

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

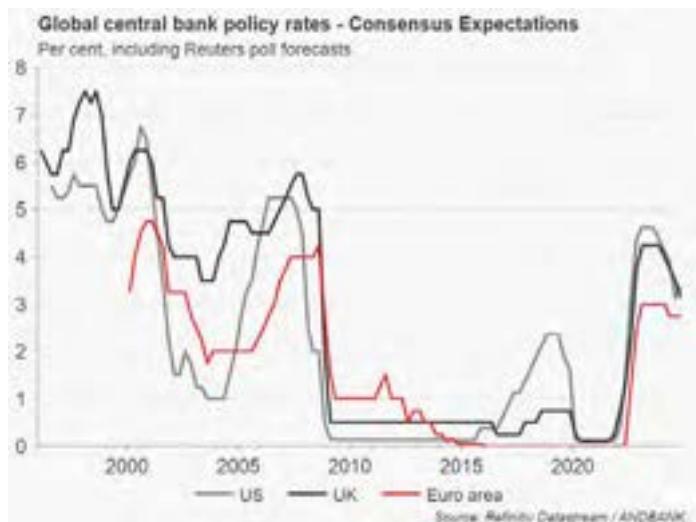
ANDBANK /  
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank – Noviembre de 2022



## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES



Página 2

### RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Fair Value (EPS 1.2 month fw)	E(Perf) to Fair Value	Strategy	Exit Point
USA S&P 500	3,760	3,735	-0,7%	MW	4,108
Europe - Stoxx Europe 600	409	379	-7,2%	MW	417
Euro Zone - Euro Stoxx	389	388	-0,2%	MW	427
Spain IBEX 35	7.841	7.816	-0,3%	MW	8.598
Mexico IPC GRAL	50.865	54.187	6,5%	OW	59.606
Brazil BOVESPA	116.929	120.000	2,6%	MW	132.000
Japan NIKKEI 225	27.663	30.090	8,8%	MW	33.099
China SSE Comp.	2.998	2.889	-3,6%	MW	3.178
China Shenzhen Comp	1.967	1.902	-3,3%	MW/OW	2.093
India SENSEX	60.836	66.368	9,1%	OW	73.004
Vietnam VN Index	1.020	1.169	14,6%	OW	1.286
Taiwan SE Weighted Index	12.987	12.822	-1,3%	MW/OW	14.104
MSCI EM ASIA	453	473	4,3%	OW	520

ANDBANK ESTIMATES

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

Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate of Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
US Treasury 10 year Govie	+20,1%	4,19	3,50	9,7%
UK 10 year Gilt	+19,1%	3,45	3,75	1,0%
German 10 year BUND	+19,4%	2,22	2,25	2,0%
Japanese 10 year Govie	+1,4%	0,24	0,25	0,2%
Spain - 10yr Gov bond	+21,7%	3,31	3,25	3,8%
Italy - 10yr Gov bond	+25,0%	4,40	4,65	2,4%
Portugal - 10yr Gov bond	+21,5%	3,19	3,25	2,7%
Ireland - 10yr Gov bond	+19,8%	2,72	2,75	2,5%
Greece - 10yr Gov bond	+26,1%	4,64	4,75	3,7%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	+2,1%	116,19	120	2,8%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	+7,2%	533,60	550	6,6%
Credit USD IG - CDX IG	+1,2%	88,73	90	5,3%
Credit USD HY - CDX HY	+4,5%	509,60	475	10,6%

### RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate of Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Turkey - 10yr Gov bond (local)	+113,9%	11,11	12,00	-4,0%
Russia - 10yr Gov bond (local)	+5,0%	9,90	14,00	-22,9%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-2,8%	7,34	6,75	12,1%
India - 10yr Gov bond (local)	-2,9%	7,48	7,25	9,3%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	+17,4%	7,39	7,25	8,5%
China - 10yr Gov bond (local)	+1,1%	2,67	2,75	2,0%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-3,1%	4,33	5,25	-3,1%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	-8,7%	3,11	4,00	-4,0%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	+13,1%	3,46	4,25	-2,9%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	+13,6%	4,12	5,00	-2,9%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	+8,0%	1,76	2,75	-6,2%
Mexico - 10yr Govie (Loc.)	+11,6%	6,80	9,30	13,8%
Mexico - 10yr Govie (USD)	+24,6%	6,56	5,40	15,8%
Brazil - 10yr Govie (Loc.)	+3,2%	11,77	12,50	5,9%
Brazil - 10yr Govie (USD)	+13,3%	6,80	6,75	7,2%

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate of Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Oil (WTI)	+7,9%	88,5	200,00	13,0%
GOLD	+11,5%	1.618,4	1.800	11,2%
EURUSD (price of 1 EUR)	-14,3%	0,874	0,970	0,1%
GBPUKD (price of 1 GBP)	+16,9%	1,12	1,17	4,0%
EURGBP (price of 1 EUR)	+1,1%	0,87	0,83	-3,7%
USDCHF (price of 1 USD)	+11,1%	1,01	0,95	-6,3%
EURCHF (price of 1 EUR)	+4,8%	0,99	0,93	-6,2%
USDJPY (price of 1 USD)	+20,0%	148,29	135,00	-9,0%
EURJPY (price of 1 EUR)	+10,9%	144,41	131,63	-8,8%
USDMXN (price of 1 USD)	+3,7%	18,74	21,00	8,4%
EURNOK (price of 1 EUR)	+17,5%	19,20	20,48	6,8%
USDBRL (price of 1 USD)	+7,7%	5,14	5,20	1,1%
EURBRL (price of 1 EUR)	+20,9%	6,01	6,07	1,2%
USDCAD (price of 1 USD)	+5,5%	157,59	155,00	11,0%
USDNOK (price of 1 USD)	+11,3%	82,89	80,00	-3,5%
CNY (price of 1 USD)	+11,1%	7,31	7,50	2,5%





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

# EE.UU.

## Powell, y de nuevo la inflación, siguen sin dar tregua a los mercados

### Reserva Federal

Jerome Powell dijo en su última reunión que, si bien el ritmo de las alzas de las tasas de interés puede disminuir en las próximas reuniones, la Reserva Federal no estaba lista para hacer una pausa, y mucho menos para girar hacia la relajación. Por si fuera poco, el golpe al mercado llegó cuando Powell afirmó que el *Terminal rate* estará por encima de lo que todos piensan. Si consideramos que el grueso del consenso del mercado esperaba una tasa terminal entre 4,5% y 5%, se podría entender fácilmente que la frase pudiera llevar al mercado a pensar en tasas de 5,5%, o quién sabe si un nivel superior. Algo preocupante. Como se esperaba, la Fed subió su principal tasa de interés otros 75 pb y dijo que seguirá reduciendo su balance. Malos augurios entonces para los activos de riesgo ya que, aparentemente, aún no se han cumplido los requisitos previos para un giro moderado. ¿Por qué no? En primer lugar, con la tasa de equilibrio de los bonos del Tesoro TIPS a 10 años por encima del 2,5%, las expectativas de inflación siguen siendo demasiado altas (o al menos, el nivel actual representa una desviación significativa del 2% deseado). En segundo lugar, la inflación móvil aún no muestra una tendencia a la baja, especialmente en la lectura subyacente. Hay señales tempranas de un enfriamiento del mercado laboral, pero no son lo suficientemente profundas como para consolar a la Fed. De hecho, Powell señaló que los precios al consumidor y los datos del mercado laboral recientes son la razón por la cual los formuladores de políticas elevaron sus estimaciones de la tasa terminal para este ciclo.

Todavía queda camino por recorrer en la Fed, pero nos estamos acercando a un nivel de tasas tal que la economía se dirige hacia una recesión desinflacionaria.

Es posible que la economía de EE. UU. ya esté cerca del nivel de tasa de interés que empuja a la economía a una recesión desinflacionaria. Primero, las condiciones financieras parecen haber alcanzado niveles de contracción, en forma de un deterioro en el diferencial entre el rendimiento del capital corporativo y el costo del capital. En segundo lugar, ya existe un deterioro dramático en la asequibilidad de la vivienda que eventualmente conducirá a una desaceleración en la inflación de los alquileres y a que menos trabajadores renuncien a sus trabajos en busca de salarios más altos. Esta situación ya es compatible con una fuerte desaceleración económica que puede empujar a la baja la inflación estadounidense.

### Nuestra estrategia para los mandatos discrecionales

Los inversores se quedaron con las perspectivas de un ciclo de subida de tipos más agresivo por parte de la Fed. La buena noticia es que, si se lleva a cabo este plan (no se equivocan, Powell está preparado para causar tal resultado), aún causará dolor en los mercados financieros, pero casi con certeza conducirá a una recesión desinflacionaria. Tenemos la sensación de que Powell está preparado para causar tal resultado bajo su mandato singular y exclusivo de restaurar la estabilidad de precios, sin importar el costo para los mercados financieros, la economía o incluso las propias finanzas de la Fed (gracias a las alzas de tasas, la Fed ahora ve pérdidas a una tasa anualizada de US\$326.000mn).

¿Cómo actuar en tal escenario? A la espera de la recesión y del punto de inflexión de la Reserva Federal, mantendremos una ponderación infraponderada en los mandatos de gestión discrecional en renta variable, crédito, vivienda y cualquier activo de riesgo como las criptomonedas. En cambio, buscaremos refugio en efectivo o bonos en todos los tramos (porque si pensamos que la tasa terminal podría estar más cerca de lo que Powell sugirió ayer). Si esto es cierto, y Powell está más cerca de la tasa terminal de lo que piensa, esta es una razón para comenzar a agregar exposición a los bonos del Tesoro de EE. UU., pero aún es demasiado pronto para comenzar a agregar exposición a acciones, bienes raíces o activos de riesgo. ¿Cuándo será el momento de sobreponer las acciones en nuestras carteras? Una vez que la recesión esté en marcha y la Fed deba emprender recortes de tipos, será el momento de comprar activos de riesgo. Para los más valientes, quizás el momento óptimo sea un poco antes de que el mercado empiece a sospechar que se avecinan los primeros recortes de tipos. Desafortunadamente, todavía estamos lejos de eso.

### Market outlook – Recommendations & Targets from fundamental analysis

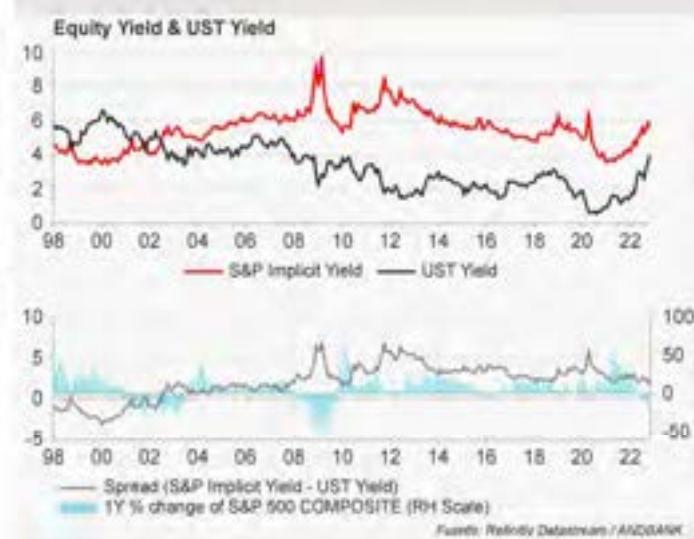
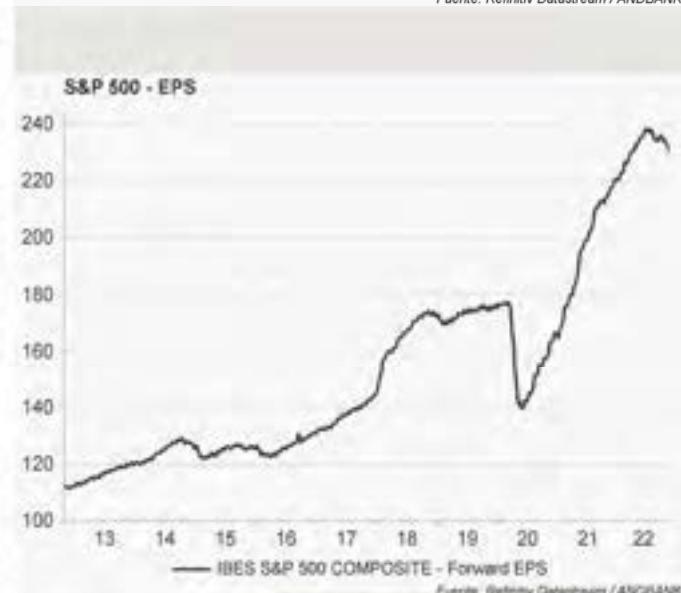
Equities: S&P NEUTRAL

Bonds: Govies 10Y UST Target 3,5% (12 meses)

CDX IG: SOBREPODERAR (Target Spread 90)

CDX HY: NEUTRAL-SOBREPODERAR (Target Spread 475)

Forex: DXY Index NEUTRAL





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

# EUROPA

## El BCE se suma a las subidas de tipos de interés

### Entrando en los detalles de los anuncios y la rueda de prensa del BCE

En línea con los cambios en las previsiones oficiales y del mercado, Lagarde reconoce que la actividad se ha ralentizado en el 3T y lo hará más en el 4T y al 1T2023. Sin optar por el escenario adverso anunciado en septiembre (-0.9% a/a) para el que dice que no se han verificado todas las condiciones, si confirma una mayor desaceleración. Sesgo más cauteloso frente al mensaje de la reunión anterior. Las medidas: Subida en 75 p.b. en los tres tipos básicos de referencia, en línea con las previsiones del mercado. Más importante aún, presentar indicaciones de que se ha logrado un progreso sustancial en el retiro del estímulo monetario, aunque aún se necesita más, sin sugerir (como en ocasiones anteriores) cuánto o dónde sería la tasa neutral ("debate no necesario"). Mirando hacia futuros aumentos, dice que habrá 3 criterios a considerar: 1) pronósticos de inflación (incluyendo la probabilidad de recesión); 2) medidas ya tomadas; 3) retraso en el impacto de las medidas de política monetaria. En este sentido, dos de los tres factores podrían invitar a pensar en un menor ritmo de subida de tipos de interés. Nuevo elemento pesimista en el mensaje que llevó al mercado a no ver tan claramente la subida de 75 pb ahora en diciembre y se inclina más hacia los 50 pb, con una tasa terminal revisada a la baja (aunque llamada a estar por encima de neutral). En resumen, cabe esperar un nuevo movimiento de +75 pb pero un menor ritmo de subidas de tipos, por lo que nos mantenemos en nuestra estimación de +50 pb en el 1T2023. Eso nos llevaría a una tasa terminal de alrededor del 3%-3.25% en la tasa de refinanciamiento (a 2.75% en la tasa de dep). El efecto total del ajuste monetario actual se sentirá en los próximos 12 a 18 meses. Además, cambios en las condiciones de las TLTRO III (remuneración y nuevo calendario de pagos a partir del 23/11), y en la remuneración de las reservas a los bancos (la tasa depo). La lógica del primero es ajustar los precios para eliminar el margen extra de los bancos. "Las TLTRO fueron un obstáculo para la normalización monetaria" (Lagarde). Los bancos verán así sus márgenes afectados negativamente por la primera vía, y eso les llevará a adelantar las amortizaciones de liquidez. QT no discutido ahora. Será en diciembre, según Lagarde, cuando tendremos las grandes colas. En esta reunión no se preveían grandes pasos, teniendo en cuenta que se han tomado otras medidas. Mercado sensible a un futuro QT que esperamos se lleve a cabo de forma muy paulatina.

### Mercados Financieros: Govies, Corporate Credit & Equity

**Mercado de renta variable:** Para estar seguros y tratar de aclarar cuál podría ser el nivel mínimo para el mercado de renta variable europeo, hemos bajado la estimación del múltiplo PE a un nivel mínimo de 12, con el objetivo de recoger todos los riesgos posibles, y hemos asumido un crecimiento cero del beneficio para 2023 (hasta 31.50). Eso nos deja con un mínimo para el mercado en 415 para el Stoxx Europe 600 (hoy cotizando en 380). Es decir, el piso está -9% por debajo del precio actual.

**Govies:** Persiste la fuga hacia el efectivo y la aversión a la duración se está convirtiendo en un problema. En cuanto a la duración absoluta, el pico de la liquidación tiende a alcanzarse en los seis meses anteriores a la última subida (hacia finales del primer y segundo trimestre de 2023), por lo que podríamos estar cerca de él, según los patrones históricos. Pero esta vez, con más financiamiento a la vista, mientras que el BCE todavía necesita endurecer la política y la liquidez es precaria, esta tendencia podría continuar en el corto plazo. Mirando hacia 2023, podríamos ver una tasa terminal en torno al 2.5% y una curva ligeramente invertida (paquete a 10 años en 2.1-2.3%). En cuanto a los periféricos, después de las elecciones italianas, los diferenciales BTP a 10 años se han rechazado por encima de los 250 pb, con la ayuda de las esperanzas del BCE y la UE, por lo que nos mantenemos en nuestro objetivo de 240 pb.

**Empresas:** los rendimientos IG están por encima del 4% (visto por última vez en enero de 2012), mientras que los rendimientos HY en 8.6% implican una diferencia de poco más de 2 veces (frente a la diferencia de 8 veces en agosto de 2012). Por lo tanto, preferimos IG sobre HY, con un sesgo defensivo (salud, alimentos y bebidas y telecomunicaciones).

### Market outlook – Recommendations & Targets from fundamental analysis

Equities – Stoxx Europe: NEUTRAL

Equities – Euro Stoxx: NEUTRAL

Equities – Spain's Ibex: SOBREPODERAR

Bonds – Core governments: INFRAPODERAR (Bund target 2.25%)

Peripheral – INFRAP. IT (4.65%), SP (3.25%), PO (3.25%), GR (4.75%), IE (2.75%)

Credit – Itraxx Europe (IG): NEUTRAL-SOBREPODERAR (Target spread 120)

Credit – Itraxx Europe (HY): NEUTRAL (Target spread 550)

FX – EUR/USD Target 0.975 (A 0.95 cubrir el 75% de los USD. A 1.00 cubrir el 25% de los dólares)

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

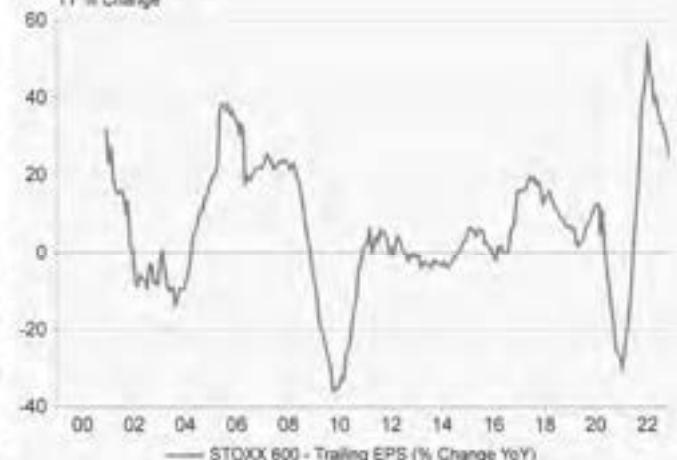
Ratio - Forward



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### STOXX 600 - EPS

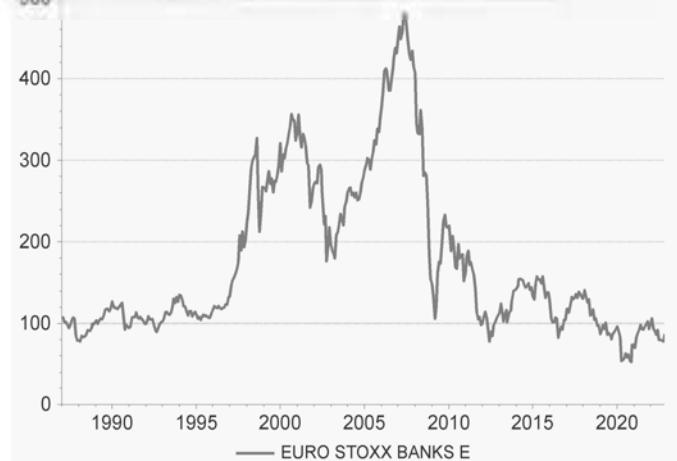
1Y % Change



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### Euro STOXX banks Index

500



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 5

# CHINA

## Las conclusiones del Congreso del Partido Comunista Chino decepcionaron con mucho las expectativas

La bolsa de Hong Kong reducirá el umbral para OPS de tecnología de vanguardia. Hong Kong Exchanges & Clearing se plantea un sistema para reducir los requisitos de ingresos para la salida a bolsa (OPS) de empresas de base científica y tecnologías avanzadas, en un intento por reactivar las admisiones a cotización y adaptarse al impulso de Beijing por reforzar su sector de inteligencia artificial y semiconductores.

### Macroeconomía: el sector automotriz chino podría enfilar una desaceleración

Según CMBI, los fabricantes de automóviles entregaron una cantidad récord de automóviles en los primeros nueve meses del año, pero la demanda minorista se desaceleró, lo que auguraría una desaceleración del mercado el próximo año. Las entregas de vehículos crecieron un 33%, pero las ventas solo lo hicieron un 9%, lo que implica que los niveles de inventario aumentaron sustancialmente.

### Política: Los líderes de Hong Kong se proponen detener el éxodo de expatriados

En su discurso inaugural de política, el director ejecutivo de Hong Kong, John Lee, anunció un visado de dos años para graduados en busca de trabajo y un «pasaporte de talento superior» para quienes ganen salarios elevados, unido al reembolso del impuesto de timbre en la compra de primera vivienda para residentes permanentes, todo ello dirigido a frenar la fuga de cerebros de la ciudad (SCMP). Otras medidas fueron cambiar el código de servicio civil que exige a los empleados «una fuerte conciencia de la soberanía y seguridad nacional»; una nueva unidad de políticas para tomar el pulso al público e investigar las políticas del continente; y una nueva estrategia pandémica, aunque no se mencionó la cuarentena «0+0» para recién llegados, ni la ciudad se tumbará en la lucha contra el virus.

### Congreso del PCC: una primera valoración

Los inversores aguardaban anuncios importantes del Congreso Nacional del Partido Comunista Chino en cuatro ámbitos: política pandémica; cambio en la política monetaria (recortes de tipos de interés); un plan de choque para solucionar definitivamente el grave problema del sector inmobiliario chino, y la retórica sobre Taiwán. Pero la realidad defraudó las expectativas, como evidencia el hecho de que el mercado bursátil chino recibiera sin mucho entusiasmo los anuncios del Congreso.

**Gestión de la pandemia.** En esta cuestión, lejos de calmar a los inversores anuncianto una nueva forma de gestionar la pandemia que tuviera más en cuenta los efectos económicos, el presidente Xi redobló su estrategia de covid cero. Según un portavoz del PCC, la política pandémica se mantendrá ante el riesgo que representa el invierno por el incremento estacional de los contagios. Siendo así habrá que seguir esperando debilidad económica y problemas operativos en entidades públicas que ya afrontan disparidades entre ingresos y gastos.

**Apoyo al sector inmobiliario.** En este asunto el mandatario no repitió el habitual mantra de que «la vivienda es para vivir, no para especular», lo que algunos interpretaron como un indicio de apoyo a los promotores inmobiliarios. Pero la realidad es que el mensaje distaba mucho de ofrecer el apoyo económico que el sector requiere para poner fin a la sangría que sufren sus empresas. Dados los anuncios, esta dinámica podría seguir extendiendo la incertidumbre al resto del sector de deuda corporativa local y, quién sabe, quizás también a la deuda municipal y pública. Si bien los seis bancos estatales han incrementado la actividad de préstamo en lo que va de año, este volumen apenas alcanzó los mil millones de USD.

**Apoyo financiero** en forma de recorte de los principales tipos de interés de referencia. No se anunció nada relevante al respecto, aun cuando hay quienes apuntan a que China ya muestra características estructurales de deflación. En su última decisión el PBOC anuncio la renovación de ciertos programas (MLF) pero sin cambiar los tipos. Además, en su última operación de repo inverso (para inyectar una cantidad mínima de liquidez) también dejó inalterado el tipo. Lo cierto es que esperábamos que se materializara la promesa de principios de año de concretar el estímulo monetario. Pero nada de eso ha ocurrido.

**Retórica belicista.** Xi Jinping reiteró su compromiso de obtener el control de Taiwán a través de la reunificación pacífica para 2049. La medida aliviaría la presión sobre la cuestión taiwanesa en el corto plazo, pero Xi también advirtió que China nunca descartará el uso de la fuerza.

### Mercados de capitales y medidas de represión económico-financieras

El presidente Xi incluyó la frase «prosperidad común», término del que Pekín se ha estado sirviendo para acometer una severa campaña de reformas que ha afectado seriamente a sectores clave de la economía, como en particular el tecnológico. La recuperación de este lema hace pensar en una previsible sucesión de intervenciones estatales de corte represivo, sobre todo en empresas privadas que, por su buen desempeño económico, destaque sobre las demás en tamaño y acumulen cierto poder de mercado. Quizás como contrapunto, Xi expresó apoyo al sector privado, aludiendo a la idea de que los mercados «desempeñarán una función clave». Mientras tanto, el regulador del mercado de valores chino (CSRC) anuncio una serie de medidas de apoyo al mercado para contener la fuerte caída bursátil. Entre otras, una propuesta para alentar a empresas cotizadas en bolsa a recomprar acciones propias, además de medidas para reducir limitaciones a la negociación y a operaciones a corto plazo en el extranjero por parte de fondos de inversión colectiva.

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

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR

Renta variable (Shenzhen): INFRAPONDERAR

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

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

### CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

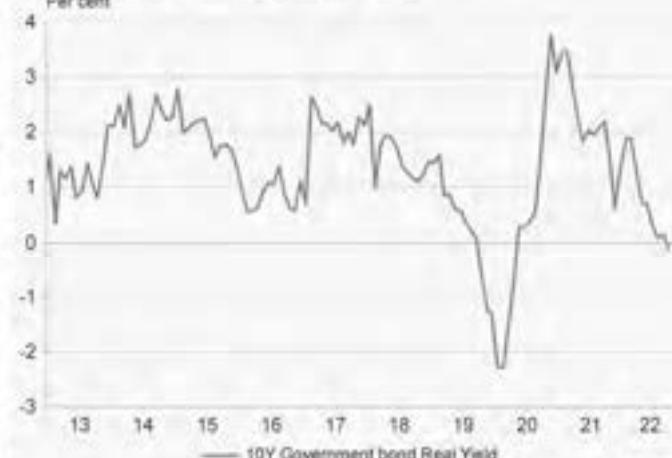
PE LTM



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### China - 10Y Government Bond Real Yield

Per cent



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### USDCNY exchange rate

Spot rate



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Fuente: E...

### JAPÓN

#### El Banco de Japón, inalterado ante la debilidad del yen, refuerza la compra de JBGs

Los inversores internacionales aún son vendedores netos de activos japoneses.

En concreto, vendieron acciones japonesas por un importe neto de 356.000 millones de JPY (cifra revisada de la semana anterior: 408.700 millones de JPY en compras netas), así como deuda japonesa con vencimiento a largo plazo por importe neto de 1.39 trillones de JPY (cifra revisada de la semana anterior: 161.400 millones de JPY en ventas netas).

**Política monetaria: el Banco de Japón aumenta la compra de bonos**

El Banco de Japón (BoJ) aceleró la compra de valores de deuda pública japonesa (JGB); en concreto, incorporó a su balance unos 100.000 millones de JPY en bonos con vencimientos a 10-25 años y 50.000 millones de JPY en bonos con plazos más largos que los de operaciones anteriores. También las compras de bonos con vencimientos de 3 a 10 años superaron los importes inicialmente programados. El rendimiento de los bonos con una duración superior a los 10 años hasta el vencimiento ha aumentado más de 40 pb en los últimos seis meses, cuando el rendimiento del bono a 10 años tan solo lo hizo en 1 punto básico. El gobierno instará al BoJ a considerar el impacto económico de movimientos bruscos del mercado. El documento advirtió que «los temores a una recesión global van a más» y podrían afectar al consumo y al gasto de inversión en capital fijo. Y añadió que el gobierno y el BoJ deberían aplicar una combinación adecuada de medidas de política fiscal y monetaria para prevenir riesgos económicos.

**Tipo de cambio: las autoridades siguen con la intervención verbal del yen**

Según Kyodo, las autoridades reiteraron el lunes que tomarían las medidas necesarias para contener la excesiva volatilidad en el mercado de divisas. Masato Kanda, principal responsable de la política cambiaria, afirmó, como señal de advertencia a los mercados financieros, que estaban dispuestos a responder «adecuadamente» en todo momento al exceso de volatilidad. El ministro de Finanzas, Shunichi Suzuki, declaró a la prensa que no tolerarían una volatilidad excesiva provocada por motivos especulativos y que estaban lista para tomar las medidas oportunas de ser necesario.

La intervención del yen de la semana pasada marcó un récord, estreméndose en 37.000 millones de USD. Según Nikkei, la operación de intervención del viernes pudo haber ascendido a 5,5 billones de JPY (37.000 millones de USD al cambio), según estimaciones basadas en las previsiones por cuenta corriente del BoJ, una cifra muy superior a los 2,6 billones de JPY comprados en septiembre. El BoJ esperaba el martes que la partida «fondos del tesoro y otros» de su cuenta corriente disminuyera en 1,18 billones, cuando a principios de mes preveía que aumentase en 4,3 billones, una diferencia que los agentes del mercado atribuyen a su intervención para comprar yen.

**Coyuntura macroeconómica e inflación: la debilidad del yen es una bendición para el comercio electrónico transfronterizo de Japón**

Nikkei examinó la fortaleza de la demanda internacional online de productos japoneses, señalando que muchas empresas pequeñas están entrando en el mercado para aprovechar la fuerte caída del yen, con la actividad comercial en línea potenciada por el avance de las TI. Cliendo datos de Beeline, las ventas expresadas en yenes aumentaron en el primer semestre un 80% respecto a 2020, y representan 3,7 veces las de hace cinco años, encabezadas por pedidos procedentes del sudeste asiático, Europa y América del Norte. Según el Ministerio de Economía, Comercio e Industria, EE.UU. y China son los mayores mercados de exportación para los productos japoneses. Las ventas en líneas a China alcanzaron los 2,13 billones de JPY (14.370 millones de USD) en 2021, un 10% más que el año anterior, al tiempo que las ventas a EE.UU. crecieron un 26%, hasta los 1,22 billones de JPY.

Las principales empresas japonesas aumentaron la contratación de graduados universitarios por primera vez en cuatro años, atendiendo a la recuperación de la economía tras la crisis pandémica y a una escasez de mano de obra que intensifica la competencia por el talento. Los estudiantes de último año que se gradúan y han aceptado ofertas de trabajo, incluidos aquellos que terminan estudios de posgrado, aumentaron un 5,7% en el año, a 118.079 a 3 de octubre, el segundo mayor aumento de los últimos 10 años tras el del ejercicio fiscal de 2015.

La valoración oficial de la situación económica no ha cambiado. El gobierno, en su informe económico de octubre, no indicó cambios en la evaluación general de moderada recuperación de la economía. Hubo ajustes de detalle: se revisaron a la baja las importaciones para reflejar un aplanamiento en la tendencia tras el crecimiento anterior, y se expresó una mayor convicción en la recuperación del gasto de inversión en capital fijo. El informe reiteró la esperanza de que el BoJ persistirá en su objetivo de alcanzar una inflación del 2% de manera sostenida sin perder de vista las condiciones económicas, de inflación y del mercado financiero. El dato del IPP de septiembre para el sector servicios aumentó un 2,1% interanual tras la cifra revisada del 2,0% del mes anterior.

**Estímulos fiscales: el paquete oficial incorporará medidas de alivio para mitigar el encarecimiento de los suministros públicos**

Según fuentes de Kyodo, el gobierno reducirá la factura eléctrica de los hogares en alrededor del 20% a principios del próximo año en el marco de un paquete económico más amplio que incluirá 25,1 billones de JPY (170.000 millones de USD) de gasto público. NHK sostiene que el paquete podría superar los 29 billones de JPY y que, en conjunto, probablemente alcanzarán los 67,3 billones de JPY una vez incluidos otros desembolsos... y qué podría ser aún mayor si se impusieran las tesis de la coalición gobernante. También se mencionaron los debates actuales sobre la ampliación de los subsidios al gas. En todo caso, el grueso de la financiación tendrá que obtenerse recurriendo a la emisión de deuda pública.

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

Renta variable (N225): NEUTRAL

Deuda soberana: NEUTRAL-INFRAESTRUCTURA (rendimiento objetivo: 0,25%)

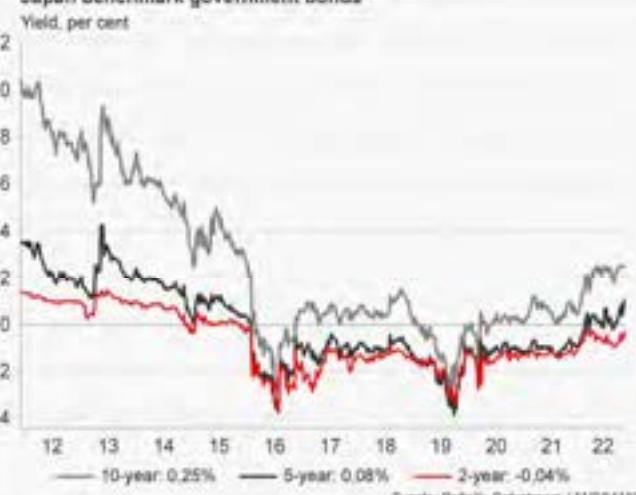
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 128)

Japan Nikkei 225 price / earnings Ratio



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan benchmark government bonds Yield, per cent



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER Index, January 2010 = 100



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

### INDIA

#### «No es la década de la India: es el siglo de la India» (Consejero Delegado de McKinsey)

##### Situación macroeconómica e inflación

El Índice de precios al consumo (IPC) de julio disminuyó al 6,71% desde el 7,01% del mes anterior. La inflación subyacente se mantuvo estable en 6,25%. El índice de precios de los productores (IPP) de junio se moderó al 12,3%.

Las previsiones siguen apuntando a una satisfactoria tasa de crecimiento

La previsión oficial del gobierno de un crecimiento del 8%-8,5% en el ejercicio fiscal 2022-23 nos parece ahora que peca de optimista. Nos inclinamos a pensar que el crecimiento del PIB rondará más bien el 7,2% este año, para moderarse al 6,5% en los ejercicios 2024 y 2025. En cuanto a la inflación, las previsiones son que este año disminuya al 6,8% y, en los años siguientes, al 5,2% y 4,75%.

##### Flujos de capital

Según los últimos datos del banco central (RBI), la posición de reservas de divisas se redujo levemente en el mes a 561.050 millones de USD. La apreciación del dólar estadounidense en el mes (+0,24%) llevó a la rupia a cerrar a 79,46 unidades por dólar (mes anterior: 79,27 rupias/USD). Los inversores extranjeros fueron compradores netos de acciones indias por importe de 6.260 millones de USD, además de compradores netos de valores de renta fija por valor de 540 millones de USD. Por su parte, los residentes vendieron acciones en el mes por un importe neto de 810 millones de USD.

##### Perspectivas para los activos indios

A continuación se resumen los principales argumentos a favor de la renta variable india. India es el país que exhibe la mayor tasa de crecimiento del PIB (previsión del 7,5% para 2022, según las principales instituciones), habiéndose además incorporado al grupo de aquellos países cuyo PIB anual supera los 3 billones de USD, con una renta per cápita similar a la china en 2007. En comparación con las economías desarrolladas, la inflación está controlada, ya que, siendo un país agrícola, tiene el componente alimentario bajo control, al tiempo que los precios de las materias primas son moderados. Según el CEO de McKinsey, «No es la década de la India: es el siglo de la India». Aunque el mercado bursátil se haya recuperado al reducirse los precios mundiales de las materias primas, lo que ha permitido cierta moderación de las expectativas de inflación, las acciones del mercado indio siguen cotizando a niveles de valoración razonables. Esta disminución de la inflación global podría reducir la tendencia actual al alza de los tipos de interés en países desarrollados, y con ello el coste de financiación en moneda extranjera para las empresas de mercados emergentes. Si bien la volatilidad podría seguir afectando en los próximos meses a los mercados bursátiles indios debido a factores globales como la trayectoria de la inflación en todo el mundo y el ritmo de las subidas de tipos de interés en EE.UU., los resultados empresariales previsiblemente seguirán mejorando en India, ya que el entorno de demanda subyacente se mantiene sólido, permitiendo también que las valoraciones continúen siendo razonables. Los fundamentos de la economía india y el potencial de crecimiento a largo plazo mantienen su firmeza y cualquier corrección representaría una oportunidad de entrada atractiva a largo plazo. En el ámbito de la política monetaria, el comité de política monetaria del RBI decidió elevar los tipos de interés 50 pb, algo más de lo que esperaba el consenso del mercado, favoreciendo el fortalecimiento de la rupia. La India cuenta, además, con un sistema bancario muy saneado, con una tasa de morosidad inferior al 2% y niveles de apalancamiento bajos, con colectores de deuda corporativa neta/EBITDA situados en su nivel más bajo desde hace 15 años.

##### El modo en que India afronta la situación geopolítica

India ha elegido una política de autonomía estratégica. Forma parte del "Quad" (EE.UU., Japón, Australia), posee su dependencia militar de Rusia (70% del equipamiento militar) y al hecho de mantener China como importante socio comercial.

##### La razón de futuras valoraciones superiores a las de otros mercados emergentes

Los niveles de valoración en estos mercados se basan fundamentalmente en la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y la sostenibilidad del crecimiento. Por ambas métricas, ROE y crecimiento, las empresas indias superan claramente a sus homólogas, por lo que sus niveles de valoración podrán mantenerse también más altos mientras tal circunstancia continúe. La prima histórica de la India es la clave para evaluar sus niveles de valoración. **Preferencias sectoriales:** Consumo: servicios bancarios y financieros, bienes de consumo duraderos, productos básicos. El sector de las TI está emergiendo, lo que es clave para las empresas multinacionales.

##### Principales riesgos

El riesgo principal reside en que las subidas de los tipos de interés superen con mucho las previstas del consenso. Si los tipos continúan subiendo, las empresas de alto crecimiento con niveles de valoración altos se verán afectadas. Hemos de estar muy atentos a la relación entre el tipo de interés y la inflación. Atendiendo a esto, contar con empresas con modelos de negocio y balances sólidos es clave para el medio plazo.

En cuanto a las expectativas de política monetaria y tipos de interés, en 2022 cabe esperar un incremento de 205 pb, similar al de la Fed, con el RBI retirando liquidez (QT). En la última reunión se esperaba un alza de 40-50 pb en el tipo de referencia (subida que el banco central materializó) y se espera que los tipos superarán el 6% en 2023 (dependiendo de los datos de inflación). No esperamos un recorte de tipos mientras la inflación no se sitúe en el 4%.

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

Renta variable (SENSEX): SOBREPRENDER

Deuda soberana: SOBREPRENDER (rendimiento objetivo: 7,25%)

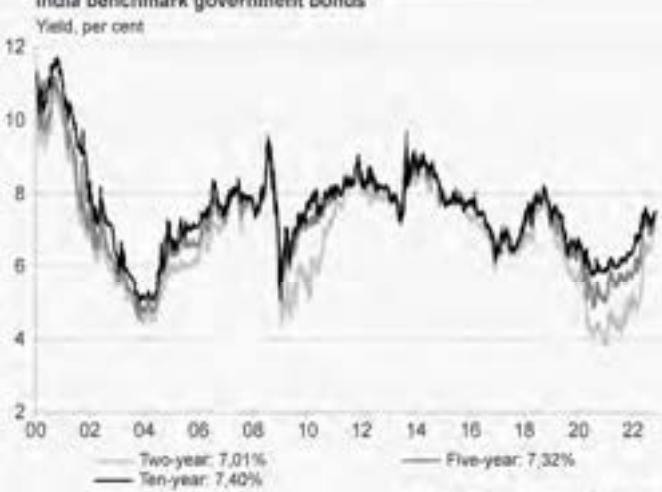
Deuda corporativa: SOBREPRENDER

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 76)

India Datastream index price / earnings



India benchmark government bonds



India broad effective exchange rates





## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 8

### ISRAEL

#### Correcta evolución del PIB y la tendencia del consumo, al tiempo que por fin se enfria el sector inmobiliario

##### Entorno macroeconómico, renta fija y política monetaria

El IPC de septiembre aumentó un 2,0%, con lo que la inflación interanual se mantuvo en el 4,6%. Mientras que la inflación continúa subiendo en el sector servicios, la generada por el lado de la oferta sigue moderándose, una tendencia cuya continuidad esperamos. La próxima sesión del Comité Monetario del banco central se celebrará el 21 de noviembre, tras la publicación del IPC de octubre, que previsiblemente reflejará un nuevo aumento de la inflación interanual hasta cerca del 4,9%. Por tanto, estimamos que los miembros del Comité optarán por subir el tipo de interés en unos 50 pb, hasta alrededor del 3,25%. Recordamos que el gobernador del Banco de Israel, Amir Yaron, aclaró en la última decisión sobre los tipos de interés que la institución tiene como objetivo elevarlos hasta un nivel «superior al 3%», y que el tipo de interés actual (2,75%) ya indica un entorno de tipos de interés restrictivo. La opinión del consenso apunta a que el tipo de interés alcanzará el 3,5% a principios de 2023. En este momento constatamos que los mercados están reflejando plenamente la subida de tipos prevista y descuentan por completo el aumento de la inflación para el próximo año.

Ante una curva de rendimientos plana, nos adherimos a la opinión de que debe mantenerse una duración corta, no superior a los tres años. Otro factor esencial que cabe destacar es el fortalecimiento presupuestario de la economía israelí gracias al marcado aumento de la recaudación fiscal. El superávit del presupuesto estatal en los últimos 12 meses asciende al 0,4%. El importante aumento de la recaudación permite al Gobierno reembolsar deuda, reduciendo con ello el ratio deuda/PIB de la economía, al tiempo que mejora la flexibilidad de la política presupuestaria, lo que confiere a la economía israelí una gran ventaja de cara a afrontar futuras crisis.

##### Renta variable

Tras un dilatado periodo en el que la bolsa israelí superó a la mayoría de mercados extranjeros, septiembre presentó la situación opuesta. El Índice Tel Aviv 125 retrocedió un 3%, liderando las caídas los valores de segundo nivel tras perder más de un 5%. El enfriamiento del mercado inmobiliario, junto al alza de los tipos de interés, repercutió negativamente en las acciones del sector inmobiliario, que cayeron un 6% y convirtieron al sector en uno de los que más dejar que desechar este año, con un descenso acumulado superior al 20%.

En nuestra opinión dos sectores merecen atención especial por su solidez y perspectivas de futuro. El primero es el bancario, que pese a haber perdido un 3% desde principios de año sigue acumulando una revitalización superior a la de los índices de referencia. Parece que la subida de tipos de interés, unida al crecimiento de la actividad económica israelí, seguirá respaldando las acciones de la banca a corto plazo (y también a largo plazo). La mayoría de los bancos cotizan actualmente con múltiplos de capital cercanos a su media de varios años y presentan tasas de rentabilidad sobre el capital (ROE) y de rentabilidad por dividendo muy superiores a las del pasado.

El segundo sector por el que expresamos preferencia es el asegurador, siendo así que las aseguradoras han cambiado considerablemente la naturaleza de su actividad y su estructura operativa en los últimos años. Si bien estas compañías siguen muy expuestas a los mercados de capitales, en los últimos años han diversificado en gran medida sus carteras de inversión y reducido esa exposición (y también la volatilidad inherente a ella). Un ejemplo es la empresa The Phoenix, que tras un largo proceso de reestructuración se convirtió en la mayor compañía de seguros de Israel, y que es en la actualidad nuestra posición favorita.

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

Renta variable (TLV35): SOBREP. (bancos, aseguradoras); INFRAP. (sector inmobiliario)  
Deuda soberana (bono 10 años): duración corta

Deuda corporativa:

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

#### Israel price-to-earning ratio

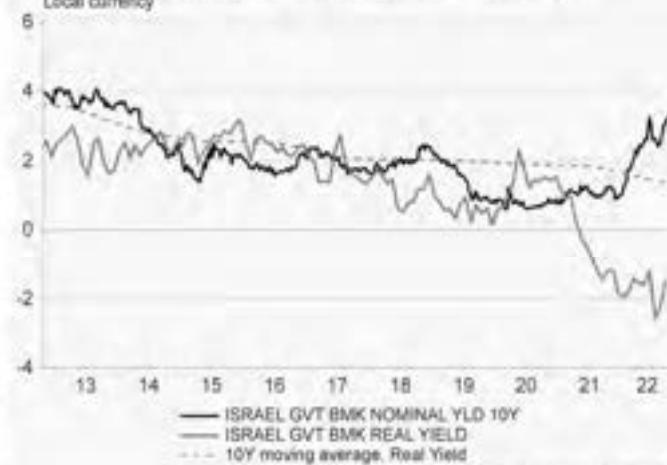
Trading & Forward PE



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 9

### BRASIL

#### Un país dividido

##### La elección ha terminado

Se acabó una elección más de la categoría de clase mundial. El ex presidente de izquierda Lula da Silva (Partido de los Trabajadores, PT) sale victorioso en la segunda vuelta de las elecciones de 2022, con un margen muy estrecho frente al actual presidente de derecha Bolsonaro (Partido Liberal). En nuestra opinión, la transición a un nuevo gobierno podría alimentar posiciones defensivas, aunque en el Congreso vimos un sesgo hacia la derecha en esta elección ya que se han elegido muchos diputados con vínculos con Bolsonaro y/o sus ideas sobre él. Si los simpatizantes de Bolsonaro actúan en oposición acérrima a Lula, el nuevo gobierno tendría mayores dificultades para aprobar proyectos en la Cámara Baja. Sin embargo, si estos partidos se mueven más "al centro", como lo han hecho tradicionalmente, Lula no tendrá mayores problemas para gobernar. La capacidad de negociación política de Lula puede contrarrestar esta situación en el Congreso. De hecho, los mercados reaccionaron positivamente a esto, dado que Lula enfrentará mucha resistencia a cualquier intento de cambiar las políticas económicas hacia la izquierda.

##### Se suspende el ciclo de ajuste monetario. Visión para la moneda

El Copom por unanimidad deja en suspenso el ciclo alcista en el 13,75% de agosto, suplicando vigilancia. Las proyecciones de inflación del IPC del escenario de referencia del Copom ahora son 4,8% en el 23T4, 3,2% en el 24T2 y 2,9% en 2024. Todavía esperamos que el movimiento más probable del Copom para reducir la tasa Selic recién en junio de 2023.

La inflación del IPC de mediados de mes interrumpió dos meses consecutivos de niveles negativos. La inflación IPC de mitad de mes (IPCA15) de octubre subió a 0,16% m/m, en 12 meses anuales el índice se ubica en 6,9% a/a. Vemos una inflación del IPC del 5,7 % en 2022.

Deficit por cuenta corriente sigue empeorando y la inversión extranjera directa sorprende. En el sector externo, la cuenta corriente en septiembre registró un déficit de USD 5.700 millones y la inversión extranjera directa (IED) registró USD 9.200 millones. Los analistas revisaron las proyecciones de déficit de cuenta corriente para 2022 y 2023 en USD 41.000 millones y 43.200 millones, y ahora prevén la IED en USD 77.000 millones y 72.600 millones para 2022 y 2023, respectivamente.

Todavía vemos USDBRL en 5,20 al final de 22. De hecho, durante la semana anterior a la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, el USDBRL se apreció un 2,6%.

##### Mientras tanto, ¿qué está pasando con la economía?

Brasil, especialmente en comparación, se ve bien para el mundo en este momento. El país está creciendo, la inflación está bajando, el déficit fiscal actual está en niveles aceptables, el empleo ha mejorado, la relación deuda/PIB ha retrocedido y la balanza comercial es saludable, entre otros indicadores. Por supuesto, Brasil no ha resuelto ninguno de sus problemas estructurales, pero en un mundo en el que los países desarrollados ahora comienzan a abordar sus problemas posteriores a la Covid, Brasil hizo una cosa bien: el Banco Central de Brasil (BCB) fue muy agresivo en su ciclo de subida de tasas, que inició en marzo de 2021. Llevó tasas de 2,00% a 13,75% en 12 sesiones consecutivas. Ahora, está cosechando los beneficios de ser uno de los primeros países en reducir el estímulo monetario. La pregunta que deben responder tanto Lula como Bolsonaro es cómo continuar impulsando el crecimiento del país en medio de una posible recesión global en el mundo desarrollado, sumada a una desaceleración proyectada en la actividad de su principal socio comercial (China), que podrían sin duda empujar a la baja el precio de las materias primas (principal exportación de Brasil). Además, el próximo año el gobierno tendrá que revertir el estímulo fiscal dado este año, ya que fue aprobado solo para 2022. Teniendo en cuenta la desaceleración mundial y la maniobrabilidad fiscal más estricta, quienquiera que gane las elecciones del 30 de octubre tendrá mucho que hacer en los próximos años.

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

Renta variable (Bovespa): NEUTRAL

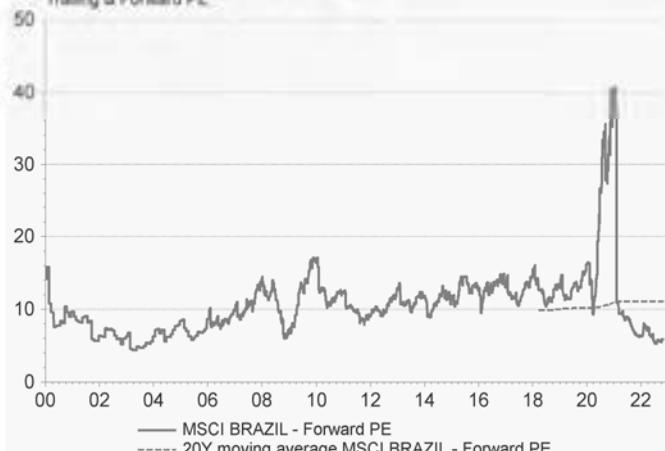
Deuda soberana en divisa local: SOPRENDERAR (rend. obj.: 13%; dif.: 950 pb)

Deuda soberana en USD: SOPRENDERAR (rend. obj.: 6,75%; dif.: 325 pb)

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

#### Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

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

Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

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

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 10

### MÉXICO

#### El banco central mantiene su postura restrictiva; pese a la política de control de precios, la inflación sigue al alza

##### Banco central

Tras elevar el tipo de interés objetivo 75 pb, situando el tipo de política monetaria en el 9,25% en septiembre, el Banco de México (Banxico) mantuvo su postura restrictiva apoyándose en datos económicos como la inflación, cuya tendencia no ha cambiado, con una especial atención a que la política monetaria se acople a las medidas de la Fed. Las perspectivas han cambiado hacia una mayor actuación del banco central, con un nivel terminal del 11% al final del ciclo de endurecimiento. La curva de tipos a plazo ya desciende subidas a principios de 2023. En su último informe trimestral sobre la inflación, la institución monetaria destacó que el tipo real apenas ha superado la zona neutral y que aún hay margen para un mayor endurecimiento monetario. La autoridad también señaló que las perspectivas a largo plazo se han desendrado, habiendo subido en los últimos dos meses.

##### Inflación y actividad

La inflación general se mantuvo en el 8,70% en septiembre, con aumentos en la inflación subyacente, que ha subido a un nivel anual del 8,28%. Las perspectivas a largo plazo según las estimaciones de la institución monetaria (entre cinco y ocho años) han subido desde el 3,50% (cota en la que los niveles se habían mantenido enciñados durante varios años) hasta el 3,70%, aunque, tras las recientes subidas del tipo de referencia por parte de Banxico, no han variado de forma significativa más allá de ese nivel. El nivel estimado para 2022 se ha incrementado, en opinión tanto del banco central como de los analistas privados, hasta niveles superiores al 8%. Dado que la convergencia hacia el objetivo a largo plazo (3%) comenzará a partir del segundo semestre de 2023, este escenario parece optimista. Las perspectivas de crecimiento se han mantenido inalteradas en los últimos meses, y la opinión del consenso de analistas apunta a un 1,7% tanto para 2022 como para 2023.

##### Política económica

A pesar de las cuestionables decisiones políticas sobre la militarización, el estado de derecho, las elecciones y otros temas, el nivel de aceptación de AMLO sigue siendo elevado (56%) y no se han generado riesgos internos. La revisión de los desacuerdos sobre cuestiones comerciales en el tratado T-MEC con Canadá y Estados Unidos se resolverán en diciembre. Todavía no se descarta que se apliquen sanciones por competencia desleal por parte de México.

##### Mercados financieros

Renta variable: Los informes de resultados trimestrales hicieron las veces de catalizador, se ajustaron a las expectativas, pero con sorpresas en el sector financiero y el de consumo básico que se suman a unos niveles de valoración atractivos. Los principales riesgos son la subida de tipos asociada a una política monetaria restrictiva (apreciación del peso) y la incertidumbre que podría generar el asunto del tratado T-MEC. Cotización objetivo a 12 meses: 61.800 puntos (frente a los 46.900 actuales).

Renta fija y tipos de cambio: El diferencial entre los bonos en pesos y los bonos del Tesoro (a 10 años) se ha mantenido en un rango de 500-550 pb. Consideramos que la curva podría seguir acentuando su inversión en caso de ir a más la probabilidad de que EE.UU. entrese en recesión. Podríamos plantearnos una entrada táctica a la duración de la curva en pesos con un retorno al diferencial de 600 pb, que seguiría siendo nuestro nivel central para finales de 2022. Con el mismo razonamiento, con respecto al bono en dólares, el diferencial volvió a 160 pb, que es también nuestro nivel de cierre estimado debido al aumento de los tipos en dólares, lo que ha reducido el atractivo del activo en vista de la expectativa de un nivel de cierre por encima de 180 pb. El peso sigue siendo una de las monedas más fuertes del año frente al dólar tras las decisiones de política monetaria de la Fed y de Banxico. La moneda local volvió a caer por debajo de las 20 unidades por dólar, aunque el cambio no estuvo exento de cierta volatilidad. Nivel de cierre de 21 para operaciones de cambio mayoristas.

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

Renta variable (IPC México): SOBREPODERAR

Deuda soberana en divisa local: SOPREPODERAR (rend. obj.: 9,30%; dif.: 580 pb)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL (rend. obj.: 5,40%; dif.: 190 pb)

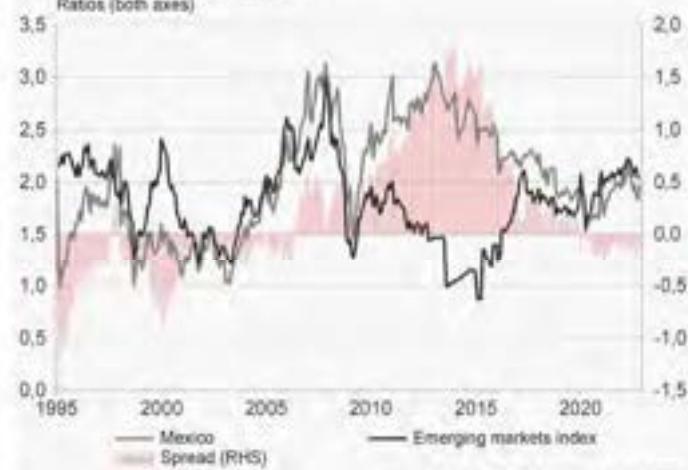
Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPODERAR (objetivo a medio plazo: 21)

Mexico MSCI Index price-to-earning  
Trailing & Forward PE



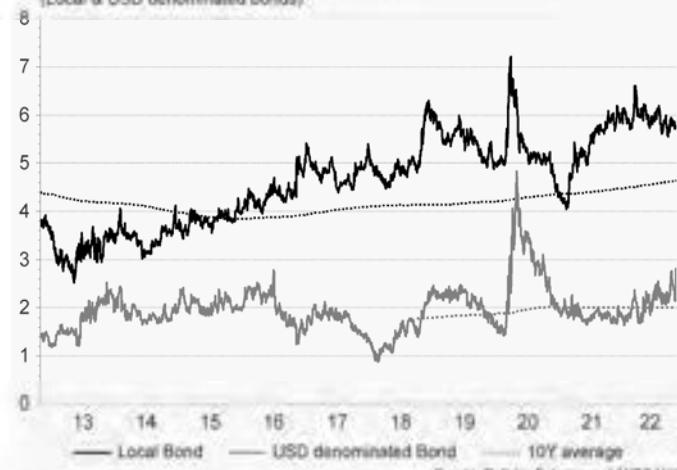
Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio  
Ratios (both axes)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST  
(Local & USD denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 11

### ARGENTINA

#### Una golondrina no hace verano

##### FMI: un voto de confianza y una advertencia

El Directorio Ejecutivo del FMI aprobó la segunda revisión del marco del Servicio Ampliado (EFF) a favor de Argentina, permitiendo de ese modo acceder al desembolso de 3.800 millones de USD. El Consejo del FMI mencionó que las medidas del nuevo equipo económico eran fundamentales para estabilizar los mercados, reponer las reservas y reducir la intervención del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en los mercados de futuros y deuda pública. Por otro lado, señaló que las mayores restricciones en relación con el uso de divisas y la política temporal del «dólar soja» van en contra de las condiciones de mercado deseadas en el EFF.

La revisión hizo hincapié en la necesidad de unas «políticas macroeconómicas prudentes y una implementación firme» en un contexto de reservas de divisas en cotas reducidas, una inflación que se acerca a los tres dígitos, múltiples controles de divisas y un mercado de deuda nacional que depende parcialmente de la intervención del BCRA. Todos los objetivos cuantitativos relevantes se habían cumplido, incluso los relativos a las reservas internacionales, que parecían imposibles de alcanzar y se superaron al final del periodo.

##### Reservas: es hora de mantener lo que se ha conseguido

La política del «dólar soja» (200 ARS para las ventas de soja en septiembre) permitió realizar liquidaciones por encima de los 8.000 millones de USD, superando el objetivo inicial de 5.000 millones de USD. Esto, sumado a la disminución en los pagos energéticos durante el mes (500 millones de USD frente a una media de 1.000 millones de USD en los tres meses anteriores), permitió al BCRA comprar 5.000 millones de USD en el mercado de divisas al sector privado. Así, el Gobierno consiguió cerrar el trimestre con una posición de reservas internacionales netas de 4.000 millones de USD, superando el objetivo del FMI para el periodo. Ahora los productores tienen exceso de ARS y los rendimientos agrícolas han menguado por la sequía que afecta al sector por tercer año consecutivo. En consecuencia, parece probable que los ingresos agrícolas se reduzcan durante el resto del año. De hecho, en los primeros cinco días posteriores al fin de la política del «dólar soja» el BCRA ya vendió 277 millones de USD.

Algunos pensaron que el objetivo del «dólar soja» era acumular reservas suficientes para devaluar el peso argentino, pero Massa descartó esa teoría al afirmar que ese cambio de divisa aumentaría la pobreza en 20 puntos. Para evitar la pérdida de reservas, el Gobierno anunció nuevas restricciones a las importaciones (las mercancías sujetas a autorización gubernamental discrecional pasaron del 28% al 46%) y se puso en marcha un nuevo sistema para mejorar los controles. El tipo de cambio para el gasto turístico se incrementó hasta rondar el del dólar CCL (actualmente por encima de 300 ARS). El Gobierno consiguió finalmente un préstamo de 700 millones de dólares del BID para reducir el déficit presupuestario, promover la estabilidad de los precios y garantizar la sostenibilidad de la deuda.

##### Inflación: una agradable sorpresa

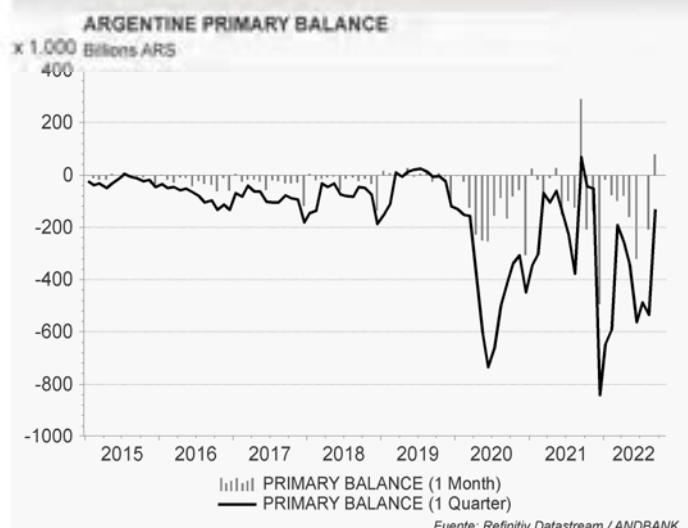
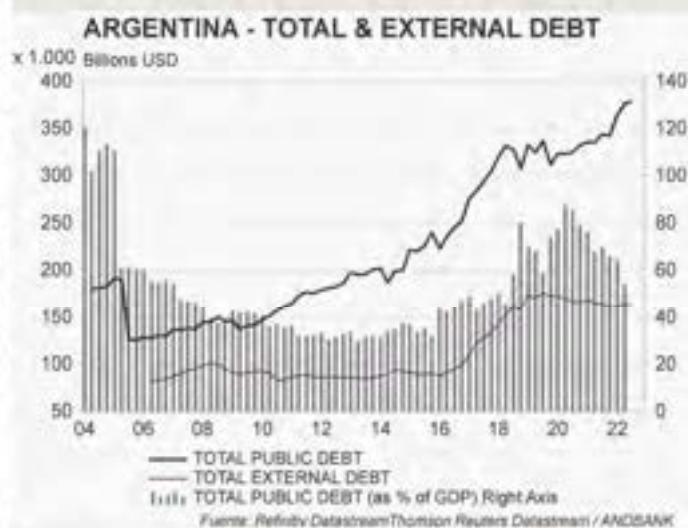
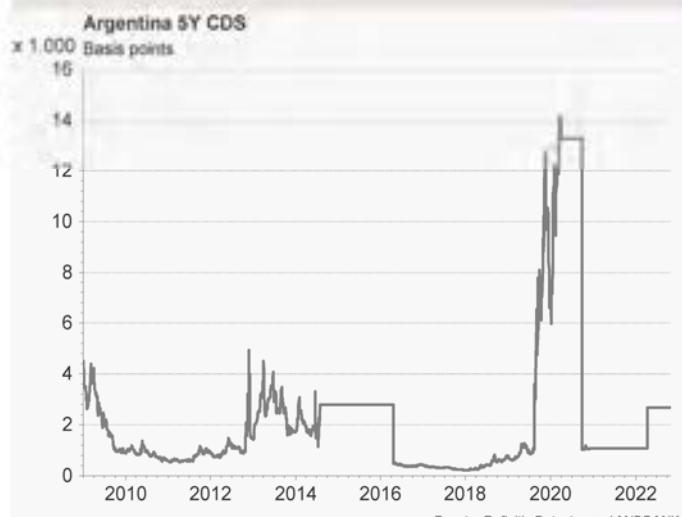
El mercado esperaba un IPC para septiembre del 6.7%, pero la cifra fue del 6.2% mensual, por debajo del 7% de agosto. Con ello, la inflación anual alcanzó el 83% interanual, la cifra más elevada en tres décadas. La inflación subyacente descendió significativamente hasta el 5.5% (frente al 6.8% de agosto) y los precios regulados alcanzaron el 4.5% mensual (frente al 6.3% anterior) después de que la subida de las tarifas de los suministros públicos anunciada para septiembre se pospusiera a octubre. Como resultado de la cifra de inflación mensual, el BCRA mantuvo su tipo de política monetaria inalterado en el 75%.

Para los meses siguientes, la dinámica de los precios es preocupante. Al objeto de cumplir los objetivos de déficit presupuestario ya se han anunciado ajustes en los suministros públicos, el transporte público y la gasolina, entre otros. Además, cabe esperar que se produzcan nuevas subidas salariales en un contexto en el que algunos sindicatos ya han acordado ajustes al nivel del 100%, con un Gobierno comprometido con la recuperación de los salarios reales. La encuesta REM del BCRA apunta ahora a una inflación del 100.1% para finales de 2022, mientras que el FMI la sitúa en el 95%. La previsión es que el nivel mensual se mantenga en una cota igual o superior al 7% durante el resto del año.

##### 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 2022: 175)



## RENTA VARIABLE

Página 12

### ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

#### Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2022	Projected EPS 2023	Projected EPS Fyr 12 months	Projected EPS Growth 2022	Projected EPS Growth 2023	Implicit PE Next 12 months	E [PE] ltm Next 12 months	INDEX CURRENT PRICE	Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Strategy	Exit Point
USA S&P 500	225,0	235,0	233	7,7%	4,44%	16,11	16,00	3.760	3.735	-0,7%	MW	4.108
Europe - Stoxx Europe 600	32,0	31,5	31,6	9,4%	-1,56%	12,93	12,00	408	379	-7,2%	MW	417
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	33,0	32,4	2,5%	13,79%	12,02	12,00	389	388	-0,1%	MW	427
Spain IBEX 35	634,0	725,0	711	1,8%	14,35%	11,03	11,00	7.840	7.816	-0,3%	MW	8.598
Mexico IPC GRAL	4.000	4.200	4.168	10,6%	5,00%	12,20	13,00	50.865	54.187	6,5%	OW	59.606
Brazil BOVESPA	15.000	15.000	15.000	4,1%	0,00%	7,80	8,00	116.929	120.000	2,6%	MW	132.000
Japan NIKKEI 225	1.810	1.894	1.881	3,7%	4,64%	14,71	16,00	27.663	30.090	8,8%	MW	33.099
China SSE Comp.	300,0	325,0	321	28,2%	8,33%	9,34	9,00	2.998	2.889	-3,6%	MW	3.178
China Shenzhen Comp.	110,0	130,0	127	13,4%	18,18%	15,51	15,00	1.967	1.902	-3,3%	MW/OW	2.093
India SENSEX	2.760	3.236	3.160	18,8%	17,25%	19,25	21,00	60.836	66.368	9,1%	OW	73.004
Vietnam VN Index	105,1	134,6	130	19,5%	28,04%	7,85	9,00	1.020	1.169	14,6%	OW	1.286
Taiwan SE Weighted Index	1.423,0	1.425,0	1.425	12,3%	0,14%	9,12	9,00	12.987	12.822	-1,3%	MW/OW	14.104
MSCI EM ASIA	47,2	53,6	53	8,3%	13,38%	8,63	9,00	453	473	4,3%	OW	520

ANDBANK ESTIMATES

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





## MATERIAS PRIMAS

Página 13

### ENERGÍA – PETRÓLEO

#### **Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 75-95 USD/barril**

(Comprar por debajo de 75USD; vender por encima de 95 USD.)

#### Factores a corto plazo

**(Factor alcista para el precio)** – La vulnerabilidad de los países occidentales aumenta, habiendo señalado la Agencia Internacional de la Energía (AIE) que sus miembros siguen recurriendo activamente a liberar reservas. Según Platts, un funcionario de la AIE indicó que, si bien el grueso de las liberaciones de reservas a que se había comprometido los miembros se realizaron a finales de octubre, las «acciones colectivas continúan activas». En plena preocupación por una severa disrupción en invierno, el gobierno de Biden se plantea ampliar la reserva de combustible de emergencia de Nueva Inglaterra, apenas utilizada, desde sus niveles actuales en torno al millón de barriles. El artículo señala que están considerándose diversas opciones, entre otras solicitar al Congreso que levante el tope máximo legal a los volúmenes permisibles de reservas. Por su parte, el consejo de gobierno de la AIE ha pedido a los participantes que se abstengan de reponer existencias. El funcionario añadió que, no obstante las importantes liberaciones de reservas de emergencia, los niveles totales de existencias para el conjunto de los miembros de la AIE seguían siendo elevados.

**(Factor alcista para el precio)** – Últimas noticias de la conferencia del Future Investment Initiative (FII) en Arabia Saudita. Al-Jadaan, ministro de Finanzas de Arabia Saudita, hizo hincapié en que la transición hacia las energías limpias podría llevar 30 años y que requeriría continuar invirtiendo en combustibles fósiles. Por su parte, Mnuchin, ex secretario del Tesoro de EE.UU., advirtió que EE.UU. podría haber entrado ya en recesión y que podría llevar dos años controlar la inflación.

**(Factor alcista para el precio)** – Birol, Director de la AIE, afirma que el mundo afronta su primera crisis energética global. Durante la Semana Internacional de la Energía, celebrada en Singapur, Birol sostuvo que los recortes en el suministro de petróleo y el tensionamiento de los mercados de GNL han provocado la primera crisis energética verdaderamente mundial, añadiendo que la reciente decisión de la OPEP+ de reducir sus objetivos de producción en 2 millones de bpd era «particularmente arriesgada». Con todo, Birol también señaló que los miembros de la AIE aún cuentan con abundantes reservas que cabe liberar en caso de interrupciones del suministro. Agregó que, aunque las potencias occidentales se apresten a imponer un límite superior al precio del crudo ruso, el mundo aún necesitará que el petróleo ruso fluya en un 80-90% para satisfacer la demanda mundial.

**(Factor alcista para el precio)** – EE.UU. resta fuerza a los planes para imponer un límite de precio al petróleo ruso. Según Bloomberg, las autoridades estadounidenses están reduciendo los planes para imponer un tope superior al precio internacional de las exportaciones de crudo ruso dado el escepticismo de los inversores y crecientes riesgos en los mercados financieros. El artículo afirma que, con miras a limitar los ingresos que Rusia pudiera obtener de las exportaciones, una versión anterior del plan proponía fijar el límite en 40-60 USD por barril, pero que ahora está considerándose un precio próximo al extremo superior de tal rango, cuando no por encima, pese a que la UE estima que eso aún permitiría a Rusia obtener ingresos considerables del petróleo. El artículo también señaló que en EE.UU. se considera cada vez más creíble la amenaza de Putin de rehusar vender a cualquier país participante en un plan establecido por EE.UU. y la UE para limitar los precios, y que la UE siente frustración por que EE.UU. no quiera soportar las consecuencias económicas de fijar tal tope. La Casa Blanca declaró que mantiene el rumbo, habiéndose rechazado desde el Tesoro las alegaciones de Bloomberg de que EE.UU. estaría reduciendo los planes para imponer tal límite al precio del crudo ruso, declarando que EE.UU. aplicará un límite eficaz. Si bien aún no se ha decidido un rango de precios, se podría establecer un límite en torno a 63-64 USD/barril, lo que estaría en línea con medias históricas. Y añadió que el Banco Mundial ya advirtió que un tope de precios por parte del G-7 era un mecanismo no probado que podría requerir para su éxito la participación de países de mercados emergentes y economías en desarrollo.

**(Factor bajista para el precio)** – La crisis del diésel en EE.UU. podría ir a más. Las reservas estadounidenses de diésel están en su nivel estacional mínimo y los proveedores del noreste ya están racionando el suministro. Hay señales de que la escasez se extiende al sureste, donde un proveedor ya requiere avisar con 72 horas de antelación para suministrar en lo que ha caracterizado como un «rápido deterioro» de las condiciones. Van en camino suministros adicionales a los mercados afectados, pero podrían tardar algún tiempo en llegar.

**(Factor bajista para el precio)** – El fueloil ruso se acumula en tanques flotantes frente a Singapur. Aproximadamente 1,1 millones de toneladas de fueloil con alto contenido en azufre (HSFO) estaban almacenados en petroleros anclados frente a Singapur y Malasia en la semana que finalizó el 24 de octubre. Según el artículo, esa zona se usa a menudo para realizar trasvases entre buques, lo que podría facilitar ocultar el origen de los cargamentos. Y añade que la entrada de productos rusos en los mercados asiáticos ha afectado a la demanda y a las ganancias de las actividades de refino.

**(Factor bajista para el precio)** – El presidente Biden reiteró su demanda de aumentar responsablemente la producción de petróleo y gas en EE.UU. Biden destacó las recientes bajas en los precios medios de la gasolina (una caída de 1,25 USD/galón desde el verano), pero también reiteró su demanda de repercutir cada vez más a los consumidores los ahorros, pidiendo a las compañías petroleras que reduzcan el precio de la gasolina y eleven responsablemente la producción de petróleo y gas en EE.UU. La industria petrolera sigue siendo reacia a acceder a estas demandas, alegando la actual inestabilidad geopolítica y la disminución en la capacidad de refino de EE.UU. Los precios de la gasolina en EE.UU. han seguido cayendo y no están lejos de los niveles anteriores a la invasión rusa de Ucrania en febrero.

#### Factores a largo plazo

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

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

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



## MATERIAS PRIMAS

Página 14

### METALES PRECIOSOS – ORO

#### **Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.700-1.900 USD/onzá**

(Comprar por debajo de 1.700 USD; vender por encima de 1.900 USD.)

#### **Factores positivos para el oro**

**El oro está barato respecto al paladio.** La ratio oro/paladio aumentó a 0,75, aún muy por debajo de su media de 20 años de 1,85x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio... o que el paladio está incluso más caro que el oro.

#### **Factores negativos para el oro**

**El oro dejará de ser el único activo antifrágil.** El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro estadounidense (UST). Los inversores siempre han de realizar el ejercicio de decidir qué activo antifrágil mantendrán en sus carteras para protegerse de la inestabilidad en los mercados financieros, perturbaciones de oferta o demanda, 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, u otros bonos soberanos computables en recursos propios básicos como «capital de Nivel 1») 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 calidad de activo antifrágil ante una perturbación.

En este sentido, hemos de decir que hasta ahora considerábamos ilimitada la oferta de UST, lo que favorecía al oro como activo antifrágil por excelencia. Sin embargo,iendo el proceso de ajuste cuantitativo (QT) a marchas forzadas, ya no nos parece que exista tal ilimitación; antes bien, una vez conocidas las intenciones de la Fed, prevemos una oferta muy limitada en comparación con la fuerte demanda que pude haber de UST (demanda típica de otros bancos centrales en un entorno de recuperación y expansión económica). Por esa razón el UST puede volver a destronar al oro e imponerse como activo antifrágil preferido, lo que son malas noticias para el oro. Ahora bien, esto no quita para que la oferta de oro también continúe siendo muy limitada durante la próxima década.

**Los fuertes rendimientos negativos de los bonos, que conferían atractivo al oro, 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 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 ni rendimientos.

**El oro está caro respecto a la plata.** La ratio Oro/Plata se redujo a 84,12x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,32 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con la plata. 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 1.331 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio, que se elevó a 18,31x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,49 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a largo plazo para el petróleo WTI de 70 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.294 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,2847 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 1.282 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.103 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.417 USD/onzá.

**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 periodo 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 su impulso, y también porque la posibilidad de una subida de tipos de interés se ha vuelto más probable con el inminente inicio por parte de la Fed de una moderación gradual del nivel de liquidez (*tapering*).

**- Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo MEDIO).** Aunque hace apenas unos meses parecían impensables subidas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, la posibilidad cobra creciente plausibilidad cada día que pasa.

**- Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo MEDIO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente, provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (negativo para el oro). Con una visión a más largo plazo, no prevemos un salto en el saldo por cuenta corriente que impulse drásticamente al USD. Más bien, el saldo (déficit) podría permanecer estable alrededor del 2% del PIB y mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que podría terminar con el mercado alcista del oro. Sin embargo, una Fed más decidida en su estrategia de salida (*tapering*) 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. En la década 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 oro. En cambio, en la década 2011-2020 el grueso de la riqueza mundial se ha generado en EE.UU. (por personas con escaso interés en el oro), y con un crecimiento en mercados emergentes mucho más moderado. Si estos volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos una opinión clara sobre Asia, lastrada como está por una China absorta en una especie de nihilismo existencial.



## DIVISAS

Página 15

### TIPOS DE CAMBIO

### Análisis de flujos y objetivos fundamentales

*Outlook (para cada moneda respect al USD) de acuerdo a criterios tecnicos de Altman's Z y objetivos fundamentales.*

**USD vs All:** Z-Score Analysis: Neutral view for the US dollar in the short-term.

**EM Currencies:** Z-Score Analysis: Neutral view for the EM currencies in the short-term.

**EUR-USD:** Fundamental Target 0.975 (Buy USD at 1.00. Sell at 0.95) // Z-Score Analysis: Neutral to the EUR in the ST

**USD-JPY:** Fundamental Target 135; **EUR-JPY:** Target 132 // Z-Score Analysis: Neutral to the JPY vs the USD

**GBP-USD:** Fundamental Target 1.17; **EUR-GBP:** Target 0.83 // Z-Score Analysis: Slightly Favorable view on the GBP vs the USD

**USD-CHF:** Fundamental Target 0.95; **EUR-CHF:** Target 0.93 // Z-Score Analysis: Slightly Negative view on the CHF vs the USD

**USD-BRL:** Fundamental Target 5.20; **EUR-BRL:** Target 5.07 // Z-Score Analysis: Negative view on the BRL vs the USD

**USD-MXN:** Fundamental Target 21; **EUR-MXN:** Target 20.5 // Z-Score Analysis: Slightly Favorable to the MXN vs the USD

**USD-ARS:** Target 175, Negative on the ARS

**USD-INR:** Target 80, Neutral on the INR

**CNY:** Target 6.65. Neutral on the CNY

**RUB:** Neutral view on the RUB vs USD

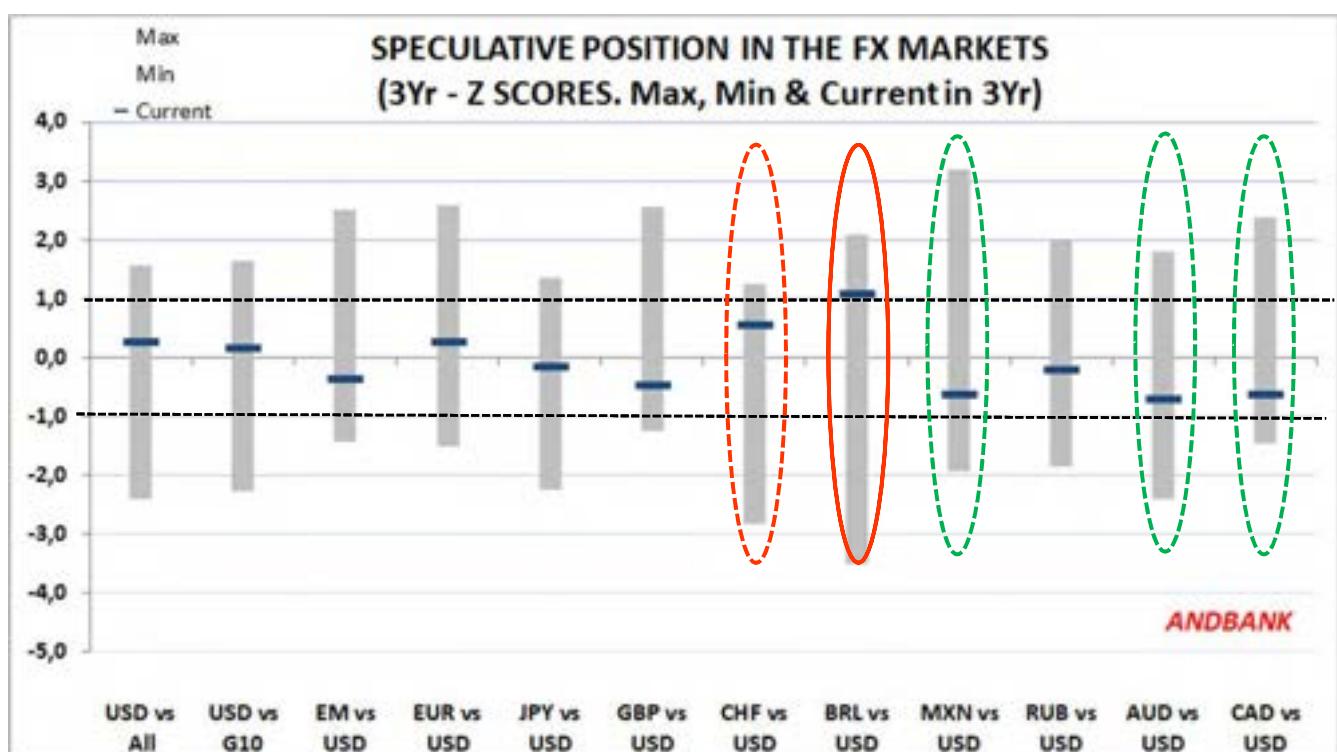
**AUD:** Slightly Favorable view on the AUD

**CAD:** Slightly Favorable view on the CAD

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

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency	Change vs last month	3-yr Max	3-yr Min	3-yr Avg	Current Z-score
	(Bn \$)	(Bn \$)	(Bn \$)	(Bn \$)	(Bn \$)	
USD vs All	8,69	-2,36	32,1	-28,2	4,0	0,26
USD vs G10	9,55	-1,42	32,7	-25,4	6,5	0,17
EM	0,87	0,94	3,9	-0,8	1,4	-0,36
EUR	9,33	5,16	23,4	-8,6	6,7	0,27
JPY	-8,67	-1,60	0,6	-15,0	-8,0	-0,16
GBP	-3,43	0,47	4,3	-6,5	-2,1	-0,46
CHF	-1,42	-0,55	0,2	-6,0	-2,3	0,55
BRL	0,55	-0,08	1,0	-0,8	0,0	1,09
MXN	0,32	1,02	3,3	-0,9	1,1	-0,62
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	-0,20
AUD	-3,29	-0,58	6,1	-5,2	-1,0	-0,70
CAD	-1,33	-1,49	6,1	-5,0	0,3	-0,62

ANDBANK



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



## TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 16

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate of Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Equity	USA - S&P 500	-0,8%	-21,1%	3.760	3.735	-0,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	1,4%	-16,2%	409	379	-7,2%
	Euro Zone - Euro Stoxx	1,8%	-18,8%	389	388	-0,2%
	SPAIN - IBEX 35	1,8%	-10,1%	7.838	7.816	-0,3%
	MEXICO - MXSE IPC	10,5%	-4,5%	50.865	54.187	6,5%
	BRAZIL - BOVESPA	0,6%	11,5%	116.929	120.000	2,6%
	JAPAN - NIKKEI 225	2,5%	-3,9%	27.663	30.090	8,8%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-0,9%	-17,6%	2.998	2.889	-3,6%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	2,9%	-22,2%	1.967	1.902	-3,3%
	INDIA - SENSEX	4,8%	4,4%	60.836	66.368	9,1%
Fixed Income	VIETNAM - VN Index	-5,4%	-31,4%	1.020	1.169	14,6%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-3,4%	-32,0%	453	657	44,9%
Core countries	US Treasury 10 year Govie	-4,1%	-20,1%	4,19	3,50	9,7%
Peripheral	UK 10 year Gilt	3,5%	-19,1%	3,45	3,75	1,0%
	German 10 year BUND	-2,7%	-19,4%	2,22	2,25	2,0%
	Japanese 10 year Govie	-0,1%	-1,4%	0,24	0,25	0,2%
Fixed Income Credit	Spain - 10yr Gov bond	-2,0%	-21,7%	3,31	3,25	3,8%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	-1,4%	-25,0%	4,40	4,65	2,4%
	Portugal - 10yr Gov bond	-2,1%	-21,5%	3,19	3,25	2,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	-2,7%	-19,8%	2,72	2,75	2,5%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,2%	-26,1%	4,64	4,75	3,7%
	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,4%	-2,1%	116,19	120	2,8%
EM Europe (Loc)	Credit EUR HY-Itraxx Xover	2,8%	-7,2%	533,60	550	6,6%
	Credit USD IG - CDX IG	0,7%	-1,2%	88,73	90	5,3%
	Credit USD HY - CDX HY	2,2%	-4,5%	509,60	475	10,6%
	Turkey - 10yr Gov bond (local)	5,0%	113,9%	11,11	12,00	4,0%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-5,0%	9,90	14,00	-22,9%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	-2,8%	7,34	6,75	12,1%
Asia (Local currency)	India - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	-2,9%	7,48	7,25	9,3%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-3,3%	-17,4%	7,39	7,25	8,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,6%	3,1%	2,67	2,75	2,0%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	-3,1%	4,33	5,25	-3,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-1,6%	-8,3%	3,11	4,00	-4,0%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	-13,1%	3,46	4,25	-2,9%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-1,3%	-13,9%	4,12	5,00	-2,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,7%	-8,0%	1,76	2,75	-6,2%
	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-1,5%	-11,6%	9,80	9,30	13,8%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	-2,8%	-24,6%	6,56	5,40	15,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	0,2%	-3,2%	11,77	12,50	5,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,3%	-13,3%	6,80	6,75	7,2%
	Oil (WTI)	2,3%	17,6%	88,5	100,00	13,0%
Fx	GOLD	-6,2%	-11,5%	1.618,4	1.800	11,2%
	EURUSD (price of 1 EUR)	-2,5%	-14,3%	0,974	0,975	0,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-2,0%	-16,9%	1,12	1,17	4,0%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,5%	3,1%	0,87	0,83	-3,7%
	USDCHF (price of 1 USD)	3,5%	11,1%	1,01	0,95	-6,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,9%	-4,8%	0,99	0,93	-6,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	2,9%	28,8%	148,28	135,00	-9,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,3%	10,3%	144,41	131,63	-8,9%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,1%	-3,7%	19,74	21,00	6,4%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-3,6%	-17,5%	19,20	20,48	6,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,7%	-7,7%	5,14	5,20	1,1%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-3,1%	-20,9%	5,01	5,07	1,2%
	USDARS (price of 1 USD)	6,1%	53,5%	157,59	175,00	11,0%
Commodities	USDINR (price of 1 USD)	1,8%	11,3%	82,89	80,00	-3,5%
	CNY (price of 1 USD)	2,8%	15,1%	7,31	7,50	2,5%

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

UPWARD REVISION

DOWNTWARD REVISION

## AVISO LEGAL

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.