

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Julio de 2024

**Análisis
Corporativo**
Julio de 2024



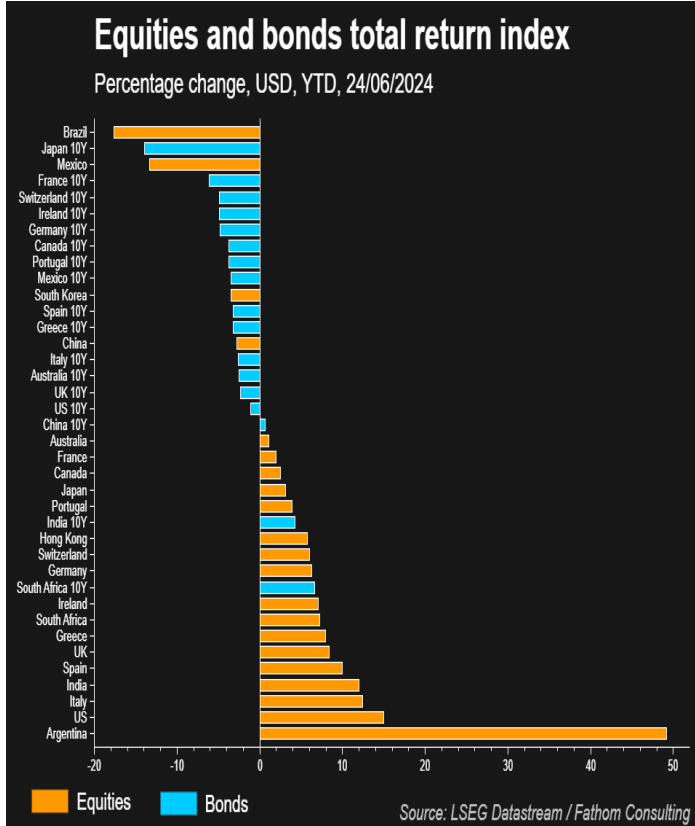
Alex Fusté
Economista Jefe Global
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com
[@AlexfusteAlex](https://www.instagram.com/AlexfusteAlex)

Imagen creada por Andbank,
con uso de Inteligencia Artificial

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES

Remodelando la economía mundial



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	5.537	5.487	-0,9%	MW
Europe - Stoxx Europe 600	520	515	-1,1%	MW-OW
Spain IBEX 35	11.070	12.459	12,5%	OW
Mexico IPC GRAL	52.655	58.877	11,8%	MW
Brazil BOVESPA	126.164	135.000	7,0%	MW-OW
Japan NIKKEI 225	40.912	44.330	8,4%	OW
China SSE Comp.	2.950	3.083	4,5%	UW
China Shenzhen Comp	1.591	1.725	8,5%	UW
India SENSEX	79.549	85.619	7,6%	OW
Vietnam VN Index	1.283	1.494	16,5%	OW
MSCI EM ASIA	607	615	1,3%	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	0,2%	-1,9%	4,35	4,50	3,2%
UK 10 year Gilt	0,4%	-3,3%	4,17	4,50	1,5%
German 10 year BUND	0,1%	1,3%	2,56	2,50	3,0%
Japanese 10 year Govie	-0,5%	-5,3%	1,09	1,25	-0,2%
Spain - 10yr Gov bond	-0,6%	-1,7%	3,38	3,50	2,4%
Italy - 10yr Gov bond	-0,7%	-0,5%	3,98	4,10	3,1%
Portugal - 10yr Gov bond	-0,2%	-2,1%	3,18	3,10	3,9%
Ireland - 10yr Gov bond	0,1%	-3,5%	2,92	2,90	3,1%
Greece - 10yr Gov bond	-0,8%	-3,6%	3,65	4,25	-1,2%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,3%	2,4%	55,84	75	3,7%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	0,3%	4,0%	301,05	450	2,2%
Credit USD IG - CDX IG	0,5%	3,4%	50,54	75	5,3%
Credit USD HY - CDX HY	0,7%	5,2%	336,22	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)	4,1%	-4,6%	25,70	25,00	31,3%
Russia - 10yr Gov bond (local)	-0,9%	-16,5%	15,11	25,00	-64,0%
Indonesia - 10yr Gov bond (loc)	-1,2%	-1,8%	7,07	6,00	15,7%
India - 10yr Gov bond (local)	0,8%	5,1%	6,99	6,25	12,9%
Philippines - 10yr Gov bond (loc)	1,8%	-0,9%	6,48	5,75	12,3%
China - 10yr Gov bond (local)	0,8%	4,0%	2,23	1,75	6,1%
Malaysia - 10yr Gov bond (loc)	0,5%	0,8%	3,86	3,25	8,7%
Thailand - 10yr Gov bond (loc)	1,0%	1,2%	2,67	2,00	8,0%
Singapore - 10yr Gov bond (loc)	0,3%	-3,1%	3,24	3,40	1,9%
Rep. Korea - 10yr G. bond (loc)	1,9%	0,8%	3,18	3,50	0,6%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	-4,0%	1,75	2,65	-5,5%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,9%	-3,8%	9,91	9,75	11,2%
Mexico - 10yr Govie (USD)	0,3%	-1,6%	6,09	6,25	4,8%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,3%	-10,6%	12,23	11,50	18,0%
Brazil - 10yr Govie (USD)	-1,0%	-2,9%	6,63	7,00	3,7%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	15,1%	17,7%	83,9	85,00	1,3%
GOLD	3,2%	16,6%	2.365,0	2.300	-2,7%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,6%	-2,0%	1,08	1,05	-2,9%
GBPUSD (price of 1 GBP)	0,0%	0,2%	1,28	1,29	1,0%
EURGBP (price of 1 EUR)	-0,6%	-2,2%	0,85	0,81	-3,9%
USDCHF (price of 1 USD)	1,2%	7,0%	0,90	0,87	-3,3%
EURCHF (price of 1 EUR)	0,5%	4,8%	0,97	0,91	-6,1%
USDJPY (price of 1 USD)	4,1%	14,3%	161,25	140,00	-13,2%
EURJPY (price of 1 EUR)	3,5%	12,0%	174,34	147,00	-15,7%
USDMXN (price of 1 USD)	1,3%	6,6%	18,08	18,50	2,3%
EURMXN (price of 1 EUR)	0,7%	4,6%	19,55	19,43	-0,6%
USDBRL (price of 1 USD)	3,8%	13,1%	5,49	5,25	-4,3%
EURBRL (price of 1 EUR)	3,2%	10,8%	5,93	5,51	-7,1%
USDARS (price of 1 USD)	1,9%	13,0%	913,50	1.000	9,5%
USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	0,3%	83,48	82	-1,4%
CNY (price of 1 USD)	0,4%	2,4%	7,27	7,50	3,2%





EE.UU.

Mantenemos nuestra previsión de escasos recortes de tipos de interés pese a un IPC mejor de lo esperado

Reserva Federal

En su reunión de junio la Reserva Federal (Fed) decidió por unanimidad mantener estables los tipos de interés por séptima vez consecutiva y dejó el rango de tipos objetivo en 5,25%-5,50%. El único cambio en el comunicado que emitió el Comité de Política Monetaria (FOMC) fue que la evaluación de «falta de progreso» en los datos de inflación cambió a «progreso moderado». El presidente de la Fed, Jerome Powell, subrayó que la decisión sobre la dirección de los tipos seguiría haciéndose «reunión a reunión, en función de la evolución de los datos», pero señaló un «modesto progreso» en el proceso desinflationista. Powell afirmó que el informe del IPC de mayo era alentador, pero también mencionó una serie de factores estructurales (escasez de viviendas, presión salarial, etc.) que pueden dificultar el retorno a una inflación del 2%.

La última actualización del Resumen de Proyecciones Económicas (SEP) pareció ajustarse en líneas generales a las expectativas del mercado, con una previsión de inflación más elevada para 2024 y una menor relajación monetaria (QE). En las proyecciones económicas de la Fed la revisión más significativa fue el cambio en la expectativa de inflación subyacente en el dato del PCE, que pasaría del 2,6% al 2,8% a finales de año. La mediana del *diagrama de puntos* de los miembros de la Fed apunta a un recorte de 25 pb a finales de este año (tipo de referencia a final de año revisado del 4,6% al 5,1%) y cuatro recortes en 2025 (nivel a final de 2025: 4,1%). De aquí a final de año quedan cuatro reuniones de política monetaria y el mercado espera ahora dos recortes este año, que es el escenario por el que nos inclinamos en este momento.

Inflación y actividad económica

El índice general de precios al consumo (IPC) de mayo se mantuvo estable respecto al mes anterior, lo que deja la inflación en el 3,3% interanual. El dato registrado fue en ambos casos inferior al esperado por los analistas (+0,1 pp en el mes y +3,4% interanual) y al del mes anterior (+0,3 pp en abril y +3,4% interanual). Los precios del componente energético bajaron en mayo (-2%) gracias sobre todo a la evolución de los carburantes (-3,6%), mientras que los costes de alojamiento y vivienda se incrementaron por cuarto mes consecutivo (+0,4 pp) y contrarrestaron con creces el abaratamiento de la energía. La presión que sigue ejerciendo el mercado de la vivienda se refleja en que el componente de vivienda y alojamiento, con un +5,4% interanual (ligeramente por debajo del +5,5% interanual de abril), vuelve a superar al dato de inflación general. El IPC subyacente subió sólo 0,2 pp en el mes, su menor incremento mensual desde agosto de 2021. En términos interanuales, la inflación subyacente se moderó hasta el +3,4% interanual (desde el +3,6% interanual de abril), la tasa más baja en más de tres años. La moderación de la inflación subyacente en el informe de mayo supuso un respiro para la Reserva Federal tras una serie de datos de inflación elevados en meses anteriores. El índice de precios a la producción (IPP) de mayo también fue menor de lo esperado, con un descenso de los precios al por mayor de 0,2 pp en el mes tras haber aumentado 0,5 pp en abril.

El informe del mercado laboral de mayo reflejó la continuidad de unos sólidos datos de empleo. La tasa de desempleo, aunque de hecho ha aumentado últimamente (se sitúa ahora en el 4%, frente al 3,9% de abril), se mantiene en niveles muy bajos. El empleo no agrícola aumentó en 272.000 puestos de trabajo, superando con mucho la estimación de 180.000 empleos nuevos. El informe reflejó un incremento del salario por hora del 0,4% pp en el mes y +4,1% interanual. Este último dato es bueno para los trabajadores, pero no tanto para la Fed, que se sentiría más cómoda con una menor presión salarial. Por último, las ventas minoristas presionaron también a la baja los tipos de interés del mercado al resultar más débiles de lo esperado: la cifra de ventas sólo aumentó un +0,1% respecto al mes anterior, frente al +0,2% que esperaban los analistas. Aun así, fue algo mejor que el dato de abril (-0,2%).

Mercados financieros

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. El rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años, tras alcanzar el 4,6% a finales de mayo, se redujo al 4,25% al publicarse unos datos de precios mejores de lo previsto. A la fecha de este informe la pendiente de la curva de tipos-plazos no registraba cambios significativos, manteniéndose inalterado (en -48 pb) el diferencial entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años. Mantenemos el nivel objetivo de tipos (4,5%) para el bono soberano, en cuya cartera empezamos a elevar la *duración*, y en los diferenciales de los bonos empresariales respecto a los soberanos, siendo el posicionamiento neutral en el segmento de grado de inversión (IG) y de infraponderación en el de alto rendimiento (HY).

Renta variable. En el último mes los sectores con mejor comportamiento fueron los de servicios públicos y servicios de comunicaciones. En lo que va de año el tecnológico, cuya revalorización media ronda el 20%, continúa batiendo al resto en rentabilidad. Seguimos aconsejando un enfoque equilibrado entre distintos estilos de inversión y aprovechar oportunidades en sectores rezagados (como sucede 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
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

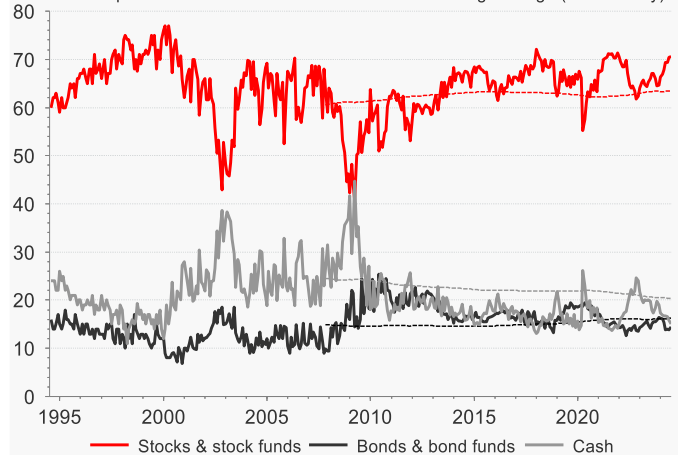
US price-to-earning ratio
S&P 500



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

US asset allocation: Equity, Bonds & Cash

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



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



EUROPA

La política cobra protagonismo

Las mejores perspectivas de crecimiento se mantienen

La reciente actualización de previsiones del BCE refleja un repunte sostenido en la coyuntura económica respaldado tanto por datos empíricos de actividad productiva como por los basados en encuestas. El crecimiento previsto del PIB rondaría ahora el +0,9% anual en 2024, cuando la previsión anterior era del +0,6% anual. Los datos del sector industrial parecen haber tocado fondo: la producción industrial sigue en niveles bajos y refleja con retardo los pedidos de fábrica, pero las encuestas (IFO alemán, PMI) perfilan una mejor trayectoria. La esperada recuperación del consumo sigue ahí, ya que el desempleo está en mínimos, la confianza mejora y las ventas minoristas han aumentado en algunos países. En cuanto a la inflación, el BCE ha revisado ligeramente al alza las previsiones para 2024-2025 para reflejar los precios internos y las alzas salariales pactadas en las negociaciones (+5 interanual en el primer trimestre de 2024). La inflación general descendería ligeramente en los próximos meses apoyada en los componentes energético (la subida a finales del verano de 2023 se excluirá de la comparación interanual) y alimentario. A partir del otoño, sin embargo, la tendencia podría cambiar con un repunte al alza. Aun así ambas tasas de inflación cerrarían 2024 por debajo del 3%: la inflación general en 2,5% y la subyacente en 2,7%, significativamente por debajo de las cifras de 2023. El andaje de las expectativas de inflación por debajo del 2,5% interanual es, por tanto, un hecho.

BCE: a la primera bajada de tipos seguirán más recortes en el segundo semestre

Haciendo buenas las expectativas, el BCE bajó los tipos y evitó comprometerse de antemano a más recortes, aunque nuestro escenario base es un ciclo de relajación monetaria. La decisión, casi unánime, no respondió a que se hubiera alcanzado el objetivo de inflación, sino a que su tasa de crecimiento se redujera a la mitad desde que los tipos se estabilizaron. El BCE parece pensar que la política monetaria no tiene por qué ser tan restrictiva, ya que «la confianza en la trayectoria futura de inflación ha aumentado en los últimos meses, si bien es probable que haya avances y retrocesos en la senda desinflacionista», según la presidenta Lagarde. Mantenemos la opinión de que, siendo julio pronto para un segundo recorte de tipos, hay margen para al menos otro recorte en 2024 (muy probablemente en septiembre o diciembre, los meses en que se celebrarán las reuniones de evaluación y de toma de decisiones de política monetaria). Los tipos de depósito podrían cerrar el año en 3,25-3,5%. Las nuevas bajadas serán más graduales y dependerían de la evolución del entorno macroeconómico y de la senda de relajación que siguiera la Fed estadounidense.

Política

Las elecciones al Parlamento Europeo confirmaron el anunciado giro hacia la derecha y trajeron la sorpresa de elecciones anticipadas en Francia (convocadas para el 30 de junio y 7 de julio). Los sondeos apuntan a una victoria del partido de Le Pen (>30%), seguido de la coalición de partidos de izquierda (>25%); Macron no accedería a la segunda ronda (19%) pero seguiría de Presidente. Se abriría entonces un escenario de «cohabitación», con sus implicaciones para las políticas internas (reforma de las pensiones, políticas fiscales, etc.). Los temores a un *Frexit* carecen de fundamento tras haber suavizado Le Pen su posición, pero la incertidumbre podría mantenerse en niveles elevados.

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 bonos soberanos de Italia (160 pb), España (100 pb), Portugal (60 pb), Grecia (120 pb) e Irlanda (40 pb). Los diferenciales franceses es improbable que retornen al rango de 45-55 pb previo a las elecciones al Parlamento Europeo (los inversores extranjeros son los mayores bonistas y cabría riesgo de recalificación).

Deuda corporativa. Tras estrecharse considerablemente durante el primer semestre de 2024, los diferenciales de crédito comenzaron a ampliarse a mediados de junio (grado de inversión: 66 pb; alto rendimiento: 337 pb). En mayo los flujos hacia los fondos de bonos empresariales IG se tomaron positivos, tras dos meses de salidas inducidas por la incertidumbre sobre los tipos. En cuanto a los bonos HY, tras un fuerte repunte en el primer trimestre, asistimos a un mes sin apenas variación, ya que las salidas de fondos de inversión colectiva eclipsaron las entradas en ETFs. 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 para grado de inversión y alto rendimiento, con recomendación Neutral/Sobreponderar para IG e Infraponderar/Neutral para HY.

Renta variable. La agitación en Francia perjudicó a su mercado bursátil y el CAC 40 encajó una fuerte caída (-5,3%). Las empresas más afectadas fueron las más endeudadas y, a juicio del mercado, con una «conexión francesa»: aquellas cuyas condiciones de financiación podrían resentirse (p. ej., Orange), bancos y aseguradoras con estrechos vínculos con el Estado (p. ej., Société Générale o BNP Paribas) y empresas cuyos modelos de negocio están muy vinculados a decisiones discrecionales del Gobierno francés, como autopistas y aeropuertos, cadenas de televisión y grupos energéticos (p. ej., Vinci, Aéroports de Paris o Engie). Aunque es probable que la incertidumbre política dure semanas, habría oportunidades en multinacionales francesas con escasa exposición nacional como marcas de lujo, empresas de bienes de consumo o fabricantes de componentes eléctricos. En el resto de Europa, Golden Goose finalizó su oferta pública inicial en la mayor salida en la Bolsa de Milán desde mayo de 2023, ejemplificando la tendencia europea en unos mercados boyantes. La Comisión Europea también impuso aranceles a los vehículos eléctricos chinos, lo que indujo a China a amenazar con represalias en los sectores agrícola, de aviación y grandes vehículos de combustión interna. Esto podría afectar a productores alemanes de automóviles como Volkswagen, Mercedes-Benz y BMW.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Rendimiento obj Bund.: 2,50%. Comprar al 3%)

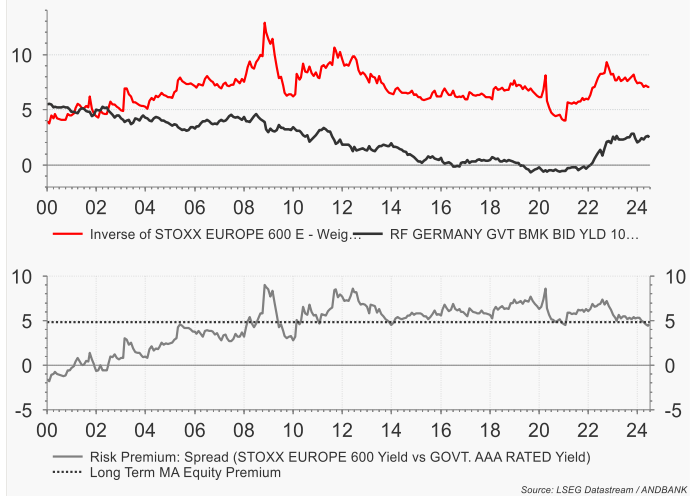
- P. periféricos: NEUTRAL. (IT 4,10%; ES 3,50%; PT 3,10%; IR 2,9%). UW (GR 4,25%)

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

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

Tipo cambio (EUR/USD): ≤1,05: vender USD/comprar EUR; ≥1,10: comprar USD/vender EUR

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Euro area price-to-earnings



Euro area benchmark yield curve slope





ESPAÑA

Los buenos resultados empresariales respaldan nuestro posicionamiento en renta variable

Factores macroeconómicos y política económica

La Comisión Europea aprobó el 12 de junio una evaluación preliminar positiva de 60 de los 61 hitos y objetivos vinculados a la cuarta solicitud de pago presentada por España por importe de 10.000 millones de EUR (excl. prefinanciación) en el marco del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, pieza central del programa NextGenerationEU. Al mismo tiempo, la Comisión ha comunicado las razones por las que estima que España no cumple plenamente los objetivos de inversión en digitalización de empresas. España dispone ahora de un mes para presentar sus observaciones a la Comisión. Tras el dictamen del Comité Económico y Financiero (CEF) sobre la evaluación preliminar positiva y, una vez evaluadas las observaciones, la Comisión adoptará una decisión de pago, tras lo cual podrá efectuarse este. Cabe señalar que el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia español incluye 111 reformas y 142 inversiones, con 595 hitos y objetivos, cuyo importe asciende a 163.000 millones de EUR, de los que 79.800 millones corresponden a subvenciones y 83.200 millones a préstamos.

Un día antes el Banco de España publicó sus nuevas previsiones macroeconómicas para el periodo 2024-2026. En comparación con las previsiones de marzo, el crecimiento del PIB para 2024 se revisó al alza en 0,4 pp, hasta el 2,3%, y se mantuvo sin cambios para 2025 (1,9%) y 2026 (1,7%). El principal factor subyacente a esta revisión de la tasa media de crecimiento del PIB para 2024 es el efecto arrastre positivo resultante de los últimos datos de la estimación preliminar de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en concreto la revisión al alza de las tasas de crecimiento de los dos últimos trimestres de 2023 y el crecimiento superior al previsto en el primer trimestre de 2024.

En consecuencia, a la fecha de este informe, son varios los indicadores económicos (entre ellos los de empleo, consumo y confianza, que proporcionan información parcial pero incompleta sobre la actividad económica en el segundo trimestre de 2024) que sugieren que el crecimiento trimestral del PIB sigue siendo elevado, en torno al +0,5%. Los indicadores de confianza son coherentes con el fuerte crecimiento de la actividad en el trimestre: los índices de directores de compras (PMI), tanto de servicios como manufacturero, han ido a mejor en los últimos meses, situándose este último en territorio expansivo. Este buen entorno empresarial también se refleja en los resultados de la Encuesta de Actividad Empresarial (EBAE) del Banco de España, que indican que la cifra de negocio de las empresas españolas aumentó notablemente entre marzo y junio de este año.

Lamentablemente se han publicado recientemente también datos negativos. En el caso de los precios, por ejemplo, la tasa de inflación aumentó 0,9 pp entre febrero y mayo, hasta un IPCA del +3,6% interanual, muy por encima del resto de países europeos. Parte de este repunte era de esperar por efecto del reciente encarecimiento de la energía y de la retirada de medidas de política destinadas a contener sus precios.

Otra causa del alza de precios puede estar en el mercado laboral, ya que la creación de empleo sigue bien firme, sobre todo en las grandes empresas. Según las estadísticas de empresas de alta en la Seguridad Social, la creación de empleo en los últimos meses sigue impulsada por las empresas de mayor tamaño; en concreto, el porcentaje de trabajadores afiliados a la Seguridad Social contratados en empresas de 500 o más empleados pasó del 33,2% a finales de 2019 al 35,7% a finales de 2023, y al 36,1% en abril de este año. En cambio, la participación de las microempresas (1 a 9 empleados) en el empleo total disminuyó en el mismo periodo del 21,6% al 18,7%. Esta creación de empleo con sesgo hacia las empresas de mayor tamaño es una señal de que los nuevos puestos de trabajo que se están creando no son en sectores de menor valor añadido, como el turismo o el comercio.

Mercado de renta variable

El IBEX 35, el principal índice bursátil español, acumula en lo que va de año una rentabilidad superior al 10% (exactamente, del 11,1%) pese a la mala semana que siguió a las elecciones europeas, en la que se dejó un 3,6%. En cualquier caso, el mercado español ha sido de los que mejor se han comportado últimamente, con la misma rentabilidad que el S&P500 en el último año y medio, un reflejo de la buena evolución de la economía del país. Los informes de resultados empresariales correspondientes al primer trimestre de 2024 muestran una recuperación de los beneficios. El beneficio por acción (BPA) aumentó un 12,6% interanual en el primer trimestre, llevando a los analistas a revisar al alza las estimaciones para el resto del año, y siendo el nuevo BPA previsto de 1.038. Con este nivel, el crecimiento del BPA para el año sería del 16%, una de las mejores tasas de crecimiento esperadas para un índice en 2024. Esta previsión, que se basa en un mayor crecimiento de las ventas por acción (actualmente +3,8% para el año) y en márgenes más amplios, eleva el ROE esperado del índice muy por encima del 10% (actualmente es del 12,4%) y supone uno de los mejores resultados de los últimos veinte años.

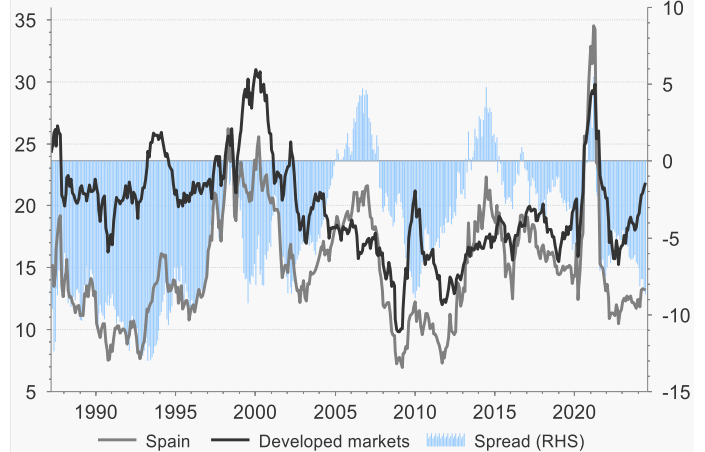
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): SOBREPONDERAR

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

Spain price-to-earnings ratio

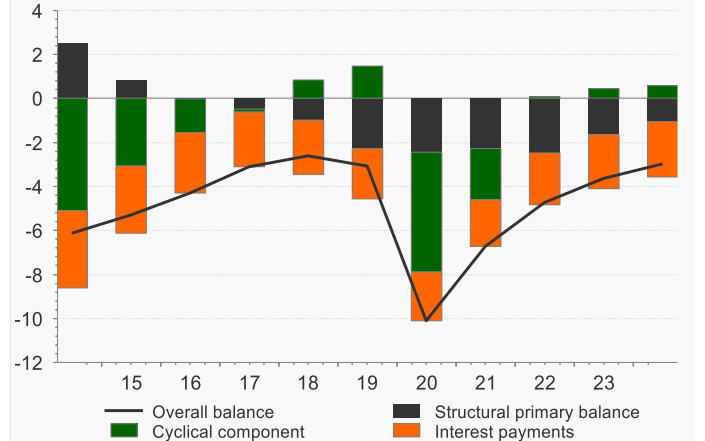
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Spain government budget balance breakdown

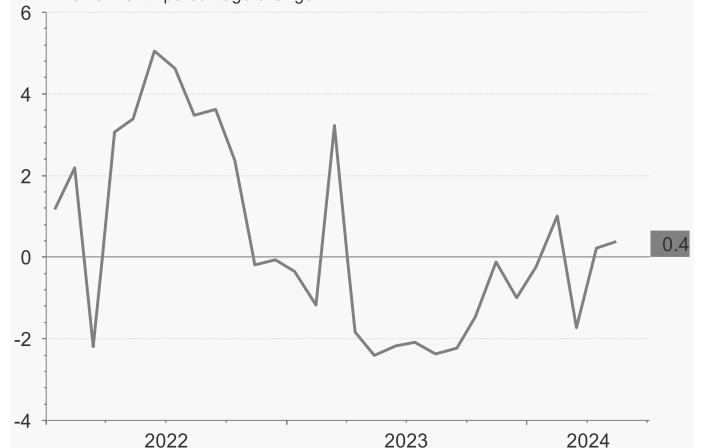
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Spain industrial production

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



CHINA

La Cumbre del G-7 no ayudó precisamente a restablecer los lazos entre China y Occidente

Constantes menciones a China y no precisamente para alabarla

El comunicado final del G-7 contiene 28 referencias al gigante asiático y casi todas se refieren a Pekín como «fuerza maliciosa». En la rueda de prensa que siguió a la misma, con el presidente de Ucrania como invitado, Biden lanzó críticas rotundas: «China no suministra armas a Moscú para la guerra en Ucrania, pero le proporciona la capacidad de producirlas y la tecnología que lo facilita». «Por lo tanto», añadió, «sí que está ayudando a Rusia». En el transcurso de la cumbre celebrada en Apulia (Italia) se lanzaron críticas constantes a China. El comunicado oficial la definió como el «salvador de la maquinaria bélica rusa». Otras referencias en el comunicado la retratan como una amenaza creciente en el Mar de China Meridional y como un actor económico impredecible. Según un reciente artículo de Infobae, esas 28 referencias, casi todas negativas, y la percepción entre las principales economías occidentales y gran parte del mundo desarrollado hacen que los inversores extranjeros se planteen la cuestión de si China es un mercado en el que convenga invertir. Ni las recientes declaraciones del G-7 ni la postura de China sugieren cambio alguno en la percepción de los inversores, que probablemente seguirán dudando ante un mercado cuya economía se enfrenta a más y mayores sanciones.

Nota sobre la transformación de la relación del mundo occidental con China

El contraste entre la imagen actual de China y la de hace sólo unos años no deja de sorprender. En cumbres anteriores del G-7 los países occidentales hablaban, por ejemplo, de formar alianzas con Pekín para abordar problemas comunes como la proliferación nuclear, el terrorismo o el cambio climático. Por lo general, Occidente describía a Pekín como socio, suministrador y, sobre todo, un magnífico cliente para todo tipo de productos occidentales, desde automóviles alemanes hasta alta costura francesa. En los comunicados de las dos cumbres anteriores se sugería que China representaba una fuerza moderadora frente al Presidente ruso Putin. Ahora, pocos años después pero visto lo visto, nadie quiere describirla de ese modo. Las palabras de Alexander Gabuev, director del Carnegie Russia Eurasia Center de Berlín, en el sentido de que «China se opone a cualquier medida de paz en la que no sea un actor principal», encontraron amplio eco. La impresión que parece querer darse es que la guerra en Ucrania puede prolongarse por la falta de experiencia diplomática de China para tamaña tarea. Todas las cualidades positivas que Occidente le atribuía en el pasado —socio, aliado, cliente y suministrador— se le niegan ahora. De hecho, se habla de China en el mismo tono y términos que de Rusia, fruto de la «alianza sin límites» entre Pekín y Moscú de la que presumen sus presidentes. Llegados a este punto es de temerse que el desarrollo de los acontecimientos desemboque en una «alianza sin límites» aún más estrecha, que conduzca a una *homogeneización* del estatus de ambos y a su inevitable asimilación en el régimen de sanciones. Salvo que la política exterior de Pekín describa un giro de 180 grados el presagio no es bueno para los activos chinos.

El futuro de la relación entre China y los países occidentales parece sombrío

Un alto funcionario del Gobierno de Biden presente en las conversaciones del G-7 manifestó, en relación con el debate sobre el nuevo papel de China, que se hizo patente la asunción de que la relación entre Occidente y China sería cada vez más conflictiva. De hecho así se hizo explícito en el comunicado oficial, que incluía una advertencia directa a Pekín: «Seguiremos tomando medidas contra quienes en China apoyen materialmente la maquinaria bélica rusa, incluidas instituciones financieras y otras entidades que faciliten la adquisición por Rusia de componentes para su base militar-industrial». El Departamento del Tesoro de Estados Unidos ya ha impuesto varias sanciones dirigidas a quebrar los crecientes vínculos tecnológicos entre Rusia y China. Si hasta ese momento pocos países del G-7 habían adoptado medidas similares, ahora parece que el resto de potencias occidentales se dispone a sumarse a este plan general de imposición de sanciones a China.

Esta transformación en la percepción occidental de China ha ido tomando forma a medida que se hacía evidente el excesivo interés de Pekín por dominar en cuestiones comerciales y de seguridad, y su influencia, a veces excesiva, sobre países en desarrollo. Todos estos factores han contribuido al progresivo distanciamiento entre Occidente y China. Pero ha sido su apoyo a Rusia en el conflicto de Ucrania (Pekín aún no ha condenado la invasión rusa) lo que ha acabado por alterar la actitud de Europa. Países europeos que hace unos años expresaban inquietud por la posibilidad de que la postura de Estados Unidos hacia China pecara de beligerante, han acabado por adoptar esa misma postura, colaborando en el tono del comunicado del G-7 y pidiendo «un fortalecimiento de las cadenas de suministro occidentales para reducir su dependencia de las empresas chinas». Pero las tensiones no se quedan en las cadenas de suministro. En el comunicado conjunto las naciones europeas acusan a China de varios ciberataques importantes contra infraestructuras críticas, tanto europeas como estadounidenses. Los países europeos resolvieron por escrito «proseguir los esfuerzos para disuadir la persistente y maliciosa ciberactividad de China, que socava la innovación y amenaza infraestructuras críticas».

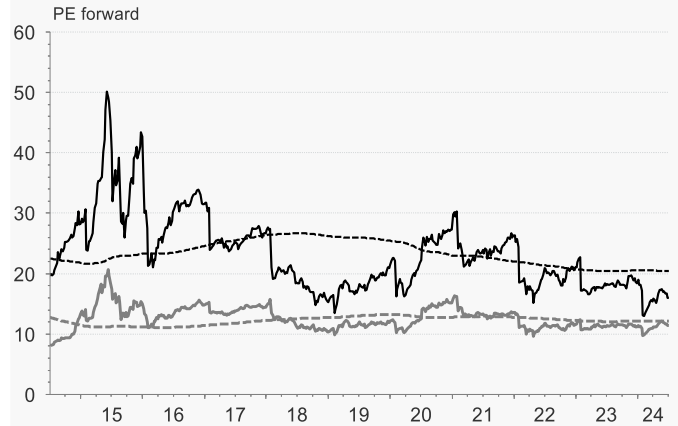
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable: Shanghai: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.

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

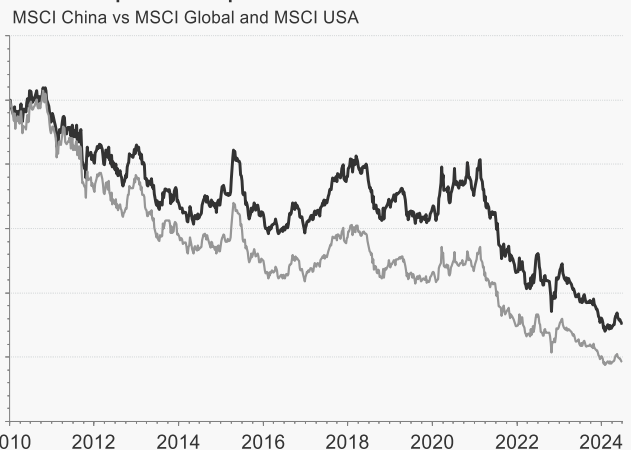
Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



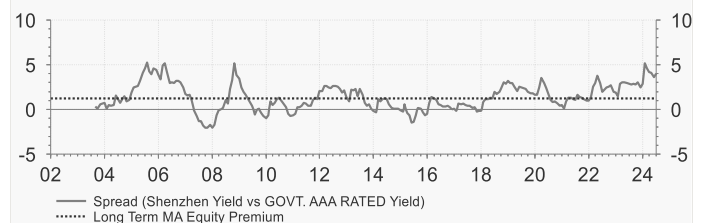
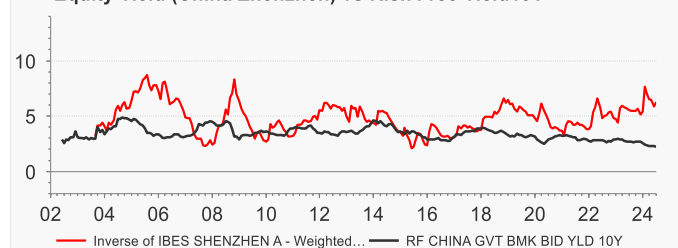
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Chinese Equities Underperforms World & US indices



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



JAPÓN

El Gobierno lanza otra advertencia a los operadores que apuestan por tomar posiciones bajistas en el yen

EE.UU. incluye a Japón en su lista de vigilancia sobre manipulación de divisas

El Departamento del Tesoro de EE.UU. incluyó a Japón en su «lista de vigilancia» por prácticas en el mercado de divisas, citando los abultados superávits bilaterales en las balanzas comercial y por cuenta corriente, pero sin llegar a calificarlo de manipulador de divisas. El informe destacó la intervención de Tokio en el mercado de divisas en abril y mayo y reconoció que la intervención fue transparente. Por su parte, el ministro de Finanzas, Shunichi Suzuki, afirmó que Japón se mantendría en estrecha comunicación con Estados Unidos y otros países sobre su política cambiaria después de que Washington volviera a incluir a Japón en la lista de vigilancia de manipuladores de divisas. Suzuki afirmó que no pensaba que Washington tuviera problemas con la política monetaria de Japón, señalando que se trató de una inclusión automática a partir de factores como el superávit comercial que mantenía Japón frente a EE.UU.

El viceministro japonés de Finanzas para Asuntos Internacionales lanzó una nueva advertencia contra quienes mantienen posiciones bajistas en el yen y afirmó que «las autoridades están dispuestas a tomar medidas contra movimientos especulativos y excesivos en el mercado de divisas que perjudiquen la economía». Los comentarios no impidieron que el yen se debilitara y volviera a cambiarse a 159 unidades por dólar, como ya hizo el 29 de abril. Los mercados tienen puesta la atención en la divergencia de tipos entre EE.UU. y Japón.

Después de la intervención en el mercado de divisas los inversores minoristas nacionales están reposicionándose en largo en el yen, alentados también por las advertencias verbales lanzadas desde el Ministerio de Finanzas (MoF). Las operaciones tuvieron cierto éxito antes de las medidas de intervención acometidas en abril y mayo.

El ratio de cobertura de divisas entre las aseguradoras del ramo de vida de Japón cayó al 47% de la cartera de valores extranjeros a 31 de marzo, según datos compilados por Bloomberg. Se trata de la cifra más baja desde septiembre de 2011, ya que la prolongada debilidad del yen disuade a las aseguradoras de protegerse frente al impacto adverso de la apreciación en las ganancias obtenidas en inversiones denominadas en moneda extranjera.

Los activos exteriores netos de Japón alcanzan un nivel récord

Según datos del MoF, los activos exteriores netos de Japón aumentaron en 2023 por sexto año consecutivo y alcanzaron un valor récord de 471.300 millones de yenes (3 billones de USD), impulsados por la debilidad del yen y por las adquisiciones corporativas en el extranjero. Japón mantuvo su posición como primer acreedor mundial al final de 2023, seguido de Alemania con 2,89 billones de USD en activos exteriores netos y de China con 2,63 billones de USD.

Los mercados aún consideran posible que el Banco de Japón suba tipos en julio

Las conclusiones de la prensa sobre el último Resumen de opiniones del Banco de Japón (BoJ) gravitaron hacia una posible subida de tipos en julio, destacando expresiones favorables a una subida temprana. Un comentario clave fue la opinión de un miembro en el sentido de que la probabilidad de que los precios repunten ha aumentado. Este miembro solicitó un análisis detallado de los datos antes de la próxima reunión de política monetaria y señaló que, en caso de considerarse oportuno subir el tipo de interés oficial, la autoridad monetaria no debería demorar la subida mientras fuera mayor la probabilidad de alcanzar el objetivo de inflación. Dicho esto, no se aprecia una voluntad clara por parte del BoJ de abandonar su política actual, más allá de realizar alguna intervención para apoyar la moneda, por lo que mantendrá los tipos de interés bajos y seguirá con el control de la curva de rendimientos (YCC) también en un nivel bajo. Todo esto representa un escenario favorable para el mercado bursátil japonés. Además, su prima de riesgo se mantiene en 500 pb, muy por encima de la media histórica, por lo que su nivel de valoración relativo es atractivo. El IPC subyacente de mayo a escala nacional fue del +2,5 interanual, frente al +2,6% del consenso y +2,2% de abril. El PMI manufacturero de junio se situó en 50,1 (frente a 50,4 en mayo); el PMI del sector servicios en 49,8 (mayo: 53,8) y, el PMI agregado, en 50 (mayo: 52,6).

El Gobierno busca ampliar la base de inversores en bonos del Estado (JGB) ante el plan del BoJ de reducir su compra

El MoF estudia la posibilidad de ampliar la base de inversores elegibles para comprar miniJGBs más allá de los particulares ante los planes del BoJ de reducir la compra de bonos del Estado. Como posibles candidatos para esa ampliación se perfilan instituciones educativas, sociedades gestoras de condominios y pequeñas empresas no cotizadas en Bolsa. El MoF confía en que aumentará la demanda de pequeños lotes de JGB garantizados por el principal a medida que suban los tipos de interés. El 21 de junio se celebró una mesa redonda en la que, para fomentar la inversión, se propuso un tratamiento fiscal preferente o la inclusión en fondos de inversión.

Si Japón incumpliese el objetivo de superávit primario para el ejercicio fiscal 2025 sería improbable que Moody's rebajase el rating crediticio

El analista de bonos soberanos de Moody's para Japón, Christian de Guzman, afirmó en una entrevista a Reuters que Japón podría incumplir el objetivo de equilibrio presupuestario primario en el ejercicio fiscal de 2025, pero que eso no implicaría revisar la calificación porque el objetivo seguía consistiendo en un «compromiso» con la reforma fiscal. Según el analista hacía tiempo que Moody's anticipaba el incumplimiento del objetivo de equilibrio presupuestario primario, sin por ello adoptar ninguna medida de revisión negativa de la calificación de solvencia.

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%)

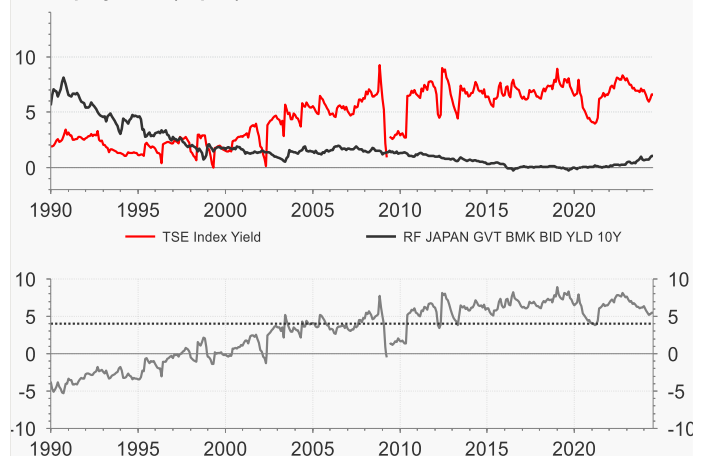
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 140)

Japan Nikkei 225 price / earnings



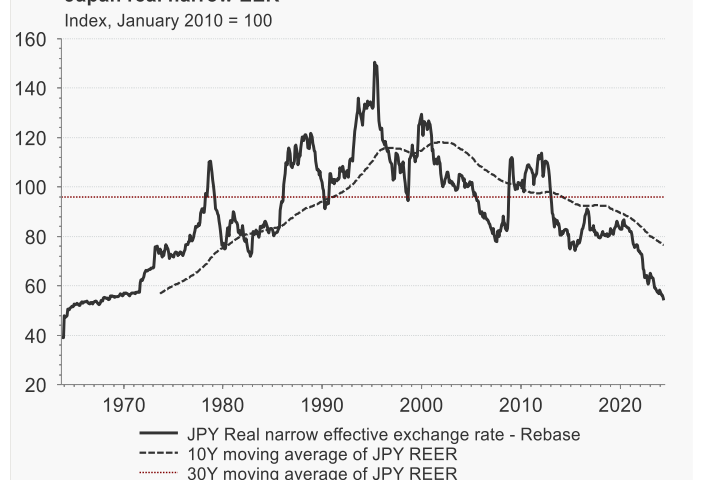
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



INDIA

Modi logra formar una coalición de gobierno y apuesta por la continuidad de su agenda

Resultados electorales y reacción inicial del mercado

En la primera sesión bursátil tras las elecciones el mercado indio sufrió una corrección del 5%. Los resultados electorales redujeron el poder político de Modi, lo que inquieta a los inversores, que ya no ven el BJP de Modi como una fuerza política omnipotente y tranquilizadora. En la sesión siguiente, ya con el 100% de los votos escrutados, el índice Sensex ganó un 3,2%. Al final el BJP obtuvo 240 escaños, menos que los 300 logrados en las elecciones anteriores, pero el BJP de Modi aún puede formar una mayoría de gobierno de 292 escaños con sus aliados de Alianza Democrática Nacional, lo que le permitiría gobernar la India durante otro mandato. ¿Dónde reside el riesgo para el mercado? Aunque se espera que el BJP mantenga intacta su coalición, Modi tendrá que apaciguar a sus volubles socios de gobierno. Ayer corrió el rumor de que dos de ellos, que controlan 28 escaños, podrían cambiar de bando y unirse a la alianza de la oposición, lo que podría forzar un cambio de gobierno, un escenario que probablemente el mercado desaprobaba. Sin embargo, a la fecha de este informe acaba de anunciarse que Modi habría obtenido el crucial respaldo de dos aliados clave de la coalición, permitiéndole formar gobierno. El consenso es que Modi mantendrá la unidad de la coalición.

Evaluación del mercado y proyecciones

A corto plazo los mercados podrían reaccionar negativamente a los retos a que se enfrenta el Primer Ministro Modi porque, al ser inevitables algunas concesiones, si estas socavasen el rigor fiscal y la continuidad de la agenda reformista los inversores tomarían nota y podrían producirse salidas de capitales. A medio plazo, con todo, lo más probable es que los inversores concluyan que los fundamentos económicos del país se mantienen firmes. Que esta perspectiva favorable se mantuviera a largo plazo ya dependería de que el Gobierno no intentase compensar el revés político recurriendo a políticas populistas improductivas, como desviar hacia algún tipo de gasto social «popular» fondos asignados a inversiones en infraestructuras. Como nota positiva, Modi lleva muchos años señalizando con precisión sus intenciones y promueve un programa basado en la idea de convertir la India en un centro manufacturero internacional, para lo que se requiere atraer un considerable capital extranjero y capacidad de instalación. Un objetivo estratégico que es incompatible con el populismo económico.

Atentos a lo que debe hacer Modi y vigilantes para contrastarlo con lo que haga

Para asegurar la continuidad de su legado económico y político Modi debe mantener una tasa media de crecimiento real del 6-7% anual durante los próximos cinco años. De lograrlo podría cumplir su promesa implícita de superar a Alemania y Japón y convertir a la India en la tercera economía mundial. Esto exigirá: (i) mantener el programa de inversión en infraestructuras para mejorar la competitividad del transporte y la logística, (ii) ampliar el sector manufacturero para poder emplear a los cientos de miles de personas que cada año migran del campo a la ciudad, y (iii) mantener el flujo de inversión extranjera directa hacia el país con una gestión eficaz de los riesgos cambiarios y de deuda. De hecho, los buenos resultados de la India en los últimos años se apoyaron en la capacidad del Gobierno para mantener la economía en marcha y, al mismo tiempo, respetar el rigor fiscal. Si Modi siguiera resistiéndose a la tentación de incurrir en laxitud fiscal, alterando el gasto público para revertir sus malos resultados electorales, conseguiría que en la próxima legislatura los costes logísticos internos siguieran disminuyendo hasta los niveles del mundo desarrollado, haciendo posible con ello un desarrollo económico sostenido.

Modi debe seguir centrándose sobre todo en mejorar las infraestructuras, que es la única forma de que los mercados nacionales indios (de manufacturas y servicios) crezcan más. Las mejoras acometidas en los últimos cinco años han permitido incrementar en un 80% la participación de la India en el total mundial de las exportaciones de servicios (del 2,5% al 4,4%). Es importante seguir por este camino, ya que sólo una mejor logística permitirá a Modi alcanzar su objetivo de hacer de India una alternativa real para las cadenas de suministro de la industria manufacturera mundial. Hasta ahora ha ido por buen camino, como confirma la fortaleza de las entradas de inversión extranjera directa en la India en los últimos años.

Los activos indios se han comportado bien en anteriores gobiernos de coalición

El índice MSCI India triplicó su valor entre 2004 y 2014, cuando gobernaba el país un grupo inestable liderado por el Congreso. Esa rentabilidad del 200% es similar a la registrada en los dos primeros mandatos de Modi con mayoría unipartidista, si bien es cierto que sus avances se produjeron con menos volatilidad. Una hipotética corrección significativa a la baja en los precios de los activos podría ofrecer por tanto una oportunidad de compra, ya que la ganancia posterior podría ser superior a la de las dos últimas décadas.

Otro aspecto favorable, aunque casi inadvertido por los inversores, es que el resultado electoral hace mucho más difícil que el BJP de Modi imponga políticas religiosas agresivas dirigidas a consolidar la primacía hindú. Una política tal entrañaría riesgos para la democracia multicultural de la India y podría resultar socialmente explosiva, lo que deterioraría el entorno de inversión.

Dicho lo cual hemos de admitir que los propietarios de activos indios se enfrentan ahora a una relación rentabilidad-riesgo tendente a desfavorable. No somos operadores cortoplacistas, sino inversores, por lo que han de prevalecer las perspectivas a medio y largo plazo. En el caso de la India ambas perspectivas siguen intactas y resultan favorables, por lo que mantendremos la exposición directa a este mercado.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (nueva cotización objetivo: 85.000 puntos)

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,25%)

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

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

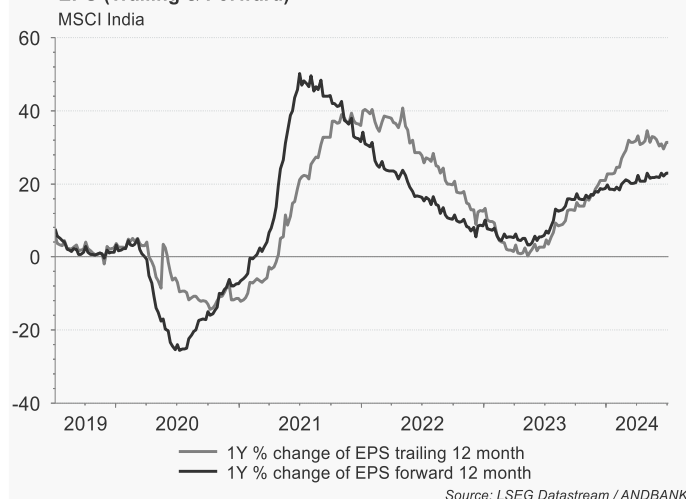
India Datastream index Price Earnings Ratio



India NIFTY 50 realised volatility



EPS (Trailing & Forward)





VIETNAM

Su economía sigue destacando en la región de la ASEAN

Equilibrio entre crecimiento e inflación

Vietnam sigue brillando en el sudeste asiático, pese a los apagones eléctricos del año pasado y su debilitado sector inmobiliario. Vietnam y una ASEAN ampliada son sin duda los mayores beneficiarios de la estrategia que busca diversificar las cadenas de producción y suministro de multinacionales hasta ahora muy dependientes de China. Al adoptar la estrategia «China+1» esas empresas se proponen dejar de depender exclusivamente de China al incluir en su red de producción y suministro al menos a otro país. Las ventajas que ofrece Vietnam, sobre todo su competitivo mercado laboral y contar con varios acuerdos de libre comercio, facilitan mucho la exportación a otros mercados como los de la Unión Europea. Esto resulta fundamental y ayuda a Vietnam a atraer inversiones.

El país ha seguido recibiendo flujos de inversión extranjera directa (IED) a pesar de problemas internos relacionados con el sector inmobiliario y con la política. La IED registrada en el año superaba, a 20 de mayo, los 11.000 millones de USD, siendo el sector manufacturero el que más fondos atrajo, con un 67,1% del capital total registrado. La IED desembolsada en los cinco primeros meses alcanzó los 8.250 millones de USD, un 7,8% interanual más. Por su parte, la inflación requiere de estrecha vigilancia en el corto plazo, ya que el último dato se acercó al techo establecido; en concreto, la inflación general se mantuvo estable en el 4,4% interanual en mayo, rondando el límite del 4,5% que se había fijado el Gobierno.

El sector exterior prosigue su recuperación

El crecimiento de las exportaciones se disparó en mayo al 13,9% interanual, superando las expectativas del mercado (HSBC: 9,5%, Bloomberg: 10,6%). La electrónica de consumo fue, como en meses anteriores, la que se llevó la palma al aportar el 60% de todo ese crecimiento. La alentadora evolución de las ventas y las perspectivas del nuevo móvil insignia de Samsung, la serie Galaxy S24, probablemente estén contribuyendo a ese impulso.

La visita del presidente ruso subraya los profundos lazos entre ambos países

Al presidente Vladimir Putin se le considerará un paria en Occidente, pero recibirá una calurosa acogida al visitar Vietnam esta semana. El país no está adherido a la Corte Penal Internacional (ICC/CPI), que emitió una orden de detención contra Putin por presuntos crímenes de guerra en Ucrania. Y Hanói y Moscú mantienen desde hace décadas fuertes lazos. Por ejemplo, Rusia es el principal suministrador de armas a Vietnam, y las empresas rusas extraen petróleo y gas en yacimientos vietnamitas del Mar de China Meridional que reclama China. ¿Habrá en esto algún motivo de preocupación para los inversores extranjeros en Vietnam? No, de momento no.

Vietnam se aferra a su doctrina de los «tres noes»: no formar alianzas militares, no permitir bases extranjeras y no alinearse con un país contra un tercero. A la vez que refuerza los lazos de seguridad marítima con EE.UU. 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.

Los cambios políticos parecen primar la lealtad sobre la pericia técnica, aplacando quizás con ello luchas internas y proporcionan estabilidad

En el ámbito político continúan los cambios de calado, con nombramientos en el Politburó y la Secretaría que parecen favorecer la lealtad frente a la experiencia tecnocrática. Los ascensos recientes han potenciado la influencia de los militares en las altas instituciones, una estrategia que buscaría equilibrar el poder frente al aparato de seguridad del Estado, dominante en esas instituciones. El menor número de líderes tecnócratas lleva a algunos a cuestionar la capacidad del gobierno para abordar los complejos retos económicos y políticos que Vietnam habrá de afrontar para desarrollar su potencial. Un rasgo común a los siete nuevos cargos es su historial en el aparato del Partido, la policía o el ejército. El único tecnócrata entre ellos es Le Minh Hung, ex gobernador del Banco Estatal de Vietnam (SBV). Hay, por tanto, dos tecnócratas entre los 16 miembros del Politburó, frente a siete de 16 en el 12º Congreso (2016) y cinco de 19 al inicio del 13º Congreso (2021). El Partido Comunista de Vietnam (PCV) se adhiere al principio de «a la vez rojo y experto», lo que implica que los cargos deben aunar compromiso con la ideología del PCV y excelencia técnica. Las medidas adoptadas indicarían que el presidente To Lam está consolidando su poder en el sistema Partido-Estado vietnamita, posicionándose para postularse al cargo de Secretario General en 2026.

Lo positivo de estos ascensos en masa es que podrían indicar que las facciones dirimen sus diferencias y que habrá menos luchas intestinas. A dos años del próximo Congreso del Partido, el presidente Lam parece posicionarse como virtual ganador de la carrera por el poder más encarnizada de la historia reciente del PCV. La trayectoria a más largo plazo de Vietnam sigue siendo incierta, pero esta nueva estabilidad podría dar un respiro tras años de turbulencias en la cúpula y facilitar la próxima transición en el liderazgo del PCV.

Dicho esto, es improbable que asistamos a cambios significativos en la gobernanza económica o en la política exterior del país. La legitimidad basada en los resultados seguirá apuntalando la estabilidad del régimen, mientras que la apertura comercial y la cautela ante China sostendrán la *diplomacia del bambú* de Hanói con China y Estados Unidos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

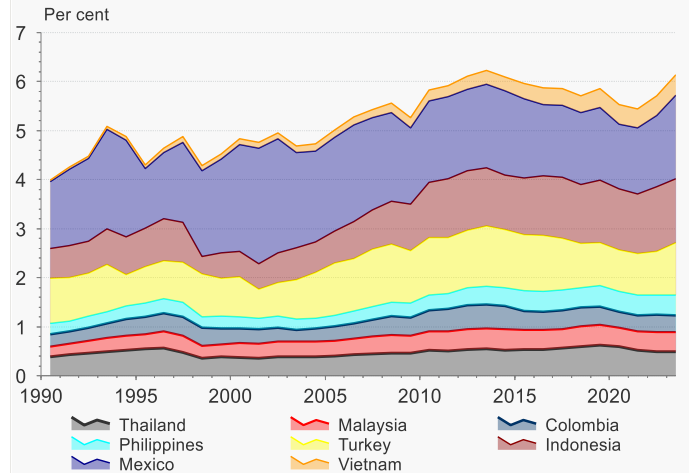
Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR (nueva cotización objetivo: ~1.500 puntos)

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



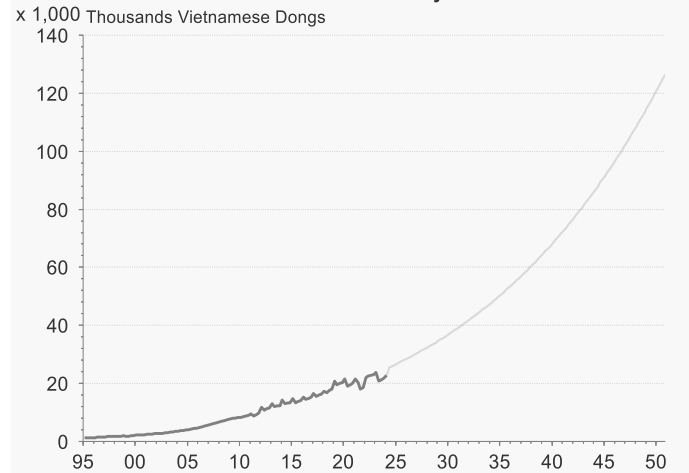
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Other EMs share of world GDP



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

EARNING PER EMPLOYEE - Quarterly Total



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



ISRAEL

Sin alivio a la vista por el momento

Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

La economía israelí ha atravesado por numerosos altibajos en el mes de junio, con indicadores macroeconómicos que emiten señales de alarma que recuerdan a un semáforo estropeado. El dato de inflación general se elevó en mayo en 0,2 pp, por efecto combinado del encarecimiento de los carburantes y unos costes de la vivienda persistentemente altos. Con esto la inflación se sitúa ahora en el +2,8% interanual, incómodamente cerca de la banda superior del rango objetivo del Banco de Israel. Esta presión inflacionista sigue erosionando los salarios reales y reduciendo la renta disponible de los hogares.

En el ámbito fiscal el déficit presupuestario se amplió aún más, hasta el 4,2% del PIB en lo que va de año, algo que cabe atribuir en gran medida al mayor gasto en defensa y a una serie de medidas de estímulo encaminadas a apuntalar la economía en medio de las actuales tensiones geopolíticas. Los efectos económicos de la guerra, por la incertidumbre y volatilidad generadas, son sustanciales. El turismo, antaño fuente de ingresos fiable, ha quedado mermado, al tiempo que la inversión extranjera directa es, como poco, vacilante (por ejemplo, Intel ha paralizado la construcción de una fábrica valorada en 25.000 millones de USD). Los efectos de la guerra amenazan con dar al traste con la recuperación económica y la estabilidad. El Primer Ministro Netanyahu ha prometido destruir Hamás, pero desde el ejército ya se ha expresado la opinión de que será muy difícil acabar con las ideas que alimentan el fundamentalismo de Hamás. Netanyahu tomó la medida de disolver el «gabinete de guerra», ampliamente esperada tras la dimisión del ex general Benny Gantz, quien le había acusado de anteponer sus intereses políticos a la estrategia bélica.

Renta fija

La pendiente de la curva de tipos-plazos de la deuda israelí se elevó significativamente en junio en reflejo de la mayor incertidumbre del mercado y del aumento de las primas de riesgo. Los rendimientos a corto plazo se mantuvieron relativamente estables, anclados por la orientación de política monetaria del Banco de Israel, que no tocó el tipo de interés de referencia (4,5%) por tercera vez consecutiva. Sin embargo, los rendimientos a largo plazo se han disparado, lo que indica la inquietud de los inversores por la futura evolución de la inflación y por la sostenibilidad fiscal. Esta divergencia indicaría falta de confianza en la capacidad del Gobierno para gestionar eficazmente la deuda ante el aumento del gasto y la ralentización del crecimiento económico.

La creciente diferencia entre los rendimientos a corto y a largo plazo es señal clara de que los inversores exigen mayores rendimientos por el mayor riesgo asociado a la tenencia de deuda pública israelí durante periodos más largos. Aunque la calificación soberana de Israel es de A+ para S&P y A2 para Moody's, el diferencial entre los bonos israelíes a 10 años denominados en USD y los bonos del Tesoro de EE.UU. se sitúa hoy en torno a 175 pb, cotizando un diferencial que los sitúa entre los países BB (200 pb) y BBB (150 pb). Siguiendo la recomendación de los últimos informes, somos de la opinión de mantener una *duración corta*.

Renta variable

La Bolsa de Tel Aviv registró en junio una amplia volatilidad, de forma muy marcada en el índice de referencia TA-35. A pesar de un breve repunte a mediados de mes, el índice terminó junio con un retroceso del 2,5%, lastrado por las caídas en los sectores tecnológico y financiero. Los inversores demuestran desconfianza, no sólo ante los problemas nacionales, sino también por la incertidumbre económica mundial.

Las acciones tecnológicas, que solían ser las favoritas de la Bolsa de Tel Aviv, se depreciaron al cuestionarse los inversores sus perspectivas de crecimiento en un entorno de tipos de interés al alza e inestabilidad geopolítica. El sector bancario, por su parte, se enfrenta al doble reto de menores tipos de interés, que estrechan los márgenes, y un eventual aumento de la morosidad por el deterioro de la coyuntura económica.

En suma, junio ha sido un mes de ajuste de cuentas para la economía israelí. Los indicadores macroeconómicos parpadean en rojo, el mercado de bonos emite señales de socorro y el bursátil no da muestras de dejar atrás la volatilidad. Los efectos económicos generalizados de la guerra configuran un entorno de incertidumbre que dificulta vislumbrar un camino claro de recuperación. Al ir avanzando hacia la segunda mitad del año confiamos en que se restablecerá cierta apariencia de estabilidad; pero, por ahora, las perspectivas son decididamente sombrías.

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

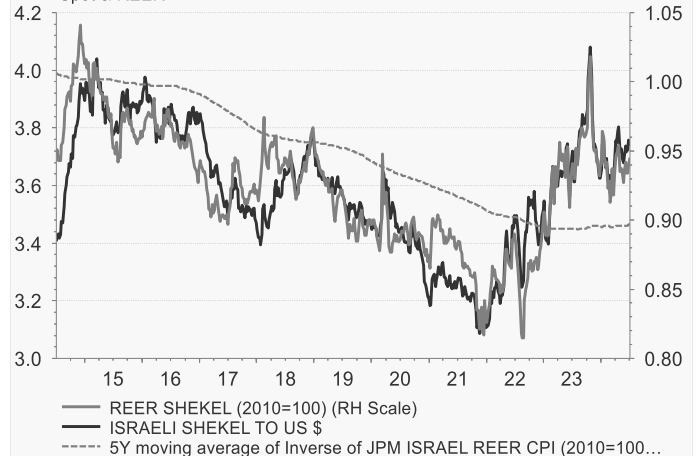
Local currency



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



BRASIL

El gobierno de Lula pierde fuelle

La economía continúa creciendo

El indicador adelantado de actividad económica de Brasil (IBC-Br) mejoró en abril por la mínima (+0,01%), quedando lejos del 0,45% previsto. El índice, pese a retroceder el 0,34% en marzo, ha ganado un 4,01% en los últimos 12 meses y un 1,81% en lo que va de año.

Las expectativas del mercado sobre el crecimiento económico del país se han vuelto más optimistas al ir avanzando el año (aunque de hecho eran aún mejores hace un mes) y la previsión mediana de crecimiento del PIB para 2024 se sitúa ahora en 2,09%, cuando en enero se esperaba un 1,78%. Este cambio refleja el mayor crecimiento previsto y la persistencia de la inflación. Los economistas brasileños prevén, de media, que el PIB crecerá este año el 2,3%, lo que tiene ya en cuenta las incertidumbres derivadas de las inundaciones en la región meridional.

El crecimiento del PIB brasileño en el primer trimestre fue del 0,8%, impulsado por el sector servicios y el mayor gasto de los hogares, lo que marca la vuelta al crecimiento apoyado en la demanda interna. La economía seguirá visiblemente beneficiándose de estímulos fiscales, del notable aumento del salario mínimo y de un ciclo crediticio favorable (pese a que persisten retos asociados a una política monetaria aún restrictiva).

La política fiscal sigue dando motivos de preocupación

El presidente del Senado, Rodrigo Pacheco, devolvió al poder ejecutivo una medida provisional (MP) que limitaba la aplicación de créditos fiscales del PIS/Cofins, señalando que ni siquiera se examinaría en pleno. Esta MP, introducida por el gobierno de Lula para compensar la pérdida de ingresos tras reducir el impuesto sobre la nómina salarial, topó con fuerte oposición por parte de empresas y legisladores. La devolución de la medida representa un revés para la estrategia fiscal del gobierno.

El origen de la MP está en el objetivo del ministro de Hacienda, Fernando Haddad, de elevar la recaudación fiscal para eliminar el déficit público en 2024. El Congreso, en contra de los deseos del equipo económico, prorrogó la desgravación sobre la nómina salarial introducida durante la presidencia de Dilma Rousseff. El intento de eliminar gradualmente la desgravación a través de la MP suscitó críticas generalizadas, ya que afectaba a la situación financiera de las empresas y podría provocar alzas de precios para los consumidores. La reacción negativa de diversos sectores, sobre todo de exportadores que se benefician de las exenciones fiscales, culminó en la contestación política y jurídica que acabaría llevando a rechazar la medida.

Haddad afronta una situación difícil, ya que devolver la MP obligará al gobierno a encontrar estrategias fiscales alternativas, habida cuenta sobre todo de que el presidente Lula no muestra simpatía alguna por recortar gastos, sean del tipo que sean, lo que no ha hecho sino empeorar la percepción general del mercado sobre la situación fiscal de Brasil.

Haddad, que contó con el decidido apoyo de directivos empresariales brasileños, ha anunciado una agenda de recortes del gasto público para los Presupuestos de 2025. La revisión del gasto del equipo económico incluye reevaluar las prestaciones sociales y posiblemente flexibilizar gastos en sanidad y educación. Haddad sostuvo que el Gobierno sigue aspirando al déficit cero para 2025 y recaló, ante las preocupaciones del mercado y la reciente derrota del Gobierno en el Congreso, que su compromiso es «recortar privilegios».

La inflación podría volver a ser motivo de preocupación

El índice IPCA, con un alza del 0,46% en mayo, marcó la segunda subida mensual consecutiva, que responde principalmente a la escalada de los costes de alimentación y energía. En los últimos 12 meses la subida es del 3,9% interanual, lo que evidencia la quiebra de la tendencia desinflationista iniciada en 2023.

La inflación de mayo podría estar reflejando ya algo del impacto que la catástrofe natural en el estado de Rio Grande do Sul tendrá sobre los precios de los alimentos y la actividad económica. Las cifras del mes que viene permitirán comprender mejor sus efectos directos e indirectos, pero al retirarse las aguas y comenzar la limpieza se estima que las pérdidas en el flujo de transacciones ascienden a 22.000 millones de BRL y que las pérdidas patrimoniales rondarán los 35.000 o 40.000 millones de BRL.

Esta presión inflacionista ha alterado las expectativas de nuevos recortes del tipo objetivo del Banco Central de Brasil, actualmente en 10,5%. Los propios miembros del Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central afirman que la inflación se ha «desanclado», lo que les exigirá adoptar una postura más beligerante frente a la inflación. En consecuencia, el mercado ajustó sus previsiones de tipos de interés para finales de año del 9,75% al 10,50%.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (dif. obj.: 700 pb; rend. obj.: 11,5%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 250 pb; rendimiento obj.: 7%)

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

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

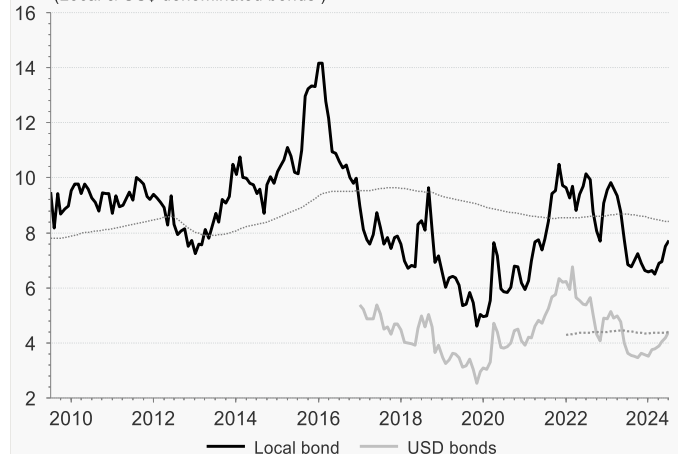
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



MÉXICO

Aumentan las probabilidades de una política con menos diálogo, pero la reacción del mercado parece exagerada

Política

Los resultados electorales generaron incertidumbre en los días que siguieron a los comicios. Lo que más pareció inquietar al mercado no fue tanto la victoria en la presidencial de la candidata oficialista Claudia Sheinbaum (con el 59% de los votos, muy por delante de Xóchitl Gálvez con el 28%), resultado ya descontado antes de las elecciones, sino que la victoria se alcanzase con una mayoría cualificada tan elevada (2/3 de las cámaras) y que el partido del Presidente López Obrador (*Morena*) ganara también más de la mitad de los congresos estatales (7 de los 9 que estaban en juego en las elecciones), lo que le permite acometer reformas constitucionales. Tras las elecciones *Morena* tiene mayoría simple en los congresos de 27 de los 32 estados.

El contar con poder o mayoría suficiente para aplicar reformas preocupó a los mercados, sobre todo después de que la actual legislatura prometiera que, tras inaugurarse la nueva legislatura en septiembre, un mes antes de que la presidente electa tome posesión, buscarían aprobar las reformas propuestas por López Obrador (las del poder judicial, pensiones y programas sociales, entre otras).

Sheinbaum confirmó que Ramírez de la O, Secretario de Hacienda, se mantendrá en el cargo y, como medida para calmar al mercado, se decidió adelantar el pago de 894 millones de USD del bono con vencimiento en abril del próximo año. Los inversores estarán atentos a la postura del nuevo gobierno ante el elevado déficit. Ramírez de la O enfatizó su intención de procurar reducirlo del 6% de este año al 3% en 2025.

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. La próxima reunión de política monetaria se celebrará el 26 de junio. 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. Aunque la postura de los miembros del Comité de Política Monetaria era hasta hace poco que podrían realizar el primero de esos recortes en su reunión de junio, lo que era factible por hallarse el tipo real *ex ante* en niveles muy restrictivos, la reciente depreciación del peso mexicano ha reducido esta posibilidad prácticamente a cero.

Inflación y actividad

La inflación general se mantuvo elevada en mayo y marcó el +4,69% interanual, mientras que la subyacente se redujo al +4,21% interanual. Aunque abril y mayo son meses de inflación baja e incluso negativa, debido a las subvenciones en las tarifas eléctricas, que forman parte del índice no subyacente, en mayo este efecto quedó contrarrestado por el fuerte encarecimiento de los productos agrícolas. La buena noticia del informe fue la mejor dinámica de los precios del índice subyacente. Las estimaciones a largo plazo (5-10 años) han vuelto a anclarse en el 3,5%. Con todo, no se descartan presiones inflacionistas en la última parte del año (elecciones en EE.UU., riesgos comerciales, políticas fiscales expansivas en México, subidas del salario mínimo).

Mercados financieros

Renta variable. El mercado mexicano ha destacado por su debilidad: el S&P/BMV IPC perdió un 2,7% en mayo y cerró el mes cerca de los 55.000 puntos. La falta de valores relacionados con el tema que genera mayor interés (la IA), los rumores de posibles nuevos impuestos al sector bancario, un menor potencial de crecimiento y la renuencia de Banxico a acelerar el ritmo de las medidas están conteniendo al mercado bursátil. A principios de junio reaccionó bruscamente a los resultados electorales, al quedar claro que el partido gobernante retendrá el poder ejecutivo y que mantendrá una influencia importante en el legislativo. Por el momento reiteramos nuestra estimación a 12 meses de una cotización de cierre en 58.800 puntos.

Renta fija y tipo de cambio. La curva de tipos-plazos de la deuda mexicana en pesos registró mayores rendimientos en todos los vencimientos en los días posteriores a las elecciones, hasta 45 pb más. El diferencial de rendimiento entre el bono mexicano a 10 años en pesos y el bono del Tesoro de EE.UU. superó los 600 pb, y con ello nuestro objetivo para final de año de 550 pb, que mantenemos, aunque se prevé una notable volatilidad en los próximos meses (las reformas y el Presupuesto de 2025 se presentarán en septiembre). Reiteramos prudencia con la *duración* media de la cartera de deuda denominada en pesos. En el caso del bono mexicano en dólares, el diferencial aumentó a 181 pb, superando nuestro objetivo para final de año de 175 pb, que también mantenemos.

La volatilidad del peso aumentó considerablemente tras las elecciones: su tipo de cambio rondó las 19 unidades por dólar a las pocas horas de conocerse los resultados. El peso, que antes de las elecciones cotizaba en torno a 17 unidades por dólar, acabó depreciándose más de un 10% frente al USD. Aunque se ha recuperado en los últimos días, continúa por encima de 18 (18,3). Nuestra previsión es que se mantendrá en un rango de 18,30-19, con una mayor volatilidad en la última parte del año.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

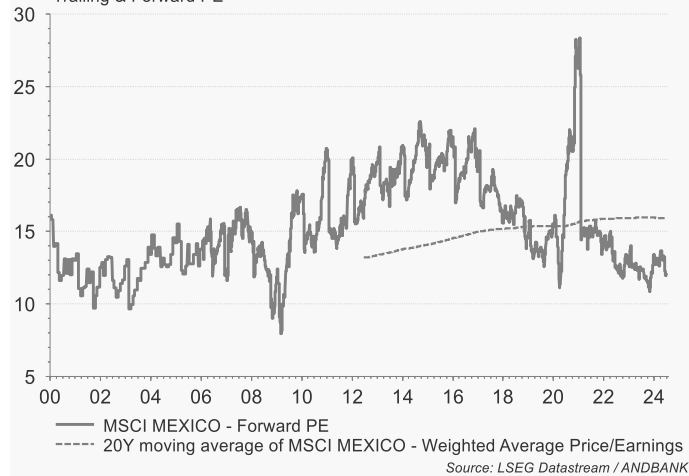
Renta variable (IPC México): NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (diferencial obj.: 525pb; rend. obj.: 9,75%)

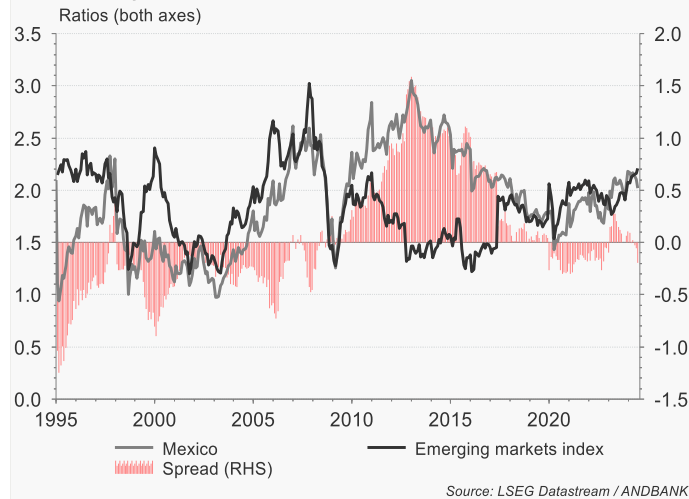
Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 175 pb; rendimiento obj.: 6,25%)

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

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

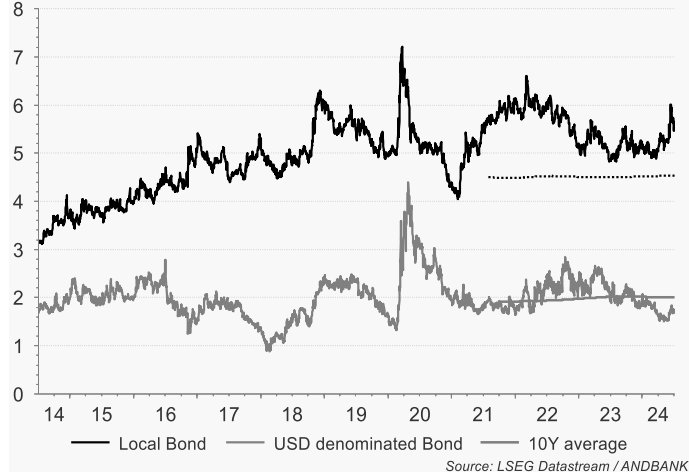


Mexico price-to-book ratio



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

Una vez aprobado el proyecto de la Ley de Bases, la atención se redirige desde la política a la economía

Política: el Gobierno logra una victoria legislativa muy necesaria

Tras varias semanas de intensa negociación política, el gobierno de Javier Milei logró que el Senado de la Nación Argentina aprobase la Ley de Bases. Hubo un empate en la votación, con 36 senadores a favor y otros tantos en contra, que se deshizo a favor del gobierno con el voto de calidad de la Vicepresidenta Victoria Villaruel. La ley ha sufrido importantes revisiones (por ejemplo, Aerolíneas Argentinas se excluyó de la lista de empresas públicas privatizables, y se modificaron el Régimen de Promoción de Inversiones y el capítulo de la Seguridad Social) y la redacción aprobada es mucho menos ambiciosa que la propuesta original, pero contiene aún medidas encaminadas a mejorar el atractivo del país para empresarios e intereses comerciales. Esta aprobación demuestra que Milei puede legislar aun cuando su partido sólo cuente con 7 del total de 72 senadores y mantenga una relación hostil con los diputados de la oposición.

La victoria del Gobierno no es completa, ya que el Senado rechazó restablecer el tramo más bajo del Impuesto a las ganancias y cambios propuestos al Impuesto sobre bienes personales. Ambas propuestas se incluyeron en la Ley Tributaria, que se tramitó conjuntamente con la Ley de Bases. Dado que la Ley de Bases y la Ley Tributaria se modificaron en el Senado, ambas deberán volver a la Cámara de Diputados. Si esta cámara aceptase las enmiendas, el proyecto propuesto por el Senado se convertiría en ley. En caso contrario la Cámara de Diputados necesitaría mayoría absoluta para insistir en la redacción original del proyecto de ley.

FMI: inminente inicio de las negociaciones para un nuevo acuerdo

El Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó la octava revisión de su acuerdo con Argentina y autorizó transferir 800 millones de USD. El FMI indicó que el programa seguía firmemente encarrilado, que el Gobierno superó todos los objetivos acordados (superávit fiscal, contención en la emisión monetaria y una acumulación de reservas internacionales de 17.000 millones de USD) y elogió la determinación del Gobierno de encadenar cuatro meses de superávit fiscal por primera vez en casi dos décadas. El informe del personal del FMI añadió que «para mantener los sólidos progresos iniciales es preciso mejorar la calidad del ajuste fiscal (reformas que eleven los ingresos para reforzar la calidad y la durabilidad del anclaje fiscal, complementadas con una racionalización continua de los subsidios), dar los primeros pasos hacia un marco mejorado de política monetaria y cambiaria, aplicar el programa estructural y garantizar la financiación».

El informe de los servicios del FMI prevé una caída del PIB del 3,5% para este año y advierte del riesgo de que una recesión que durase más de lo previsto aumentase las tensiones sociales y complicase el plan de estabilización. Aun así, los funcionarios piensan que la economía ya ha tocado fondo, señalando que varios indicadores apuntan a una posible estabilización a partir de abril. Por otra parte, el FMI prevé que la inflación terminará este año en el 140% interanual y que bajará al 45% interanual el próximo.

El Ministro de Economía, Luis Caputo, manifestó que el Gobierno argentino buscaba entablar negociaciones para otro programa que incluyese liquidez nueva en términos netos con la idea de ayudar a que Argentina acabase levantando los controles de capital. El FMI evitó comentar la posibilidad de un nuevo acuerdo. El ex director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, Alejandro Werner, estimó que el Gobierno argentino podría negociar un acuerdo que incluyese dinero nuevo neto por un importe de entre 8.000 y 10.000 millones de USD.

Inflación: el Gobierno continúa por el buen camino

El IPC del mes de mayo se situó en 4,2%, una tasa muy por debajo de la esperada por el mercado (5,2%) y del dato de abril (8,8%), que deja la tasa interanual en +276,4%. La inflación subyacente aumentó un 3,7% (abril: 6,3%) y fue, por quinto mes consecutivo, inferior a la general. Los productos estacionales se encarecieron el 7,2% (abril: 9,9%), mientras que los precios regulados aumentaron un 4% (abril: 18,4%), la primera vez este año en que lo hacen menos que la inflación general. Esto responde en parte al aplazamiento de las subidas de tarifas y a las negociaciones para reducir el coste de los planes de asistencia sanitaria. Los tres subcomponentes de la inflación más elevados fueron comunicaciones (8,2%), educación (7,6%) y bebidas alcohólicas y tabaco (6,7%). La cifra de junio previsiblemente superará la del mes pasado, ya que las facturas de servicios públicos, congeladas en mayo, volverán a ajustarse.

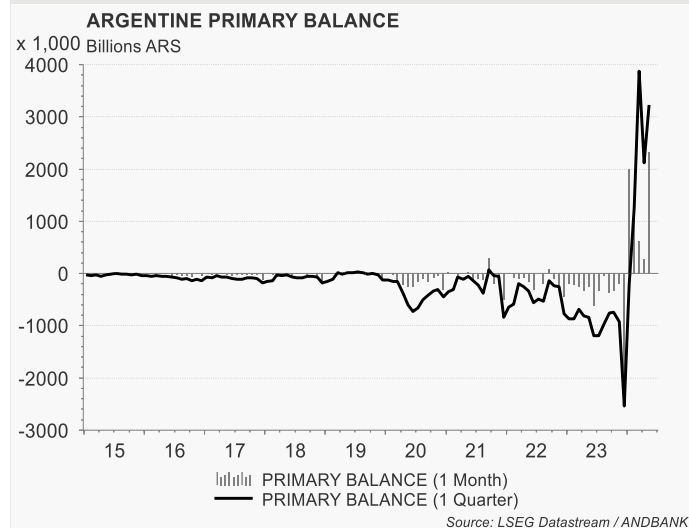
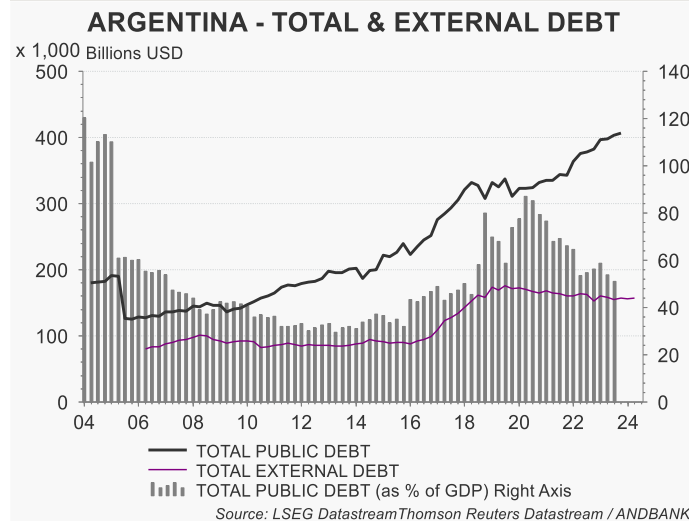
Política monetaria: renovación del swap con China

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) alcanzó un acuerdo con el Banco Central de China (PBoC) para renovar, por un año, un tramo de su swap de divisas de 5.000 millones de USD activado en junio de 2023. Una vez finalizado el acuerdo, el banco que solicitó la activación deberá devolver a su contraparte el importe dispuesto incrementado en los intereses.

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)





RENDA VARIABLE

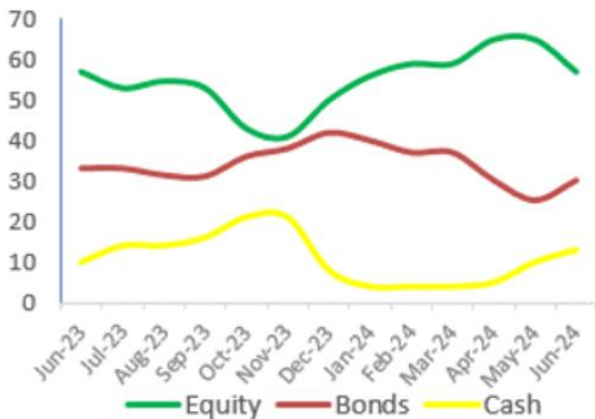
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

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	261	10,6%	21,19	4,72%	0,37%	2,00%	21,00	4,76%	0,41%	5.537	5.487	-0,9%	MW
Europe - Stoxx Europe 600	37	4,4%	14,15	7,07%	4,51%	5,00%	14,00	7,14%	4,59%	520	515	-1,1%	MW-OW
Spain IBEX 35	1.038	5,5%	10,66	9,38%	6,00%	5,70%	12,00	8,33%	4,96%	11.070	12.459	12,5%	OW
Mexico IPC GRAL	4.529	10,2%	11,63	8,60%	-1,31%	-0,90%	13,00	7,69%	-2,22%	52.655	58.877	11,8%	MW
Brazil BOVESPA	15.489	12,0%	8,15	12,28%	0,05%	-1,10%	9,10	10,99%	-1,24%	126.164	135.000	7,0%	MW-OW
Japan NIKKEI 225	1.847	25,6%	22,15	4,51%	3,42%	4,00%	24,00	4,17%	3,07%	40.912	44.330	8,4%	OW
China SSE Comp.	308	14,6%	9,57	10,45%	8,22%	4,80%	10,00	10,00%	7,77%	2.950	3.083	4,5%	UW
China Shenzhen Comp	123	23,6%	12,91	7,75%	5,52%	1,25%	14,00	7,14%	4,91%	1.591	1.725	8,5%	UW
India SENSEX	4.077	24,4%	19,51	5,13%	-1,87%	-2,00%	21,00	4,76%	-2,23%	79.549	85.619	7,6%	OW
Vietnam VN Index	136	30,5%	9,44	10,59%			11,00	9,09%		1.283	1.494	16,5%	OW
MSCI EM ASIA	46	22,3%	13,33	7,50%			13,50	7,41%		607	615	1,3%	OW

ANDBANK ESTIMATES

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

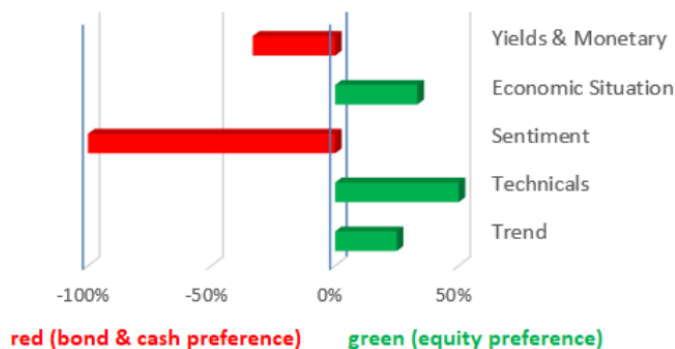
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



Asignación táctica de activos

GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	62%	63%
Emerging Markets	15%	10,4%
Europe ex. U.K.	13%	12,1%
Japan	5%	5,5%
U.K.	2%	3,6%
Canada	2%	2,8%
Pacific ex. Japan	1%	2,7%

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)





ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q1 2024 Earnings Dashboard

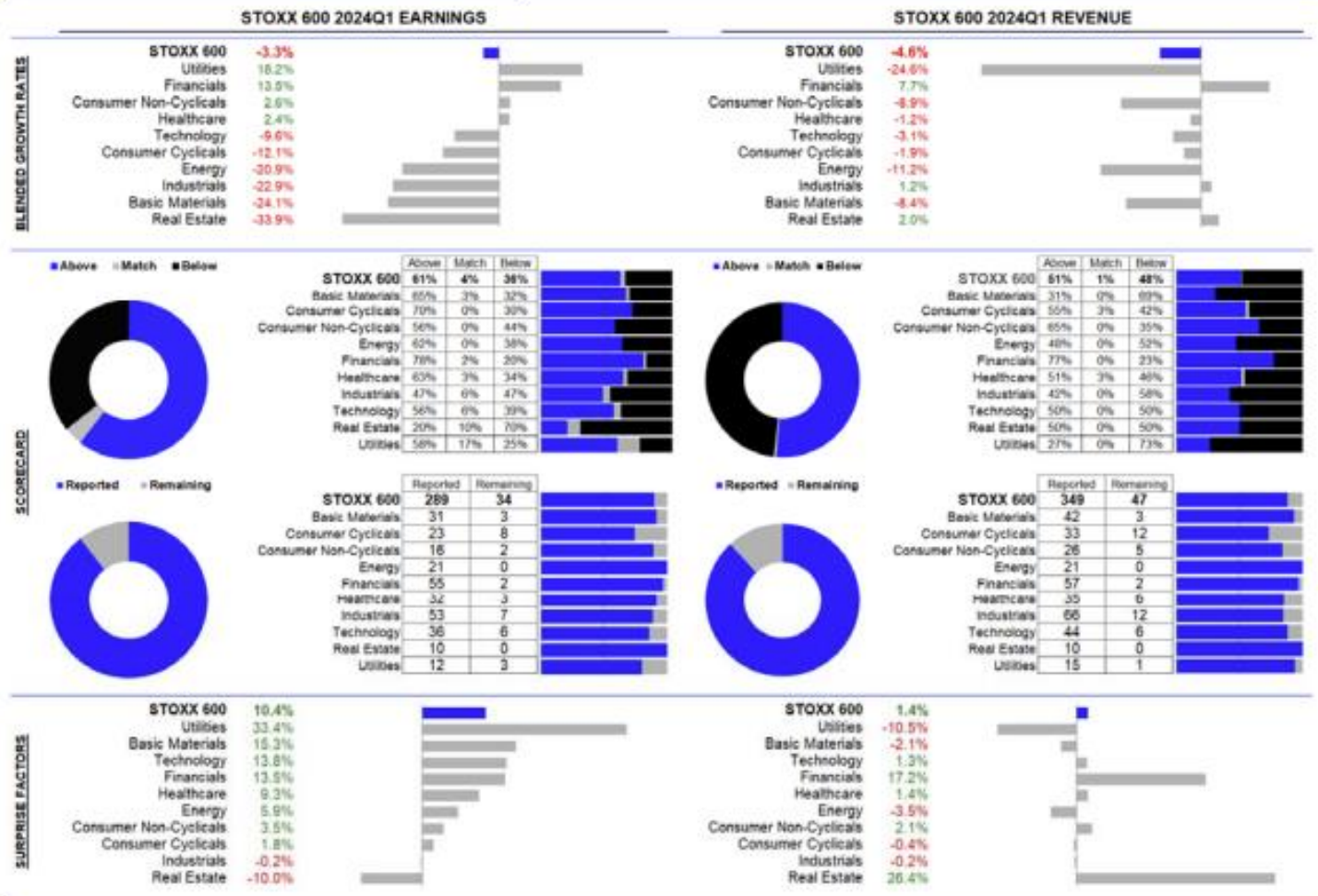
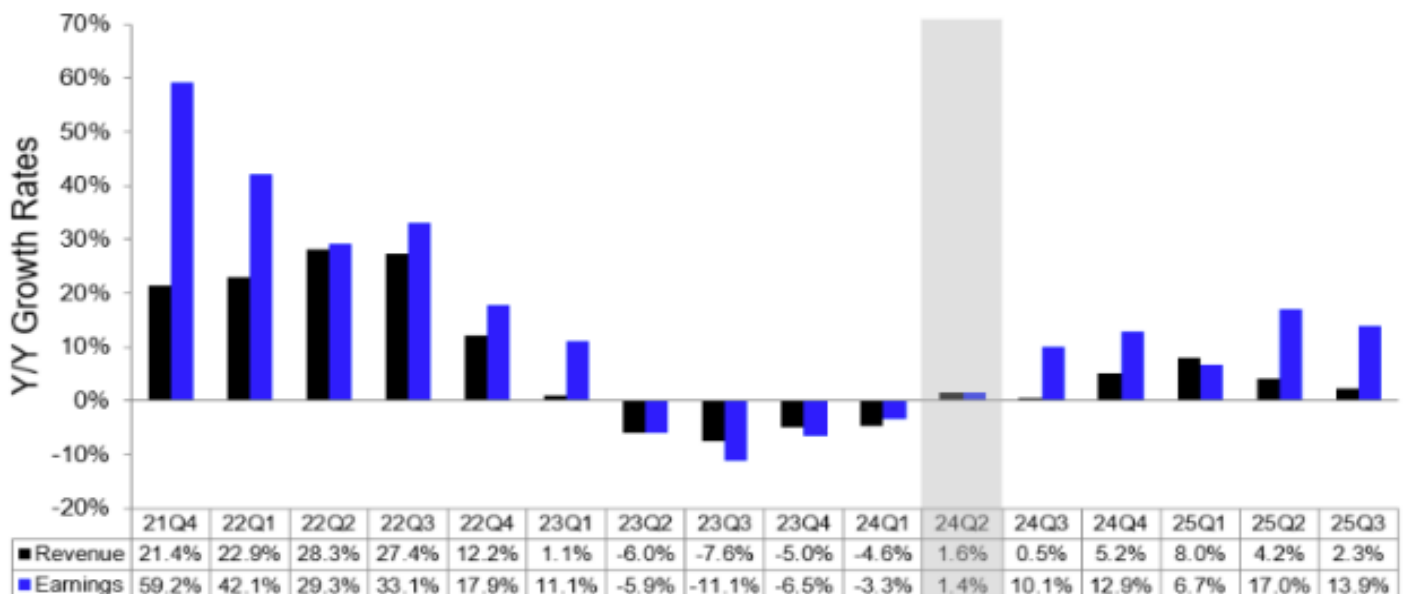


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates

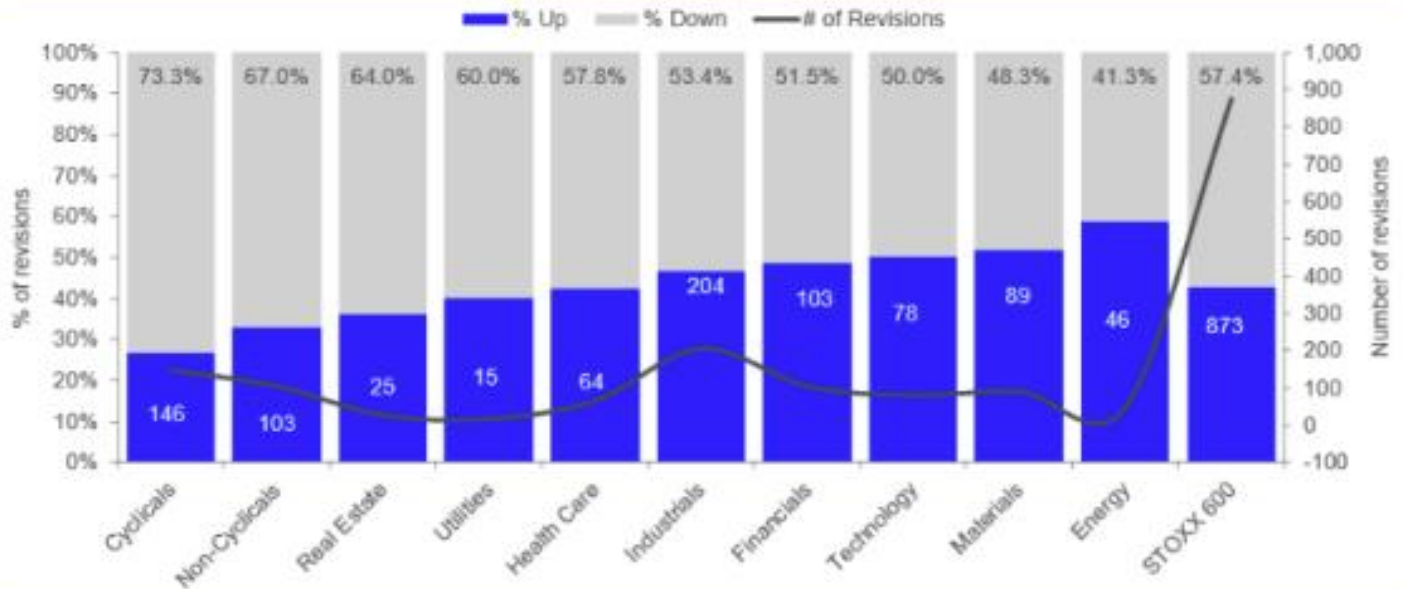




ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

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

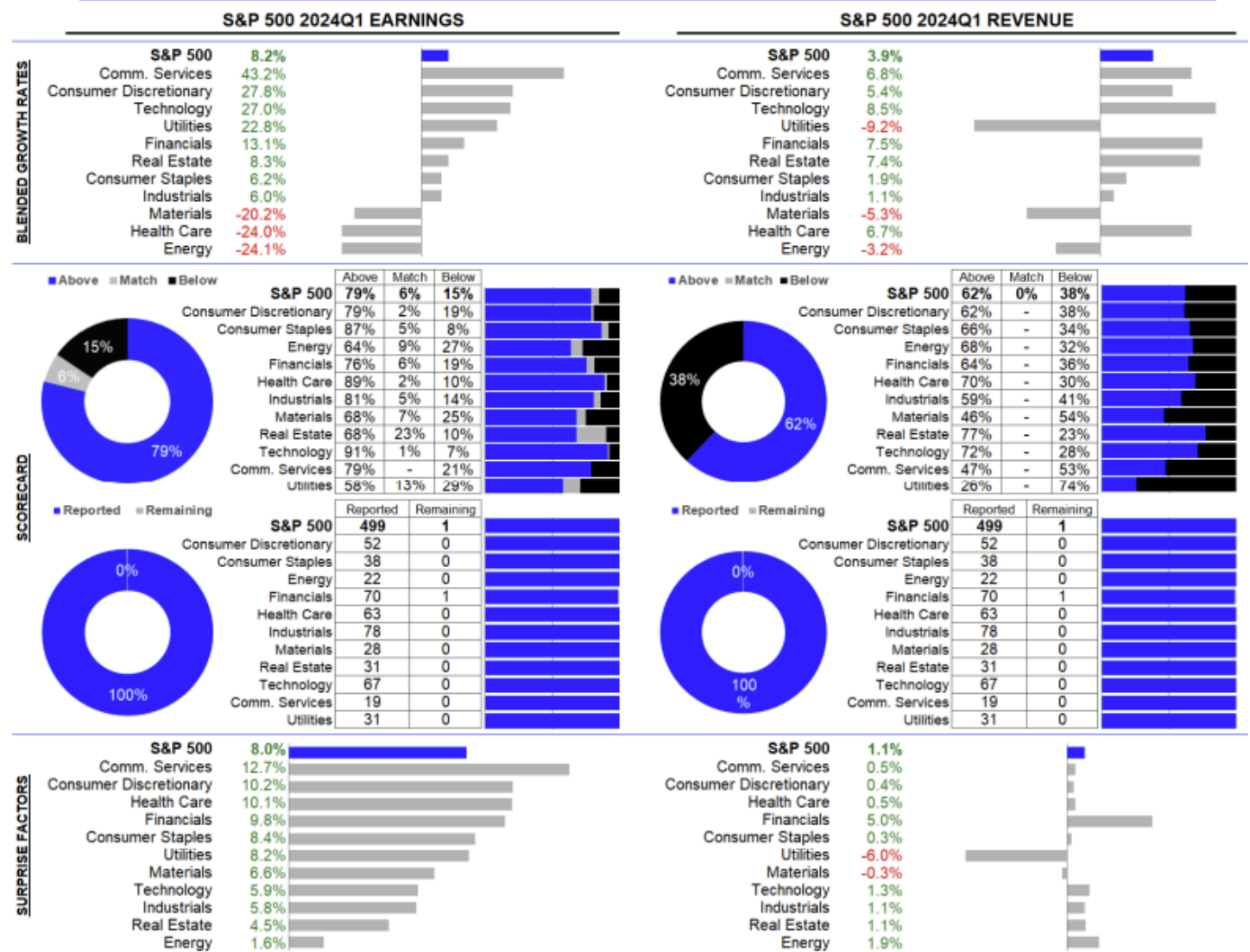
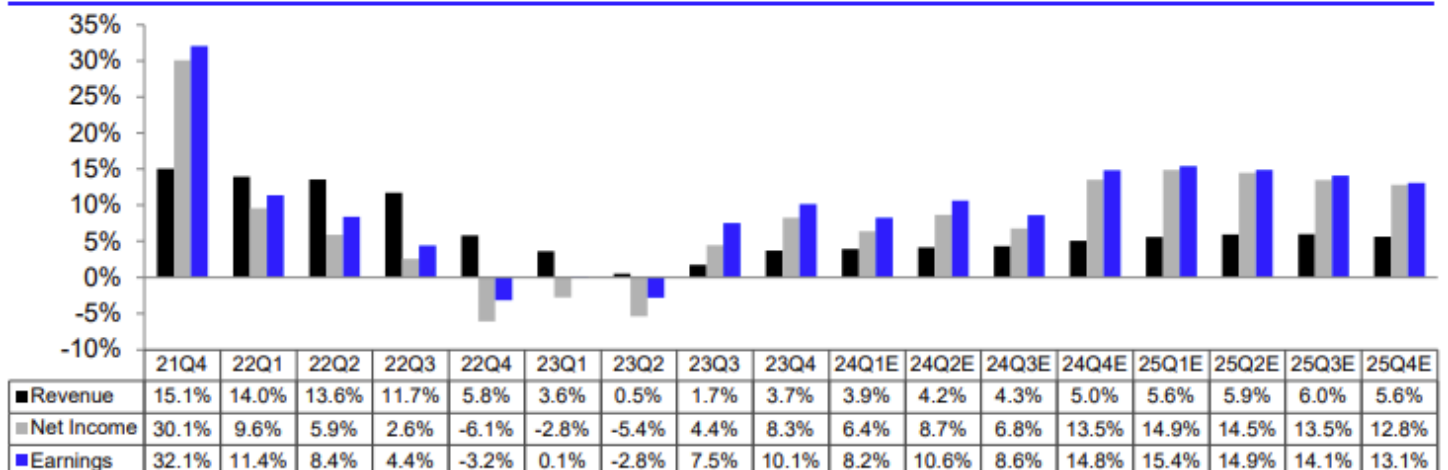


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



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 (6 factores alcistas y 2 bajistas)

(Factor alcista) – Israel y Hezbolá. Mensaje de EE.UU. a Hezbolá: «No contéis con que detengamos un ataque israelí». El mensaje sigue a la noticia en *Político* de una aparente resignación de las autoridades estadounidenses a una intervención importante de Israel contra Hezbolá en territorio libanés en las próximas semanas. La impresión que dan es la de que tratan de evitar una escalada del conflicto en Oriente Próximo, de ahí que lanzaran la inusual advertencia a Hezbolá: «No deis por sentado que Washington puede impedir que Israel ataque». El mensaje pretende aplacar a la milicia chiita establecida en El Líbano y desescalar la crisis que está gestándose. El enviado especial de EE.UU., Amos Hochstein, y otros funcionarios estadounidenses viajaron a la región recientemente para contener a ambas partes, pese a que en Washington y en el mundo crece la sensación de que la escalada es inevitable. El temor es a que un enfrentamiento abierto entre Israel y Hezbolá (que, al igual que Hamás, cuenta con el apoyo de Irán, pero es más fuerte y está mejor armada) pudiera llevar a la región a la guerra total. Los dirigentes israelíes no dan la impresión de haber tomado una decisión definitiva al respecto, pero nadie parece querer una guerra total; tampoco Irán. Las agencias de inteligencia estadounidenses piensan que el líder de Hezbolá, Hassan Nasrallah, no quiere la guerra, pero estiman que el riesgo de guerra ha aumentado este mes; como lo ha hecho el riesgo de un error de cálculo por cualquiera de las partes, según otro alto funcionario estadounidense.

(Factor alcista) – El hundimiento de un buque carbonero en el Mar Rojo por rebeldes hutíes ha provocado un encarecimiento adicional de los seguros, del transporte en general y del precio del crudo para las refinerías. El hundimiento del buque carbonero *Tutor* por un dron naval el 18 de junio ha disparado el riesgo de navegar por el estrecho de Bab el-Mandeb y está provocando otro alza en el coste de los seguros. Los militantes hutíes de Yemen utilizaron un dron marino; un miembro de la tripulación falleció y otros resultaron heridos. El coste de la cobertura de los buques en tránsito (expresado en porcentaje del valor del buque) se disparó hasta rondar el 0,6% (es decir, que un buque valorado en 50 millones de USD tendría que pagar 300.000 USD por travesía). Los bombardeos estadounidenses y británicos contra los hutíes a partir de enero no lograron detener los ataques y, en cambio, los buques asociados a ambos países se convirtieron en objetivos, además de los cargueros con conexiones con Israel. Los hutíes, que apoyan a los gazatíes, advirtieron que podrían ampliar el alcance y llegar a atacar incluso en el Mediterráneo. No todos pagan esas elevadas primas de seguro: los buques chinos siguen recibiendo descuentos importantes al haber sido hasta ahora menor la probabilidad de ser blanco de ataques deliberados. El incidente del *Tutor* supuso la primera vez que un buque era alcanzado por lo que los militares denominan un buque de superficie sin tripulación (USV), de hecho una embarcación pequeña cargada de explosivos. El buque era realmente nuevo (se botó a finales de 2022) y podía transportar unas 80.000 toneladas de carbón, con un valor de mercado de 37,5 millones de USD.

(Factor alcista) – Reservas estratégicas de EE.UU.: el gobierno de Biden se propone volver a liberar recursos de la Reserva Estratégica de Petróleo (SPR) con el argumento de que los precios de los carburantes «siguen demasiado altos para muchos estadounidenses». «Haremos cuanto sea posible para asegurarnos de que el mercado esté lo suficientemente abastecido como para garantizar un precio lo más bajo posible para los consumidores». La medida se tomó en el contexto de un debate, que dura ya años, entre los políticos estadounidenses sobre la función de la SPR. Según un informe del Departamento del Tesoro, la venta de reservas oficiales de petróleo habría abaratado desde entonces los carburantes hasta 40 centavos por galón. «Las ventas del verano de 2022 impidieron que el intento de Rusia de utilizar los mercados energéticos como un arma perjudicara a nuestros consumidores», declaró el 24 de mayo la Secretaria de Energía, Jennifer Granholm, ante el Comité de Supervisión de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, presidido por los Republicanos. Sin embargo, la venta suscitó críticas generalizadas entre los Republicanos, que acusaron al gobierno de Biden de poner en peligro la seguridad energética de Estados Unidos por querer ganarse el favor de los votantes antes de las cruciales elecciones legislativas de 2022. El 29 de mayo, dos republicanos clave centrados en la energía, del Comité de Energía de la Cámara de Representantes y el Senado de EE.UU., remitieron una carta a la Secretaria de Energía, Jennifer Granholm, instándola a impedir que Biden y su personal siguieran drenando la SPR. «Le instamos, en los términos más enérgicos, a que anteponga la seguridad energética de este país y a que deje de abusar de la SPR con fines políticos». «Como Secretaria de Energía, es su responsabilidad garantizar que la SPR esté en condiciones de atender a genuinas interrupciones del suministro energético. Le pedimos que se asegure de que no se abuse con fines políticos de la SPR en este año electoral, como ocurrió en 2022». Según la Administración de Energía de EE.UU., la SPR contiene actualmente 370,5 millones de barriles; cuando Biden asumió el cargo, en enero de 2021, las reservas ascendían a 638 millones.

(Factor alcista) – Berkshire Hathaway aumenta su participación en Occidental Petroleum hasta casi el 29%. Los 255,3 millones de acciones ordinarias adquiridos otorgaron a Berkshire una participación cercana al 29%, valorada en aproximadamente 15.370 millones de USD. Occidental, con sede en Houston, Texas, adquirió el año pasado CrownRock, un productor de petróleo de esquisto del Pérmico, en una operación de 12.000 millones de USD para impulsar su presencia en el mayor yacimiento petrolífero estadounidense.

(Factor alcista) – Dinamarca estudia la forma de restringir el paso de la flota rusa de petroleros fantasma por sus aguas del Báltico. Rusia transporta aproximadamente un tercio de sus exportaciones marítimas de petróleo, o el equivalente al 1,5% del suministro mundial, a través del estrecho danés que sirve de puerta de entrada al mar Báltico, por lo que cualquier intento de detener el suministro podría encarecer el petróleo (lo que supuestamente afectaría de algún modo a las finanzas del Kremlin). Desde que los países occidentales impusieron un tope de precio al petróleo de Rusia, en un intento de reducir los ingresos que financian su guerra en Ucrania, Rusia ha dependido de una flota de petroleros, a menudo envejecidos, con puerto de amarre fuera de Occidente y asegurados en otros países. Dinamarca ha reunido a un grupo de países aliados para considerar posibles medidas dirigidas contra esta flota. «Existe amplio consenso en que esa flota fantasma constituye un problema internacional y que se requieren soluciones internacionales». Según el ministro, «entre los países participantes en las conversaciones hay otros Estados del Mar Báltico y miembros de la Unión Europea», declaró el ministro. Dinamarca alega preocupación por que los viejos petroleros que transportan petróleo a través de sus estrechos puedan representar un riesgo medioambiental.

(Factor alcista) – Menos bajista: los operadores del mercado recompraron parte del petróleo que habían vendido la semana anterior después de que la OPEP+ subrayara que cualquier futuro aumento de la producción dependería de las condiciones del mercado. Los inversores especulativos recompraron en junio parte del petróleo que habían vendido antes, después de que la OPEP+ sorprendiera al anunciar que planeaba empezar a incrementar la producción a partir de principios de octubre. Arabia Saudí y sus aliados de la OPEP+ han enfatizado ahora que «cualquier futuro aumento de la producción dependerá de las condiciones del mercado». *Hedge funds* y gestores de tesorería compraron el equivalente a 80 millones de barriles en los seis principales contratos de futuros y opciones sobre petróleo, unas compras que revirtieron cerca del 40% de los 194 millones de barriles vendidos la semana anterior.

(Factor bajista) – Proyección de producción británica. Según Bloomberg, el Reino Unido podría bombear en 2030 casi un 30% más de petróleo y gas de lo previsto actualmente si se realizan inversiones por unos 20.000 millones de libras esterlinas. A tenor de lo manifestado por Offshore Energies UK, un grupo del sector, el Reino Unido podría bombear a finales de la década casi un 30% más de petróleo y gas de lo previsto si se acometieran nuevas inversiones por importe de 20.000 millones de GBP: «Las mejores tasas de recuperación y la ralentización del declive son factibles, pero sólo si se acometieran las inversiones». Además, «las decisiones del Gobierno tras las elecciones del mes que viene ofrecen la oportunidad de centrarse en una transición energética nacional que podría asegurar el sustento de cientos de miles de personas altamente cualificadas».

(Factor bajista) – Brasil restablece gradualmente la producción de crudo después de que cayera en picado por daños en las plataformas, lo que dificultó los planes de la OPEP+. El repunte de la producción de crudo en Brasil promete complicar los esfuerzos de la OPEP por intentar controlar la oferta y los precios mundiales. La producción de crudo de esta potencia sudamericana comenzó el año en 3,73 millones de barriles diarios, para desplomarse después casi un 25% ante la necesidad de realizar una serie de reparaciones en plataformas marinas. El grueso de la capacidad de producción perdida se recuperará en los próximos meses, habiéndose restablecido ya más de un tercio de lo perdido. Esto tiene implicaciones de gran alcance para la mayor economía latinoamericana y para los mercados mundiales de materias primas energéticas.



MATERIAS PRIMAS

Página 19

METALES PRECIOSOS – ORO

Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 2.200-2.400 USD/onza

Comprar por debajo de 2.200 USD; vender por encima de 2.400 USD.

Factores positivos para el oro

Dentro del marco de los cuatro cuadrantes, el mejor escenario para el oro sería uno en el que la inflación se combine con la recesión ('Colapso Inflacionario' o 'stagflación'). El escenario que estamos proyectando nos coloca en un cuadrante donde la inflación moderada (pero positiva) se combina con un ciclo favorable ('Boom Inflacionario'). Aunque este escenario no es el mejor, sigue siendo favorable para el oro, aunque en este escenario el oro no debería superar a las acciones. El precio del oro también está determinado por otros factores, como las decisiones de los bancos centrales en su intención de desplazar al USD en sus reservas estratégicas. Un factor que actualmente es favorable 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 1.867 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.269 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su media histórica su precio nominal debería rondar los 1.579 USD/onza.

El oro frente a la plata. La ratio Oro/Plata cayó a 80,03x, todavía por encima de su media de 20 años de 68,40 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que la relación alcance su media de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.986 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio subió a 2,55x, por encima de su media de los últimos 20 años de 1,66x, 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 1.528 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente está en 28,35x, superando aún con creces su media de los últimos 20 años de 19,65x. 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 1.670 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

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 renminbi. Hay pocas señales de que tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir un riesgo inmediato.

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

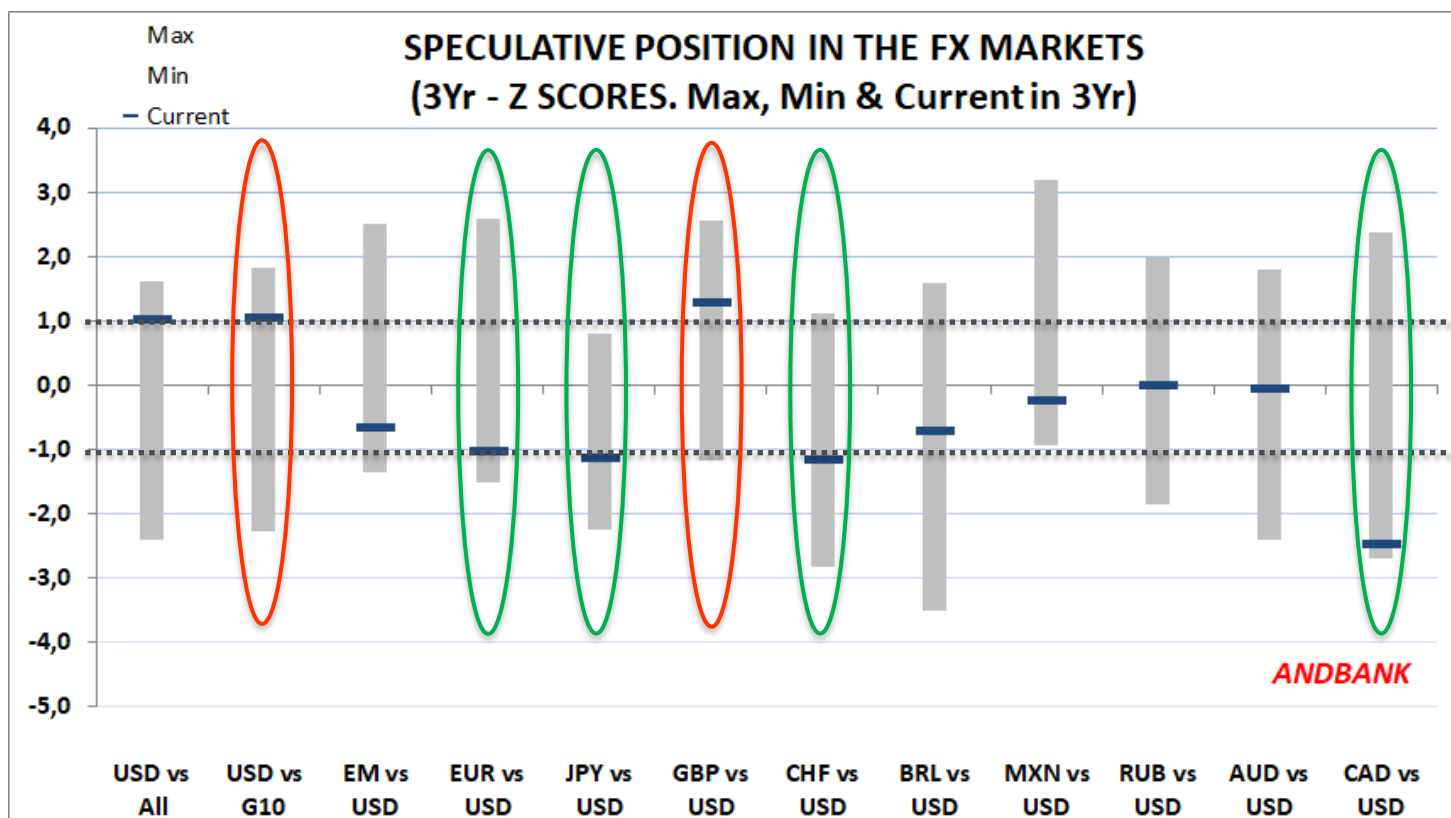
TIPOS DE CAMBIO

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	23,87	4,77	32,6	-28,2	4,2	1,03
USD vs G10	25,06	3,15	36,3	-25,4	5,9	1,05
EM	1,19	-1,62	4,2	-0,8	2,1	-0,66
EUR	-1,13	-6,76	23,4	-8,6	8,3	-1,02
JPY	-13,61	-2,06	0,6	-15,0	-8,8	-1,11
GBP	3,49	3,41	5,6	-6,5	-0,6	1,29
CHF	-4,90	0,68	0,2	-6,4	-2,8	-1,14
BRL	-0,41	0,33	0,7	-0,8	-0,1	-0,69
MXN	1,60	-1,95	4,3	-0,5	1,9	-0,24
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-1,57	2,17	6,1	-7,0	-1,4	-0,06
CAD	-8,97	-2,31	6,1	-9,4	-0,6	-2,47

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 21

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	4,6%	16,1%	5.537	5.487	-0,9%
	Europe - Stoxx Europe 600	0,6%	8,6%	520	515	-1,1%
	Euro Zone - Euro Stoxx	0,2%	8,6%	515	532	3,4%
	SPAIN - IBEX 35	-1,9%	9,6%	11.070	12.459	12,5%
	MEXICO - MXSE IPC	-1,6%	-8,2%	52.655	58.877	11,8%
	BRAZIL - BOVESPA	3,6%	-6,0%	126.164	135.000	7,0%
	JAPAN - NIKKEI 225	5,3%	22,3%	40.912	44.330	8,4%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-4,6%	-0,8%	2.950	3.083	4,5%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-7,9%	-13,4%	1.591	1.725	8,5%
	INDIA - SENSEX	10,4%	10,1%	79.549	85.619	7,6%
	VIETNAM - VN Index	0,0%	13,6%	1.283	1.494	16,5%
	MSCI EM ASIA (in USD)	5,8%	11,9%	607	615	1,3%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,2%	-1,9%	4,35	4,50	3,2%
	UK 10 year Gilt	0,4%	-3,3%	4,17	4,50	1,5%
	German 10 year BUND	0,1%	1,3%	2,56	2,50	3,0%
	Japanese 10 year Govie	-0,5%	-5,3%	1,09	1,25	-0,2%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,6%	-1,7%	3,38	3,50	2,4%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,7%	-0,5%	3,98	4,10	3,1%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,2%	-2,1%	3,18	3,10	3,9%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,1%	-3,5%	2,92	2,90	3,1%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,8%	-3,6%	3,65	4,25	-1,2%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,3%	2,4%	55,84	75	3,7%
	Credit EUR HY - Itraxx Xover	0,3%	4,0%	301,05	450	2,2%
	Credit USD IG - CDX IG	0,5%	3,4%	50,54	75	5,3%
	Credit USD HY - CDX HY	0,7%	5,2%	336,22	450	5,5%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	4,1%	-4,6%	25,70	25,00	31,3%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-0,9%	-16,5%	15,11	25,00	-64,0%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-1,2%	-1,8%	7,07	6,00	15,7%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,8%	5,1%	6,99	6,25	12,9%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	1,8%	-0,9%	6,48	5,75	12,3%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,8%	4,0%	2,23	1,75	6,1%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,5%	0,8%	3,86	3,25	8,7%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,0%	1,2%	2,67	2,00	8,0%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,3%	-3,1%	3,24	3,40	1,9%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	1,9%	0,8%	3,18	3,50	0,6%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	-4,0%	1,75	2,65	-5,5%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,9%	-3,8%	9,91	9,75	11,2%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,3%	-1,6%	6,09	6,25	4,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,3%	-10,6%	12,23	11,50	18,0%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-1,0%	-2,9%	6,63	7,00	3,7%
Commodities	Oil (WTI)	15,1%	17,7%	83,9	85,00	1,3%
	GOLD	3,2%	16,6%	2.365,0	2.300	-2,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,6%	-2,0%	1,08	1,05	-2,9%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,0%	0,2%	1,28	1,29	1,0%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,6%	-2,2%	0,85	0,81	-3,9%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,2%	7,0%	0,90	0,87	-3,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,5%	4,8%	0,97	0,91	-6,1%
	USDJPY (price of 1 USD)	4,1%	14,3%	161,25	140,00	-13,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	3,5%	12,0%	174,34	147,00	-15,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	1,3%	6,6%	18,08	18,50	2,3%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,7%	4,6%	19,55	19,43	-0,6%
	USDBRL (price of 1 USD)	3,8%	13,1%	5,49	5,25	-4,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	3,2%	10,8%	5,93	5,51	-7,1%
	USDARS (price of 1 USD)	1,9%	13,0%	913,50	1.000	9,5%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	0,3%	83,48	82	-1,4%
	CNY (price of 1 USD)	0,4%	2,4%	7,27	7,50	3,2%

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

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 22

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



Guillermo Babé
Europe: Equity
+41 22 818 39 40



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



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



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



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



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



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



Jordi Riera
Global Interest Rates, € Corporate Credit
+376 874 373



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.