

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Junio de 2024

Opinión  
Corporativa  
*Junio 2024*

¿El fin de la era  
del libre  
comercio? Las  
Consecuencias  
imprevistas  
podrían ser de  
largo alcance



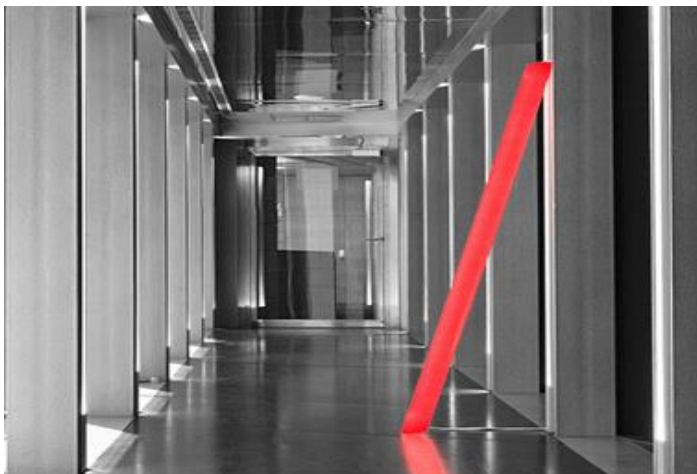
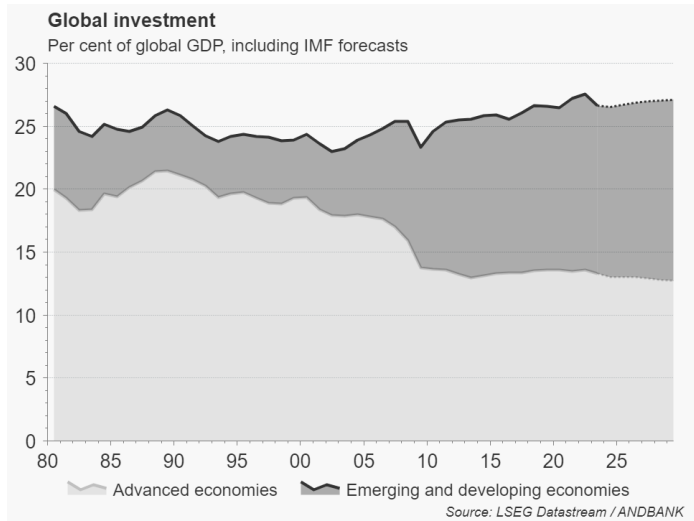
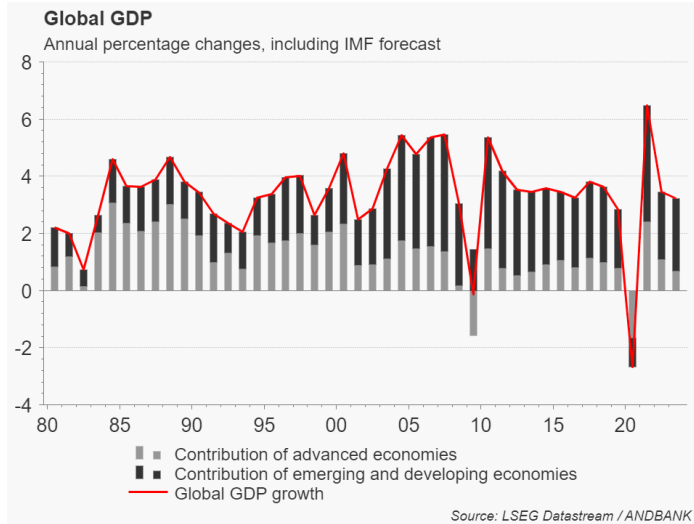
**Alex Fusté**  
Chief Global Economist  
+34 673 041 058  
[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)  
[@AlexfusteAlex](https://www.instagram.com/AlexfusteAlex)

Imagen creada por Andbank, con  
uso de Inteligencia Artificial

## RESUMEN EJECUTIVO

### GRAFICOS DEL MES

#### Remodelando la Economía Mundial



### RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	5.285	5.112	-3,3%	MW-UW
Europe - Stoxx Europe 600	520	514	-1,2%	OW
Spain IBEX 35	11.422	10.935	-4,3%	MW
Mexico IPC GRAL	53.761	58.323	8,5%	MW
Brazil BOVESPA	122.290	140.952	15,3%	MW-OW
Japan NIKKEI 225	38.923	42.180	8,4%	OW
China SSE Comp.	3.078	3.065	-0,4%	UW
China Shenzhen Comp	1.719	1.718	-0,1%	UW
India SENSEX	76.469	84.257	10,2%	OW
Vietnam VN Index	1.280	1.471	14,9%	OW
MSCI EM ASIA	571	610	6,9%	OW

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

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	1,0%	-2,7%	4,41	4,50	3,7%
UK 10 year Gilt	0,3%	-4,1%	4,23	4,50	2,1%
German 10 year BUND	-0,4%	0,9%	2,58	2,50	3,2%
Japanese 10 year Govie	-1,2%	-5,0%	1,06	1,25	-0,5%
Spain - 10yr Gov bond	0,0%	-1,3%	3,30	3,50	1,7%
Italy - 10yr Gov bond	-0,2%	0,0%	3,88	4,10	2,1%
Portugal - 10yr Gov bond	0,1%	-2,1%	3,15	3,10	3,5%
Ireland - 10yr Gov bond	-23,5%	-23,5%	2,94	2,90	3,3%
Greece - 10yr Gov bond	-0,3%	-3,2%	3,58	4,25	-1,8%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,4%	2,1%	52,06	75	3,6%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	1,1%	3,5%	295,33	450	2,1%
Credit USD IG - CDX IG	0,5%	2,8%	50,42	75	5,4%
Credit USD HY - CDX HY	1,0%	4,5%	333,92	450	5,5%

### RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	12,6%	-7,3%	25,78	25,00	32,0%
Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,6%	-16,1%	14,93	25,00	-65,6%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	-0,8%	6,89	6,00	14,0%
India - 10yr Gov bond (local)	2,2%	4,9%	6,94	6,25	12,5%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	2,5%	-2,7%	6,64	5,75	13,7%
China - 10yr Gov bond (local)	0,0%	3,2%	2,31	1,75	6,7%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,7%	0,3%	3,89	3,25	9,0%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	0,2%	2,77	2,00	8,9%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,6%	-3,8%	3,31	3,40	2,6%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,9%	-1,6%	3,45	3,50	3,0%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,8%	-2,8%	1,59	2,65	-6,9%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,6%	-3,1%	9,73	9,75	9,6%
Mexico - 10yr Govie (USD)	1,1%	-1,7%	6,05	6,25	4,5%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,1%	-8,2%	11,82	11,50	14,4%
Brazil - 10yr Govie (USD)	0,4%	-2,3%	6,49	7,00	2,4%

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	-4,6%	4,0%	74,5	80,00	7,3%
GOLD	1,8%	13,6%	2.343,0	2.100	-10,4%
EURUSD (price of 1 EUR)	1,1%	-1,5%	1,087	1,05	-3,4%
GBPUSD (price of 1 GBP)	1,8%	0,3%	1,28	1,29	0,9%
EURGBP (price of 1 EUR)	-0,7%	-1,8%	0,85	0,81	-4,3%
USDCHF (price of 1 USD)	-1,0%	6,6%	0,90	0,87	-3,0%
EURCHF (price of 1 EUR)	0,1%	5,0%	0,98	0,91	-6,3%
USDJPY (price of 1 USD)	2,1%	10,7%	156,21	140,00	-10,4%
EURJPY (price of 1 EUR)	3,2%	9,1%	169,84	147,00	-13,4%
USDMXN (price of 1 USD)	3,1%	3,1%	17,48	18,50	5,8%
EURMXN (price of 1 EUR)	4,2%	1,7%	19,00	19,43	2,3%
USDBRL (price of 1 USD)	3,0%	7,7%	5,22	5,00	-4,3%
EURBRL (price of 1 EUR)	4,1%	6,1%	5,68	5,25	-7,6%
USDARS (price of 1 USD)	2,0%	10,9%	896,50	1.000	11,5%
USDINR (price of 1 USD)	-0,3%	-0,1%	83,10	82	-1,0%
CNY (price of 1 USD)	0,0%	2,0%	7,24	7,50	3,6%



## EE.UU.

### Precios y mercado laboral facilitan las cosas a la Fed, pero las materias primas pueden complicar la situación

#### Reserva Federal: previsión de un recorte de 50-75 pb en los tipos oficiales

La Reserva Federal (Fed) decidió mantener su rango de tipos de referencia en 5,25%-5,50%, donde lleva desde julio de 2023. El comunicado que emitió tras la reunión su Comité de Política Monetaria (FOMC) indicó que no consideraba procedente reducir los tipos de interés mientras la inflación no progresase de forma más clara y sostenible hacia el objetivo del 2%. Además, anunció cambios en la política de ajuste cuantitativo (QT) introducida en junio de 2022. Desde esa fecha se dejan vencer mensualmente, sin reinvertir el producto, hasta 60.000 millones de USD en bonos del Tesoro y 35.000 millones de USD en valores de titulización hipotecaria (MBS). El resultado ha sido que el balance del banco central se ha reducido a 7,4 billones de USD, es decir, 1,5 billones menos que el máximo alcanzado a mediados de 2022. A partir del 1 de junio la Fed limitará estas medidas restrictivas al reducir el límite mensual para los bonos del Tesoro a 25.000 millones de USD; y, si bien seguirá permitiendo el vencimiento mensual de 35.000 millones de USD en MBS, reinvertirá el principal amortizado por encima de ese nivel en bonos del Tesoro en lugar de en MBS. El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, trató de mitigar la incertidumbre sobre la senda que seguiría la política monetaria y apuntó que era «improbable» que la próxima medida de la Fed consistiera en una subida de tipos.

El acta de la reunión de mayo del FOMC mostraba una creciente preocupación por el hecho de que en los últimos meses no se hubiera avanzado más hacia el objetivo de inflación de la Fed. Algo reflejado en las declaraciones del Gobernador de la Fed Waller, quien advirtió, adoptando un sesgo restrictivo, que, si bien no esperaba que el FOMC tuviera que subir los tipos, tendrían que registrarse «varios meses» de datos satisfactorios antes de que votase por un recorte. El mercado descuenta actualmente una o dos bajadas de tipos de interés este año. La atención en la próxima reunión de la Reserva Federal (11-12 de junio) no se centrará tanto en el tipo de referencia, para el que no se esperan cambios, cuanto en la publicación de las previsiones económicas trimestrales de la Reserva Federal. Cabe esperar que la Fed ajustará entonces su previsión de nivel de tipos para final de año a dos recortes, desde los tres que anticipaba el *diagrama de puntos* de marzo. Nuestra opinión sigue siendo que la Fed recortará los tipos este año, con una reducción del tipo de referencia de entre 50 pb y 75 pb.

#### Inflación y actividad económica

El índice general de precios al consumo (IPC) subió en abril 0,3 pp (en marzo lo hizo 0,4 pp), con lo que el dato interanual se situó en el 3,4%, en línea con lo esperado por el mercado y sin cambios respecto al mes anterior. Los datos de inflación subyacente, +0,3 pp en el mes y 3,6% interanual, estuvieron ambos en línea con las expectativas del mercado, registrándose una desaceleración respecto al 3,8% interanual de marzo. Los costes de alojamiento y vivienda se incrementaron 0,4 pp en el mes, el 5,5% interanual, cifras incómodamente elevadas para la Reserva Federal. La inflación del componente energético es del 2,6% anual (1,1% mensual) y, la del alimentario, del 2,2% interanual. Seguimos de cerca el reciente repunte de las materias primas y su posible repercusión en los precios al consumo en EE.UU. y, por ende, en la política monetaria.

Hemos observado cierto enfriamiento en el mercado laboral, cuya dinámica no deja con todo de ser firme. En abril se crearon 175.000 nuevos puestos de trabajo, por debajo de los 315.000 de marzo y del consenso del mercado (233.000), al tiempo que la tasa de desempleo subió del 3,8% al 3,9%. El crecimiento salarial siguió yendo a menos, con un aumento en abril de 0,2 pp (que implica un 3,9% interanual, sin cambios respecto al mes anterior).

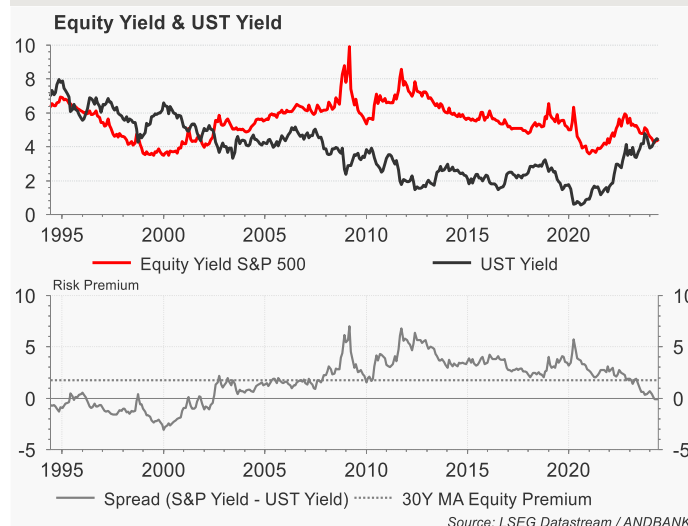
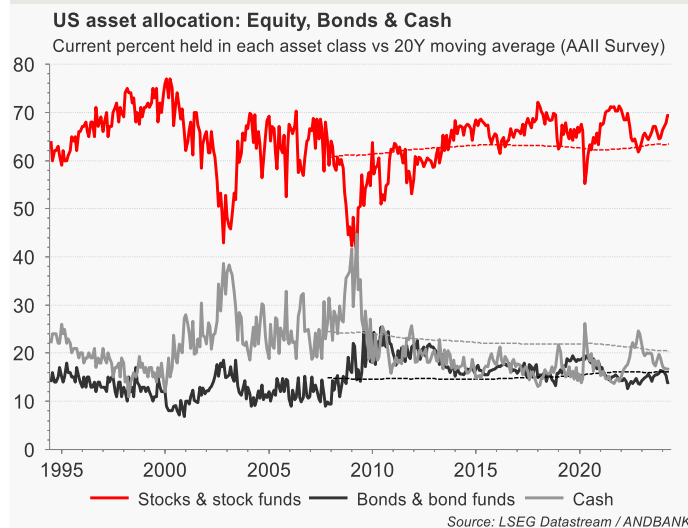
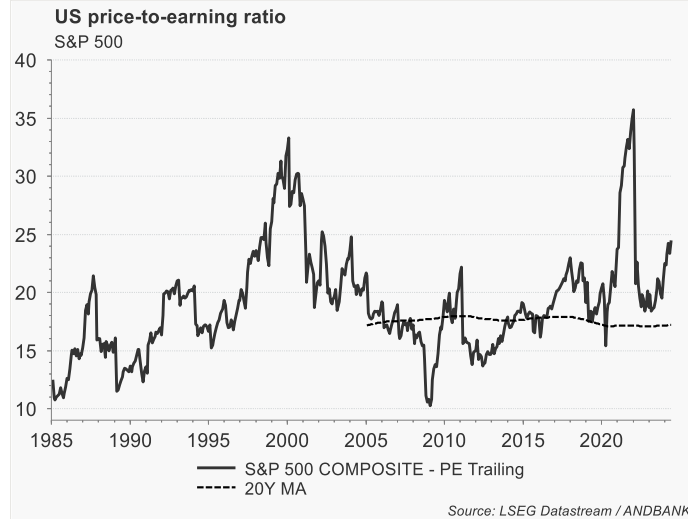
#### Mercados financieros

**Bonos del Tesoro y deuda corporativa.** El rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años, que a principios de año era del 3,9%, marcó un máximo anual a finales de abril en el 4,7%, para retroceder luego al 4,5% durante el mes de mayo. Por su parte, la pendiente de la curva de tipos-plazos aumentó en el último mes, pasando el diferencial entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años de -33 pb a -48 pb. En estos últimos meses hemos aprovechado la subida de los tipos de los bonos del Tesoro para pasar de una posición infraponderada en *duración* a un posicionamiento neutral. Los diferenciales de los bonos empresariales respecto a los soberanos siguieron comprimiéndose en los segmentos de grado de inversión (IG) y de alto rendimiento (HY), rondando ambos actualmente mínimos históricos. Seguimos inclinándonos por favorecer los bonos IG frente a los HY.

**Renta variable.** Habiendo presentado ya resultados el 96% de las empresas, el beneficio por acción (BPA) combinado ha aumentado, según Factset, un 6,0% interanual, muy por encima del 3,4% interanual anticipado cuando comenzaron a comunicarse los resultados. NVIDIA es la empresa que más contribuye al crecimiento de los beneficios de todo el S&P 500; de hecho, si la excluyéramos, la tasa de crecimiento del BPA del índice caería al 3,3% interanual. Seguimos aconsejando mantener un enfoque equilibrado entre distintos estilos de inversión y aprovechar oportunidades en sectores rezagados (como sucede actualmente con los valores de empresas de pequeña capitalización). Sin dejar de ser optimistas sobre las acciones estadounidenses a medio y largo plazo, tras las recientes alzas bursátiles proponemos adoptar un posicionamiento prudente.

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

Renta variable (S&P): NEUTRAL-INFRAPONDERAR  
Deuda soberana: (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 4,5%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)  
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR





## EUROPA

### El panorama económico mejora cuando falta poco para la celebración de las elecciones al Parlamento Europeo

#### Mejores perspectivas de crecimiento

La coyuntura económica da señales de mejorar a juzgar tanto por datos empíricos de actividad productiva como por otros basados en encuestas. Entre estos últimos, los índices prospectivos PMI auguran cifras de PIB más elevadas, como también reflejan las recientes previsiones de la Comisión Europea que revisan al alza el PIB para 2024 del 0,5% al 0,8% interanual. Los datos de la economía real también son favorables, con mejores ventas minoristas y revisión al alza, del 0,1% al 0,3%, de la previsión del PIB del primer trimestre. Si bien los datos del sector industrial se quedan detrás, con los pedidos de fábrica y la producción industrial aún en niveles bajos, las encuestas (IFO alemán, PMI) perfilan una mejor trayectoria. También es probable que repunten las exportaciones, dada la fortaleza exhibida por socios comerciales como EE.UU. y China. La desinflación sigue su curso, con cifras del IPC a la baja, tanto en los datos generales como subyacentes (2,4% y 2,7% interanual en abril, respectivamente), y una ligera desaceleración (del 4% al 3,7% interanual) en el importante componente del sector servicios. En breve se conocerán los resultados de las negociaciones salariales, con la encuesta *Indeed* apuntando a una moderación: el crecimiento de los salarios en marzo fue del 3,3% interanual, inferior a la media del 3,7% interanual del primer trimestre. Las expectativas de inflación han aumentado recientemente, pero siguen ancladas (por debajo del 2,5% interanual), aunque en los próximos meses el dato podría reflejar la mayor volatilidad de los componentes energético y alimentario. A medio plazo merecen especial atención las presiones inflacionistas que podrían derivarse de los procesos de descarbonización, desglobalización y demográficos (las «3D»).

#### Banco Central Europeo: las bajadas de tipos podrían empezar en junio

El BCE se comprometió verbalmente a junio como fecha en la que empezaría a recortar tipos, por lo que, salvo imponderables, es de esperar que efectivamente lo haga. La atención se redirigirá entonces a la senda de los recortes de tipos. No esperamos, al respecto, que el BCE vuelva a comprometerse de antemano a más recortes o a relajar anticipadamente su política. Un punto recurrente en las declaraciones de los miembros de su Consejo de gobierno ha sido señalar que julio parece pronto para un segundo recorte de tipos, que debería darse por hecho otro recorte en 2024 y que los adicionales serían más graduales y dependerían de la evolución del entorno macroeconómico. Mantenemos la previsión de dos bajadas de tipos en la facilidad marginal de depósito en el segundo semestre de 2024 (con niveles del 3,5% para final de año), con la primera en junio y la segunda en septiembre o diciembre (que son los meses en que se celebrarán las reuniones de evaluación y de toma de decisiones de política monetaria), sin que quepa descartar una tercera bajada de tipos. Aunque esta ya dependería de las intenciones de la Fed, un desacoplamiento en las medidas de política del BCE y la Fed sería probablemente limitado debido al propio canal de tipos de cambio.

#### Política

Las elecciones al Parlamento Europeo (6-9 de junio) conducirán al nombramiento de una nueva Comisión Europea en otoño. Los temas clave se relacionarán con las políticas de defensa, seguridad y comercio. Las encuestas apuntan a un giro hacia la derecha, con los grupos de centro manteniendo la mayoría por estrecho margen. El énfasis en la transición energética se moderará y cobrará impulso la producción industrial militar.

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

**Deuda pública.** Mantenemos los objetivos tanto para el rendimiento del Bund alemán a 10 años (2,5%) como para los diferenciales de crédito de los bonos soberanos de Italia (160 pb), España (100 pb), Portugal (60 pb), Grecia (120 pb) e Irlanda (40 pb).

**Deuda corporativa.** Los diferenciales de crédito siguieron estrechándose en todos los sectores y en una amplia gama de calificaciones (los bonos IG en EUR cotizan con un diferencial de 52 pb y, los HY, de 298 pb). El repunte de la oferta observado en el segmento HY no parece alcanzar a compensar el experimentado por la demanda, por lo que la sobresuscripción de estas nuevas emisiones es muy alta. Con miras a eludir una potencial ampliación de diferenciales estamos posicionándonos en *duraciones* medias de 3 a 4 años, en deuda de empresas defensivas y anticíclicas. Mantenemos los niveles objetivo de los diferenciales tanto para grado de inversión (75 pb) como alto rendimiento (450 pb), con una recomendación de Neutral/Sobreponderar para IG e Infraponderar/Neutral para HY.

**Renta variable.** Los niveles de valoración continúan cerca de su media de largo plazo, en un momento en que la rentabilidad de las empresas es por lo general satisfactoria y el crecimiento débil. La previsión es que los beneficios del primer trimestre del Stoxx 600 disminuirán un 5,4% interanual (un 1,5%, de excluir el sector energético). Si las condiciones monetarias se relajasen, los valores de pequeña capitalización (más cíclicos y con fuerte representación de los sectores industrial, financiero, de materiales y consumo discrecional) deberían beneficiarse, ya que sus apuros de refinanciación se aliviarían en cierta medida. Además, estos valores cotizan a niveles de valoración inferiores a los de todo el periodo 2013-2019. Adicionalmente, la fuerte demanda de EE.UU. parece estimular las exportaciones de la zona euro. Lo que podría tener continuidad si una victoria de Trump en las elecciones estadounidenses propiciase cambios en la política comercial que favorecieran aún más a los productos europeos sobre los chinos, o si el BCE se anticipase a la Fed en recortar tipos y, con ello, debilitase el euro. En este escenario, nuestra recomendación táctica sería centrarse en industrias orientadas a la exportación.

Mantenemos el optimismo sobre Europa: los datos macro están mejorando en muchos países y las revisiones de resultados serán mayoritariamente al alza, los bancos centrales europeos podrían recortar pronto los tipos (BCE y Banco de Inglaterra), los múltiplos PER son atractivos y los inversores internacionales tienen un posicionamiento muy bajo en Europa.

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

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,50%. OW en 3%)

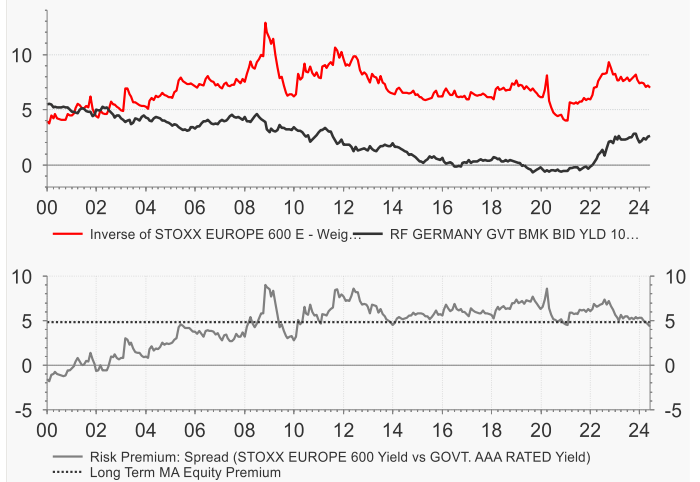
- P. periféricos: INFRAP. (IT 4,10%; ES 3,50%; GR 3,70%. NEUTRAL (PT 3,10%; IR 2,90%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)

Tipo cambio (EUR/USD): Rango acción 1,05-1,10 (cerca de 1,05 Venta \$, En 1,10 compra \$)

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area price-to-earnings



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area benchmark yield curve slope



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# ESPAÑA

## Primavera económica en España basada en turismo y servicios, no en industria.

### Factores macroeconómicos y política económica

Comenzando por la actividad económica, la economía española, utilizando datos preliminares de crecimiento del PIB, creció en el primer trimestre de 2024 un 0,7%, más de lo que lo hizo en trimestres anteriores. En términos interanuales la variación fue del 2,4%, frente al 2,1% del trimestre anterior. La demanda interna contribuyó con 2,2 pp al crecimiento interanual del PIB, mientras que la demanda externa sólo aportó 0,2 pp. En términos agregados, el gasto de consumo final se ralentizó del 2,8% al 2,6% interanual, manteniendo el gasto de los hogares el impulso del trimestre anterior (2,3% interanual). El crecimiento fue más equilibrado este primer trimestre, con un aumento del gasto del sector público del 3% interanual, lo que supone 1,1 pp menos que en el trimestre anterior. Por su parte, la formación bruta de capital fijo registró una variación del 1,1%, cuando fue nula en el trimestre anterior. Atendiendo al lado de la oferta se observa también un crecimiento de sus componentes similar al valor de la media. En términos interanuales, el valor añadido bruto del sector industrial aumentó un 2,3%, y dentro del sector, la industria manufacturera lo hizo un 3,3%. En cuanto a las exportaciones de bienes y servicios, disminuyeron un 1,1%, frente al aumento del 1,1% del trimestre anterior; en las importaciones la disminución fue del 1,7%, cuando en el trimestre anterior aumentaron el 1,6%. Pasando a los datos procedentes de encuestas, no se aprecian señales de ralentización del crecimiento de cara al futuro. El PMI del sector manufacturero pasó de 51,4 puntos en marzo a 52,2 en abril, superando las previsiones del mercado (50,8); por su parte, el PMI del sector servicios pasó de 56,1 puntos en marzo a 56,2 en abril, lo que corrobora las mejores perspectivas de crecimiento que vienen observándose desde mayo de 2023.

El sector turístico volvió a brillar este trimestre. El número de visitantes extranjeros, que en los tres primeros meses aumentó un 17,7% interanual y superó los 16,1 millones, podría batir un nuevo récord esta temporada. El gasto de los turistas también aumentó, con un crecimiento en el trimestre del 27% interanual. Este mayor crecimiento, los mejores resultados del sector exterior y una contribución positiva de la inversión han llevado a la Comisión Europea, en sus *Previsiones Económicas de Primavera de 2024*, a elevar sus previsiones de crecimiento del PIB para 2024 y 2025. Según el informe, la actividad económica crecería un 2,1% interanual en 2024 y un 1,9% interanual en 2025, impulsada por la demanda interna, que se sostendría a su vez en el aguante del mercado laboral. La aplicación del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia apuntalará el crecimiento de la inversión en el periodo de previsión. El Fondo Monetario Internacional (FMI) elevó asimismo su previsión de crecimiento de España para este año del 1,5% al 1,9% anual, manteniendo la previsión del 2,1% anual en 2025. Las mejores perspectivas económicas de los países vecinos de España, que son los principales clientes de sus exportaciones y de donde proceden la mayoría de visitantes extranjeros, el crecimiento de la inversión y las bajas tasas de desempleo, que sostienen el consumo, nos hacen pensar que podríamos asistir a algunos trimestres más de expansión de la actividad económica.

Por lo que respecta a los precios, el IPC de abril (+3,3% interanual) fue ligeramente superior al de marzo (+3,2% interanual), lo que responde en parte a la retirada parcial de medidas de apoyo introducidas en años anteriores para mitigar el impacto de la inflación en hogares y empresas. La variación anual de la inflación subyacente pasó del 3,3% al 2,9% interanual, la menor desde enero de 2022, tras el máximo del 7,6% interanual alcanzado en febrero de 2023.

### Mercado de renta variable

El IBEX 35, el principal índice bursátil español, acumula una rentabilidad del 12,5% en 2024, una de las mejores entre sus homólogos en lo que va de año. Los bajos ratios de valoración de las empresas españolas están propiciando más operaciones corporativas. Este año ya hemos asistido a varias, con algunas de ellas cerradas y otras anunciadas pero aún en curso. La más destacada, no sólo a nivel nacional sino europeo, fue la OPV de salida a Bolsa del Grupo Puig (perfumería, cosmética y moda), significativamente sobreesuscrita, que captó 2.600 millones de EUR y valoraba la empresa en 13.900 millones de EUR. A continuación se relacionan algunas otras operaciones: i) tras entrar en una guerra de ofertas con Apollo Global, un grupo formado por I Squared Advisor y TDR Capital está a punto de finalizar la adquisición de Applus (pruebas industriales), que se valora en 1.650 millones de EUR; ii) Antin (sociedad de capital riesgo orientada a infraestructuras) adquirió Opdenenergy (energías renovables); iii) Helena Revoredo, principal accionista de Prosegur (seguridad), ha elevado su participación del 59,79% al 73,13%; iv) TAQA, la Compañía Nacional de Energía de Abu Dabi, ha confirmado que está negociando la compra a los fondos CVC y GIP de una participación del 40% en Naturgy (gas y energía), lo que requeriría lanzar una OPA por el 60% restante; v) Ganz-Mavag (consorcio húngaro) se dispone a presentar una OPA por la totalidad del capital accionarial del fabricante de trenes de alta velocidad Talgo, y Bondalti (química portuguesa) se propone hacer lo mismo con Ercros.

Por último, el BBVA intenta hacerse con Banco Sabadell mediante una oferta de compra hostil. De prosperar, BBVA se convertiría en el tercer banco de la zona euro por capitalización bursátil, tan sólo por detrás de BNP Paribas y Banco Santander.

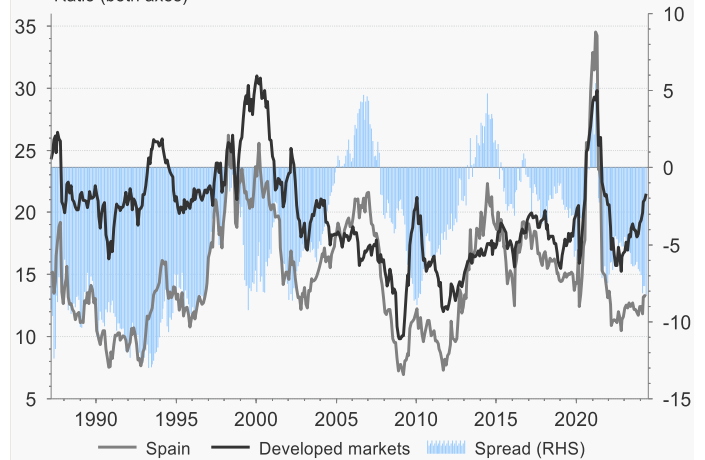
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): NEUTRAL

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

Spain price-to-earnings ratio

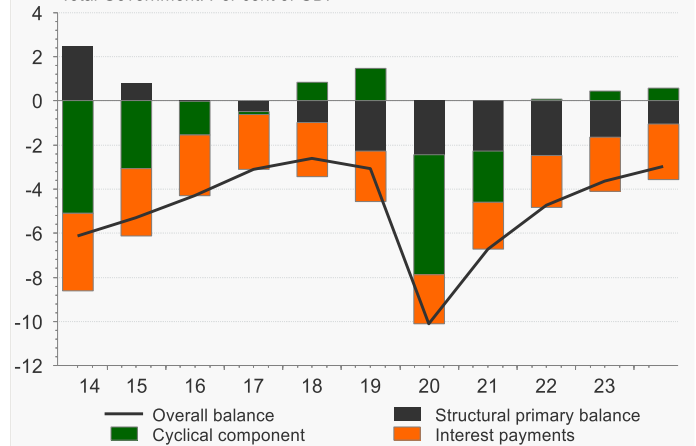
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Spain government budget balance breakdown

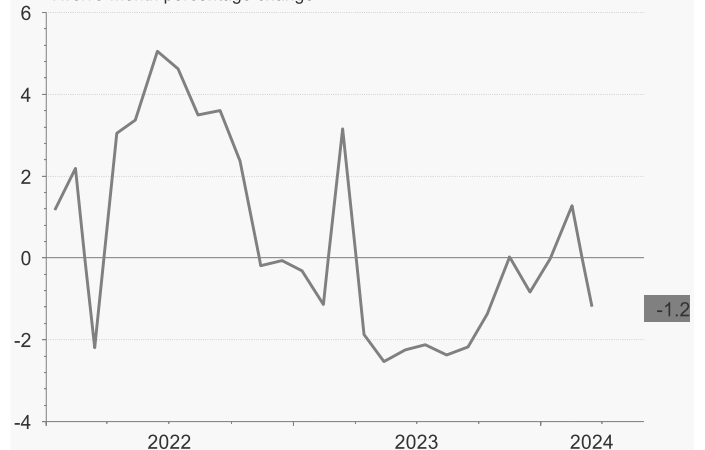
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Spain industrial production

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# CHINA

## Con el fin de la era de libre comercio desaparece también el gran factor deflacionista a nivel mundial

### Geopolítica y Comercio: EE.UU. eleva drásticamente los aranceles sobre China

El Presidente Biden ha presentado un paquete de medidas que incluye fuertes incrementos en los aranceles aplicados a varias importaciones procedentes de China. Las medidas afectan a bienes importados (vehículos eléctricos, chips informáticos, acero y aluminio, baterías, minerales críticos, células fotovoltaicas, productos médicos y grúas) por valor de 18.000 millones de USD. EE.UU. importó en 2023 bienes chinos por importe de 427.000 millones de USD y exportó a China bienes valorados en 148.000 millones de USD. Los representantes de Comercio de EE.UU. coinciden en que los aranceles en el marco del Artículo 301 apenas afectaron a los precios estadounidenses, pero que habían sido eficaces en reducir las importaciones de bienes chinos, y al tiempo aumentar las procedentes de otros países. Justifican estos nuevos aranceles en que China «sigue robando propiedad intelectual estadounidense» y en algunos casos se había vuelto «más agresiva» en las intrusiones cibernéticas dirigidas a obtener tecnología estadounidense. En el marco de la esperada revisión arancelaria, Biden ha elevado los aranceles comprendidos en el Artículo 301 de la Ley de Comercio de 1974, según se detalla a continuación: vehículos eléctricos, del 25% al 100% (con lo que el arancel total asciende al 102,5%); baterías de iones de litio para VE y otros componentes de baterías, del 7,5% al 25%; células fotovoltaicas para fabricar paneles solares, del 25% al 50%; grúas buque-tierra, del 0% al 25%; jeringuillas y agujas, del 0% al 50%; equipos de protección individual (EPI) utilizados en instalaciones médicas, del 0% al 25%. Este año entrarán en vigor aumentos anunciados anteriormente en los aranceles sobre algunos productos de acero y aluminio, que pasarán del 7,5% al 25%. En 2025 y 2026 se aplicarán nuevos aranceles a los semiconductores, cuyo tipo se duplicará hasta el 50%.

China tomó inmediatamente represalias. El Ministerio de Comercio chino se opuso a las subidas de aranceles y afirmó que adoptaría medidas para defender sus intereses, instando a Estados Unidos a cancelar las medidas. Por su parte, Trump dijo que impondría un arancel del 200% a los vehículos producidos por fabricantes de automóviles chinos, en México, que buscan eludir los aranceles a través del Tratado de libre comercio entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC). También prometió aplicar un arancel general del 60% sobre todos los productos chinos.

La Secretaria del Tesoro de EE.UU., Janet Yellen, que había advertido a China en abril de que su excesiva producción de vehículos eléctricos y productos solares era inaceptable, sostuvo que esa preocupación era ampliamente compartida por aliados de EE.UU. y que las medidas no estaban «motivadas por sinofobia, sino por el deseo de evitar una dislocación económica perjudicial por efecto de prácticas económicas desleales». También afirmó que «Washington no puede permitir que la competencia china arase con sectores emergentes», y añadió que esperaba que Pekín no adoptase represalias significativas contra cualesquiera medidas que la Casa Blanca pudiera tomar para proteger algunas de sus nuevas industrias críticas.

### Emisiones de bonos para garantizar el objetivo de crecimiento oficial

El Ministerio de Finanzas chino confirmó su intención de lanzar una emisión de bonos especiales del Tesoro a muy largo plazo por importe de un billón de CNY (140.800 millones de USD), con un primer tramo de 40.000 millones de CNY en bonos a 30 años que se subastaría el 18 de mayo. Según los economistas, el gasto público en infraestructuras que podrían financiarse con los bonos será crucial para garantizar que Pekín alcance su objetivo oficial de crecimiento de alrededor del 5%. Destacados analistas esperaban que el banco central chino (PBoC) redujera el coeficiente de reservas mínimas obligatorias (RRR) para liberar liquidez y también veían más probabilidades de una bajada de tipos. En la misma línea, dos megabancos estatales chinos emitirán conjuntamente deuda por importe de 60.000 millones de CNY (8.300 millones de USD) en pleno impulso de Pekín para que la banca refuerce los fondos propios y apoye nuevas inversiones en toda la economía. El ICBC emitirá 20.000 millones de CNY en bonos con capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC) a 4 años y 10.000 millones de CNY en bonos a 6 años. Por su parte, el Banco de China emitirá 30.000 millones de CNY, también en dos tramos.

### El FMI prevé tasas de crecimiento del PIB chino decrecientes hasta 2026

El informe de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI prevé para China un crecimiento del 4,6% en 2024 y del 4,1% en 2025. La debilidad de la demanda interna sigue siendo el reto, ya que las exportaciones por sí solas difícilmente podrán compensarla. El FMI advirtió de que, sin un paquete integral de reestructuración para el sector inmobiliario, la recesión podría prolongarse. La institución recomendó acelerar la salida del mercado de los promotores inmobiliarios inviables.

### Las bolsas continentales desconectan la transmisión en directo de datos de flujos

Los mercados de Shanghai y Shenzhen dejaron de mostrar cifras en tiempo real de transacciones en acciones locales a través del enlace de *Stock Connect* con Hong Kong. Una medida, motivada políticamente, con la que se pretendía reforzar la confianza de los inversores al eliminar una fuente de datos que ocasionalmente revelaba información negativa. A partir de ahora los dos principales mercados bursátiles continentales informarán de los flujos únicamente al cerrar la sesión (no datos intradía ni en tiempo real). Estos mercados seguirán pudiendo informar sobre los diez valores más negociados. Los datos en tiempo real mostraban salidas de capital extranjero, lo que para Pekín era una de las principales causas de deterioro de la confianza inversora, en particular en sesiones de liquidación generalizada de activos por inversores extranjeros en 2023. Al prohibir la transmisión en tiempo real, Pekín se abona a la opinión de los asesores que piensan que con eso disminuirá la volatilidad del mercado y se fomentará el desarrollo a largo plazo. Ahora bien, a nuestro juicio, si Pekín pretende que un mercado de suyo volátil se torne menos volátil, restringir la información no es la medida correcta. Los inversores basan sus decisiones en reglas, que a su vez se nutren de datos, por lo que difícilmente podrán sentirse cómodos en mercados donde se oculta información. El argumento de que sólo se estarían omitiendo datos irrelevantes no se sostiene: en los mercados no existe información irrelevante, y menos cuando se trata de flujos.

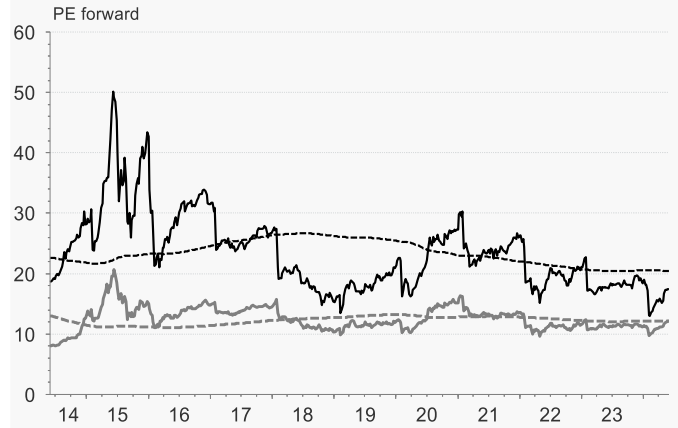
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable: Shanghai: INFRAPONDERAR; Shenzhen: INFRAPONDERAR.

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

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

**CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio**



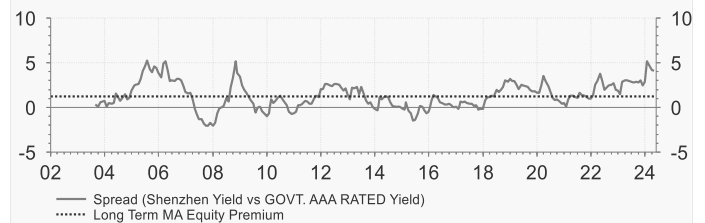
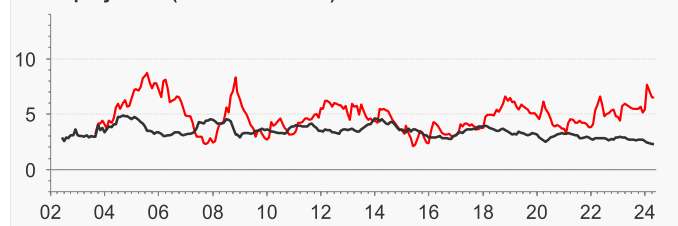
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**Chinese Equities Underperforms World & US indices**



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y**



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



## JAPÓN

### El BoJ se aferra a la idea de que el gran problema es la deflación, pero la debilidad del yen encarece los costes

#### Todo indica que la inflación es real, lo que podría llevar al BoJ a revisar su postura

La depreciación del yen cobra fuerza como factor explicativo de las alzas de precios. Según el análisis de Teikoku Databank, los 195 mayores productores alimentarios de Japón subieron en mayo un 31% de media los precios de 417 artículos, la cifra más alta desde que comenzó a elaborarse la encuesta en 2022. Los encuestados atribuyeron a la debilidad de la moneda, que aumenta los costes de los insumos y los gastos logísticos, el encarecimiento del 28,9% de los artículos en lo que va de año, un porcentaje muy superior al 11,4% del conjunto de 2023. Del mismo modo, el análisis de Kyodo sobre la actividad de la Semana Dorada de Japón puso de manifiesto un descenso del turismo nacional respecto al año pasado debido al aumento de los precios, y ello pese a ser este año el primero sin ninguna de las restricciones impuestas tras declararse la pandemia. El mayor coste del alojamiento (resultado en parte del resurgimiento del turismo receptor y la debilidad del yen) está disuadiendo a los japoneses de viajar. Los miembros del Consejo de Política Económica y Fiscal (CEFP) instaron al Banco de Japón (BoJ) a mantenerse alerta ante el riesgo de que las fuertes caídas del yen pudieran desencadenar alzas de precios «excesivas» que perjudicasen a la demanda privada.

Los partidarios de una política monetaria relajada y bajos tipos de interés aducen la contención del crecimiento, visible en una debilidad del PIB del primer trimestre que estaría indicando una contracción: la previsión del consenso de Reuters es del -0,4%, tras el crecimiento del 0,1% del trimestre anterior. Los lastres para el PIB procederían de todos los componentes del consumo privado y la inversión en capital fijo (capex), pero somos conscientes de que en esa contracción trimestral podrían haber influido las repercusiones del terremoto de la península de Noto a principios de año, así como el escándalo del fabricante de automóviles Daihatsu, de Toyota, que provocó el cierre de sus cuatro plantas y la suspensión de la producción y los fletes durante dos meses (hasta finales de enero), tras admitir que había falseado durante tres décadas las pruebas de seguridad de 64 modelos (24 de ellos se vendían con la marca Toyota). Daihatsu vende unos 1,1 millones de coches al año, que suponen alrededor del 10% de los 10 millones de vehículos que vende Toyota.

#### Amplio debate sobre las repercusiones del tipo de cambio, con sesgo restrictivo; las empresas optaron por no repatriar 68.000 millones de USD de beneficios.

Nikkei divulgó datos oficiales según los cuales las empresas japonesas reinviertieron el pasado ejercicio unos 10,6 billones de yenes (67.800 millones de USD) de beneficios obtenidos en el extranjero, más del triple que una década antes. Esto estaría deprimiendo a medio y largo plazo el yen, que cotiza ya a mínimos históricos. En un intento por invertir la tendencia el gobierno japonés está sopesando incentivar fiscalmente la repatriación de beneficios.

#### Entorno macroeconómico flojo, revisiones salariales exiguas y quiebras que van a más avalarían mantener la política de tipos ultrabajos, que seguirá favoreciendo a la renta variable frente a la fija. Aun así los fabricantes registran beneficios récord.

En datos interanuales, evolución del gasto de los hogares: -1,2% en marzo, frente al consenso (-2,4%) y el mes anterior (-0,5%). Esto supone 1,2% en el mes, frente al consenso (-0,3%) y febrero (1,4%). El crecimiento salarial nominal medio fue del 0,6% en marzo, frente al 1,4% de febrero; el salario real medio disminuyó (-2,5%), más que en el mes anterior (-1,8%). Concesión de préstamo bancario: 3,1% en abril, frente al 3,2% del mes anterior. El índice de condiciones actuales de Economy Watchers cayó a 47,4 en la encuesta de abril, desde 49,8 en la de marzo. El índice de perspectivas cayó a 48,5 en el mes, desde 51,2 el mes anterior.

Las quiebras empresariales siguen en niveles elevados. El informe de Tokyo Shoko Research registró 783 casos en abril, lo que supone un incremento del 28% interanual, el mayor en lo que va de año, y marca 25 meses consecutivos al alza. El artículo cita persistentes dificultades para mantener la solvencia desde la pandemia, que alcanzaron un pico en abril con el reembolso de los préstamos a interés cero con garantía del Estado.

Los fabricantes se han anotado beneficios récord, según un artículo monográfico de Nikkei, que destacaba que los beneficios netos de las principales empresas manufactureras cotizadas en la Bolsa de Tokio (TSE) aumentaron un 23% en el ejercicio que finalizó en marzo, alcanzando los 14,8 billones de yenes (95.000 millones de USD). Eso incluía 170 empresas. Por primera vez desde el ejercicio 2021, el crecimiento del beneficio por acción de las empresas manufactureras eclipsó al de las no manufactureras, cuyo aumento fue del 7%. Las subidas de precios de los productos y la debilidad del yen ayudaron a que el volumen de ventas de los fabricantes se elevara no poco, permitiéndoles sustraerse con ello a la desaceleración económica de China.

#### El BoJ redujo en las últimas decisiones su grado de intervencionismo, con menos compras de bonos, pero sigue lejos de dar un giro a su política y subir tipos

El BoJ anunció una operación reducida de compra de bonos del Estado (JGB) a mediados de mayo. Se trató de una operación programada de compra de JGB con vencimientos de entre 5 y 10 años por un importe de 425.000 millones de yenes (2.700 millones de USD), inferior a los 475.000 millones de yenes de la operación anterior de abril de 2024, lo que supone la primera reducción desde que el Comité de Política Monetaria pusiera fin en marzo al control de la curva de rendimientos (YCC). Por efecto anuncio, el rendimiento del bono de referencia a 10 años aumentó unos 3 pb, hasta situarse en 0,93%. Esto responde a la mayor atención prestada a la política monetaria y, sobre todo, a identificar cualesquiera indicios de ajuste cuantitativo (QT).

No apreciamos en el BoJ una voluntad clara de abandonar la política monetaria actual, más allá de acometer alguna intervención en apoyo de la moneda, que es por lo que mantendrá los tipos de interés bajos y seguirá manteniendo el control de la curva de rendimientos a bajo nivel. Todo ello se traduce en un escenario favorable para el mercado de renta variable japonés. La prima de riesgo de la renta variable japonesa se mantiene en 500 pb, muy por encima de la media histórica, por lo que su nivel de valoración relativa es atractivo.

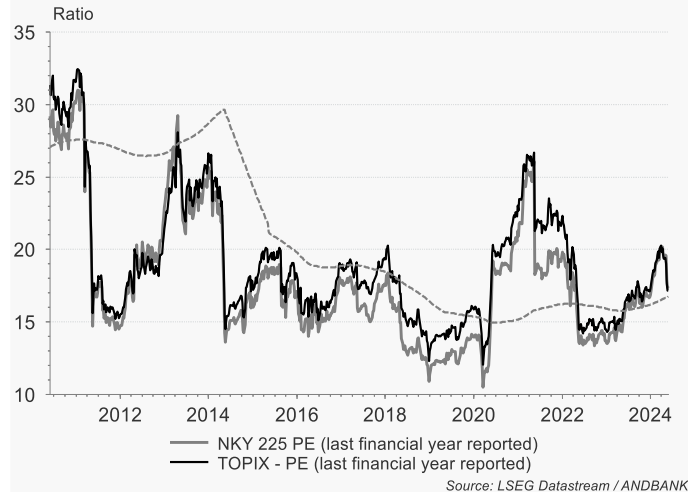
#### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

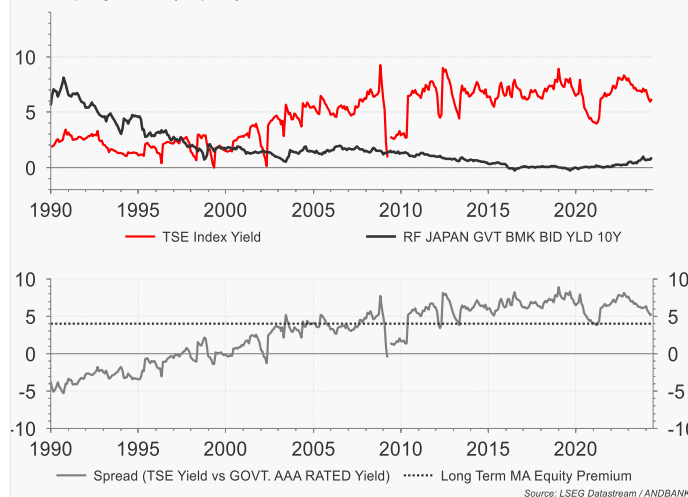
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,25%)

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

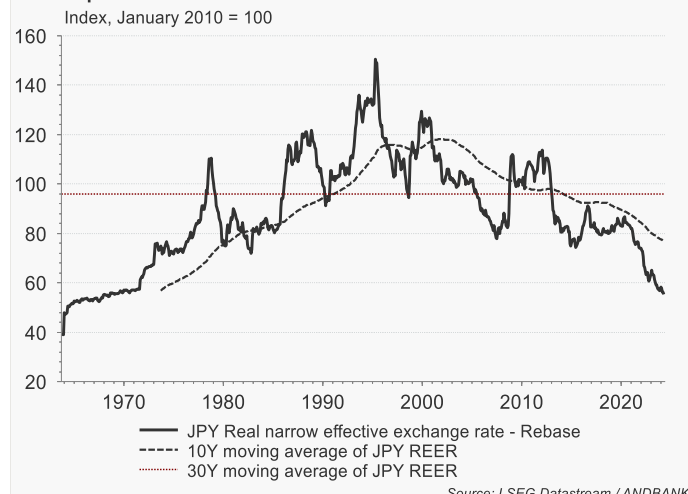
Japan Nikkei 225 price / earnings



Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Japan real narrow EER





COYUNTURA MACROECONÓMICA

# INDIA

## Las políticas reformistas han sentado las bases para un crecimiento económico estable en los próximos años

**La inflación parece controlada y las reservas son satisfactorias; la expansión del crédito cobra impulso, lo que indica que la economía sigue ganando tracción**

El índice de precios al consumo (IPC) se redujo moderadamente en el mes, de 5,1% a 4,9%, mientras la inflación subyacente lo hizo al 3,3%. Según los datos más recientes del Banco de la Reserva de la India (RBI), las reservas de divisas rondaron en el mes los 640.300 millones de USD. La rupia se mantuvo estable y cerró a 83,5 unidades por dólar, tras haber cotizado a 83,4 el mes anterior y a 83,3 el pasado diciembre. Según datos mensuales de crédito sectorial del RBI, el crédito bancario total creció en marzo de 2024 un 16,3%, cuando en marzo de 2023 lo hizo el 15,4%. El crédito a la agricultura y actividades auxiliares se mantuvo estable respecto al mes anterior en 20,1%. El crédito a la industria creció un 8,5%, frente al 5,6% del año anterior, y el dirigido al sector servicios lo hizo un 21,2%, frente al 20,7% del mes anterior. El crecimiento de los préstamos personales fue del 17,1%.

### Flujos de fondos y confianza inversora

Los inversores nacionales y extranjeros fueron, respectivamente, compradores y vendedores netos de acciones en abril por sendos importes aproximados de 5.300 millones de USD y 1.040 millones de USD.

### El banco central gestiona la reducción de los estímulos, mantiene condiciones monetarias favorables y eleva las previsiones de crecimiento de la economía

El Comité de Política Monetaria (MPC) del RBI mantuvo sin cambios el tipo *repo* en 6,50%. En consecuencia, las facilidades permanentes de depósito y marginal siguen en 6,25% y 6,75%, respectivamente. El MPC reiteró su compromiso de «retirar la acomodación» para contener la inflación dentro del rango objetivo del RBI a medio plazo (4%±2%) y respaldar al mismo tiempo el crecimiento. El RBI prevé una inflación del 4,5% para 2025, con *riesgos equilibrados* al alza y a la baja.

Por lo que toca al crecimiento, el RBI, que preveía un crecimiento real del PIB del 7,0% para 2024-25, siguió expresando confianza en un crecimiento interno basado en una fuerte demanda de inversión, el creciente optimismo de empresas y consumidores, unos balances corporativos saneados y un robusto gasto de capital público y privado. Aun así destacó los *riesgos a la baja* derivados de factores globales como tensiones geopolíticas, fragmentación geoeconómica o las crecientes perturbaciones en el Mar Rojo.

No obstante, India ha demostrado que puede esquivar los retos geopolíticos para el comercio en el año fiscal 2025. Las exportaciones en el último año, plagado de desafíos geopolíticos, alcanzaron los 776.680 millones de USD, superando en 280 millones de USD el récord del año anterior. Nueva Delhi logró limitar el impacto de factores geopolíticos que elevaron el coste de los fletes para los exportadores. La exportación de productos electrónicos, tradicionalmente débil, creció un 24% gracias a iniciativas oficiales como el plan de incentivos vinculados a la producción (PLI) y otras medidas en el marco de *Make in India*. La exportación de móviles aumentó un 30% y superó los 15.000 millones de USD, con un buen crecimiento también de las exportaciones de sectores como ingeniería, farmacia, mineral de hierro, cerámica y artesanías. La reducción del déficit comercial en el año fiscal 2024 se atribuye en gran medida a las menores importaciones netas de minerales y productos químicos y la compra de petróleo más barato a Rusia. Todo ello se tradujo en el abaratamiento de las materias primas y el aguante de la demanda interna.

En conjunto, la Organización Mundial del Comercio (OMC) reconoció la resiliencia del comercio mundial ante varias perturbaciones económicas severas. Entre 2019 y 2023 el comercio de mercancías aumentó un 6,3% en volumen y, el del comercio de servicios comerciales, un 21%. Las previsiones más optimistas de la OMC para el comercio mundial en 2025 responden a las expectativas de una disminución gradual de la inflación en 2024 y 2025 que permitiría que la renta real volviera a crecer en las economías avanzadas e impulsaría el consumo de productos manufacturados.

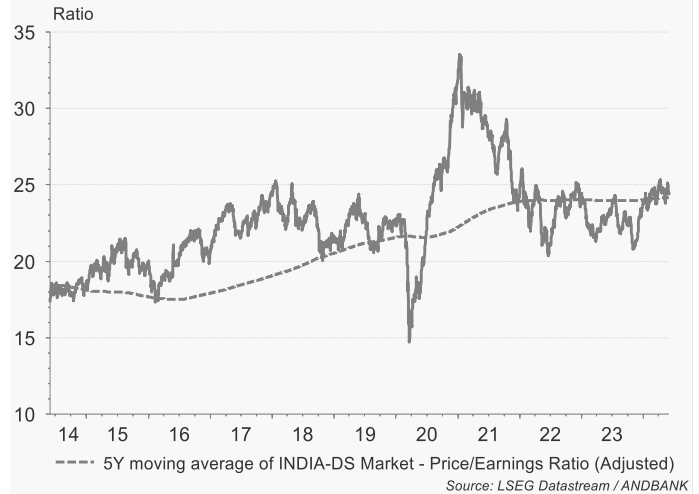
### Las perspectivas para el mercado de renta variable indio siguen siendo favorables

Si bien se espera que la economía crezca un 7% en el presente ejercicio fiscal, el Gobierno ha sentado las bases para un crecimiento sostenible a largo plazo con una atención concertada a la inversión pública, el desarrollo de infraestructuras digitales, la seguridad energética y el refuerzo de las necesidades de suministro a través de la fabricación nacional. Esto debería complementar el potencial de crecimiento a largo plazo de la India, basado en el dividendo demográfico. El impacto del plan de incentivos vinculados a la producción (PLI) se está dejando sentir en varios sectores, sobre todo en el de la electrónica. Al mismo tiempo, los costes logísticos han mostrado una tendencia a la baja impulsada por el desarrollo de infraestructuras, lo que ha contribuido a aumentar la competitividad manufacturera. Todos estos factores permitirán a la India seguir figurando entre las principales economías que más rápido crecen, con una sólida posición macroeconómica y un entorno político estable. A medio y largo plazo la dinámica de crecimiento de los beneficios empresariales previsiblemente seguirá siendo el factor clave en la evolución del mercado.

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

- Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (Nuevo Precio Objetivo 84,000!!!)
- Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,25%)
- Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
- Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 82)

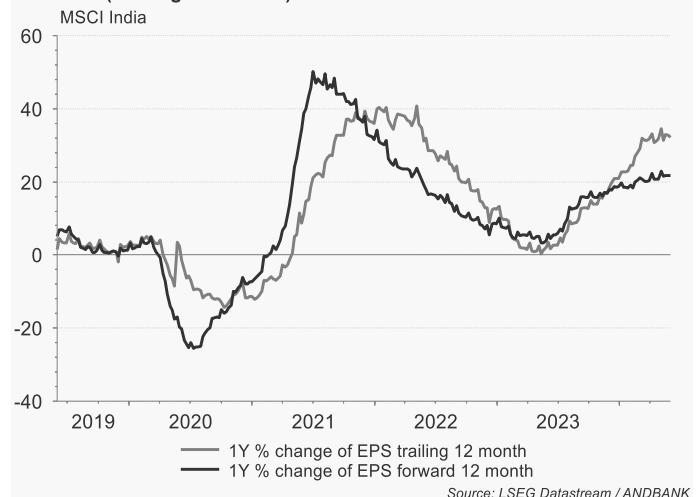
India Datastream index Price Earnings Ratio



India NIFTY 50 realised volatility



EPS (Trailing & Forward)







## VIETNAM

### La diplomacia del bambú, llevada a la excelencia por Vietnam, hace del país un polo de atracción económica

#### Vietnam se aferra a su política de los «tres noes»

Vietnam es fiel a su doctrina de los «tres noes»: no formar alianzas militares, no permitir bases extranjeras y no alinearse con un país contra un tercero. Pese a las frecuentes incursiones marítimas chinas, Vietnam ha mantenido la calma en el Mar de China Meridional. A la vez que refuerza los lazos de seguridad marítima con Estados Unidos y sus aliados, se ha cuidado de asegurar a China que estas maniobras no tienen por objeto encajonarla. El compromiso con esta doctrina responde a factores externos e internos, como la cautela ante los enfrentamientos entre grandes potencias y la victoria del Secretario General Nguyen Phu Trong, que propuso la idea de la *diplomacia del bambú* para equilibrar las relaciones con las grandes potencias. La política exterior vietnamita se basa en la experiencia del país en equilibrar intereses geopolíticos contrapuestos a lo largo de las tres últimas décadas, denominándose de ese modo por los atributos de la planta del bambú: fuerte y duradera, pero flexible y adaptable.

#### La campaña anticorrupción complica el entorno empresarial, pero es esencial para la confianza inversora a largo plazo

El Partido Comunista está en el candilero tras dimitir otro alto cargo, Vuong Dinh Hue, en plena investigación por corrupción. Hue, presidente de la Asamblea Nacional, dimitió por supuestas «vulneraciones» imprecisas de las normas del Partido, sumándose con ello a una creciente lista de funcionarios destituidos, entre ellos dos presidentes en dos años. La amplia campaña contra la corrupción del líder del partido, Nguyen Phu Trong, iniciada en 2016, ha acabado con miles de cargos en las administraciones públicas y directivos empresariales. Estas renuncias revelan grietas profundas en las estructuras de gobierno de Vietnam: los expertos afirman que el país navega en aguas políticas «inexploradas» y la reputación y legitimidad del partido se han visto perjudicadas. Por supuesto que la actual campaña anticorrupción ha complicado el entorno empresarial, al retrasar autorizaciones y dañar la confianza de inversores internacionales, pero si lograra erradicar la corrupción en las instituciones y el propio gobierno sin duda que saldrían beneficiados a largo plazo el país, la economía y el mercado financiero vietnamitas.

#### Auge del comercio electrónico: aumento de las ventas e impuestos

El sector del comercio electrónico va lanzado, previniéndose que las ventas alcanzarán los 3.330 millones de USD en el segundo trimestre de 2024. A medida que la economía digital se dispara, Vietnam se vuelve más creativo con la fiscalidad y ya ha «sanguado» 575 millones de USD a los gigantes tecnológicos extranjeros. El Gobierno procura equilibrar la necesidad de ingresos con el deseo de mantener el crecimiento del sector.

#### Escrutinio de la carga de la deuda

Hemos examinado de cerca la creciente carga de la deuda de Vietnam en 2023. El perfil de la deuda del país nos parece sostenible y fiable. No sólo por el bajo nivel de endeudamiento (37% del PIB), sino también porque el vencimiento medio de las nuevas emisiones alcanzó los 12,6 años en 2023, lo que amplía el vencimiento medio del stock de deuda remanente por encima de los 9 años. El rendimiento efectivo fue relativamente reducido (3,2%) gracias a la fuerte demanda de los inversores nacionales. Si bien la deuda pública sigue siendo manejable, la ampliación del déficit fiscal requerirá una disciplina fiscal sostenida, sobre todo si el crecimiento mundial sigue renqueando, y después de que las finanzas públicas vietnamitas sufrieran tensiones en 2023, principalmente por efecto de la ralentización de la economía mundial. Según una actualización de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), el comercio mundial de mercancías disminuyó un 5% interanual en volumen, hasta quedar en 30,7 billones de USD, como consecuencia de la ralentización registrada en la mayoría de las economías principales. La situación puso a prueba al sector manufacturero vietnamita, orientado a la exportación, y mermó los ingresos procedentes de los impuestos al comercio. A nivel nacional, las empresas siguieron afrontando contratiempos como el encarecimiento del crédito, interrupciones en las cadenas de suministro y el debilitamiento del consumo. En paralelo a todo esto, el mercado inmobiliario siguió estancado y la inversión privada se rezagó mientras las empresas atesoraban efectivo. Como respuesta, el gobierno promulgó incentivos fiscales, como la reducción temporal del impuesto sobre el valor añadido en 2 pp, la de los impuestos «verdes» sobre los carburantes y la concesión de desgravaciones por alquiler a empresas. Estas políticas redujeron los ingresos totales en unos 2.900 millones de USD, dejándolos en 68.700 millones en 2023, lo que equivale a perder un 4% respecto a los niveles de 2022. Por el lado del gasto, los desembolsos presupuestarios totales del Estado alcanzaron una cifra estimada de 67.900 millones de USD en 2023, un 10,9% más que en 2022. En nuestra opinión es improbable que asistamos a una mejoría significativa del entorno exterior en el próximo año, por lo que Vietnam tendría que estar atento a sus finanzas públicas para garantizar que pueda seguir contando con la deuda.

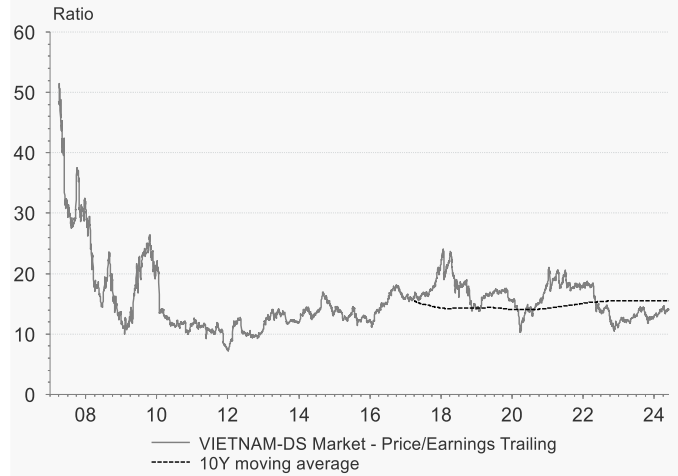
#### Vietnam mantiene el impulso en su ascenso y crecerá un 6% en 2024

La economía vietnamita mantendrá su fortaleza en 2024, pronosticando varias organizaciones un crecimiento del PIB de alrededor del 6%, que estaría impulsado por la inversión pública, fuertes entradas de IED y la estabilidad del consumo interno. Las políticas fiscales y monetarias deberían mantener encarrilada la economía y tanto el Banco Asiático de Desarrollo (ADB) como la Oficina de investigación macroeconómica de ASEAN+3 confían en que el país superará las medias de la región. La transformación económica de Vietnam de industrias de baja tecnología a otras de alto valor añadido está llamando la atención, especialmente en los sectores del mueble y la electrónica. El país incluso ha superado a China como primer exportador de muebles a Estados Unidos, gracias a su destreza industrial y habilidad para evitar aranceles. El país se prepara para un cuarto auge de la inversión extranjera directa (IED), con inversiones en sectores de alta tecnología y desarrollo sostenible. La IED creció en 2023 un 32% (cuando el capital mundial sólo lo hizo un 3%) y alcanzó los 36.600 millones de USD. Tecnología, energías renovables, sanidad y sector inmobiliario encabezan las inversiones. Actualmente son más de 50.000 las empresas extranjeras que operan en Vietnam.

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

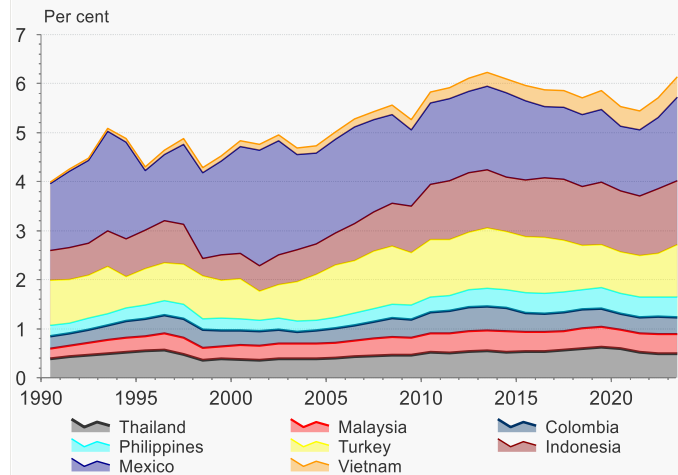
Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR (Nuevo Precio Objetivo 1470!!)

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



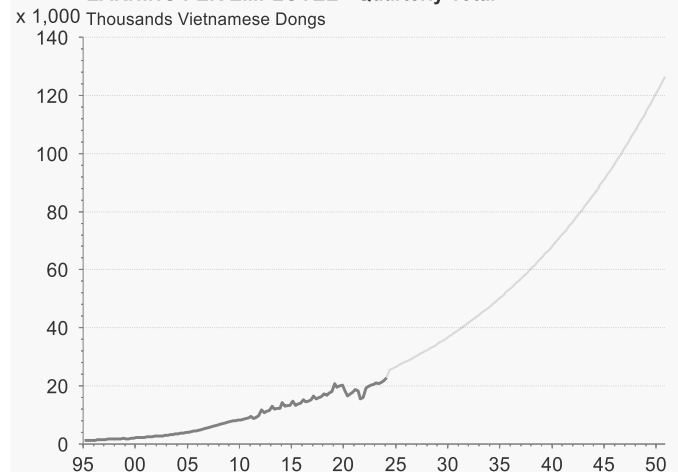
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Other EMs share of world GDP



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

EARNING PER EMPLOYEE - Quarterly Total



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# ISRAEL

## El mercado reevalúa los riesgos fiscales y militares

### Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

La coyuntura macroeconómica israelí registró en mayo varios avances notables. El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2024 se revisó al alza en reflejo de unos resultados mejores de lo esperado en el sector tecnológico y de la solidez del gasto de consumo. Las cifras revisadas equivalen a una tasa de crecimiento anualizada del 3,5%, cuando la estimación inicial era del 2,8%. Esta revisión al alza se apoyó en las mayores exportaciones, en particular de servicios de alta tecnología, y en un repunte del turismo.

El déficit fiscal siguió ampliándose en abril y en los últimos 12 meses asciende al 7% del PIB, por lo que en sólo cuatro meses ha excedido el objetivo revisado para el conjunto del año (6,6% del PIB). Yali Rothenberg, Contable General del Estado de Israel en el Ministerio de Finanzas, declaró que, pese a cifras de ingresos tributarios mejores de lo previsto, la tendencia del déficit continuará en los próximos meses, a lo que añadió que previsiblemente alcanzará un máximo en el tercer trimestre para luego converger hacia el objetivo anual en el último trimestre del año. Las proyecciones de gasto del Ministerio de Finanzas para el próximo año también muestran que, de no elevarse los impuestos, el resultado fiscal en 2025 puede acabar siendo similar al de este año; es decir, un aumento del endeudamiento que podría conducir a nuevas rebajas de la calificación crediticia del país.

La inflación continúa siendo un problema grave. El IPC aumentó en abril un 2,8% interanual, bien por encima de lo previsto por el mercado (+2,5%) y algo por encima del dato interanual de marzo (+2,7%), pero con todo dentro del objetivo de inflación del Banco Central de Israel (1%-3%). En términos interanuales, los principales factores inflacionistas fueron transporte (+3,4%) y vestido (+2,3%). Los precios de la vivienda subieron por cuarto mes consecutivo al sumar en el mes 0,9 pp. La tasa de desempleo se redujo al 4,1%, la menor desde el inicio de la pandemia, lo que apuntaría a una fuerte recuperación del mercado laboral. Además de a medidas oficiales dirigidas a impulsar el empleo, cabe atribuir esta mejora al aumento de la contratación en los sectores tecnológico y de servicios.

### Renta fija

El mercado israelí de renta fija registró cambios notables en el mes. El rendimiento de la deuda pública aumentó al reflejar las expectativas del mercado de un endurecimiento de la política monetaria en respuesta a la persistencia de la inflación. El tipo del bono del Estado a 10 años pasó del 2,5% en abril al 2,8% en mayo. En el caso de los bonos corporativos, los diferenciales se ampliaron ligeramente al ir tornándose los inversores más prudentes ante el riesgo crediticio en un entorno inflacionista bastante incierto. Con todo, la demanda de bonos corporativos de alta calidad aguantó bien, sobre todo en sectores como tecnología y sanidad, que mostraron resiliencia y potencial de crecimiento. La actividad emisora se mantuvo firme y varias empresas de perfil elevado apelaron al mercado para financiar proyectos de expansión.

Dada la opinión de que las presiones inflacionistas no cederán en el corto plazo, parece que el tipo de referencia se mantendrá en su nivel actual, cuando hace un par de meses el mercado esperaba que se recortara dos veces antes de final de año. Nuestra opinión es que el Banco de Israel considera que abatir la inflación es lo más importante, a expensas incluso de ralentizar la economía. Además, la autoridad monetaria expresó preocupación por la postura fiscal que ha adoptado el actual gobierno. Dado que el déficit presupuestario supera ya el objetivo, por efecto sobre todo de la continuación de la guerra, el instituto emisor pondrá en suspenso la relajación monetaria y cabe esperar que los tipos de interés se mantendrán inalterados al menos hasta finales de año y, posiblemente, también algo después.

### Renta variable

El mercado bursátil israelí registró resultados dispares en mayo. El índice de referencia Tel Aviv 125 (TA-125) se anotó una modesta subida del 1,5% apoyado en los buenos resultados de las principales empresas tecnológicas y en la confianza en las perspectivas económicas. El índice TA-35, en el que tienen elevado peso las acciones tecnológicas, lo hizo mejor al revalorizarse el 2,3%, ya que los inversores siguieron favoreciendo los valores tecnológicos con fuerte potencial de crecimiento. En cambio otros sectores se enfrentaron a dificultades. Los valores inmobiliarios se rezagaron por la inquietud sobre la subida de los tipos de interés y sus consecuencias para las valoraciones de los inmuebles y los costes de financiación. También el sector financiero registró resultados desiguales; en particular, algunos bancos decepcionaron las previsiones de resultados al haber optado por reforzar la dotación de provisiones para insolvencias.

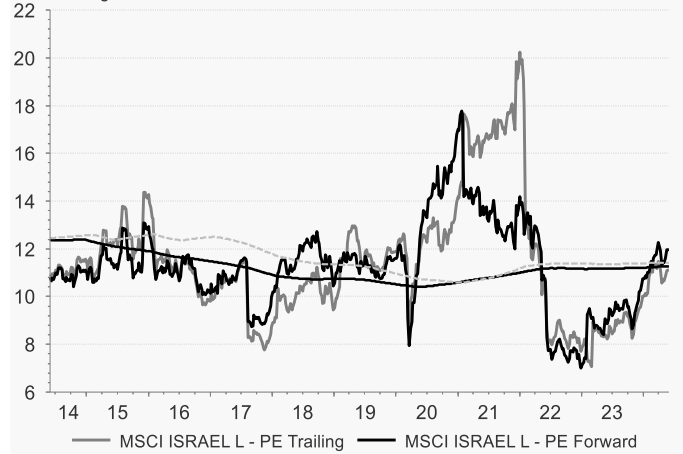
Aunque el mercado bursátil esté barato en términos relativos, seguimos siendo de la opinión de que es muy poco probable que supere a sus homólogos extranjeros mientras no se resuelvan los problemas de seguridad. Por el momento los inversores internacionales demuestran poco interés por las empresas israelíes, al tiempo que el número de los nacionales que exploran oportunidades de inversión en el extranjero va en aumento.

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

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL  
 Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL  
 Deuda corporativa: NEUTRAL  
 Tipo de cambio (ILS/USD): Neutral a TCER

**Israel price-to-earning ratio**

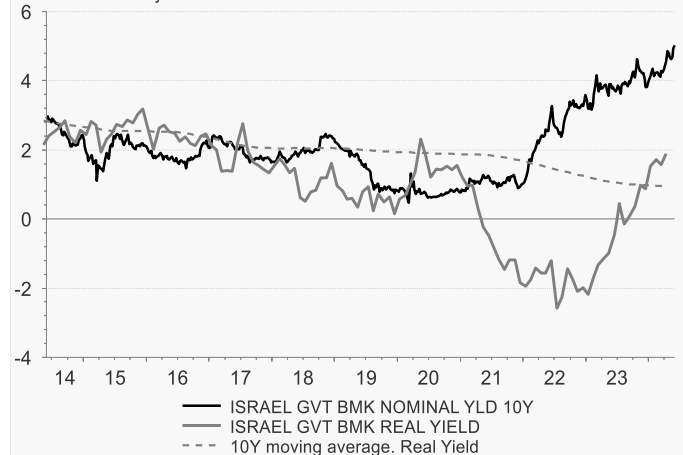
Trailing & Forward PE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y**

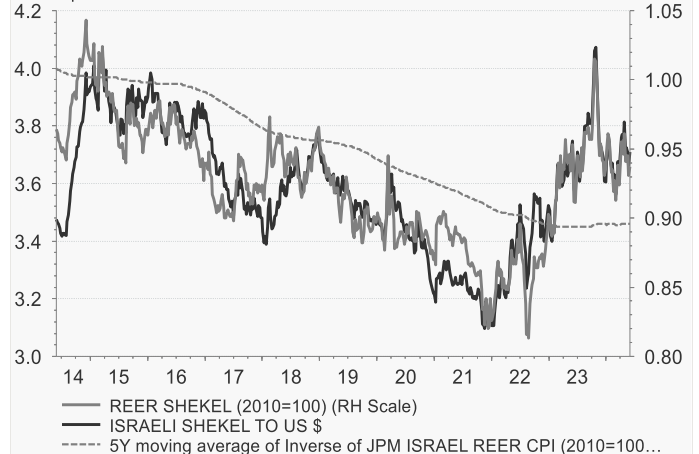
Local currency



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**Israel Shekel**

Spot & REER



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# BRASIL

## El ciclo de bajadas de tipos queda en suspenso

### División de opiniones

El Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central de Brasil (BCB) decidió ralentizar el ritmo de recortes de los tipos de interés en una votación dividida, que se decidió por el voto de calidad de Roberto Campo. La división entre los miembros del COPOM se puso de manifiesto en la reunión de política monetaria de mayo en la que se aprobó un recorte de tipos de interés menor de lo esperado, revelando disparidad de opiniones sobre la política monetaria entre los miembros. Los consejeros designados por Bolsonaro favorecieron un recorte más conservador de 25 pb, mientras que los designados por Lula apoyaron una reducción de 50 pb.

La publicación del acta de la reunión ayudó a tranquilizar al mercado. Además, el ministro de Finanzas, Fernando Haddad, comentó que los argumentos de ambas partes eran pertinentes. Los analistas rechazan la idea de que exista interferencia política en el COPOM, indicando que la diversidad de opiniones más bien refleja los antecedentes de los consejeros, lo que habla bien de la autonomía del BCB. El mercado, por otra parte, se ha puesto a especular sobre el modo en que podría cambiar en el futuro el equilibrio de fuerzas en el seno del Comité según el gobierno actual vaya nombrando nuevos miembros. De cara a la próxima reunión el mercado está dividido entre otro recorte de 25 pb o ninguno.

### La tragedia golpea el sur de Brasil

Rio Grande do Sul, el estado más meridional del país, sufrió recientemente unas inundaciones catastróficas, que causaron devastación generalizada y dejaron cientos de pueblos sumergidos. La catástrofe se saldó con numerosos muertos, desaparecidos y habitantes desplazados de sus hogares. El fenómeno meteorológico extremo que las provocó se explicaría por una inusual combinación de temperaturas superiores a la media, humedad elevada y fuertes vientos. Según algunos expertos en materia climática, este tipo de fenómenos se habría vuelto más común en las últimas décadas e iría asociado a cambios en el clima. La magnitud de la calamidad pública se está comparando con la del Katrina al haberse asociado ambas catástrofes naturales (i) al cambio climático y actividades humanas que intensificarían fenómenos extremos; (ii) a fallos en las infraestructuras de protección contra inundaciones, como la rotura de presas de contención, y (iii) a retardos en la respuesta pública y la evacuación. Todo esto ha suscitado debates sobre la responsabilidad del gobierno, ya que las inundaciones fluviales son mucho más predecibles que los huracanes, que entrañan mucha más incertidumbre.

Las inundaciones también impactarán severamente en la economía de la región. Rio Grande do Sul aporta el 6,5% del PIB brasileño y más del 12% del PIB agrícola del país, y más del 94% de toda la actividad económica del estado se ha visto afectada por las tormentas e inundaciones. Un análisis publicado por Itaú estima una mella de 0,3 pp en el PIB y un posible efecto adicional de 0,4 pp en la inflación, principalmente por productos relacionados con la alimentación.

El presidente Lula visitó recientemente el estado para evaluar daños y anunciar ayuda federal. El plan del gobierno incluye comprar nuevas viviendas para familias de bajo nivel de renta desplazadas, recurrir a propiedades disponibles para subasta pública y ampliar el programa de vivienda *Minha Casa, Minha Vida*. Además, unas 200.000 familias recibirán una ayuda puntual de 5.100 BRL y los trabajadores de las ciudades en estado de emergencia podrán retirar hasta 6.200 BRL de sus cuentas del *Fundo de Garantia do Tempo de Serviço* (FGTS). Lula también anunció la inclusión temporal de 21.000 nuevas familias en el programa *Bolsa Família*. Con miras a afrontar el impacto agrícola, se ha autorizado la importación de 100.000 toneladas de arroz para paliar cosechas perdidas, ya que Rio Grande do Sul es un gran productor arrocero. Las inundaciones previsiblemente provocarán inflación de costes en la cadena de provisión alimentaria, encareciendo el transporte de mercancías y los productos finales. En plena crisis, la visita de Lula y las implicaciones políticas del nombramiento de su antiguo secretario de prensa como Ministro de emergencia para la reconstrucción han suscitado críticas, con acusaciones de que se estaría politizando la tragedia.

### Petrobras cuenta con un nuevo equipo directivo

El director general de Petrobras, Jean Paul Prates, dimitió del cargo en plena disputa política con burócratas que abogaban por un mayor control estatal. Las acciones de Petrobras cayeron significativamente tras el anuncio. Se nombró CEO interina a Clarice Coppetti, aunque la nueva CEO será Magda Chambriard, en lo que supone el sexto cambio de dirección en seis años. Chambriard suscribe la idea de que la empresa debería ser un motor de creación de empleo y desarrollo industrial. Su nombramiento está pendiente de los exámenes de integridad y recursos humanos y de la aprobación del consejo, sin que se requiera el respaldo de los accionistas.

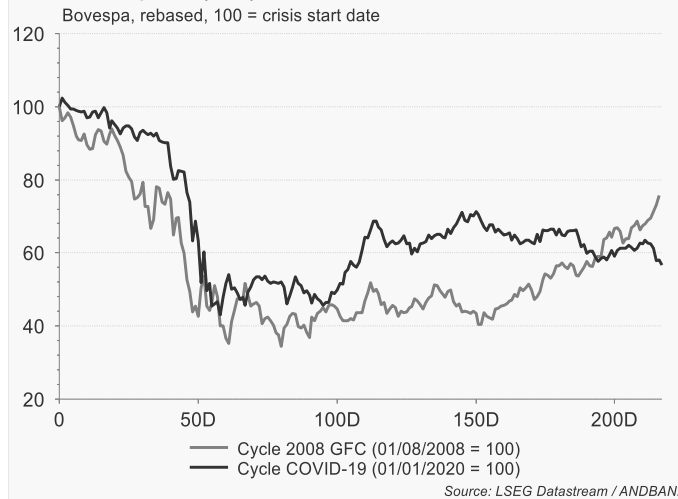
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL-SOBREPONDERAR  
 Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 700 pb; rend. obj.: 11,5%)  
 Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 250 pb; rendimiento obj.: 7,00%)  
 Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,00)

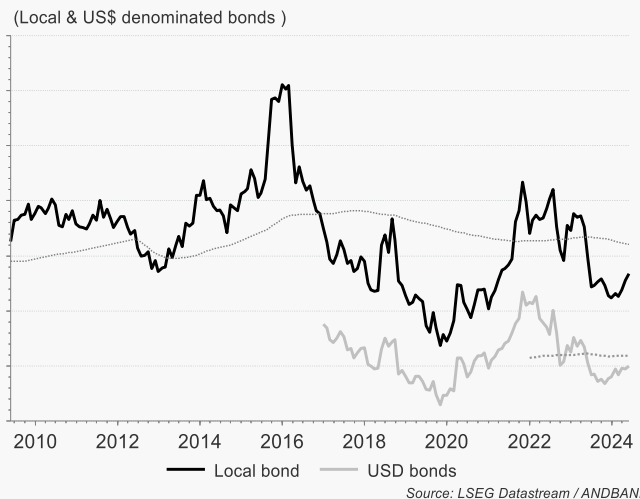
**Brazil MSCI Index price-to-earning**



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



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





# MÉXICO

## La cita electoral ha llegado, con un resultado casi seguro

### Situación política y política fiscal

A pocos días de las elecciones presidenciales y a la Cámara de Diputados (previstas para el 2 de junio), la candidata oficialista del partido del presidente López Obrador, Claudia Sheinbaum (de la coalición *Sigamos Haciendo Historia*), mantiene una significativa ventaja de 20-30 puntos sobre su inmediata rival, Xóchitl Gálvez. Un foco de atención durante la campaña ha sido la situación de la petrolera estatal Pemex. Sheinbaum, de ser elegida, mantendría el apoyo estatal a la empresa, pero afirmó que la estrategia financiera de Pemex debía ir de la mano de una estrategia empresarial. El actual Secretario de Hacienda (Rogelio Ramírez de la O) declaró que la empresa recibirá este año 40.000 millones de pesos (2.400 millones de USD) en concepto de apoyo, posiblemente vía emisión de deuda soberana, y que el gobierno esperará al resultado de las elecciones para decidir cualquier medida sobre su deuda, y que lo hará en coordinación con el nuevo equipo de gobierno. Si bien incluso entonces implementar una nueva estrategia podría llevar meses o años, el diferencial entre la deuda de Pemex y la deuda soberana ha caído a su nivel más bajo del último año.

### Banco central

El Banco Central de México (Banxico), tras haber recortado su tipo de referencia en marzo, lo mantuvo inalterado en su reunión de mayo en una decisión unánime. Las expectativas del mercado, medidas por los tipos a plazo (TIIE a 28 días), descuentan ahora sólo dos recortes de 25 pb cada uno para lo que queda de año. No está claro qué ocurrirá en la reunión de junio. Por un lado tenemos un tipo real *ex ante* que continúa en niveles muy restrictivos; por otro, en el acta de la reunión de mayo consta que los miembros del Comité de Política Monetaria dejaron claro que la resistencia a bajar de la inflación en el sector servicios y la firmeza del mercado laboral justificaban actuar con prudencia a la hora de decidir sobre nuevos recortes de tipos.

### Inflación y actividad

Los indicadores económicos reflejan desaceleración a partir del primer trimestre, en particular en el consumo y, más recientemente, en la dinámica de las entradas de remesas. En el primer trimestre el PIB creció el 1,9% interanual, por debajo de la cifra preliminar (2,0% interanual). Por sectores de actividad, y en términos interanuales, el sector terciario (comercio y servicios) creció un 2,4%, el secundario un 1,5% y el primario sólo el 0,7%. El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2024 supone un repunte trimestral (+0,3%) respecto al último de 2023, después de que el PIB de ese trimestre no registrase cambio alguno respecto al anterior.

La inflación general ascendió en la primera quincena de mayo al 4,78% interanual. La cifra, que está dentro de lo esperado por los analistas, supera el dato interanual de todo abril (4,65%) y representa una subida sostenida desde el 4,4% interanual de febrero. El índice de precios subyacentes aumentó un 4,31% interanual, mientras que los precios no subyacentes subieron un 6,27% interanual. Aunque abril y mayo son meses de inflación baja e incluso negativa debido a las subvenciones a las tarifas eléctricas, que forman parte del índice no básico, el mes pasado este efecto quedó contrarrestado por el fuerte encarecimiento de los productos agrícolas (8,75% interanual).

### Mercados financieros

**Renta variable.** Las acciones mexicanas siguen encaminándose hacia nuestro escenario base para el índice (58.000-60.000 puntos), que esperamos alcancen de aquí a final de año. El índice cotiza a un PER a 12 meses de alrededor de 13x y a un PER de Shiller o ajustado por el ciclo (CAPE) de 12,5x. Por tanto, la rentabilidad esperada sigue siendo atractiva tanto desde un punto de vista absoluto como relativo.

**Renta fija y tipo de cambio.** Tras el movimiento al alza entre finales de marzo y abril de la curva de tipos-plazos de la deuda mexicana denominada en pesos, en lo que llevamos de mayo se ha observado un ajuste a la baja. El diferencial de rendimiento entre el bono mexicano a 10 años en pesos y el bono del Tesoro de EE.UU. se acerca hoy a nuestro objetivo para final de año de 525 pb, tras cotizar muy cerca de los 500 pb y superar ahora su media del año. Aunque no esperamos una reducción agresiva de tipos por Banxico, a estos niveles las perspectivas de nuevos recortes de tipos nos permitirían elevar la *duración* media de la cartera de deuda. En cuanto al bono mexicano en dólares, el diferencial se redujo a 150 pb tras haber cotizado el mes pasado cerca de nuestro objetivo (175 pb).

El tipo de cambio del peso ha mantenido la volatilidad en pleno ajuste de perspectivas sobre la senda que seguirán las políticas monetarias de la Fed y Banxico. La moneda mexicana ha vuelto a apreciarse por fuerza y a cotizar entre 16,50 y 16,65. Mantenemos un cruce objetivo de 18,5 pesos por dólar de aquí a 12 meses por la volatilidad que podría generarse en el segundo semestre del año, sobre todo de cara a las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

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

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

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

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 175 pb; rendimiento obj.: 6,25%)

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

Mexico MSCI Index price-to-earning

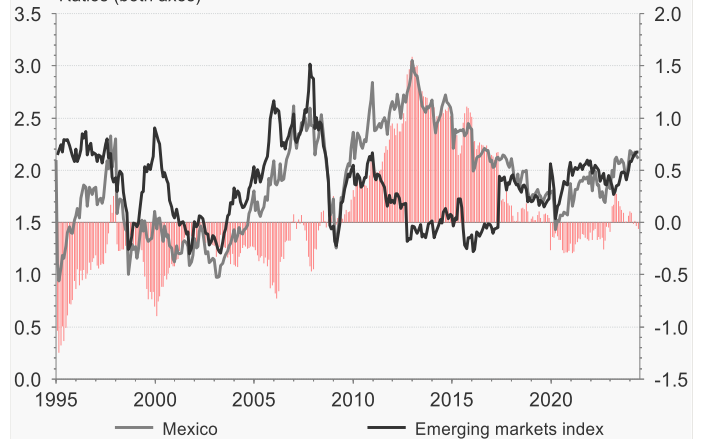
Trailing & Forward PE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

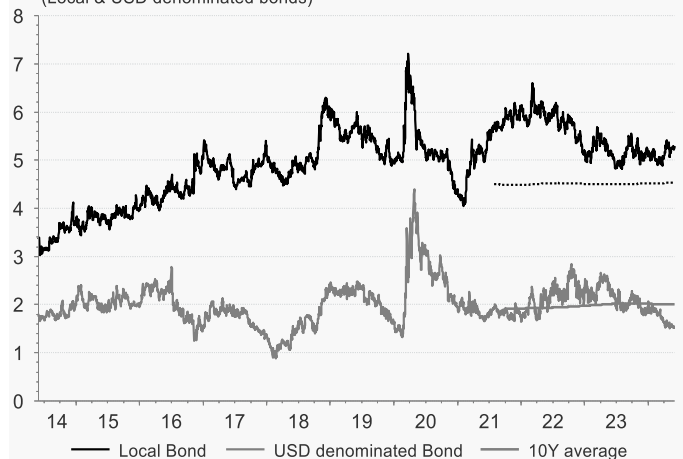
Ratios (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## No queda otra que hacer política a la vieja usanza para dar un impulso a la agenda legislativa

### Política: la oposición tiene menos prisa que el gobierno en aprobar la Ley de bases

La Cámara de Diputados aprobó el proyecto de Ley ómnibus (*Ley de bases y puntos de partida para la libertad de los argentinos*) y el proyecto del Presupuesto Nacional con 142 votos a favor, el voto en contra de 106 diputados y cinco abstenciones, habiendo logrado la coalición oficialista *La Libertad Avanza* (LLA) el apoyo de la oposición «dialoguista» formada por el PRO y la mayoría de *Hacemos Coalición Federal* (HCF) y la *Unión Cívica Radical* (UCR). El Senado tiene tres opciones: i) aprobar la ley sin modificaciones; ii) introducir modificaciones al texto (por mayoría simple o por dos tercios), con lo que volvería a la cámara de origen (Cámara Baja), que puede aceptarlas y aprobar la ley o insistir en el texto original, para lo que necesitaría alcanzar la misma mayoría o una superior a la de la cámara que introdujo las modificaciones; iii) rechazar de plano la iniciativa, lo que impediría que volviera a considerarse durante el año legislativo corriente (escenario casi descartado). Por ahora no está claro si la coalición gobernante cuenta con votos suficientes en la Cámara Alta para que se apruebe el proyecto. *Unión por la Patria* es la minoría más numerosa, con 33 senadores de un total de 72, y de ninguno de sus diputados se espera que apoye la iniciativa. LLA sólo tiene 7 escaños, y el PRO, su aliado más cercano hoy, tiene 6, por lo que el Gobierno deberá negociar con la oposición, principalmente la UCR, que exige modificaciones para apoyar las leyes. Los puntos en los que hay diferencias son la magnitud de los incentivos que se concederán a las grandes inversiones con el nuevo régimen de promoción de inversiones (RIGI) propuesto, las modificaciones propuestas al impuesto a las ganancias, las privatizaciones y el método propuesto para ajustar las pensiones de jubilación.

### Empresas: el Gobierno manda señales equívocas al sector de generación eléctrica

El Gobierno estableció un régimen de pago excepcional para 1.200 millones de USD de deuda con empresas de servicios públicos para diciembre de 2023, enero de 2024 y febrero de 2024. El Gobierno pretende pagar esta deuda con bonos soberanos con vencimiento en 2038, lo que implica un recorte de casi el 50% en el valor de la deuda descontado al presente. Las empresas de generación de energía alegan que el Gobierno se está quedando con parte del dinero que ya ha recibido de las empresas de distribución de energía. Se trataría de una medida contradictoria habida cuenta del impulso que este Gobierno está dando para fortalecer el sector energético.

Como noticia favorable destacamos que las empresas privadas argentinas han comenzado a regresar al mercado internacional de capitales encabezadas por Pan American Energy, que ha emitido un bono por importe de 400 millones de USD, a un interés del 8,5%, con vencimiento a 8 años (2032) y un calendario de amortización de tres pagos anuales consecutivos a partir de 2030.

### Inflación: los precios se enfrían por cuarto mes consecutivo

El IPC aumentó un 8,8% en abril (+284,4% interanual), una tasa inferior a la esperada por del mercado (+9%) y al dato de marzo (+11%). Una vez más fueron los precios regulados los que registraron los mayores incrementos en el mes, haciéndolo de media el +18,4% (+18,1% en marzo). Destacan por altos los componentes de vivienda y servicios públicos (+35,6%) como efecto secundario del proceso de reajuste de tarifas de servicios públicos que está acometiendo el gobierno de Milei. La inflación subyacente creció significativamente menos que la general: un alza del +6,3% (que fue del 9,4% en marzo), con un aumento del subcomponente de alimentos y bebidas del +6,0%. En cuanto a los productos estacionales, subieron un 9,9% en abril (frente al +11,1% de marzo). Cabe esperar que la tendencia a la baja prosiga y que la inflación general converja hacia la subyacente en los próximos meses por efecto del menor aumento de los precios regulados.

### Política monetaria: el Banco Central aprovecha el «cepo» y baja el tipo de interés

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) acaba de volver a bajar el tipo de referencia, en esta ocasión del 50% al 40%, desde el máximo del 133% de finales del año pasado. Esta bajada descansa en la expectativa de que la desaceleración de los precios irá a más en los próximos meses. Con esta medida el BCRA minorará el pago por intereses de sus pasivos a corto plazo (que son una fuente de creación de dinero), al tiempo que el Tesoro logra un superávit fiscal y elimina la necesidad de financiación monetaria. Esta política monetaria más laxa también es posible porque el Gobierno ha optado por mantener los controles de capital y reprimir con ello la demanda de divisas. Levantar los controles cambiarios es un paso crucial para retomar a los mercados internacionales. El presidente Milei afirmó que esto ocurrirá después de resolver el problema de los pasivos remunerados, de los *puts* del BCRA y la cuestión de los dividendos. Sin embargo, el Ministro de Economía, Luis Caputo, manifestó que el Gobierno no se propone levantar de inmediato los controles de capital.

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

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

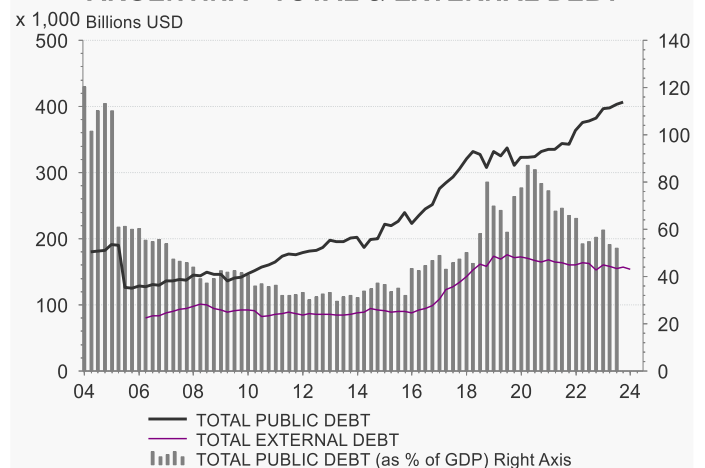
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2024: 1.600)

Argentina 5Y CDS



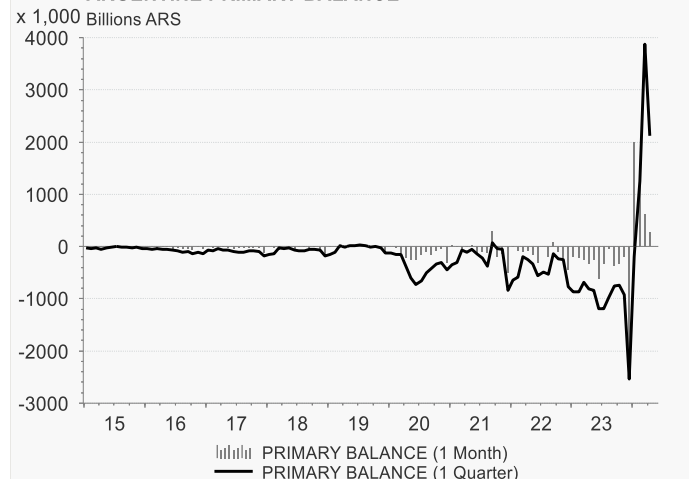
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINE PRIMARY BALANCE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



RENDA VARIABLE

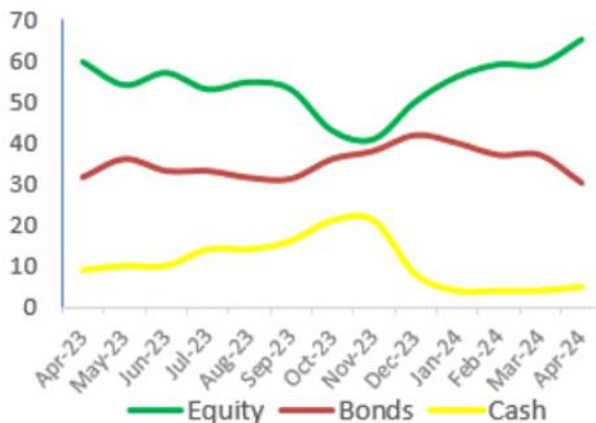
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Análisis fundamental**

Index	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2024	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Reasonable Price Earning Ratio	Implied Equity Yied at Reasonable PE	Implied Risk Premium at Reasonable PE	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	243	9,9%	21,71	4,61%	0,19%	2,00%	21,00	4,76%	0,35%	5.285	5.112	-3,3%	MW-UW
Europe - Stoxx Eui	37	4,4%	14,17	7,06%	4,48%	5,00%	14,00	7,14%	4,56%	520	514	-1,2%	OW
Spain IBEX 35	994	5,5%	11,49	8,70%	5,41%	5,70%	11,00	9,09%	5,80%	11.422	10.935	-4,3%	MW
Mexico IPC GRAL	4.486	10,2%	11,98	8,35%	-1,39%	-0,90%	13,00	7,69%	-2,04%	53.761	58.323	8,5%	MW
Brazil BOVESPA	15.489	12,0%	7,90	12,67%	0,85%	-1,10%	9,10	10,99%	-0,83%	122.290	140.952	15,3%	MW-OW
Japan NIKKEI 225	1.758	25,6%	22,15	4,52%	3,46%	4,00%	24,00	4,17%	3,11%	38.923	42.180	8,4%	OW
China SSE Comp.	307	14,6%	10,04	9,96%	7,65%	4,80%	10,00	10,00%	7,70%	3.078	3.065	-0,4%	UW
China Shenzhen C	123	23,6%	14,01	7,14%	4,83%	1,25%	14,00	7,14%	4,84%	1.719	1.718	-0,1%	UW
India SENSEX	4.012	24,4%	19,06	5,25%	-1,69%	-2,00%	21,00	4,76%	-2,18%	76.469	84.257	10,2%	OW
Vietnam VN Index	134	30,5%	9,57	10,44%			11,00	9,09%		1.280	1.471	14,9%	OW
MSCI EM ASIA	45	22,3%	12,63	7,92%			13,50	7,41%		571	610	6,9%	OW

ANDBANK ESTIMATES

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

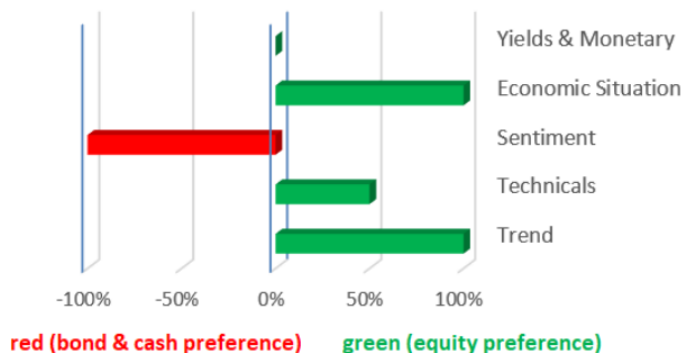
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



Asignación táctica de activos

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

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)  
Equity vs. Bonds Relative Strength by Betalphing 5 Indicators





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

Exhibit 1A. STOXX 600: Q1 2024 Earnings Dashboard

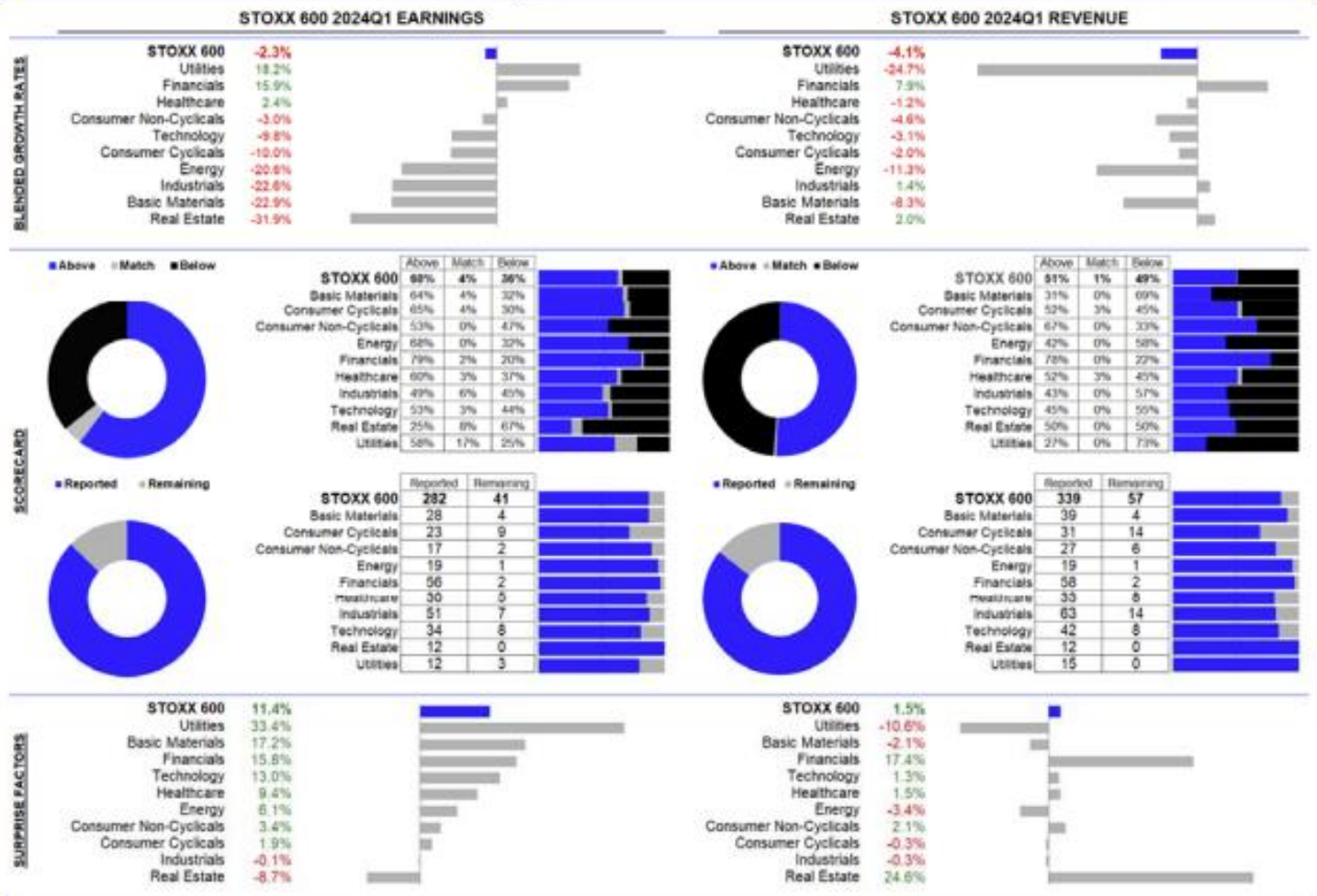
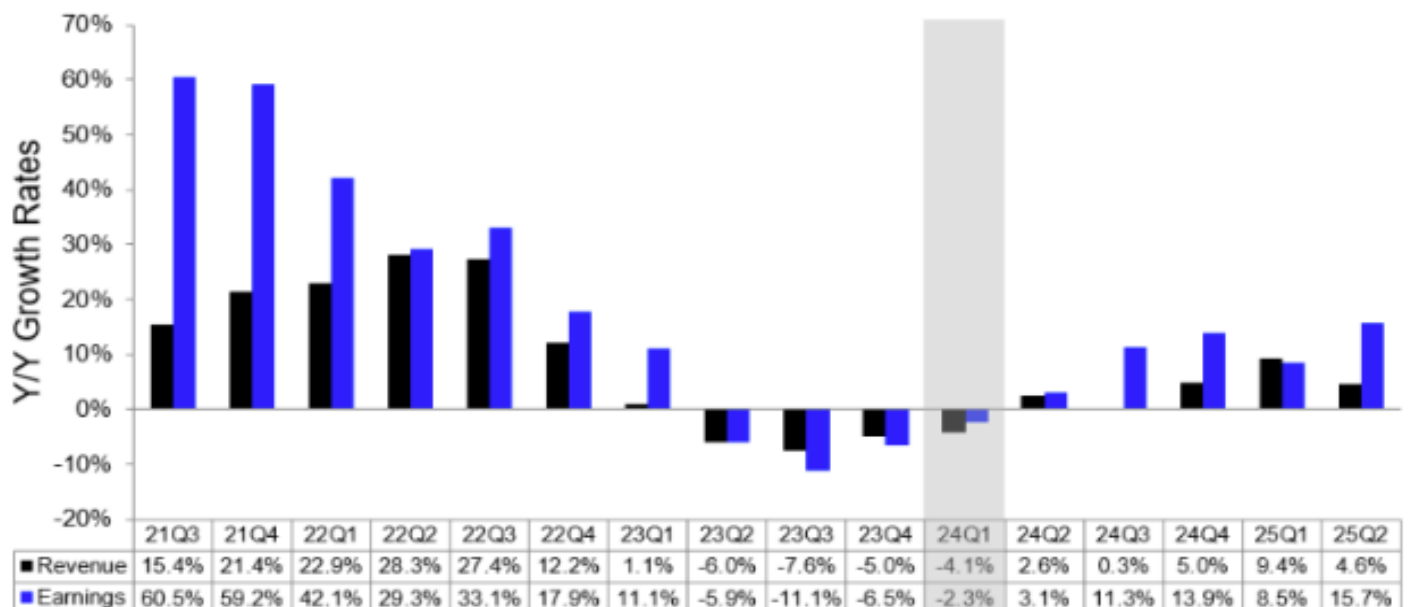


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



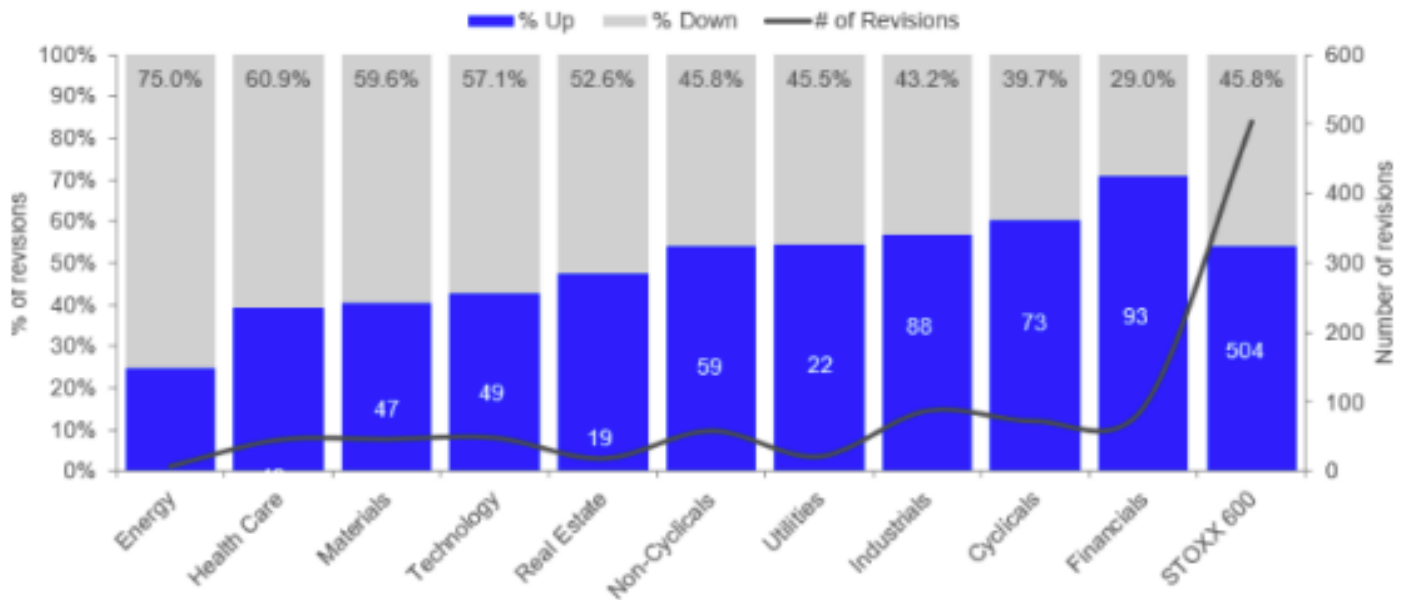
Source: LSEG I/B/E/S



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

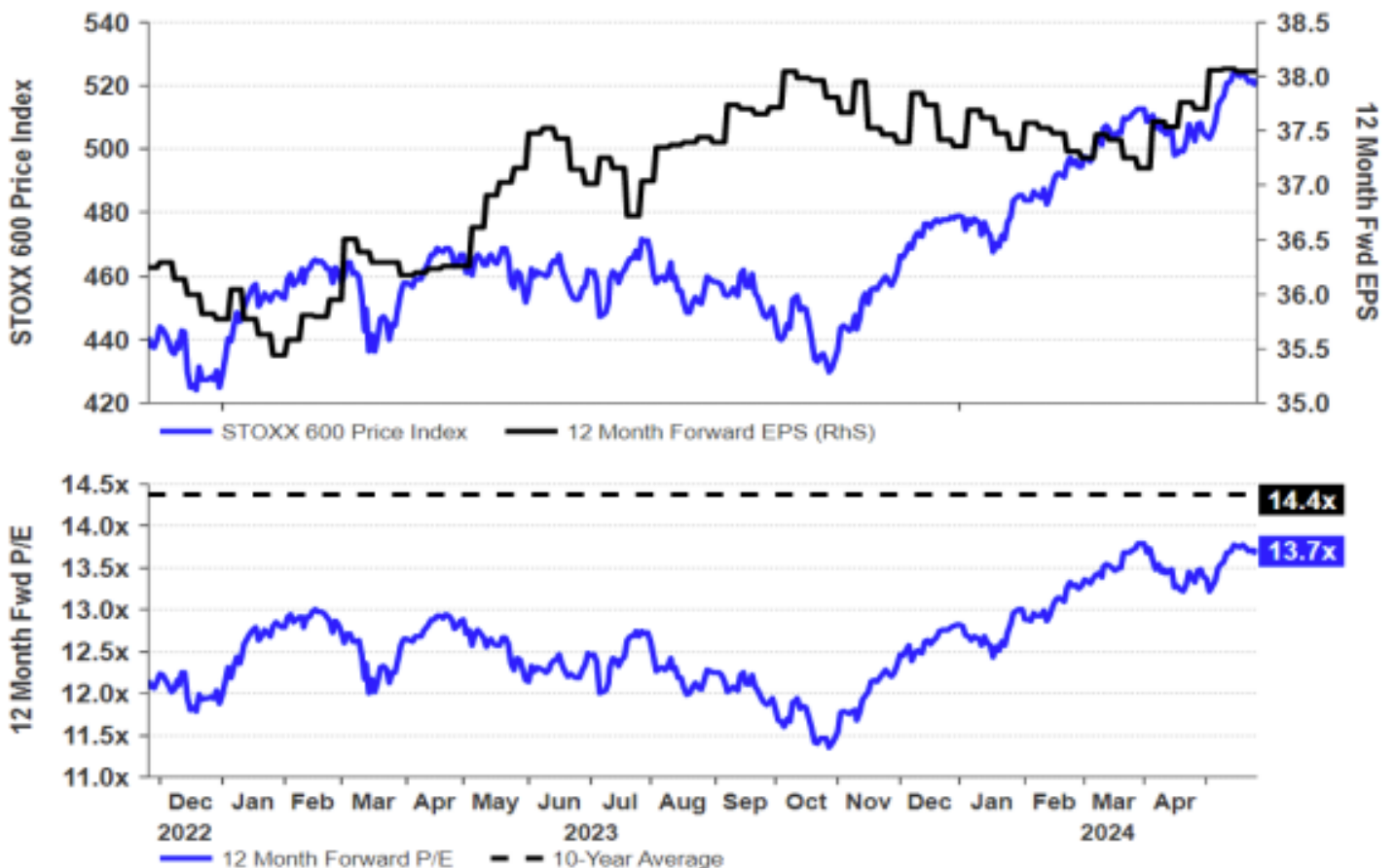
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2024Q1 S&P 500 Earnings Dashboard

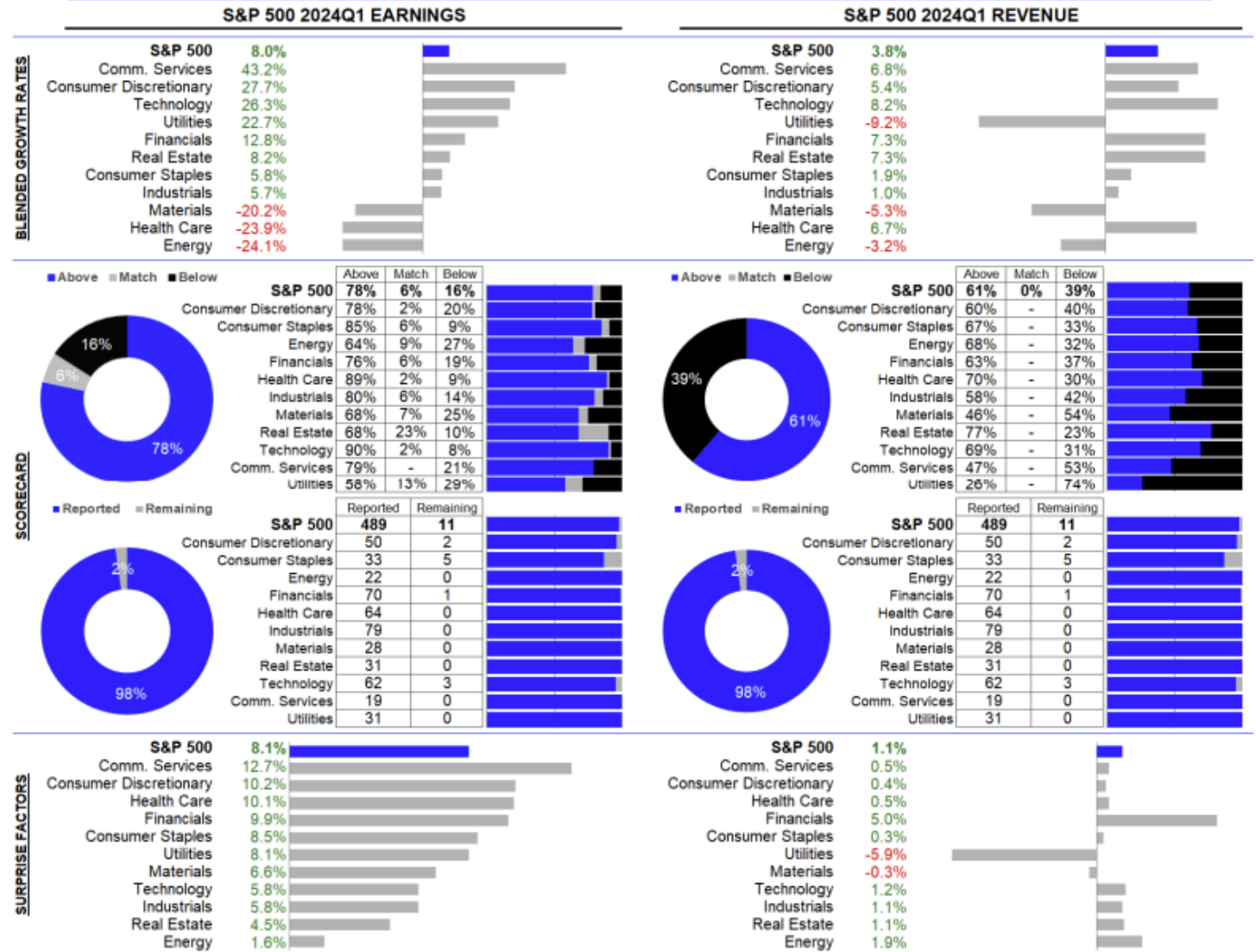
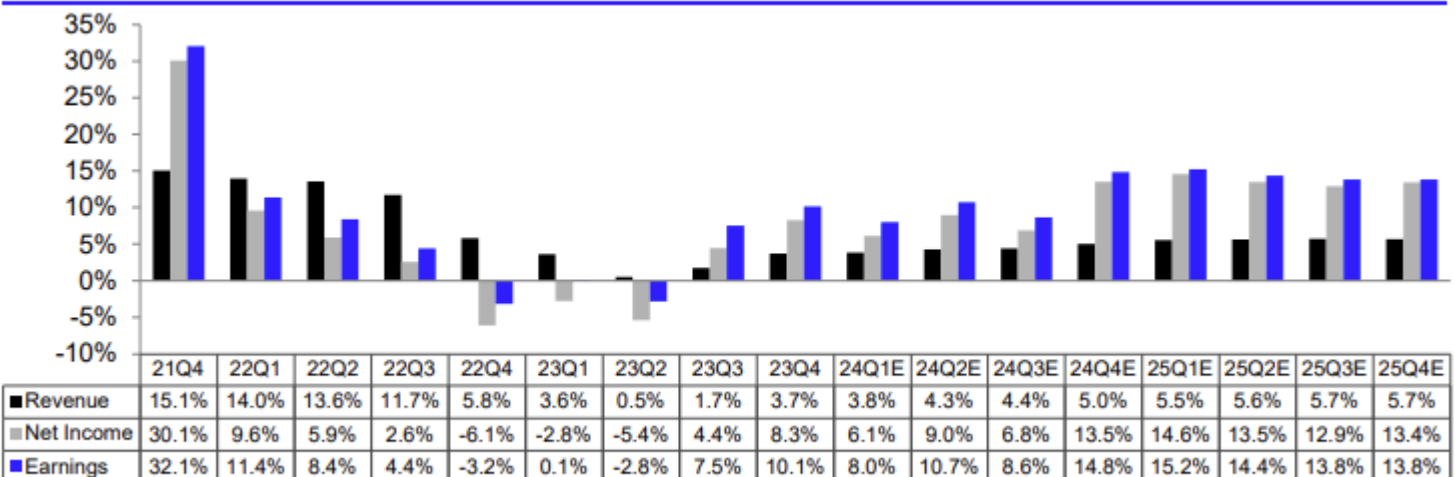


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates





## MATERIAS PRIMAS

Página 18

### ENERGÍA – PETRÓLEO

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

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

El análisis mensual de la evolución del mercado energético respalda una postura alcista para el precio del crudo (7 factores alcistas y 1 bajista)

**(Factor alcista) – Las importaciones de fuel por China alcanzaron en abril su nivel más alto desde 2020 (+10% interanual).** Las importaciones de abril, equivalentes a 620.180 barriles diarios (bpd), aumentaron un 48% respecto al mes anterior, según Reuters, con más crudo procedente de Venezuela e Irán. La relajación de las sanciones estadounidenses contribuyó al aumento de los volúmenes en el caso de Venezuela. También ayudó el que las refinerías aumentasen las compras en previsión de un encarecimiento adicional del petróleo en el segundo trimestre de este año, en pleno repunte mundial del mercado de fuel oil con alto contenido de azufre. Rusia fue en abril, por duodécimo mes consecutivo, el principal suministrador de petróleo a China, con un aumento del 30% interanual.

**(Factor alcista) – China incrementa el almacenamiento de crudo mientras el nivel de reservas estratégicas toca mínimos en los países occidentales.** El ritmo al que las reservas comerciales o estratégicas de China acumularon crudo aumentó en el mes, incrementándose de 790.000 bpd en marzo a 830.000 bpd en abril. Las reservas estratégicas de petróleo del Estado chino se estiman en 475,9 millones de barriles y, las de las empresas, en 209,44 millones de barriles, ascendiendo en total a unos 685,34 millones de barriles. Por otro lado, la Reserva Estratégica de Petróleo (SPR) de Estados Unidos era, a 10 de mayo de 2024, de 367,81 millones de barriles, nivel significativamente inferior a la media histórica de 584 millones de barriles (y al máximo de 726 millones de barriles registrado en 2010). En cuanto a Europa, sus reservas estratégicas de petróleo ascienden a 727 millones de barriles, un nivel notablemente bajo respecto al pasado. Las tensiones geopolíticas y las fluctuaciones de la producción han afectado a la capacidad de los países europeos de mantener las reservas en niveles satisfactorios. Además, la Unión Europea tiene una elevada dependencia (que marcó un récord del 97,7% en 2022) de las importaciones de petróleo, lo que constituye un factor de vulnerabilidad.

**(Factor alcista) – Impacto de los ataques con drones a activos petrolíferos rusos.** Según Bloomberg, los ataques de Ucrania a la infraestructura energética rusa a principios de año han reducido en un 14% la capacidad de refino de petróleo del país y han elevado los precios internos de los carburantes un 20-30%; su impacto en la producción de electricidad fue con todo mínimo, según la Agencia de Inteligencia de Defensa (DIA) del Pentágono. La pérdida parcial de capacidad de refino encareció los combustibles a mediados de marzo un 20-30% y provocó la interrupción de las exportaciones al darse prioridad a satisfacer la demanda interna. Así se refleja en un informe de la DIA, citado en el publicado este mes por el inspector general que supervisa la ayuda estadounidense a Ucrania.

**(Factor alcista) – Pese a estrecharse los márgenes de refino, las principales refinerías estadounidenses devolvieron miles de millones de capital a los accionistas y aumentaron las recompras de acciones, lo que indicaría que la demanda de combustibles (y, por ende, de petróleo) se mantiene firme.** Marathon Petroleum, Phillips 66 y Valero Energy, tres de las mayores refinerías independientes de EE.UU., obtuvieron en el primer trimestre un beneficio ajustado conjunto de 2.930 millones de USD y devolvieron 5.500 millones de USD a los accionistas en forma de recompras de acciones y pagos de dividendo, lo que significa que las refinerías están recurriendo a reservas de efectivo para realizar las recompras y devolver capital a los accionistas. Aunque los márgenes de refino se redujeron algo respecto al año anterior, las refinerías siguen ganando mucho dinero, hasta el punto de poder abonar dividendos considerables. Muchas empresas tienen excedentes de efectivo porque el gasto de inversión en proyectos de crecimiento ha sido limitado (una circunstancia que podría presionar al alza sobre los precios de los combustibles en el futuro). Por lo que respecta a la demanda, las refinerías estadounidenses albergan perspectivas favorables, por lo que prevén aumentar la producción desde los 15,4 millones de barriles diarios (Mbpd) del primer trimestre a 16,2 Mbpd en el tercero.

**(Factor alcista) – La demanda de carburantes superará este verano los niveles de 2019.** Según Rystad Energy, la demanda mundial de carburantes se mantendrá fuerte este verano pese a los recientes signos de debilidad en el mercado, y el consumo previsiblemente superará los niveles prepandémicos. En palabras de Mukesh Sahdev, jefe del equipo de soluciones de negociación de crudo de Rystad: «Los mercados de carburantes se presentan entre equilibrados y fuertes para el verano [...]. Es probable que la reciente disminución en los desplazamientos en EE.UU. sea algo transitorio».

**(Factor alcista) – El consumo de petróleo de la India aumentó en los cuatro primeros meses de 2024 (+4,8% interanual), impulsado en gran medida por la demanda de consumo.** El consumo nacional aumentó en el equivalente a 220.000 bpd adicionales. India se está convirtiendo en una de las mayores fuentes de crecimiento del consumo mundial de petróleo y para 2030 previsiblemente superará a China como principal fuente de crecimiento. Para ponerlo en perspectiva, India representa una décima parte del crecimiento mundial este año, la segunda mayor cuota nacional sólo por detrás de China, con una tercera parte del total. Dos tercios del consumo indio de petróleo corresponden a tres productos: gasóleo (39%), gasolina (16%) y gas licuado de petróleo (13%). El gasóleo lo utilizan sobre todo transportistas de mercancías, fabricantes y minas. El mayor crecimiento correspondió a la gasolina (+8% anual de media), ya que la mayor renta de los hogares indujo un fuerte repunte en la compra de motocicletas y automóviles. De hecho, el número de motocicletas y turismos matriculados se duplicó con creces en la década de 2010.

**(Factor alcista) – Es improbable que EE.UU. modifique las sanciones al petróleo venezolano a pesar del nuevo candidato.** La oposición política de Venezuela se ha unido en torno a un nuevo candidato presidencial (Edmundo González Urrutia), quien según las encuestas podría vencer al presidente Nicolás Maduro en las elecciones de julio, si bien es poco probable que esto cambie la política de sanciones petroleras de EE.UU. en el corto plazo. La candidatura de González surgió después de que el Departamento del Tesoro de EE.UU. anunciara el 17 de abril que EE.UU. no renovaría la Licencia General (GL) 44, emitida en octubre para aliviar temporalmente las sanciones sobre el petróleo y el gas venezolanos. Tras incumplir Maduro su compromiso de facilitar unas elecciones libres y justas, EE.UU. decidió reimponer las sanciones emitiendo en abril la GL 44A, que concede 45 días para liquidar las transacciones relacionadas con las operaciones del sector del petróleo y el gas venezolanos. La política de la Casa Blanca para Venezuela se centrará en exenciones específicas para empresas individuales, lo que en la práctica podría equivaler a una licencia general y permitiría que la producción continuara a buen ritmo pese a la reimposición del régimen general de sanciones. La rápida vuelta a la situación anterior no afectó a la GL 41 de Chevron y el Tesoro mantuvo explícitamente la puerta abierta a exenciones específicas similares para otras empresas. Los expertos afirman que estas exenciones específicas podrían sustituir de hecho a la GL 44. PDVSA, la petrolera venezolana de titularidad estatal, y sus socios declararon que la producción de crudo alcanzó los 875.000 bpd en abril, por encima de los 760.000 bpd de octubre. La producción venezolana de crudo podría alcanzar los 950.000 bpd a finales de año, gracias sobre todo a las actuales exenciones específicas. Venezuela exportó en abril 5,4 millones de barriles de crudo a Estados Unidos y 1,9 millones a China.

**(Factor bajista) – En el caso de que Donald Trump ganara las elecciones presidenciales en EE.UU. probablemente presionaría para sustituir al jefe de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) para que dicho organismo de control de la energía volviera a centrarse en maximizar la producción de combustibles fósiles.** La AIE, con sede en París, lleva más de medio siglo proporcionando estudios y datos a los gobiernos de países industrializados para ayudarles a orientar sus políticas de seguridad y suministro energéticos. En los últimos años la AIE ha ampliado su enfoque más allá del suministro de petróleo y gas para incluir las energías limpias, al buscar los gobiernos miembros información sobre el cumplimiento de sus objetivos en el marco del Acuerdo de París sobre el clima y acelerar la transición para limitar la dependencia de los combustibles fósiles. Ese cambio se aceleró durante el mandato del presidente Joe Biden, con decisiones en materia de política energética que enfurecieron a los productores mundiales de petróleo, incluida Arabia Saudí, y que chocan con la agenda energética de Trump de «perforar, perforar y perforar», dirigida a impulsar las industrias del petróleo y gas tradicionales. EE.UU. aporta aproximadamente una cuarta parte de la financiación del grupo. Un nuevo gobierno de Trump daría prioridad a otras medidas de política energética, como revertir la pausa del gobierno de Biden en la concesión de licencias de exportación de gas natural licuado, ampliar la perforación nacional o retirar a Estados Unidos del Acuerdo de París sobre el clima. Entre los Republicanos existe la impresión de que la AIE está realmente dirigida por los europeos y que prioriza los puntos de vista europeos en materia energética, que coinciden con las prioridades de los Demócratas.



## METALES PRECIOSOS – ORO

### Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.800-2.000 USD/onza

Comprar por debajo de 1.800 USD; vender por encima de 2.000 USD.

#### Factores positivos para el oro

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

#### Factores negativos para el oro

**El oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,24468 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 1.872 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.259 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal debería rondar los 1.579 USD/onza.

**El oro frente a la plata.** La ratio Oro/Plata subió a 76,89x, todavía por encima de su media de 20 años de 68,36 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que la relación alcance su media de largo plazo el precio del oro debería situarse en 2.072 USD/oz.

**El oro frente al paladio.** La ratio oro/paladio subió a 2,40x, por encima de su media de los últimos 20 años de 1,68x, lo que indicaría que el oro se ha encarecido respecto al paladio. Suponiendo que el paladio está bien valorado, para que la ratio retornase a su media de largo plazo el oro debería cotizar a 1.602 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Actualmente está en 29,89x, superando aún con creces su media de los últimos 20 años de 19,60x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 85 USD/barril (el valor medio de nuestra nueva horquilla de 75-95 USD/barril), y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.666 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**En el marco de los cuatro cuadrantes** proponemos un cuadrante para 2024 en el que se combinaría un crecimiento bajo (pero positivo) con inflación en vías de moderación. Dado que la estanflación constituye un entorno más propicio para el oro, tal escenario, al desplazar el de recesión con inflación, apuntaría a un comportamiento deslucido del oro. Por supuesto, el precio del oro también dependería de las decisiones de gestión de la masa monetaria por los bancos centrales occidentales y, en el caso de los bancos centrales asiáticos, de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas.

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

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

A la luz de lo anterior, y sabiendo que cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, y que el alza solo termina al enfrentarse a tipos nominales más altos, una apreciación del USD o mayores tipos reales, parece razonable emitir cierta señal de alarma en el sentido de que **podríamos estar cerca de un giro a la baja en la tendencia del oro.** Porque el metal áureo ha perdido totalmente el impulso desde agosto de 2020, pero también porque las subidas de tipos de interés se hicieron realidad.

**- Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo ALTO).** Aunque hace dos años parecía impensable que las autoridades monetarias subieran los tipos de interés; ahora es un hecho y los tipos positivos se mantendrán durante un tiempo.

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

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

**- Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía perdurable. El precio del oro lleva un tiempo (desde agosto de 2020) sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011. Fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese período. Si esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido, pero por el momento no está claro que la riqueza generada en Asia pueda resurgir en el corto plazo.



DIVISAS

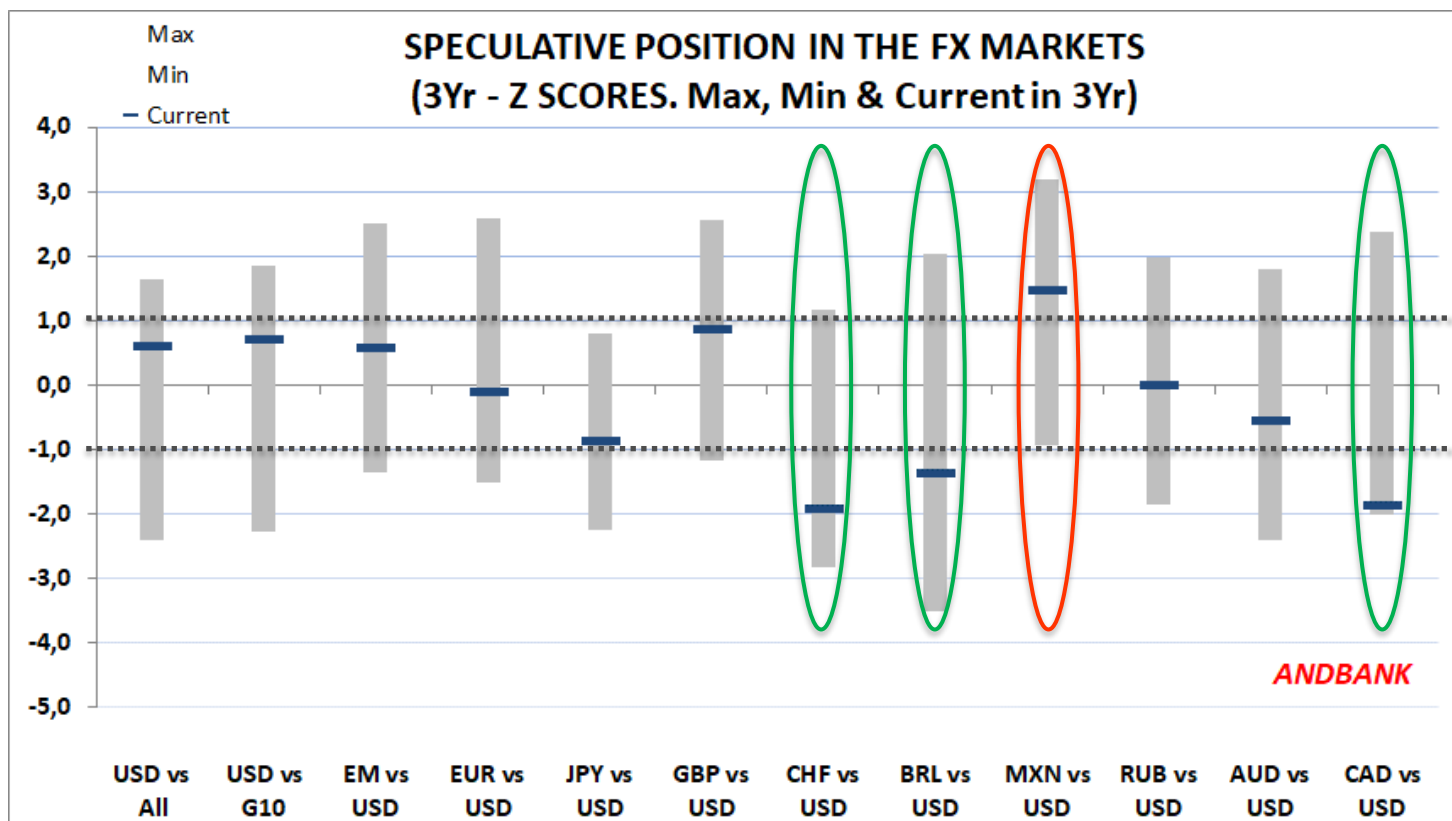
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	15,30	-13,89	32,6	-28,2	3,5	0,62
USD vs G10	18,19	-14,48	36,3	-25,4	5,2	0,72
EM	2,89	-0,59	4,2	-0,8	2,1	0,58
EUR	7,81	8,72	23,4	-8,6	8,7	-0,09
JPY	-12,41	0,93	0,6	-15,0	-8,7	-0,87
GBP	2,03	4,29	5,6	-6,5	-0,6	0,87
CHF	-6,08	-0,40	0,2	-6,1	-2,7	-1,91
BRL	-0,71	-0,72	0,9	-0,8	-0,1	-1,37
MXN	3,60	0,13	4,3	-0,5	1,9	1,48
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-3,32	2,07	6,1	-7,0	-1,4	-0,54
CAD	-6,35	-1,76	6,1	-6,7	-0,4	-1,87

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

ANDBANK



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 21

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected performance (to Target Price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	3,1%	10,8%	5.285	5.112	-3,3%
	Europe - Stoxx Europe 600	2,9%	8,6%	520	514	-1,2%
	Euro Zone - Euro Stoxx	2,1%	9,5%	519	533	2,6%
	SPAIN - IBEX 35	5,2%	13,1%	11.422	10.935	-4,3%
	MEXICO - MXSE IPC	-5,9%	-6,3%	53.761	58.323	8,5%
	BRAZIL - BOVESPA	-4,8%	-8,9%	122.290	140.952	15,3%
	JAPAN - NIKKEI 225	#N/D	16,3%	38.923	42.180	8,4%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-0,8%	3,5%	3.078	3.065	-0,4%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-2,1%	-6,5%	1.719	1.718	-0,1%
	INDIA - SENSEX	3,5%	5,9%	76.469	84.257	10,2%
	VIETNAM - VN Index	4,8%	13,3%	1.280	1.471	14,9%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-0,3%	5,2%	571	610	6,9%
	<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	1,0%	-2,7%	4,41	<b>4,50</b>
UK 10 year Gilt		0,3%	-4,1%	4,23	4,50	2,1%
German 10 year BUND		-0,4%	0,9%	2,58	<b>2,50</b>	3,2%
Japanese 10 year Govie		-1,2%	-5,0%	1,06	<b>1,25</b>	-0,5%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	0,0%	-1,3%	3,30	3,50	1,7%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,2%	0,0%	3,88	4,10	2,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,1%	-2,1%	3,15	3,10	3,5%
	Ireland - 10yr Gov bond	-23,5%	-23,5%	2,94	2,90	3,3%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,3%	-3,2%	3,58	4,25	-1,8%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,4%	2,1%	52,06	75	3,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,1%	3,5%	295,33	450	2,1%
	Credit USD IG - CDX IG	0,5%	2,8%	50,42	75	5,4%
	Credit USD HY - CDX HY	1,0%	4,5%	333,92	450	5,5%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	12,6%	-7,3%	25,78	25,00	32,0%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-1,6%	-16,1%	14,93	25,00	-65,6%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	-0,8%	6,89	6,00	14,0%
	India - 10yr Gov bond (local)	2,2%	4,9%	6,94	6,25	12,5%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	2,5%	-2,7%	6,64	5,75	13,7%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,0%	3,2%	2,31	1,75	6,7%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,7%	0,3%	3,89	3,25	9,0%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	0,2%	2,77	2,00	8,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,6%	-3,8%	3,31	3,40	2,6%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,9%	-1,6%	3,45	3,50	3,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,8%	-2,8%	1,59	2,65	-6,9%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,6%	-3,1%	9,73	9,75	9,6%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,1%	-1,7%	6,05	6,25	4,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,1%	-8,2%	11,82	11,50	14,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,4%	-2,3%	6,49	7,00	2,4%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-4,6%	4,0%	74,5	80,00	7,3%
	GOLD	1,8%	13,6%	2.343,0	2.100	-10,4%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	1,1%	-1,5%	1,087	1,05	-3,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,8%	0,3%	1,28	1,29	0,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,7%	-1,8%	0,85	0,81	-4,3%
	USDCHF (price of 1 USD)	-1,0%	6,6%	0,90	0,87	-3,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,1%	5,0%	0,98	0,91	-6,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	2,1%	10,7%	156,21	140,00	-10,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	3,2%	9,1%	169,84	147,00	-13,4%
	USDMXN (price of 1 USD)	3,1%	3,1%	17,48	18,50	5,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	4,2%	1,7%	19,00	19,43	2,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	3,0%	7,7%	5,22	5,00	-4,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	4,1%	6,1%	5,68	5,25	-7,6%
	USDARS (price of 1 USD)	2,0%	10,9%	896,50	1.000	11,5%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,3%	-0,1%	83,10	82	-1,0%
	CNY (price of 1 USD)	0,0%	2,0%	7,24	7,50	3,6%

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

UPWARD REVISION      DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Together  
Everyone  
Achieves  
More



**Marian Fernández**  
Europe: Government bonds, Macro & ECB  
+34 639 30 43 61



**Marcus Vinicius de Macedo**  
Brazil: Bonds, Equity & FX  
+55 11 3095-7045



**Alicia Arriero**  
Europe: Corporate Credit IG & HY  
+34 91 153 41 17



**Idan Azoulay**  
Israel: Rates, Corporate Bonds & Equities  
+972 3 6138218



**Guillermo Babé**  
Europe: Equity  
+41 22 818 39 40



**Juan Manuel Lissignoli**  
Argentina & Cono Sur: Bonds, FX, Macro  
& Politics. +598 2626 2333



**David Tomas**  
Spain: Equity & Rates  
+34 647 44 10 07



**Sofiane Benzarti**  
Luxembourg: Global Flows & Positioning  
+352 26 19 39 21



**Alvaro Millán**  
US: Equity, Bonds & Corporates  
+1 305 702 0601



**Jordi Riera**  
Global Interest Rates  
+376 874 373



**Jonathan Zuloaga**  
Mexico: Rates, Equity & FX  
+52 55 53772810



**Alex Fusté**  
EM Asia & Japan: Bonds, Equities & FX  
Commodities: Energy & Precious Metals  
+34 673 041 058

## AVISO LEGAL

Página 23

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

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

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

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

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

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

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

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

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