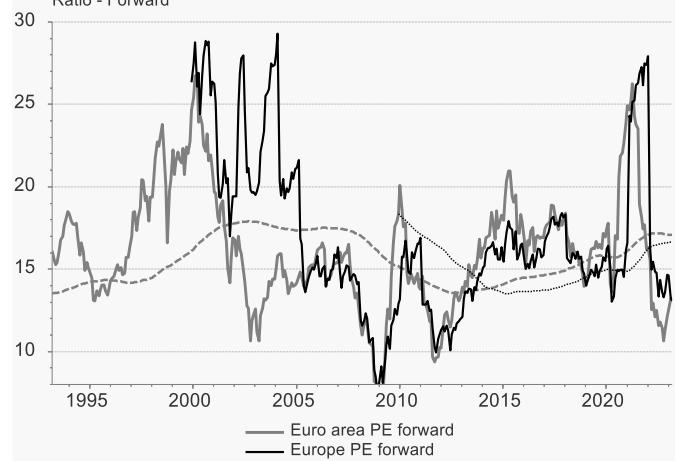
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (dif. objetivo: 100 pb)

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

Tipo de cambio (EUR/USD): a 1,00 o inferior, comprar EUR; a partir de 1,10, vender EUR.

### Euro area & EU price-to-earnings

Ratio - Forward



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

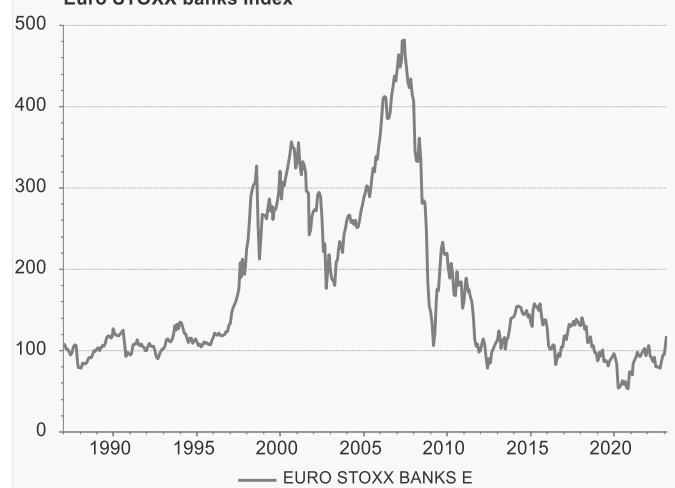
### STOXX 600 - EPS

1Y % Change



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### Euro STOXX banks Index



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 5

# CHINA

## La consideración de «no invertible» y algunas opciones para exponerse a China sin comprar activos chinos

### Algunos de los numerosos factores que previenen de invertir en China

Tras la reapertura y recuperación en curso de la economía china es difícil sostener la postura de que lo apropiado sería mantener nula exposición a China. Ahora bien, un inversor prudente no debe decidir en función de factores coyunturales ni apresurarse a exponerse a un mercado. De hecho, después de que Rusia invadió Ucrania hace un año, los inversores occidentales se vieron forzados a cancelar su exposición a activos rusos. Ahora la postura cada vez más beligerante y aparentemente inamovible de Pekín hacia Taiwán podría terminar persuadiendo a muchos consejos de administración de que en algún momento futuro China, al igual que Rusia, quizás debería considerarse una economía «no invertible». Sin embargo, esto puede llevar su tiempo ya que, a diferencia de Rusia, China es un país clave para la economía mundial. Aun así empiezan a observarse medidas políticas en las principales potencias mundiales que tienden cada vez más abiertamente a aislar China y que podrían acelerar todo el proceso de reacciones y de endurecimiento de posturas por ambas partes. Como botón de muestra, el NYT publicó este mes que los gobiernos de EE.UU., Japón y los Países Bajos se han propuesto el objetivo de reducir la inversión tecnológica en China, y el gobierno de Biden está elaborando normas que restringirían el flujo de dólares hacia China. Los detalles del posible decreto presidencial no se conocen, pero previsiblemente impondrán a las empresas estadounidenses la obligación de notificar al gobierno sus planes de inversión en ciertos países rivales (principalmente, en China), siendo probable, según fuentes cercanas al gobierno, que el decreto directamente prohíba las inversiones en algunas áreas sensibles como semiconductores avanzados, inteligencia artificial o computación cuántica. Huelga decir que a ningún director agrade abandonar una operación en marcha. Pero cuando las empresas estadounidenses tuvieron que dejar Rusia hace un año, la mayoría se retiró dejando apenas nada de valor allí. Incluso si las empresas estadounidenses no abandonasen por completo sus operaciones en China, muchos inversores ya lo hicieron al liquidar bonos y acciones chinos a lo largo de casi todo 2022. A los directores de inversión de un fondo de pensiones o una aseguradora que el verano pasado vendieran todas las acciones chinas les resultará difícil deshacer lo hecho y recomprar acciones que liquidaron seis meses antes casi a precios de saldo. Para su alivio, resulta que están encontrando formas de volver a exponerse al crecimiento chino sin tener que comprar directamente acciones o bonos chinos.

### Estrategias para participar del crecimiento chino sin exponerse a su mercado

Las empresas de lujo occidentales con fuertes ventas en China constituyen una forma clara de beneficiarse del progreso económico chino. El mejor ejemplo lo tenemos en LVMH. Y estamos seguros de que es una buena apuesta porque, de las 20 empresas más grandes del mundo por capitalización bursátil, tan solo una cotiza a nuevos máximos: LVMH.

**Materias primas.** Invertir en materias primas este año parece una forma bien sencilla de apostar por la reapertura de China. En anteriores expansiones chinas las materias primas fueron la clase de activo en la que a menudo tuvo sentido estar ya invertido, ya que el crecimiento chino es intensivo en recursos. En esta ocasión, desde la reapertura de China, el precio del mineral de hierro se ha disparado, al igual que el de la mayoría de los metales (en particular, el cobre). En el corto plazo, a medida que sus ciudadanos dejen atrás la pandemia y saquen pasaportes, el aumento en los viajes debería impulsar los precios de la energía. En un horizonte más largo, de 12 a 18 meses, parece sin embargo poco probable un repunte sostenido de la construcción, ya que los promotores inmobiliarios chinos estarán probablemente más pendientes de su supervivencia que de crecer a base de asumir deuda.

**Otros mercados emergentes.** Si el pasado sirve de guía, a medida que China se reaccelera otros mercados emergentes la acompañarán: Tailandia, un importante destino turístico, pero también fabricante de componentes para la industria auxiliar del automóvil; Indonesia y Malasia, exportadores de recursos naturales; Taiwán y Corea, por sus semiconductores, electrónica y máquinas-herramienta; Vietnam, por ser China el mayor importador de productos vietnamitas (por valor de 55.900 millones de USD, 37 veces la cifra de 2002), representando los productos elaborados y manufacturados el 77,6% del valor total de las exportaciones de Vietnam a China.

**Destinos de flujos de capital chinos.** En el pasado, cuando China despegaba, lo hacían también los mercados inmobiliarios de Vancouver, Sydney o incluso Londres. Ahora, la confiscación de activos rusos disuadirá a los chinos ricos de colocar su riqueza en países occidentales. Esto apunta en la dirección de Hong Kong, Singapur, Dubái o Emiratos Árabes Unidos.

**Japón.** En un ciclo económico típico Japón suele ser un gran beneficiario de las recuperaciones chinas. Primero, porque los turistas chinos lo adoran por su limpieza, seguridad, gastronomía y el hecho de que no implica un desfase horario. Segundo, porque Japón fabrica muchos de los bienes que China necesita. En el ciclo actual el impacto de China en la economía japonesa podría amplificarse al cotizar todavía el yen en mínimos de 20 años frente al renminbi.

**Exportadores europeos.** El impacto de la reapertura china en los exportadores europeos podría amplificarse por el hecho de que, tras el cierre de Huawei, la mayoría de los productores chinos están decididos a «desamericanizar» sus cadenas de suministro. En un mundo con crecientes conflictos geopolíticos entre China y EE.UU., las empresas europeas podrían ganar cuotas de mercado que antes tenían grandes exportadores estadounidenses.

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

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR

Renta variable (Shenzhen): INFRAPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 3%)

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

### CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE LTM



### China - 10Y Government Bond Real Yield

Per cent



### USDCNY exchange rate

Spot rate





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 6

### JAPÓN

#### Aún es la excepción por sus políticas monetaria y fiscal acomodaticias. Somos optimistas sobre sus activos.

**Política monetaria:** El BoJ quiere aniquilar cualquier traba a su política expansiva, en particular la venta en corto de bonos. Se espera cierta moderación en la actual configuración de su política ultra relajada, bien que no para antes de fin de año.

El Banco de Japón anunció que modificaría su programa de cesión en préstamo de valores de deuda, elevando la comisión sobre las tres últimas emisiones de JGB a 10 años, algo que se interpreta como una medida para encarecer la venta en corto ante las arraigadas expectativas del mercado de una normalización de la política monetaria. La comisión se ha fijado a un tipo de referencia del 1%, frente al 0,25% anterior, que se suprimirá atendiendo a cada caso individual en función de las condiciones del mercado.

Según la encuesta de Nikkei, los 20 analistas del BoJ esperan algún tipo de moderación de la política ultra laxa para final de año, en pleno cambio de gobernador, con predicciones también unánimes de modificación de las medidas de control de la curva de rendimientos (YCC), bien que difiriendo sobre el momento en que se tomarían. Respecto al calendario de finalización de YCC, diez apuntaron a este año y cuatro al próximo. En particular, la mayoría estima que la política de tipos de interés negativos (NIRP) finalizará más tarde que la de YCC: 14 piensan que los tipos negativos no desaparecerán antes de 2024, mientras que otros cuatro apuestan a que lo harán en algún momento de este año.

**Política fiscal:** Kishida se compromete a aumentar el presupuesto para el cuidado de hijos al 4% del PIB

Sin embargo, dada la celebración de numerosas elecciones locales en todo el país en abril, el gobierno renegó rápidamente de la promesa del primer ministro Fumio Kishida de duplicar el presupuesto desde el actual 2% del PIB tras suscitarse el temor del público a que el gobierno pudiera acometer fuertes subidas de impuestos. El secretario del gabinete, Hirokazu Matsuno, declaró en conferencia de prensa que no se había establecido un objetivo numérico específico.

**Inflación:** los principales sindicatos del automóvil piden fuertes subidas salariales

El coste de los factores (medido por el IPP) se encareció para las empresas en enero un 9,5% interanual, frente al 9,7% que esperaba el consenso y el dato revisado de diciembre del 10,5%. El sindicato de Toyota afirmó, sin detallar importes, que se proponía negociar el mayor aumento salarial de los últimos 20 años para el trabajador medio; el sindicato de Honda, por su parte, está demandando el mayor alza en 30 años y, el de Nissan, el mayor desde 2005.

El gobierno adoptó formalmente una política que permitirá que los reactores nucleares sigan operativos tras haber superado los 60 años en funcionamiento, el límite actual. La política oficial de «transformación verde» prevé un amplio uso de la energía nuclear junto a las renovables. El plan también incluye unos 20 billones de yenes (152.000 millones de USD) en forma de emisión de bonos de transformación verde para impulsar la inversión en proyectos de descarbonización, estimándose que se requerirá una inversión pública y privada superior a 150 billones de yenes durante los próximos 10 años.

**Sector empresarial**

Los resultados empresariales del ejercicio fiscal de 2022 apuntan a un menor crecimiento. La compilación de orientaciones proporcionadas por empresas y de estimaciones de analistas para el ejercicio 2022 (que se cierra en marzo de 2023) realizada por Nikkei para las 1.100 empresas integrantes del mercado principal del TSE refleja un crecimiento agregado del beneficio neto del 2%, lo que implica un recorte respecto al crecimiento del 5% previsto en diciembre. Esto puede atribuirse a un entorno de desaceleración del crecimiento económico mundial, reflejado en una menor demanda de móviles y ordenadores, y a incrementos sostenidos del coste de materias primas. La debilidad responde sobre todo a la esperada caída del 7% del sector industrial, en el que alrededor del 30% de las empresas revisaron a la baja sus resultados, la mayor proporción desde 2012, que abarcó el período del tsunami de 2011.

**Macroeconomía y flujos:** repunte del PIB en el 1T23 tras la decepción del 4T22

Según la encuesta de Nikkei, el consenso de analistas espera que el PIB del primer trimestre crezca un 1,6% anualizado respecto al trimestre anterior, en que lo hizo menos de lo esperado (0,6%). El crecimiento, que se apoyará en la demanda interna, quedará en parte contrarrestado por el menor crecimiento externo. El crecimiento trimestral previsiblemente rondará el 1,5% a lo largo del año. La dinámica de recuperación post-pandémica, ligada a la liberación de demanda reprimida, todavía se cita como principal tema subyacente, junto a la reactivación de servicios de consumo asociada a la entrada de turistas.

**Economía productiva.** Datos de exportaciones (enero): +3,5% interanual (diciembre: +11,5%); importaciones: +17,8% interanual (mes anterior: +20,7%). Pedidos de maquinaria (diciembre): +1,6% (mes anterior: -8,3%); pedidos de maquinaria (previsión para el primer trimestre): +4,3%. Índice de actividad del sector terciario: -0,4% (mes anterior: +0,1%).

**Operaciones internacionales en valores japoneses.** En la semana terminada el 11 de febrero los inversores nacionales fueron vendedores netos de acciones extranjeras por importe de 836.700 millones de yenes y compradores netos de deuda extranjera a largo plazo por 716.500 millones de yenes. Por su parte, los inversores no residentes fueron compradores netos de acciones japonesas por importe de 105.100 millones de yenes y vendedores netos de deuda japonesa a largo plazo por importe de 59.300 millones de yenes.

**Geopolítica:** EE.UU., Japón y Holanda limitan las exportaciones de chips a China

Terushi Shimizu, CEO de Sony, manifestó que su división de semiconductores probablemente resultaría poco afectada por las restricciones de EE.UU., Japón y Países Bajos a la exportación de semiconductores a China: perderían ventas por mil millones de yenes (7,47 millones USD), menos del 1% de los ingresos totales de la unidad. Shimizu añadió que las nuevas restricciones apenas afectarían al negocio, ya que la división no suele fabricar los chips más avanzados.

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

Renta variable (N225): SOBREPONERAR

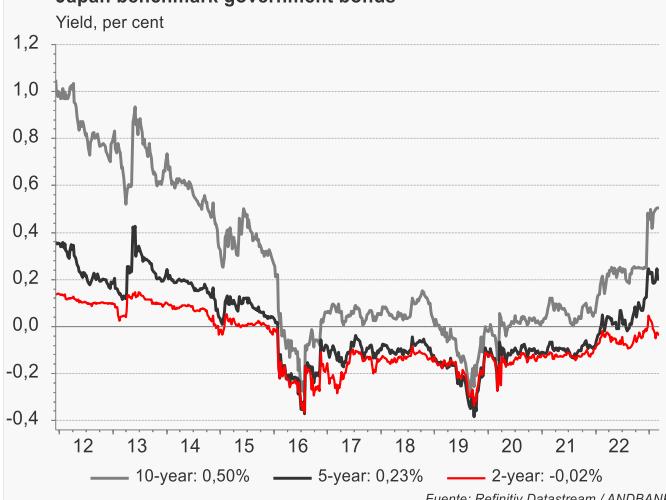
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 0,75%)

Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONERAR (objetivo a medio plazo: 120)

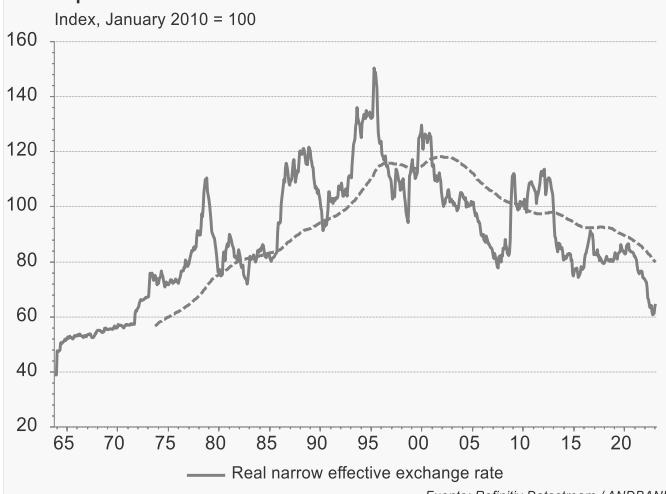
Japan Nikkei 225 price / earnings



Japan benchmark government bonds



Japan real narrow EER





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

### INDIA

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

##### Tendencias estructurales 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 reubicán 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. 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, antes de trasladar su capital a la India, a ver muestras de recuperación sostenida, 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 retrasaría 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 lastroando 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

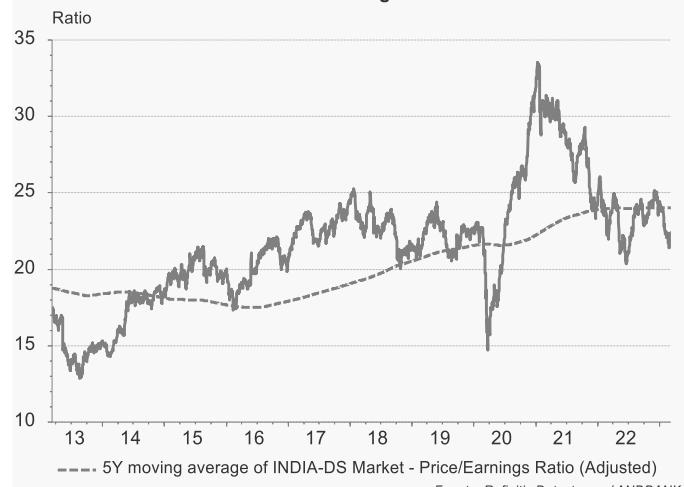
Renta variable (SENSEX): SOBREPONERAR

Deuda soberana: SOBREPONERAR (rendimiento objetivo: 7%)

Deuda corporativa: SOBREPONERAR

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

India Datastream index Price Earnings Ratio



India benchmark government bonds



India broad effective exchange rates





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 8

# VIETNAM

## Los índices siguen cayendo por la incertidumbre sobre la deuda de NVL y el colapso de las primas FOL

### VNI perdió otro 7% en febrero por la presión vendedora de inversores extranjeros

Los inversores extranjeros vendieron agresivamente acciones de gran capitalización bursátil, lo que ensombreció por completo el panorama. También los inversores minoristas decidieron salir y liquidar posiciones. El incumplimiento de varios promotores inmobiliarios, más en particular el de Novaland (NVL), es el riesgo clave en estos momentos y todos buscan reducir exposición a las acciones antes de que la situación progrese. Vimos tímidos intentos por el lado comprador al caer los precios, pero el volumen de negociación diario sigue siendo bajo, de 448,9 millones de USD al cierre del mes (un 17,4% por debajo del volumen medio del mes anterior). Pero el lado comprador es bastante débil, sin volúmenes de compra apreciables ni siquiera a precios bajos, lo que nos preocupa un poco y nos impide emitir en este momento una recomendación de compra, dado que el incumplimiento de NVL podría traer cola. Los inversores extranjeros siguen deprimiendo la cotización de las acciones vietnamitas, con ventas netas en febrero por importe de 27,7 millones de USD al día (destacando Diamond ETF, con ventas netas de casi 7,1 millones de USD). Algunos fondos deben haber sufrido presiones bien grandes como para dejar el ETF, integrado en su mayoría por acciones que ponen límites a la propiedad extranjera (FOL).

### Implicaciones del colapso de la prima de acciones FOL debido a un ETF nacional

Los inversores extranjeros pueden comprar un número limitado de acciones en la mayoría de las 763 empresas que cotizan en las bolsas de valores de Ho Chi Minh City y Hanoi debido a los límites impuestos a la titularidad extranjera. Antes de 2015 el Gobierno estableció el límite para la mayoría de acciones vietnamitas cotizadas fijó en el 49% para evitar que los inversores extranjeros ejercieran un control desproporcionado sobre la industria vietnamita. Desde 2015 se ha permitido a aproximadamente la mitad de esas 763 empresas establecer sus propios límites, optando 40 de ellas por eliminar las restricciones a la compra por extranjeros. Cuando una empresa vietnamita cotizada en bolsa ha alcanzado ese límite de propiedad por extranjeros y un nuevo inversor extranjero quiere comprar sus acciones, este último deberá comprárselas a un extranjero que ya las posea, quien suele exigir una prima sobre el precio de mercado.

En los últimos 10 años hemos observado que las acciones vietnamitas que cotizan con esas primas FOL tienden a tener un elevado crecimiento de resultados y rentabilidad sobre recursos propios (ROE). Esta tendencia ayuda a explicar por qué los inversores extranjeros sofisticados están dispuestos a participar en inversiones en las que de entrada registran una «pérdida» inicial. Además, los ETF pasivos que cotizan en bolsas de valores fuera de Vietnam no compran acciones vietnamitas que hayan alcanzado su límite FOL, lo que ayuda a explicar por qué esos ETF han registrado sistemáticamente una rentabilidad significativamente inferior a la del VNI (a saber: porque les faltan algunas de las empresas vietnamitas más rentables). A esto se añade que si la prima de una acción FOL supera el 7% (situándose por tanto fuera de la banda de cotización diaria de  $\pm 7\%$ ), la transacción debe cerrarse fuera de bolsa, lo que implica onerosos problemas de documentación. Esa es la razón por la que muchos gestores de cartera no compran dichas acciones en transacciones extrabursátiles.

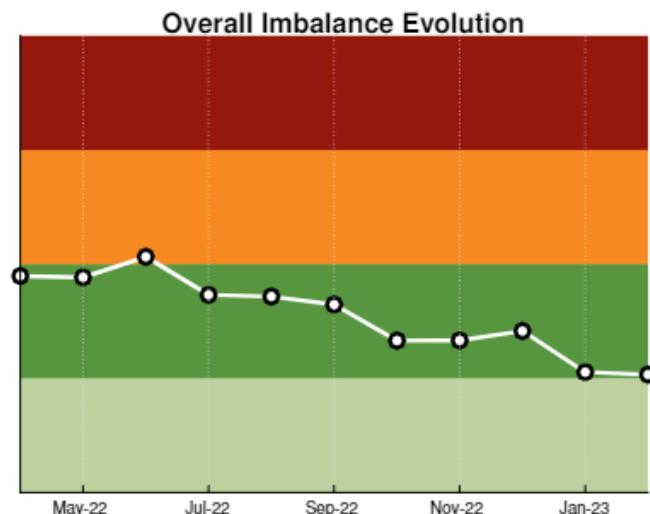
Sabemos que en el pasado algunos gestores de fondos vendieron acciones que tenían en cartera a otros inversores extranjeros con primas de hasta el 50%. En el pasado, las acciones más populares entre los gestores (como Mobile World Group) cotizaban con primas FOL de hasta el 40-50%, y las primas en la mayoría de los títulos que los inversores extranjeros querían comprar oscilaban entre alrededor del 7% y el 30%. Sin embargo, las primas de la mayoría de las acciones que alcanzaron su límite FOL ahora han colapsado y son nulas o, como máximo, del 3%, con la excepción de algunos muy populares como TCB, MWG y ACB que actualmente cotizan primas FOL que rondan el 7%. El colapso de las primas FOL se explica en parte por el lanzamiento el año pasado de un ETF nacional compuesto por acciones que alcanzaron su límite o están cerca del mismo. Este ETF nacional, cuyos activos gestionados rondan los 600 millones de USD, no tiene límites al comprar títulos vietnamitas, y, puesto que los inversores extranjeros pueden comprar el 100% de las acciones en circulación del ETF, la estructura permite a inversores extranjeros comprar indirectamente una cesta de acciones que hayan alcanzado sus FOL. Las compras del ETF de esas acciones son el principal factor que ayudó a reducir las primas FOL de manera generalizada.

### Perspectivas a largo plazo: el PIB crece a un asombroso 13% y el mercado entraña potencial de revalorización

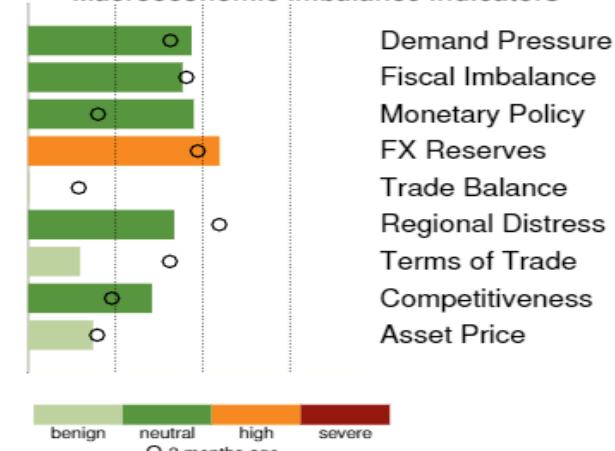
La economía de Vietnam creció un 13,67% interanual en términos reales en el tercer trimestre de 2022, tras haberlo hecho casi un 8% interanual en el segundo. Es oportuno señalar que el comercio exterior bruto vietnamita se ha disparado hasta representar casi el 200% del PIB, cuando hace una década era 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.

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

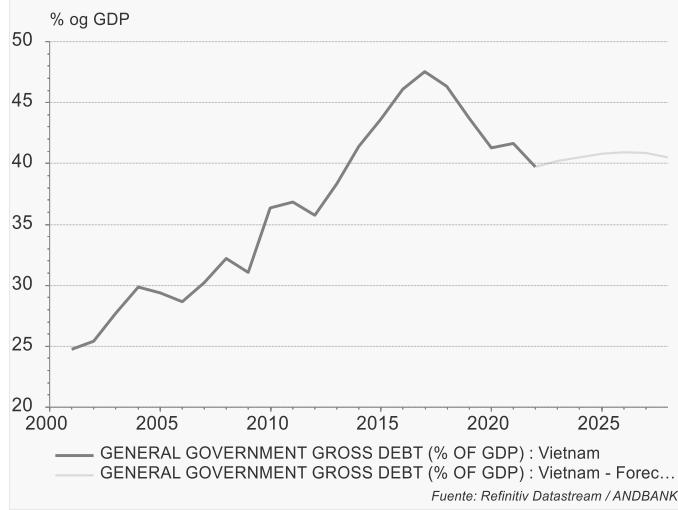
Renta variable (VNI): SOBREPONERAR



### Macroeconomic Imbalance Indicators



### Vietnam - General Government Gross Debt





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 9

# ISRAEL

## Los cambios propuestos en el sistema judicial agitan el país. Mantenemos la recomendación por el momento.

### Política

La reforma del sistema judicial en Israel está acaparando todos los titulares. El impacto de la reforma («revolución legal», la llama la oposición), si se aprueba tal como se propone, provocará cambios de gran calado en múltiples ámbitos. Expresado sucintamente, la reforma se estructura actualmente como una transferencia de una parte significativa del poder del sistema jurídico al sistema político: da al Gobierno la facultad de elegir a los jueces y limita el poder del Tribunal Supremo para revocar la legislación. El Congreso aprobó la primera de las tres votaciones necesarias con una mayoría de 63 votos a favor y 47 en contra, en lo que supone una clara señal de que el Gobierno cuenta con un apoyo parlamentario mayoritario. El proyecto vuelve a debatirse ahora en comisiones parlamentarias antes de dos votaciones adicionales, que suelen producirse con poco tiempo entre sí y podrían convertirlo en ley.

Aunque los partidarios de la reforma afirman que reforzará la democracia en el país, el temor claro es que se vulnere el principio de separación de poderes. Esto podría mermar gravemente los derechos de propiedad y afectar a todo el sistema empresarial, especialmente al sector tecnológico, el que más contribuye al crecimiento del PIB. Las inversiones en el sector de alta tecnología se canalizan principalmente a través de inversiones extranjeras, que han aumentado mucho en los últimos años. Los inversores extranjeros bien podrían mostrarse más reacios a seguir invirtiendo en Israel en la misma medida que en los últimos años si aumenta el riesgo de que se menoscaben los derechos de propiedad.

No solo los inversores extranjeros se replantearian futuras inversiones, sino también un número creciente de inversores residentes. En el último mes ha aumentado el interés por transferir dinero al extranjero y abrir cuentas en otros países. Varias empresas tecnológicas que operan en Israel ya han anunciado la intención de transferir parte (o la totalidad) de sus fondos al extranjero. Al mismo tiempo, en las últimas semanas ha habido manifestaciones multitudinarias en todo el país junto con paros programados. Así pues, está claro que el actual proceso está agitando al país, ya que en realidad no se trata solo de cambios en el sistema jurídico, sino de un cambio en el sistema del régimen.

### Inflación y política monetaria

El temor a un cambio en la naturaleza del régimen aumenta el riesgo de la economía israelí. El aumento del riesgo ya se deja sentir en el sistema financiero: el shekel se ha depreciado casi un 10% en fechas recientes, convirtiéndose con diferencia en la moneda, de entre aquellas de las principales economías, con peor comportamiento del mundo. Según Globes, el Banco Central de Israel convocó una reunión extraordinaria del Comité de Estabilidad Financiera en plena volatilidad de los mercados. Este Comité, que se reúne con carácter general cuatro veces al año, se creó en 2018 para respaldar la estabilidad y la actividad ordenada del sistema financiero y coordinar a las autoridades supervisoras.

El instituto emisor subió los tipos de interés de referencia 50 puntos básicos, hasta el 4,25%, en su octava subida consecutiva, tras aumentar la inflación al 5,4% interanual en enero (+5,3% interanual en diciembre), muy por encima del rango objetivo del banco central (1%-3%). Esta subida no logró frenar la depreciación del shekel. El primer ministro, Benjamin Netanyahu, tuvo que comparecer ante los medios de comunicación para defender la independencia del banco central después de que el ministro de Asuntos Exteriores, Eli Cohen, criticara la última subida de tipos y exigiera la intervención del instituto emisor, lo que llevó a muchos a cuestionar el apoyo del Gobierno a la independencia del banco central.

### Renta fija y mercados bursátiles

La deuda pública también acusó las actuales tensiones políticas, ya que el rendimiento del bono a 10 años subió del 3,2% al 3,9%. Además, la debilidad del shekel elevó las expectativas de inflación para los próximos 12 meses del 2,5% al 3,5%. El mercado bursátil también se vio afectado por el pesimismo y el índice Tel Aviv 125 cayó un 5%. Al respecto cabe mencionar que en los dos últimos años el mercado bursátil israelí ha batido a la mayoría de índices bursátiles del mundo desarrollado.

A la luz de los drásticos cambios que están produciéndose en el país estimamos que debería reducirse la exposición a los activos de riesgo israelíes. Esto, además de abogar por reducir la duración. Lo que está sucediendo en Israel no es algo normal y da la impresión de que el sentimiento negativo prevalecerá hasta que se alcance un amplio consenso sobre los cambios en el sistema judicial. Asimismo, será importante examinar si los cambios que se acuerden no modificarán la estructura de la jerarquía de autoridades. Si así fuera, estaremos encantados de volver a recomendar la inversión en la economía israelí.

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

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL

Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa: NEUTRAL

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

Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 10

### BRASIL

#### Ahora mismo, lo único que preocupa a todo el mundo son los tipos de interés

##### Gobierno y banco central

Al ir transcurriendo los primeros días del Gobierno de Lula es evidente la gran preocupación que existe en el sector productivo de la economía por conocer en qué momento empezarán a bajar los tipos de interés. Y, según el Banco Central de Brasil (BCB), la respuesta es sencilla: cuando el instituto emisor empiece a convencerse de que este Gobierno cumplirá sus promesas de responsabilidad fiscal. El BCB mantiene el tipo de referencia en el 13,75% desde septiembre. La inflación lleva siete meses consecutivos disminuyendo (del máximo del 12% interanual al 5,77% interanual de enero), pero se mantiene por encima del límite superior del rango de tolerancia (3,5% ±1%).

El problema es que, aunque algunos ministros han hablado de, e incluso defendido, la idea de la contención fiscal, el presidente Lula no ha mostrado su compromiso con un gasto responsable, sino que más bien ha dado señales de lo contrario. Lula viene pronunciando discursos sobre la necesidad de impulsar los programas sociales y relajar los objetivos de inflación, sin proponer alternativas. Llegó a cuestionar las ventajas de contar con un banco central independiente, una vieja reivindicación de la sociedad brasileña que acaba de ser aprobada en el Congreso (2021) al objeto de proteger la política monetaria de interferencias políticas: exactamente lo que Lula pretende y lo que los congresistas buscaban evitar con la aprobación de esta ley. Lula calificó las políticas del BCB de «vergüenza» y cuestionó que su autonomía fuera de interés nacional, además de afirmar que el actual nivel de los tipos de interés es un obstáculo para el crecimiento económico. Para un país que ha llegado al final de las elecciones presidenciales tan dividido, estas polémicas declaraciones solo sirven para prolongar el señalamiento y para discusiones inútiles. Estos comentarios también asustan a los inversores, que por el momento ven en el BCB el principal garante de una política macroeconómica sana.

El BCB mantiene esta postura incluso desde antes de la elección de Lula. En cada declaración desde el año pasado, su Comité de Política Monetaria (COPOM) ha subrayado la necesidad de una política fiscal responsable. En la declaración del COPOM de enero, por ejemplo, el Comité afirmó que el entorno parece «particularmente incierto en el aspecto presupuestario y con unas expectativas de inflación que se alejan del objetivo de inflación en horizontes más largos». Además, en una reciente aparición en televisión, Roberto Campos Neto, el actual presidente del BCB, cuyo mandato está garantizado hasta diciembre de 2024 (la ley de independencia del BCB creó un mandato de 4 años para el presidente del banco central, desacoplado del mandato del presidente del país) prácticamente confirmó que solo espera un par de buenas noticias en el frente presupuestario para iniciar un ciclo de recorte de tipos. Tras la comparecencia de Campos Neto, Lula rebajó el tono de sus críticas. Como consecuencia de estas tensiones, los analistas han ajustado al alza sus previsiones de inflación para 2023 (5,89% interanual) y 2024 (4,02% interanual) por quinta semana consecutiva.

##### Economía

A pesar de un buen crecimiento en 2022 (2,9% interanual), lo cierto es que tras la recesión de 2014-2016 Brasil no ha llegado a recuperar su ritmo de crecimiento anterior. A medida que nos adentramos en 2023, las expectativas apuntan a que el país crecerá entre el 0% y el 1%. Esto no debería sorprender, ya que Brasil subió sus tipos de interés 7,25 pp en 2021 y otros 4,50 pp en 2022. Un impacto de este calado no puede no pasar factura a la economía tarde o temprano. Las últimas cifras lo confirman. El PMI manufacturero está por debajo de 50, el PMI de servicios se sitúa por encima de 50, pero disminuyendo, y tanto las ventas minoristas como la producción industrial (todavía un 2,2% por debajo de los niveles anteriores a la pandemia) fueron peor de lo esperado.

Pensamos que el Gobierno comprende la importancia y urgencia de este asunto. Fernando Haddad, actual ministro de Economía, ha adelantado un mes, de abril a marzo, su previsión de presentar el nuevo marco presupuestario con el fin de disponer de más tiempo para debatir la propuesta antes de someterla a la aprobación del Congreso. El Gobierno no puede retrasarlo, porque la dispensa que obtuvo del Congreso a finales del año pasado para exceder el presupuesto es válida para este año, y el presupuesto para 2024 debe presentarse al Congreso antes del 31 de agosto de cada año. Haddad espera tenerlo aprobado en junio para poder trabajar en el presupuesto en julio y agosto.

Creemos que la propuesta de marco presupuestario de este Gobierno será el momento decisivo para el resto de la legislatura. Si presentan un marco razonable y creíble, el resto del mandato será mucho más fácil; pero, de no ser así, Haddad tendrá que abandonar el Ministerio y empezará el juego de las «sillas musicales» para los próximos cuatro años.

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

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

Deuda soberana en USD: INFRAPENDERAR (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



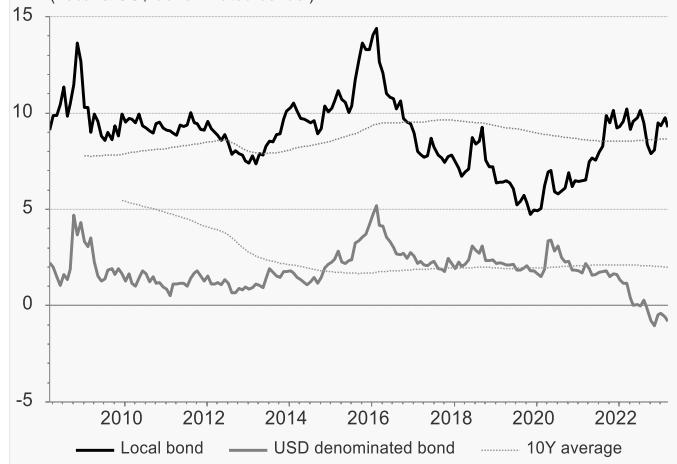
#### Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



#### BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds )





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 11

# MÉXICO

## Banxico se desacopla de la Fed

### Banco central

El banco central sorprendió al mercado con una subida de 50 pb por unanimidad, a diferencia de lo que había venido ocurriendo en reuniones anteriores, en las que los tipos de interés se acompañaban a los de la Fed. Con este movimiento el tipo de referencia alcanzó el 11%; en el comunicado que siguió a la reunión se dejó abierta la posibilidad de más subidas, afirmando explícitamente que ante el nivel de tipos alcanzado y en función de la evolución de los datos, en la próxima decisión (marzo) el tipo podría aumentar, bien que en menor medida. El mercado ha modificado ahora sus perspectivas para el nivel *terminal* de este ciclo de endurecimiento (del 11% al 11,5%) y también para el nivel de cierre de 2023 (del 10,09% al 11,34%).

Banxico también elevó todas sus previsiones de inflación para los cierres trimestrales del primer trimestre de 2023 al cuarto trimestre de 2024, poniendo de manifiesto su preocupación por la persistencia de la inflación subyacente, que únicamente se redujo mínimamente en la revisión de diciembre, para volver a subir en enero impulsada por los precios de las materias primas, los servicios y la vivienda.

### Inflación y actividad

La tasa de inflación general cayó en la primera quincena de febrero al 7,76% interanual, quebrando dos meses consecutivos al alza, con un 7,91% interanual para todo enero y un 7,82% interanual para diciembre. La inflación subyacente aumentó un +8,38% interanual, frente al +8,45% interanual de finales de enero.

La previsión de inflación del banco central para este año ha aumentado 70 puntos básicos (del 4,2% al 4,9%) respecto a las perspectivas de finales del año pasado. En cuanto a la inflación subyacente, el banco central las estimaciones para los próximos cuatro trimestres, esperándose que cierre este año en el 5%. La convergencia con el objetivo a largo plazo del banco central (3%) no se prevé hasta finales de 2024 y principios de 2025.

### Política

Destacamos la postura del Gobierno federal al presentar un proyecto de ley para reformar la autoridad electoral y reducir su presupuesto, algo que ya estaba contemplado en el paquete económico de 2023 que en diciembre se presentó en el Congreso y se aprobó con muchas reservas en el Senado. La nueva iniciativa implica el despido de empleados especializados en materia electoral y la destitución anticipada del presidente del Instituto Nacional Electoral (INE). Un punto clave de la reforma es que se eliminará el gobierno corporativo del INE de la Junta General Ejecutiva (JGE), el consejo donde se dictan las directrices para elaborar el presupuesto y los criterios de organización electoral, para sustituirlo por una Comisión Administradora con cinco consejeros.

La otra noticia clave es que las diferencias en materia comercial 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 existe mayor afinidad política entre los presidentes de México y Estados Unidos que cuando Trump estaba en el poder, no cabe descartar que se produzca una nueva disputa con México por prácticas anticompetitivas tras la aprobación de medidas para revertir la reforma energética de 2013. El Gobierno mexicano parece tener todas las de perder; como castigo, podría tener que hacer frente a aumentos de aranceles o al pago de indemnizaciones a empresas afectadas. Durante el evento se confirmó que México y Canadá ganaron 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 a EE.UU. Hemos observado un creciente flujo de inversión extranjera directa hacia sectores que podrían beneficiarse de la relocalización cercana, con la perspectiva de que la distancia comercial y diplomática entre China y EE.UU. podría favorecer al sector exportador mexicano.

### Mercados financieros

**Renta variable.** Seguimos observando niveles de valoración atractivos respecto al pasado e identificamos empresas que entrañan oportunidades de revalorización y cotizan con descuento. Nos posicionamos con un sesgo hacia empresas de mediana capitalización e infraponderamos las empresas de gran capitalización. Nuestro objetivo a 12 meses para la cotización de Mexbol es de 59.000 puntos.

**Renta fija y tipos de cambio.** La reciente subida de los tipos estadounidenses ha vuelto a situar el diferencial con los bonos denominados en pesos por encima de los 550 pb. En cuanto al bono en dólares, el diferencial cayó a 190, 30 puntos básicos menos que a finales de 2022. El peso sigue apreciándose frente al dólar, cotizando a principios de 2023 a 18,4 unidades por dólar. Esperamos un comportamiento menos favorable durante el segundo semestre de 2023.

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

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (rend. obj.: 9,25%; dif.: 500 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 6,15%; dif.: 200 pb)

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

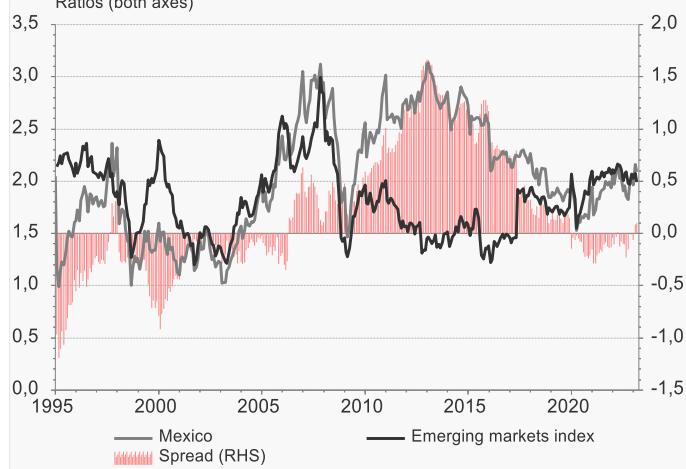
### Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



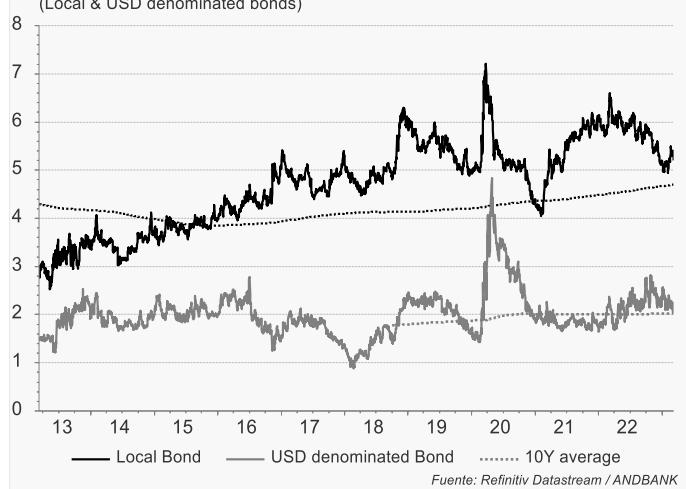
### Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



### MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 12

# ARGENTINA

## El ministro Massa podría estar perdiendo su encanto

### Política: ¿cuánto tiempo más podrá aguantar Massa?

Después de haber conseguido tranquilizar al mercado tras la dimisión de su predecesor Martín Guzmán, la situación del ministro de Economía Sergio Massa parece complicarse cada vez más. La actividad económica da muestras de retroceso (la construcción cayó por quinto mes consecutivo y la actividad industrial retrocedió por cuarta vez en seis meses), la inflación ha seguido al alza tras unos meses de señales positivas, el nivel de reservas internacionales sigue deteriorándose, la dinámica de la deuda en pesos cada vez parece más peligrosa (los inversores acortan los vencimientos, acuciados por la posibilidad de una reestructuración) y, por último, pero no menos importante, la sequía histórica que sufre Argentina, son los ingredientes de un cóctel aparentemente cada vez más difícil de resolver. Este cambio en el sentimiento se ha reflejado en los precios de los activos, y los títulos de deuda pública han perdido en las últimas semanas una parte significativa de las ganancias que lograron en las primeras semanas del año.

En un mandato en el que ha destacado por la creatividad de sus medidas, Massa quizás tenga algún truco más para calmar la situación. Algunos medios hablan de una inminente operación *repo* sobre unos 1.000 millones de dólares con bancos internacionales utilizando bonos como garantía, y el Gobierno también trabaja en licitar tres bloques de 5G que podrían aportar 1.500 millones de dólares a Argentina. Hay que reconocerle a Massa el mérito de haber frenado una dinámica que parecía cada vez más peligrosa, pero al mismo tiempo nunca fuimos de los que pensamos que las medidas que estaba tomando pudieran resolver ni siquiera una parte de los problemas de fondo del país. El objetivo era, y sigue siendo, evitar una crisis económica y transferir el poder de la forma más ordenada posible.

La carrera electoral de 2023 comenzó en la pequeña provincia de La Pampa con las elecciones internas para elegir gobernador, en las que solo *Juntos por el Cambio* mostró una campaña competitiva. Las provincias tienen la facultad de determinar su propio calendario electoral para las elecciones a gobernador y la mayoría ha decidido desvincular estos comicios de las nacionales, por lo que buena parte de ellas se celebrarán antes de las elecciones primarias nacionales de agosto. El 16 de abril, la provincia de Neuquén, donde se encuentra el yacimiento de petróleo de esquisto de Vaca Muerta, celebrará las elecciones a gobernador. No hubo novedades sobre los posibles candidatos presidenciales de las dos principales fuerzas electorales, pero en el oficialismo el nombre de la vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner parece volver a cobrar fuerza.

### Agricultura: el tiempo no está del lado de Argentina

La producción de soja para la presente campaña se estima en 34,5 millones de toneladas, un 7% menos que en enero y un 18% menos que la producción del año pasado, que ya fue una mala cosecha, convirtiéndose, como consecuencia de la prolongada sequía, en la segunda peor cosecha nacional de los últimos 15 años. En cuanto al maíz, las previsiones bajaron de 50 millones de toneladas a 42,5 millones de toneladas, la peor cosecha de los últimos cinco años. Según la Bolsa de Rosario, la sequía podría tener un impacto negativo total de 14.190 millones de dólares, el 2,2% del PIB del país.

### Inflación: los precios retoman la senda alcista

Los precios de consumo subieron un 6% intermensual en enero, casi un punto porcentual más que en diciembre (+5,1% intermensual) y por encima de las expectativas del mercado (la mediana de la encuesta REM era del +5%-6% mensual). La inflación interanual alcanzó el 98,8%. Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del banco central, los analistas esperan ahora una tasa media de inflación del 98,5% para 2023.

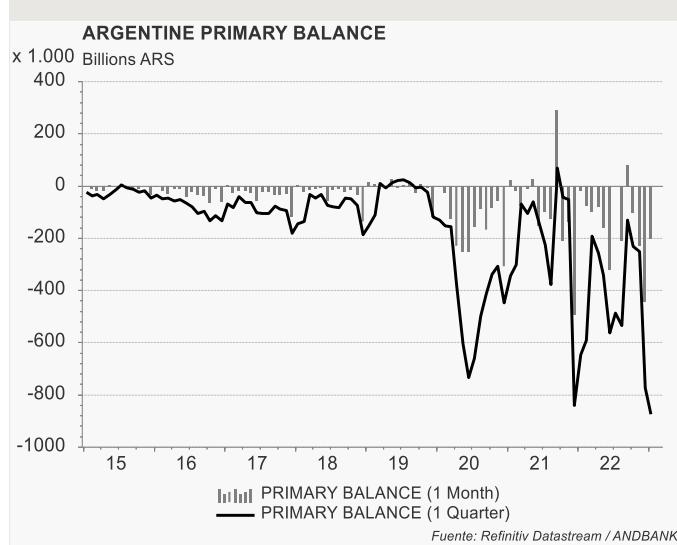
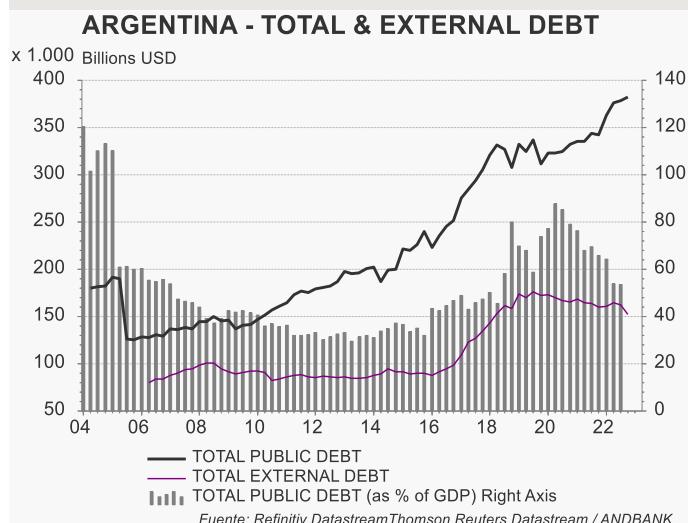
Por categorías, los precios subyacentes marcaron el 5,4% en el mes (+5,5% en diciembre); los precios estacionales se aceleraron del 4,6% de diciembre al 7,9% de enero, impulsados por un aumento del 6,8% en alimentos y bebidas, el componente con mayor peso en el índice, y los precios regulados subieron un 7,1%, frente al 5,1% anterior, impulsados por la vivienda (+8%) y las telecomunicaciones (+8%).

Tras conocerse el IPC de enero, el secretario de Política Económica, Gabriel Rubinstein, afirmó que el mal dato se explicaba por hechos transitorios, como los marcados aumentos en frutas y verduras (por factores estacionales), en algunos artículos de precios regulados (autobuses, gas, agua, tabaco, televisión por cable, medicina de prepago) y servicios turísticos (por la temporada vacacional), mientras los indicadores macroeconómicos fundamentales aún son compatibles con tasas de inflación mensuales iguales o inferiores al 4%. Esto parece deseable en la medida en que la economía argentina sigue careciendo de una referencia que guíe las expectativas de los empresarios en ausencia de un programa que aborde de una manera coordinada los frentes monetario, presupuestario y cambiario.

### 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)





## RENTA VARIABLE

Página 13

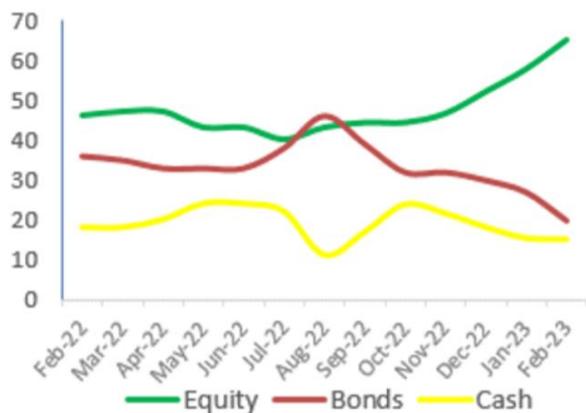
### ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Final EPS 2022	Projected EPS 2023	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2023	E [PE] Itm At year end	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	225,0	220,0	224	-2,2%	14,50	4.046	3.247	-19,7%	UW-MW	4.221
Europe - Stoxx Europe 600	32,0	32,5	32,5	1,6%	12,00	465	390	-16,1%	UW-MW	468
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	31,0	31,0	6,9%	12,00	463	372	-19,6%	UW-MW	446
Spain IBEX 35	745,0	800,0	809	7,4%	11,00	9.477	8.898	-6,1%	MW-OW	9.788
Mexico IPC GRAL	3.780	4.200	4.200	11,1%	14,00	54.182	58.800	8,5%	OW	64.680
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	17.816	0,0%	6,00	103.866	106.896	2,9%	MW	117.586
Japan NIKKEI 225	1.845	1.885	1.892	2,2%	15,50	28.238	29.328	3,9%	OW	32.261
China SSE Comp.	275,0	315,0	315	14,5%	9,50	3.322	2.993	-9,9%	UW	3.292
China Shenzhen Comp	101,0	132,0	132	30,7%	15,00	2.152	1.980	-8,0%	UW	2.178
India SENSEX	2.680	3.151	3.151	17,6%	22,00	60.224	69.322	15,1%	OW	76.254
Vietnam VN Index	100,0	120,0	120	20,0%	10,00	1.027	1.200	16,8%	OW	1.320
MSCI EM ASIA	40,0	42,0	42	5,0%	14,00	535	588	10,0%	OW	647

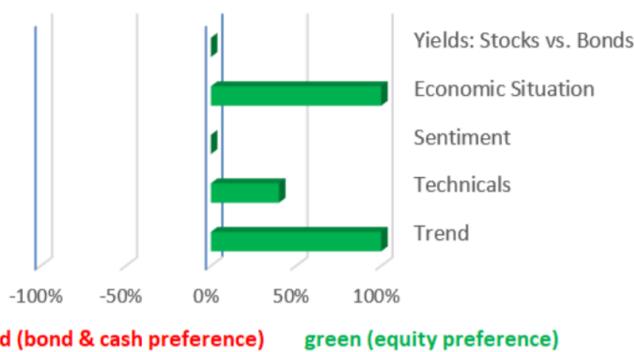
ANDBANK ESTIMATES

**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)



#### Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)



GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	61%	61,3%
Europe ex. U.K.	14%	12%
Emerging Markets	11%	11,2%
Pacific ex. Japan	6%	3,1%
Japan	3%	5,4%
Canada	3%	3,2%
U.K.	2%	3,8%
Financials	14%	10,8%
Materials	4%	2,6%
Energy	5%	4,5%
Consumer Discretionary	10%	11,4%
Communication Services	9%	8,6%
Real Estate	2%	2,7%
Utilities	3%	2,8%
Consumer Staples	7%	7,3%
Information Technology	27%	26,7%
Industrials	8%	8%
Health Care	11%	14,4%



## 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)** – Rusia se dispone a reducir la producción en marzo en respuesta a las sanciones occidentales, si bien el viceprimer ministro A. Novak apuntó que el recorte de medio millón de barriles diarios se limitaría por ahora a marzo. El recorte se aplicará sobre los niveles de producción de enero de 9,9 Mbpd y Rusia estará atenta a la evolución de los acontecimientos antes de adoptar cualquier decisión ulterior. Ben Harris, del Departamento del Tesoro de EE.UU., señaló que «el reciente anuncio ruso de que la producción de crudo se reducirá en 500.000 bpd no constituye ninguna represalia por las sanciones internacionales, sino que se debe a que Moscú no encuentra compradores para ese petróleo». El subsecretario del Tesoro de EE.UU. también afirmó que EE.UU. y sus aliados impondrán nuevas sanciones dirigidas a desbaratar las medidas de Rusia para evadir las sanciones, centrándose en concreto en el transbordo de petróleo a través de países limítrofes. Según Novak el 80% de las exportaciones de petróleo ruso se dirigen a países «amigos». Con esto y con todo, los informes indican que los planes de Rusia de reforzar el mantenimiento estacional de las refinerías en primavera reducirán la demanda de crudo como materia prima, lo que ayudará a la industria petrolera rusa a sobrellevar los recortes de producción.

**(Factor alcista para el precio)** – Según la Agencia Internacional de la Energía (IEA), la reapertura de China podría catapultar el Brent por encima de los 100 USD/barril en 2023. La prueba de que la demanda china está aumentando es, según Kpler, que las exportaciones rusas de crudo y fueloil a China a precios rebajados marcaron en enero un récord de 1,66 Mbpd, superando el récord anterior de abril de 2020. Los compradores probablemente fueron refinerías privadas, si bien algunas refinerías estatales comienzan a mostrar más interés por esta fuente de suministro.

**(Factor alcista para el precio)** – Los analistas de cuatro importantes consultoras prevén que las importaciones de crudo por China alcanzarán niveles récord en 2023 al aumentar este año entre medio millón y un millón de bpd, superando los 10,8 Mbpd de 2020. La demanda de gasolina y de queroseno de aviación ha aumentado en China, aunque la demanda de diésel y nafta puede tardar más en recuperarse dada la menor recuperación de los sectores manufacturero e inmobiliario del país.

**(Factor alcista para el precio)** – China cuenta con la mayor capacidad de refino del mundo, aunque sigue estando infrautilizada. La capacidad total de refinería china, de 18,4 Mbpd en 2022, supera los 17,6 Mbpd de Estados Unidos en diciembre. Sin embargo, la producción total de productos refinados de China durante el año representó una tasa de utilización de alrededor del 70%; en el caso de EE.UU., la tasa de utilización de las refinerías superó el 90%.

**(Factor alcista para el precio)** – Según Arabia Saudita, el acuerdo de producción de la OPEP+ se mantendrá en vigor durante todo 2023. El ministro de Energía de Arabia Saudita, Abdulaziz bin Salman, dijo que el pacto de la OPEP+ para establecer la producción de octubre de 2022 «no se tocará en todo el año, punto». Los comentarios del Príncipe Abdulaziz se suman a los de muchos otros miembros del cartel de la OPEP+ que han indicado que la producción de la alianza se mantendrá inalterada este año. Téngase en cuenta que el cártel tiene programado para junio un pleno ministerial.

**(Factor alcista para el precio)** – Unos cien mil barriles de petróleo venezolano llegarán este mes a EE.UU. Chevron ha enviado más de 100.000 barriles de crudo pesado venezolano a EE.UU. este mes bajo una licencia especial para operar en el país sancionado. El artículo señala que la cifra supera los 75.000 barriles exportados a EE.UU. en enero. Esta operación refuerza la idea de que existe cierta escasez de crudo en los propios EE.UU., habida cuenta de que este país exporta ahora mucha energía al resto del mundo.

**(Factor alcista para el precio)** – La flota de petroleros «camuflados» de Rusia no lo tiene fácil para transportar el crudo. El giro en el negocio del petróleo ruso hacia los compradores asiáticos ha aumentado la dependencia de Moscú de su propia flota de petroleros; pero las distancias son mucho mayores, lo que es un problema para Moscú ya que muchos de sus barcos se diseñaron para navegar por los mares Báltico, Negro o Mediterráneo. La flota de propiedad rusa no es lo suficientemente grande para exportar todo su crudo desde puertos occidentales y sigue dependiendo de algunos buques de titularidad europea (pese a las restricciones de precios máximos contra el transporte de petróleo ruso por encima de 60 USD/barril).

**(Factor alcista para el precio)** – El auge de las fusiones y adquisiciones entre productores de petróleo de esquisto es señal de creciente escasez de sitios de perforación de calidad y de rendimientos decrecientes en los pozos existentes. La industria sigue muy fragmentada y sus empresas buscan hacerse de aquellos competidores con mejores perspectivas de perforación.

**(Factor alcista para el precio)** – Al-Ghais, secretario general de la OPEP, advirtió que las conversaciones internacionales sobre el clima deberían proponer una transición energética ordenada, añadiendo que la industria petrolera lleva años aquejada de infra inversión. «Podría ser necesario incrementar en medio billón anual las inversiones hasta 2045». El presidente y consejero delegado de Saudi Aramco, Amin Nasser, sostuvo el pasado fin de semana que un sesgo automático contra los proyectos de energía convencionales estaba produciendo una falta de inversión preocupante, y señaló que las energías alternativas no podrían sustituir a los combustibles fósiles en el futuro inmediato.

**(Factor alcista para el precio)** – Las exportaciones de crudo ruso aumentan justo antes de los recortes de producción planificados y tras una caída de los ingresos del Estado ruso por exportaciones de crudo. Rusia exportó en la semana 3,6 millones de barriles de crudo desde sus puertos, un incremento del 26% semanal, con máximos de varias semanas de todas sus terminales. Este aumento se produjo después de que Rusia comunicara que planeaba reducir su producción en 500.000 bpd en marzo y después de que los ingresos por derechos arancelarios de exportación de crudo se desplomaran respecto a principios de año por efecto de la caída de los precios del crudo y de la ampliación del diferencial entre el Brent y el crudo de los Urales. Ante el desplome de los ingresos es previsible que Moscú decida aumentar sus exportaciones de petróleo, aunque sea a precios muy rebajados.

#### **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 tornen 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 bombar a los niveles actuales antes de que se introduzca una regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para la OPEP es el de asentarse sobre abundantes «reservas varadas» que ya no podría extraer ni vender. Por tanto, los productores tienen un potente incentivo para obtener cuanto antes beneficios económicos de sus reservas.

**(Negativo para el precio)** – Los productores de la OPEP, ¿tienen capacidad para determinar estructuralmente los precios? Si bien el acuerdo entre saudíes y rusos 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 1,15, 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 mantendrá 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 aumentó a 87,41x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,45 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 1.424 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio cayó a 23,2x, y aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,7 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 1.636 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,2985 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 1.422 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.115 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.447 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 volvieran a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos perspectivas claras sobre Asia en su conjunto.

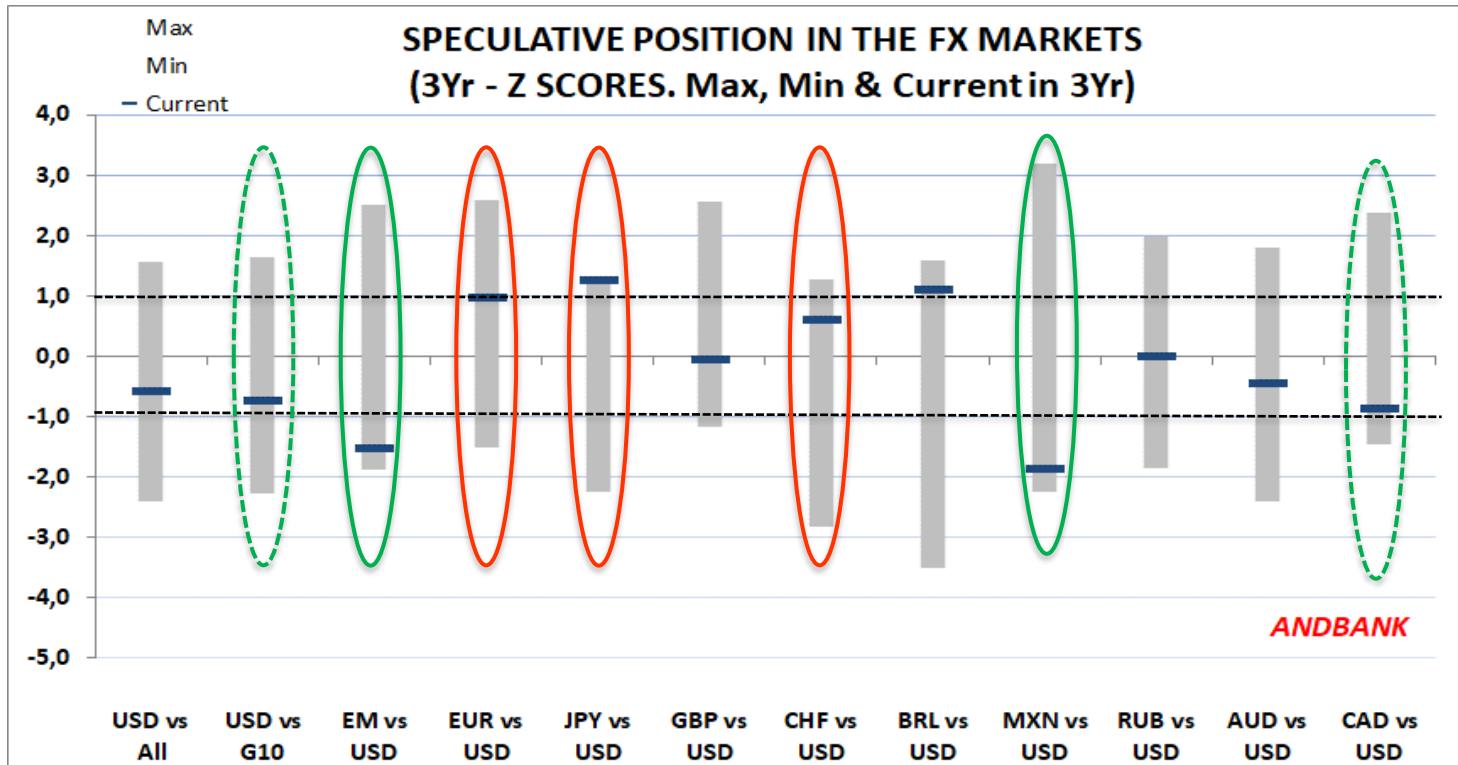


## TIPOS DE CAMBIO

### Análisis de flujos y objetivos fundamentales

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



ANDBANK

USD vs All    USD vs G10    EM vs USD    EUR vs USD    JPY vs USD    GBP vs USD    CHF vs USD    BRL vs USD    MXN vs USD    RUB vs USD    AUD vs USD    CAD vs USD

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

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



## TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 17

<b>Asset Class</b>	<b>Indices</b>	<b>Performance YTD</b>	<b>Current Price</b>	<b>Andbank's estimate (potential price)</b>	<b>Expected Performance (to potential price)</b>
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	5,4%	4.046	3.247	-19,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	9,4%	465	390	-16,1%
	Euro Zone - Euro Stoxx	12,8%	463	372	-19,6%
	SPAIN - IBEX 35	15,2%	9.476	8.898	-6,1%
	MEXICO - MXSE IPC	11,8%	54.182	58.800	8,5%
	BRAZIL - BOVESPA	-5,3%	103.866	106.896	2,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	8,2%	28.238	29.328	3,9%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	7,5%	3.322	2.993	-9,9%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	8,9%	2.152	1.980	-8,0%
	INDIA - SENSEX	-1,0%	60.224	69.322	15,1%
	VIETNAM - VN Index	2,0%	1.027	1.200	16,8%
	MSCI EM ASIA (in USD)	4,0%	535	588	10,0%
<b>Fixed Income</b>	US Treasury 10 year Govie	0,4%	3,91	4,25	1,2%
<b>Core countries</b>	UK 10 year Gilt	-0,5%	3,80	3,75	4,2%
	German 10 year BUND	-0,2%	2,64	2,50	3,8%
	Japanese 10 year Govie	-0,7%	0,50	0,75	-1,5%
	Spain - 10yr Gov bond	0,5%	3,65	3,50	4,9%
<b>Peripheral</b>	Italy - 10yr Gov bond	3,0%	4,43	4,50	3,8%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,3%	3,46	3,50	3,1%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,1%	3,14	3,00	4,3%
	Greece - 10yr Gov bond	2,7%	4,33	5,00	-1,0%
	Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,9%	78,07	100	3,0%
<b>Credit</b>	Credit EUR HY - Itraxx Xover	3,3%	395,60	500	3,7%
	Credit USD IG - CDX IG	1,3%	70,87	100	4,8%
	Credit USD HY - CDX HY	3,3%	432,62	500	7,3%
	Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-15,3%	11,26	11,75
<b>EM Europe (Loc)</b>	Russia - 10yr Gov bond (local)	-2,8%	10,95	14,00	-13,5%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	6,91	6,25	12,2%
<b>Asia</b> (Local currency)	India - 10yr Gov bond (local)	0,5%	7,43	7,00	10,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,7%	6,50	7,50	-1,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,1%	2,89	3,00	2,0%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,5%	4,03	4,00	4,3%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	2,46	3,50	-5,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	3,30	4,25	-4,3%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,4%	3,66	4,50	-3,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,0%	1,19	2,25	-7,3%
	Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,3%	9,26	9,25
<b>Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,7%	5,87	6,15	3,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-4,5%	13,57	13,75	12,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,1%	6,49	7,50	-1,6%
	Commodities	Oil (WTI)	-2,2%	78,5	87,50
		GOLD	1,4%	1.849,5	1.900
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,7%	1,063	1,000	-5,9%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,8%	1,20	1,22	1,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,1%	0,89	0,82	-7,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,1%	0,93	0,97	3,8%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,4%	0,99	0,97	-2,4%
	USDJPY (price of 1 USD)	3,7%	136,01	120,00	-11,8%
	EURJPY (price of 1 EUR)	3,1%	144,59	120,00	-17,0%
	USDMXN (price of 1 USD)	-7,7%	17,98	20,00	11,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-8,4%	19,08	20,00	4,8%
	USDBRL (price of 1 USD)	-1,7%	5,20	5,25	1,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-2,3%	5,53	5,25	-5,0%
	USDARS (price of 1 USD)	12,1%	198,07	370,00	86,8%
	USDINR (price of 1 USD)	-1,0%	81,92	84,00	2,5%
	CNY (price of 1 USD)	0,5%	6,93	7,50	8,2%

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

UPWARD REVISION

DOWNDOWN 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 deseé 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 incurrir 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.