

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Perspectivas estratégicas para 2025

Opinión Corporativa

Visión

Estratégica

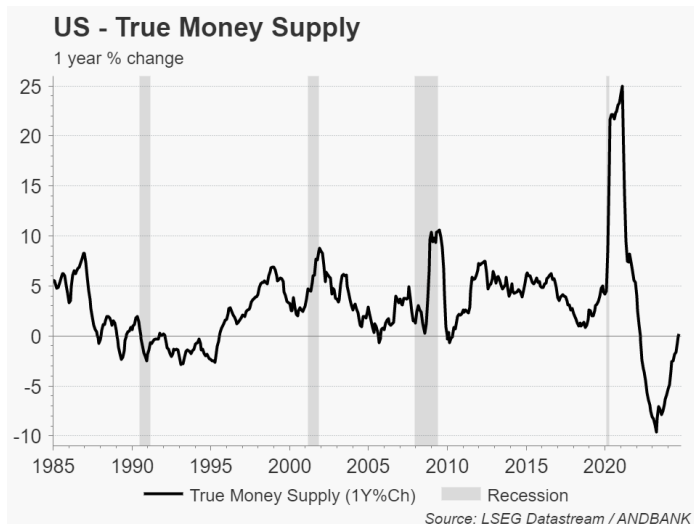


Alex Fusté
Chief Global Economist
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES

La urgencia inicial por reducir el excedente de liquidez en el sistema ha desaparecido, provocando que este exceso probablemente se mantendrá durante un periodo prolongado.



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	5.996	6.537	9,0%	MW-OW
Europe - Stoxx Europe 600	513	547	6,7%	MW
Spain IBEX 35	11.570	12.036	4,0%	UW
Mexico IPC GRAL	51.845	58.784	13,4%	UW-MW
Brazil BOVESPA	127.830	157.550	23,2%	MW
Japan TOPIX	2.740	2.962	8,1%	MW
China SSE Comp. A share	3.637	3.163	-13,0%	UW
China Shenzhen Comp	2.134	1.742	-18,3%	UW
India SENSEX	79.496	94.320	18,6%	OW
Vietnam VN Index	1.250	1.532	22,6%	OW
MSCI EM ASIA	629	740	17,7%	OW

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

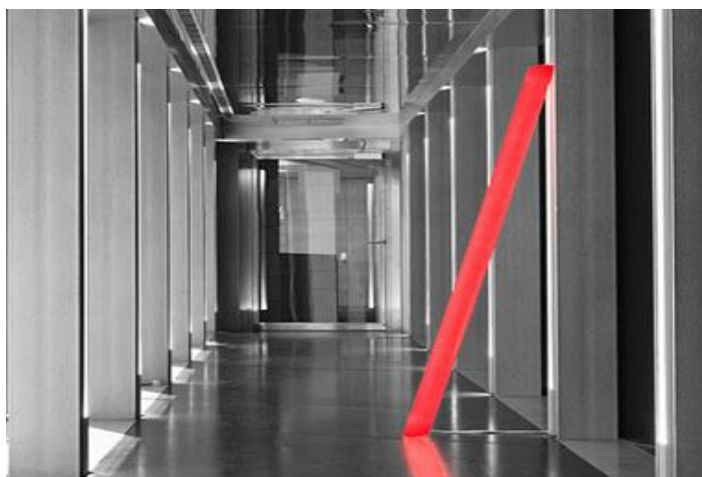
Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	-1,3%	-0,2%	4,30	4,25	4,7%
UK 10 year Gilt	-1,6%	-4,3%	4,45	4,50	4,0%
German 10 year BUND	-0,4%	3,9%	2,35	2,40	1,9%
Japanese 10 year Govie	-0,3%	-4,3%	0,99	1,25	-1,1%
Spain - 10yr Gov bond	-0,3%	1,7%	3,08	3,15	2,5%
Italy - 10yr Gov bond	-0,2%	3,7%	3,62	3,65	3,4%
Portugal - 10yr Gov bond	-0,3%	1,6%	2,84	2,90	2,3%
Ireland - 10yr Gov bond	-0,1%	-0,5%	2,64	2,80	1,4%
Greece - 10yr Gov bond	-0,2%	1,1%	3,20	3,40	1,6%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,4%	4,0%	54,71	75	3,0%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	1,0%	6,8%	291,92	400	2,7%
Credit USD IG - CDX IG	0,5%	5,3%	49,60	75	4,2%
Credit USD HY - CDX HY	0,9%	8,6%	323,23	450	3,9%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	-14,3%	27,96	28,96	20,0%
Russia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	-12,1%	15,11	25,00	-64,0%
China - 10yr Gov bond (local)	0,0%	6,0%	2,10	1,63	5,9%
India - 10yr Gov bond (local)	0,5%	9,3%	6,79	6,08	12,4%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,1%	1,3%	2,81	2,80	2,9%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,4%	6,71	5,74	14,5%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,8%	4,0%	2,93	2,54	6,0%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,2%	-1,3%	1,47	2,45	-6,4%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	-1,1%	6,3%	5,84	4,80	14,1%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	2,0%	3,88	3,22	9,1%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,0%	4,4%	2,39	1,90	6,3%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,9%	-2,1%	2,75	3,65	-4,4%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-1,7%	-1,0%	9,96	10,00	9,6%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,9%	-0,2%	6,16	6,25	5,4%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	0,7%	-10,9%	12,72	12,75	12,5%
Brazil - 10yr Govie (USD)	-1,5%	1,8%	6,31	7,25	-1,2%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	-8,8%	-3,6%	68,8	80,00	16,3%
GOLD	0,1%	30,8%	2.654,5	2.400	-9,6%
EURUSD (price of 1 EUR)	-2,6%	-3,5%	1,07	1,05	-1,4%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,4%	1,2%	1,29	1,29	0,1%
EURGBP (price of 1 EUR)	-1,2%	-4,6%	0,83	0,81	-1,5%
USDCHF (price of 1 USD)	2,6%	4,5%	0,88	0,87	-1,1%
EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	0,9%	0,94	0,91	-2,5%
USDJPY (price of 1 USD)	3,1%	9,0%	153,76	160,00	4,1%
EURJPY (price of 1 EUR)	0,4%	5,2%	163,79	168,00	2,6%
USDMXN (price of 1 USD)	6,4%	20,8%	20,48	19,50	-4,8%
EURMXN (price of 1 EUR)	3,8%	16,8%	21,82	20,48	-6,2%
USDBRL (price of 1 USD)	3,4%	19,6%	5,80	5,40	-7,0%
EURBRL (price of 1 EUR)	0,7%	15,5%	6,18	5,67	-8,3%
USDARS (price of 1 USD)	1,9%	22,9%	993,50	1.000	0,7%
USDINR (price of 1 USD)	0,3%	1,4%	84,36	84	-0,4%
CNY (price of 1 USD)	1,9%	1,5%	7,20	7,25	0,7%





EE.UU.

Lecciones de historia de los resultados electorales en USA. Precedentes y posibles repercusiones.

Los industrialistas se imponen a los economistas. Un nuevo consenso y sus repercusiones en China

No fue solo Trump. Biden también ha destruido el antiguo consenso de los 90 y los 2000, que sostenía que el camino correcto era la liberalización del comercio y el compromiso económico con China. La victoria de Trump en 2016 y la administración de Biden han dejado ese consenso definitivamente atrás, dando lugar a un nuevo enfoque centrado en la “competitividad nacional” por encima de la “ventaja comparativa”. Esto implica recuperar la iniciativa industrial, y no necesariamente por la vía de la eficiencia, sino por los medios que sean necesarios. Por supuesto, este nuevo consenso tiene una víctima: China. Con la victoria de Trump, este discurso se fortalece aún más (pues representaba el tema central de su campaña: la reindustrialización). De facto, esto significa que los industrialistas han prevalecido sobre los economistas, y para comprender lo que esto representa, es útil explicar las posturas de cada corriente.

Los economistas, cuya visión predomina ahora solo en las universidades, opinan que el movimiento natural de una economía avanzada es orientarse hacia el consumo y los servicios (como la educación, la medicina, el ocio, etc.), dejando la manufactura para aquellas zonas o regiones donde producir es más barato. Creen que el libre comercio es el camino para lograr esta transición natural y que por ello se deben eliminar las tarifas.

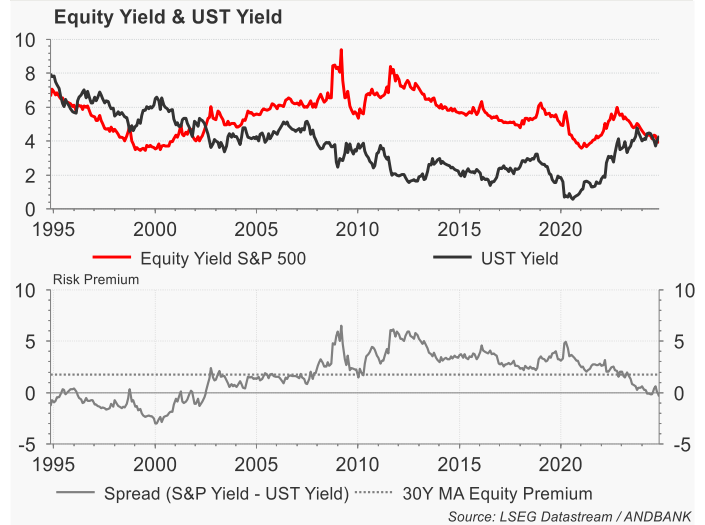
Los industrialistas consideran que las tres décadas de libre comercio con China han resultado en la desindustrialización del país y el consiguiente vaciamiento del espíritu nacional, diezmando no solo a la clase trabajadora manufacturera, sino también a la otrora poderosa clase media norteamericana. Sostienen que el crecimiento de la nación debe ser liderado por la manufactura, como un mecanismo para fortalecer la cohesión social y la seguridad nacional, y que dicho objetivo debe estar respaldado, si es necesario, por un esquema ambicioso de tarifas. Defienden que el crecimiento debe basarse en la producción, no en el consumo (como proponen los economistas). Lo que hemos presenciado con la contundente victoria de Trump es la prevalencia de la corriente industrialista sobre la teoría económica. Este resultado refleja una tendencia de fondo muy poderosa: los think tanks están ahora dominados por esta corriente industrial, al igual que el discurso político. Esto ocurre porque en la calle ha cuajado también la corriente industrial, lo que explica que millones de votantes demócratas en 2016 hayan cambiado su opción política. Esto sugiere también que, en términos de política económica y exterior, no importa quién hubiera ganado las elecciones. Harris o Trump habrían seguido la línea de esta corriente que domina ahora el establishment de Washington y que apunta ahora a la reindustrialización del país. Esta tendencia ha dejado obsoleto el discurso de la “eficiencia” y ha puesto en el centro la idea de la reindustrialización como vía para la cohesión (GOP) o la seguridad nacional (DEM), dando luz verde a un esquema sólido de tarifas. Las posibles repercusiones de este cambio, en una reflexión preliminar, son: 1) un impulso para el tejido de pequeñas y medianas empresas en el sector secundario en EE.UU.; 2) un dólar débil (como mecanismo facilitador de la reindustrialización), aunque existen otras consecuencias indirectamente favorables al USD. En este momento, no tenemos una visión clara sobre el impacto en la moneda, pero nos inclinamos a pensar que, a corto plazo, el resultado de las elecciones podría favorecer al USD, perjudicando al EUR y al CNY. En cambio, a largo plazo, la tendencia podría revertirse. Veremos.

Aumento del ROIC en USA. Aumento en la TIRs en los bonos a largo plazo. Mas pendiente en la curva. Aumento del USD.

Si Trump implementa las propuestas clave de su campaña electoral —reducción de impuestos y desmantelamiento de estructuras del gobierno federal y regulación— es probable que las empresas experimenten un aumento en el ROIC (Return on Invested Capital). Este incremento inicial se daría en un entorno de costes de capital estable o a la baja, impulsada por la política monetaria actual de la Reserva Federal. Este entorno favorable podría resultar en una expansión de los márgenes empresariales. Cuando se da esta situación, las compañías suelen recurrir a un mayor apalancamiento, lo que termina afectando la curva de tipos de interés. En particular, se esperaría un aumento en las TIR (tasas internas de retorno) en los tramos largos, generando una mayor pendiente en la curva de rendimiento. Este escenario es favorable para los bancos y las empresas de pequeña capitalización (small caps), aunque menos beneficioso para las grandes empresas (large caps) y las acciones con múltiplos de PER elevados. No descartamos la posibilidad de que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años (UST10) supere el 5% en los próximos 12 a 18 meses. Este movimiento resultará también favorable para el dólar estadounidense (USD) en el corto y mediano plazo, respaldado por una mayor demanda internacional de esta moneda debido a dos factores principales: La reindustrialización, cuyo primer efecto sería una mejora en la balanza por cuenta corriente, representa una reducción en la cantidad de dólares en circulación global, generando así una escasez relativa de esta divisa. El USD se beneficiaría además de una demanda adicional de inversores internacionales interesados en adquirir acciones de las compañías estadounidenses que experimentarían un aumento en el ROIC.

Europa: Vientos en contra.

El previsible aumento en la TIR de los bonos estadounidenses podría impactar los bonos globales, como ha sucedido históricamente. Si esto ocurre —y creemos



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

que así será—, Europa también experimentaría un alza en la TIR de sus bonos a largo plazo. Aunque el BCE intentará contrarrestarlo, sus posibilidades de éxito son limitadas. Este escenario afectaría especialmente a las economías europeas, en particular a Francia, donde el persistente déficit y el alto nivel de deuda, sin el respaldo de un crecimiento económico fuerte (como el que se prevé en EE.UU.), elevan el riesgo de una crisis de financiamiento. La situación se agrava por la reducción del mercado potencial para la deuda europea, ya que la presencia del EUR en las reservas internacionales sigue disminuyendo. Los problemas para Europa, y especialmente para Francia, podrían intensificarse cuanto mayor sea la victoria de Trump y más se ejecute su programa económico.

T-MEC & México.

En 2016, con la sorprendente victoria de Trump, México fue la primera víctima: el peso mexicano se desplomó, al igual que sus bonos y acciones. No es de extrañar, ya que Trump pasó toda la campaña insultando a los mexicanos y prometiendo que “el muro” en la frontera sería financiado por México. Pero luego, en 2017, tuvo lugar la renegociación del NAFTA, como había prometido Trump, y el acuerdo se renombró como T-MEC. En este nuevo tratado, México hizo concesiones en temas sensibles para Estados Unidos: reglas de origen en el sector automotriz (los componentes de los coches fabricados en México debían pasar del 62.5% al 75%) y que el 45% del valor del automóvil fuera producido por trabajadores con un salario mínimo de \$16/hora. También accedió a revisiones periódicas del tratado y a reformar su legislación laboral para garantizar los derechos de los trabajadores y la negociación colectiva. México aceptó eliminar ciertas protecciones agrícolas y restricciones sobre lácteos provenientes de Estados Unidos, implementar normas de protección intelectual y modificar mecanismos de resolución de disputas con inversión extranjera. Tras estas concesiones, en 2017, México dio un gran salto: el peso fue la moneda con mejor rendimiento en el mundo, los bonos mexicanos superaron al resto y las acciones mexicanas mostraron un desempeño decente. ¿Volverá a repetirse esta historia? Por el momento, prevemos dificultades a corto plazo para los activos mexicanos, aunque a largo plazo dependerá de la actitud de Claudia Sheinbaum. Algunos opinan que en China podría ocurrir algo similar a lo que sucedió en México en 2016-2017. A corto plazo, China será la víctima (en esto estamos de acuerdo); a largo plazo, podría resurgir. Sin embargo, no tenemos certeza de esto. Para que suceda, deberían darse dos condiciones: que la corriente industrialista en EE.UU. desaparezca o se modere, o que China haga concesiones en temas sensibles para EE.UU. Hoy, no vemos indicios de ninguno de estos escenarios, por lo que seguimos cautelosos con China.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL-SOBREP. (objetivo: 6.537 puntos)
Deuda soberana (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 4,25%)
Deuda corporativa (CDX IG): SOBREP -NEUTRAL (objetivo: 75 pb)
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (objetivo: 450 pb)
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR



EUROPA

Recomposición del crecimiento del PIB el próximo año, con una recuperación del componente de consumo

Factores macroeconómicos y políticos de cara a 2025

Factores macroeconómicos alcistas. 1) *Bajada de tipos:* En medio de avances en el control de la inflación y un cambio de prioridad hacia la protección de la economía, el Consejo del BCE deja atrás su cautela respecto a los riesgos geopolíticos, los riesgos energéticos (con los comerciantes de gas apostando por posibles aumentos de precios) y los salarios que superan la inflación. Hoy, las divergencias se centran en si recortar en 25 puntos básicos o en 50 puntos básicos en diciembre; 2) *Recuperación del consumo:* aumento de la renta real (entre el 3% y 3,5%), fortaleza del empleo, mejora de la confianza de los consumidores y elevada tasa de ahorro (15,4%, frente a una media del 12,3% en 2015-2019); 3) *Crecimiento de Alemania:* crecimiento previsto del PIB alemán en 2025 del +0,5% interanual, gracias al menor lastre del coste de la energía para las empresas, pesimismo en el sector manufacturero que apunta a un cambio de tendencia y la tradicional recuperación de la inversión tras las elecciones (elecciones en septiembre de 2025).

Factores macroeconómicos bajistas. 1) *Consolidación fiscal:* previsión, en el marco del Procedimiento de déficit excesivo, de una política fiscal ligeramente contractiva en países como Francia e Italia; 2) *Riesgos externos:* posible atenuación de contribuciones positivas externas debido a las persistentes amenazas arancelarias de EE.UU. y al crecimiento desigual de China; 3) *Baja competitividad europea:* sigue siendo un reto a largo plazo para el que el informe Draghi esboza soluciones, pero persisten obstáculos políticos al endeudamiento conjunto; 4) *Desinflación en el sector servicios:* la desinflación procedente de los servicios requiere atento seguimiento. 5) El FMI advierte que la brecha de crecimiento económico entre Europa y Estados Unidos se ampliará hasta 2030. Europa enfrentará un crecimiento limitado (1,45% anual hasta 2029) debido, en parte, a su baja productividad. Para mejorar su competitividad, el FMI recomienda una mayor inversión real, aunque reconoce que los intereses nacionales complican estas reformas.

Factores políticos alcistas. 1) *Nuevo Gobierno en Francia:* en su caso, la aprobación de los Presupuestos de 2025 debería promover la estabilidad; 2) *Informe Draghi sobre competitividad europea:* contiene ideas prácticas que no requieren una inversión inicial sustancial ni modificar el Tratado de la UE.

Factores políticos bajistas. 1) *Elevada deuda pública:* el grado de endeudamiento es persistentemente alto en Francia e Italia. Moody's rebaja la perspectiva crediticia de Francia de estable a negativa, expresando preocupación por el deterioro fiscal del país, especialmente dada las dificultades políticas que obstaculizan la implementación de medidas efectivas. Creemos que Francia tardará mucho tiempo en asegurar financiamiento a un costo inferior al de Portugal. Barnier presenta un plan a 7 años para reducir el déficit del 6.9% al 2.9%. 2) *Aumento de impuestos corporativos:* Las principales empresas francesas (con ventas superiores a €1,000 millones) —en sectores como el lujo, la defensa y la construcción— enfrentarán mayores cargas fiscales bajo la nueva "Ley de Finanzas de 2024" y tendrán garantizada una tasa mínima del 15%. Los CEOs han emitido advertencias sobre el posible impacto negativo en la competitividad de Francia; 3) *Riesgos electorales:* posibilidad de otra ronda de comicios electorales en Francia y en Alemania; 3) *Advertencia del BCE:* «La política monetaria no resuelve problemas estructurales» (Schnabel); se enfatiza la necesidad de innovar.

Mercados financieros: deuda pública y renta variable

Deuda pública

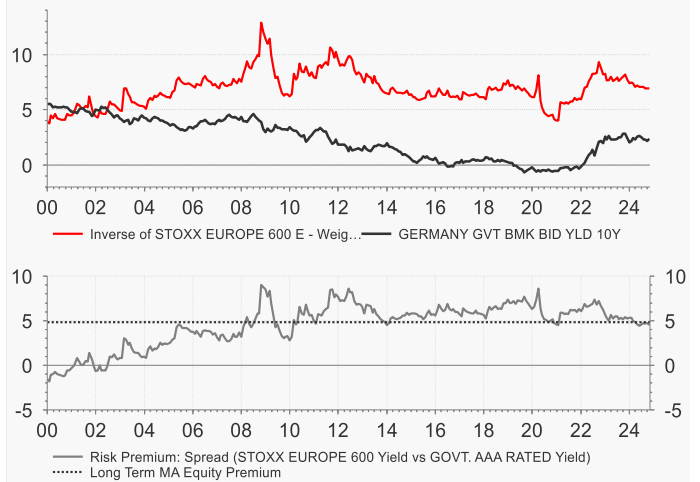
Factores alcistas. 1) *Tipos reales positivos:* las continuas bajadas de tipos deberían mantener los tipos de interés reales en positivo; 2) *Flexibilización del BCE:* podría seguir recortando tipos entre octubre y diciembre de 2024 y también en 2025 (al menos en el primer semestre), con una estabilización final del tipo de depósito en torno al 2,5%; 3) *Correlación con los bonos del Tesoro de EE.UU.:* al embarcarse la Fed en un ciclo de relajación, la correlación con los bonos del Tesoro estadounidense debería proporcionar apoyo adicional a los de países europeos.

Factores bajistas. 1) *Expectativas exageradas de recortes de tipos:* los mercados descuentan ya recortes mayores (de unos 150 pb), lo que limita el recorrido al alza; 2) *Rigidez a la baja de la inflación:* en particular en el sector servicios, debido a presiones derivadas de los procesos de descarbonización, desglobalización y cambio demográfico.

Renta variable: perspectiva entre neutral y optimista

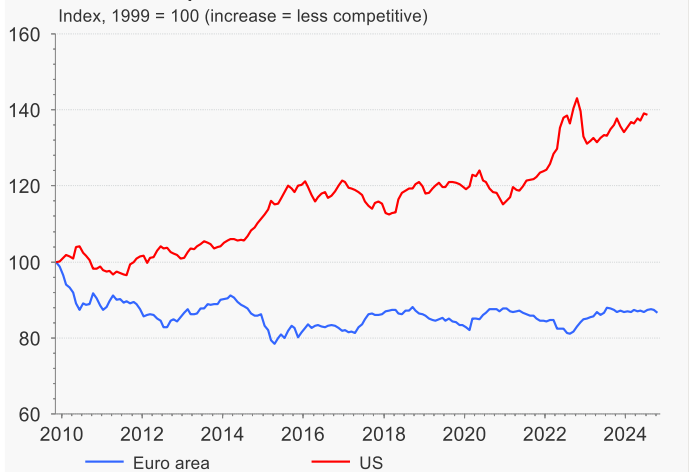
El paquete de medidas de estímulo armado recientemente en China provocó un repunte de la renta variable europea, sobre todo en sectores vinculados al consumo chino como el de bienes de lujo (Richemont: +10,5%; LVMH: +6,3%; Moncler: +11%). Sin embargo, los aranceles (de hasta el 45%) que ha impuesto la UE a los vehículos eléctricos chinos perjudican los intereses de Alemania y suscitan inquietud en el sector automovilístico (-11,2% interanual), ya que elevan el riesgo de represalias por parte de China. Existen dudas sobre si el estímulo de China representa un cambio de paradigma o simplemente una solución temporal. Creemos que las recientes medidas de estímulo en China son intrínsecamente temporales, al igual que lo serán sus efectos. Durante años la revalorización de la

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

ECB real competitiveness indicator



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

renta variable china ha sido muy inferior a la observada en los mercados occidentales, una pauta reflejada en el conjunto de la economía china. Algo que cabe atribuir a factores estructurales: desde el posicionamiento internacional de Pekín (que genera tensiones geopolíticas con Occidente, con las consiguientes medidas de aislamiento y aranceles), hasta retos económicos de mayor alcance. La preocupación asociada, por lo que toca a las empresas europeas cuyo principal mercado exterior es China, radica en la ausencia de reformas realmente estructurales en las medidas de estímulo. En consecuencia, es probable que persista la dinámica descrita, que podría acabar perjudicando a Europa. Con una visión a más corto plazo, la renta variable europea ofrece exposición indirecta al consumo chino, ya que numerosas empresas, en especial en los sectores del automóvil, lujo y recursos, dependen de vender en China. Siendo así, podríamos observar efectos indirectos positivos en Europa mientras persistieran los efectos de estímulos en China.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe 600): NEUTRAL-SOBREP. (objetivo: 547 puntos)

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento obj.: 2,4%)
- P. periféricos: INFRAPONDERAR (IT 3,6%; ES 3,1%; PT 2,9%; IR 2,8%; GR 3,4%)

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



ESPAÑA

Fuerte crecimiento del PIB acompañado de revisiones al alza de las estimaciones anteriores

Factores macroeconómicos y política económica

El PIB español creció en el primer y segundo trimestres de este año a una tasa trimestral del 0,8%, muy por encima del dato agregado de la Eurozona del +0,3% trimestral. Este crecimiento se atribuye principalmente al dinamismo del sector turístico en el primer trimestre y a fuertes ventas de bienes al extranjero en el segundo, con una moderación de las importaciones. De cara al futuro se espera una mejora gradual de la demanda interna, con el consumo apoyado en el crecimiento de la renta real disponible de los hogares, mientras el crecimiento del sector exterior se normaliza por la ralentización del turismo y el debilitamiento de la demanda procedente de la zona euro, que es el principal socio comercial del país. Los datos del PMI de agosto se han suavizado (PMI compuesto situado en 53,5, por debajo del 56,6 de mayo), pero se mantienen cómodamente en territorio expansivo. El Banco de España revisó al alza la previsión de crecimiento para este año del 2,3% al 2,8% interanual. El PMI manufacturero repuntó en septiembre hasta marcar 53, su nivel más alto desde mayo, corrigiendo con ello tres meses de descensos. El PMI del sector servicios lo hizo hasta 57, el mejor resultado desde abril de 2023. Sin embargo, el índice de producción industrial perdió 0,1 pp en agosto (tras perder 0,4 pp en julio), registrándose retrocesos generalizados en varias categorías como las de bienes de consumo, bienes de equipo, bienes intermedios y energía. La creación de empleo en España se ralentizó ligeramente en septiembre. La afiliación a la Seguridad Social aumentó en solo 8.805 personas (0,04%), un incremento inferior al que suele observarse en septiembre (0,09% en 2022; media de 0,08% en el período 2014-2019). El dato desestacionalizado mostró un aumento de 22.220 afiliados, lo que dejó el aumento del tercer trimestre respecto al segundo en 0,3 pp, inferior a los 0,8 pp del segundo trimestre, poniendo de manifiesto la desaceleración del mercado de trabajo.

La renta disponible de los hogares experimentó un fuerte crecimiento en el segundo trimestre e impulsó la tasa de ahorro española. La renta bruta disponible aumentó un 8,7% interanual, muy por encima del gasto de los hogares (+6,7%). Esta tendencia, combinada con la revisión al alza de la serie histórica de la renta bruta, llevó la tasa de ahorro acumulada en los últimos cuatro trimestres hasta el 13,4% de la renta bruta en el segundo trimestre, por encima del 12,8% del primero, y muy por encima de la media del 7,3% antes de los confinamientos impuestos por la declaración de pandemia.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) revisó al alza la trayectoria del PIB de España de 2020 a 2023. Las cifras actualizadas muestran una contracción del PIB del 10,9% en 2020, seguida de tasas de crecimiento del 6,7% en 2021, 6,2% en 2022 y 2,7% en 2023. Estas revisiones suponen ajustes al alza de 0,2, 0,3, 0,4 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente. Como resultado, el PIB español se situó en el segundo trimestre de 2024 5,7 pp por encima del nivel prepandémico del cuarto trimestre de 2019, frente a la estimación anterior de 4,7 pp. Del mismo modo, el INE ajustó al alza en 0,1 pp, hasta el 0,9%, el crecimiento del PIB correspondiente al primer trimestre de 2024, al tiempo que mantuvo inalterado el del segundo en el 0,8%. En términos interanuales, el crecimiento del segundo se revisó al alza del 2,9% al 3,1%. Más informativo que limitarse a las revisiones del 2Q sería analizar el crecimiento acumulado desde el cuarto trimestre de 2019. La demanda interna se corrigió al alza: el consumo privado se revisó del 0,7% anterior al 1,4%, por encima de los niveles del cuarto trimestre de 2019. El crecimiento del gasto corriente del sector público desde el cuarto trimestre de 2019 se revisó al alza en 4,8 pp, situándolo un 16,8% por encima de los niveles previos a la pandemia, mientras que el de la inversión pública, tras una revisión de 1,7 pp, pasó de ser inferior al del cuarto trimestre de 2019 a superarlo en 0,4 pp.

Mercado de renta variable

El IBEX 35, el índice de referencia de la Bolsa española cerró septiembre en máximos anuales, acumulando una rentabilidad del +17,57% con la que encabezó las subidas en el año entre los principales índices bursátiles europeos. Tras el impulso que imprimieron en el primer semestre los buenos resultados del sector financiero, en el segundo hay una rotación hacia sectores más defensivos como servicios públicos e inmobiliario. Entre todos los valores destacó Inditex, cuyo peso en el selectivo español es del 16,5%, con una impresionante ganancia del 40% en lo que llevamos de 2024.

Entre las compañías de servicios públicos que sufrieron notables presiones a principios de año destaca Iberdrola, segundo componente en peso del índice con una ponderación del 14,5%, que marcó máximos históricos al anotarse una revalorización del 22,5% en lo que va de año.

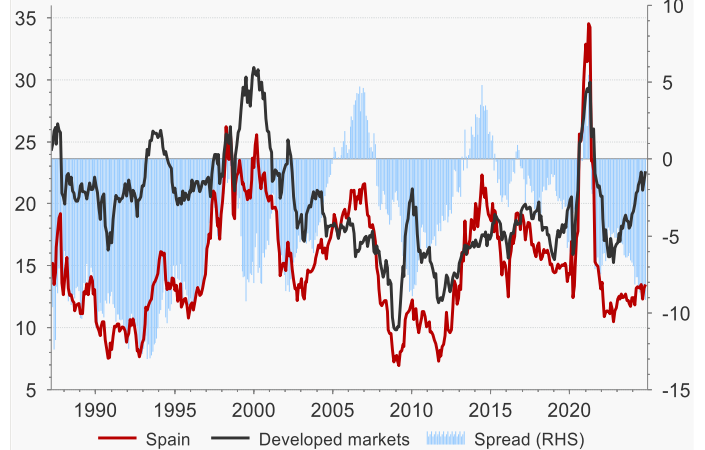
Con un beneficio por acción (BPA) previsto para 2025 de 1.049 el índice cotiza ahora a una relación precio/beneficio (PER) de 11,05 veces. Las expectativas de beneficios se mantienen relativamente estables a corto plazo, por lo que el posicionamiento sectorial debería desempeñar un papel crucial en el comportamiento del mercado en los próximos meses.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): INFRAPONDERAR (cotización objetivo: 12.000 puntos)
 Deuda soberana (bono España 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 3,15%)

Spain price-to-earnings ratio

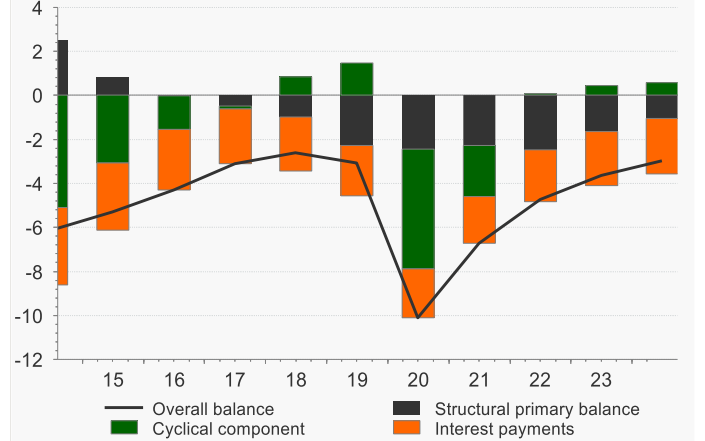
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Spain government budget balance breakdown

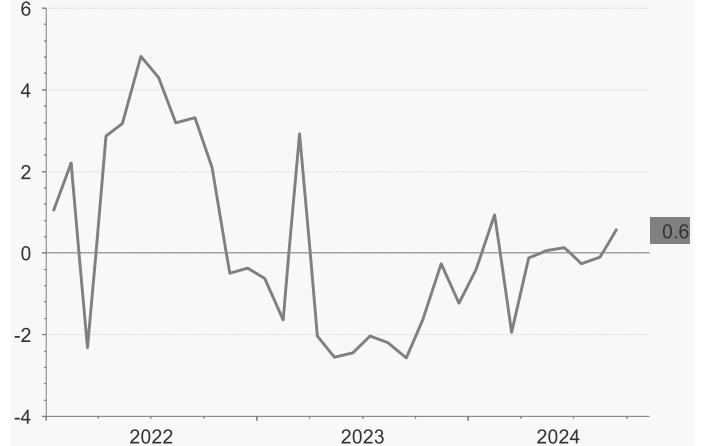
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Spain industrial production

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



CHINA

Menor crecimiento previsto tras decepcionar los datos. Evaluación de la sostenibilidad del paquete de estímulos.

El Banco Mundial recorta la previsión de crecimiento del PIB chino

Pese al impulso temporal proporcionado por recientes medidas de estímulo, el Banco Mundial redujo su previsión de crecimiento del PIB de China desde el 4,8% estimado para 2024 al 4,3% en 2025. La ralentización de China previsiblemente lastrará las perspectivas económicas del conjunto de la región.

Factores alcistas para la renta variable

Los estímulos oficiales han espoleado la venta de vivienda en las principales ciudades chinas en las vacaciones de la Semana Dorada: las visitas de posibles compradores aumentaron al menos un 50% respecto al año pasado, impulsadas por proyectos residenciales que ofrecían promociones. En el caso de Pekín, las manifestaciones de interés por comprar vivienda nueva se duplicaron en los tres primeros días de octubre, al tiempo que en Shenzhén la venta de vivienda nueva se multiplicó por diez, triplicándose las operaciones de reventa en los primeros seis días. Los agentes inmobiliarios de Shanghai echaron horas extraordinarias ante la gran afluencia de interesados. A juicio de los analistas, las recientes caídas de precios en estas ciudades podrían revertirse a finales de año.

Factores bajistas para la renta variable

EE.UU. y China mantienen en el ámbito internacional prioridades divergentes en sus estrategias de mercado. EE.UU. coloca los mercados de renta variable en primer plano, seguidos de los de deuda; el tipo de cambio del dólar se considera una preocupación menor, como reza la expresión: «Nuestra moneda, vuestro problema». En cambio, China da prioridad a su divisa y, a continuación, a la deuda, con los mercados bursátiles ocupando el último lugar. Mientras China mantenga esta jerarquía sus mercados de renta variable podrían continuar rezagados respecto a otras bolsas mundiales. Ahora bien, las últimas medidas de estímulo indican que Pekín vuelve a atender a los mercados de renta variable, con la esperanza de revitalizarlos. Con todo, el éxito de tales medidas no deja de ser incierto.

En esta encrucijada entra en juego el capitalismo «con características chinas» (a veces denominado «de Los Juegos del Hambre»). Se trata de un modelo en el que prevalece una intensa competencia dentro de cada sector, hasta que sólo queda el competidor más fuerte, algo bien visible en industrias como las de paneles solares y vehículos eléctricos.

El proceso opera del siguiente modo: el gobierno central ordena al país dominar ciertas industrias, como por ejemplo las recién mencionadas. A continuación, encarga a los gobiernos provinciales que alcancen el objetivo promoviendo proyectos que deberán financiar sus bancos regionales públicos y privados. El resultado es la formación de unos 130 competidores bien financiados en cada sector, que es lo que acaba dando origen a la amenaza de la «triple D» (Deflación, Deuda y Demografía).

El problema de la deflación surge de una oferta excesiva en esos sectores, muy superior a la demanda interna. Esto ha provocado, en concreto, una caída del Índice de Precios a la Producción (IPP) (-3% interanual) que apunta a futura deflación y compresión de los márgenes de beneficio. En este entorno deflacionista los 130 fabricantes han de competir ferozmente por sobrevivir (de forma similar a la trama de *Los Juegos del Hambre*).

A diferencia de los mercados europeos, capaces de sostener una decena de operadores, la saturación del mercado chino implica que no todas las empresas sobrevivirán. Estas recurren entonces a tácticas agresivas, como ofertar precios inferiores a los rivales o inundar mercados extranjeros con el exceso de producto, permitiendo a China ampliar cuota de mercado mundial. Estas prácticas han desatado tensiones geopolíticas e inducido a EE.UU. y Europa a imponer aranceles más restrictivos. Aunque esta evolución beneficia a los consumidores, que pagan precios más bajos, augura un futuro precario y difícil para los accionistas.

La disminución de las reservas de China denominadas en divisas reduce su capacidad de defender el yuan: excluido el oro, en el periodo 2015-2024 pasaron de 4 billones de USD a 3,256 billones de USD (-744 billones de USD). La disminución se explica en parte por el aumento en las reservas de oro, que pasaron de 34 millones de oz a 73 millones de oz (casi 40 millones de oz a 1.800 USD/oz = 72.000 millones de USD), y en las reservas asignadas a activos nacionales (270.000 millones de USD). Desconocemos a qué partidas se asignó el resto de las reservas de divisas, pero, de persistir esta tendencia, la capacidad de China para respaldar su moneda recurriendo a reservas internacionales se debilitará progresivamente.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

(Mantenemos la prudencia ante los activos chinos.)

Renta variable: Shanghai: INFRAP.; Shenzhén: INFRAP. (cotización objetivo SSE: 3.160 p.)

Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo a 10 años: 1,60%)

Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,25)

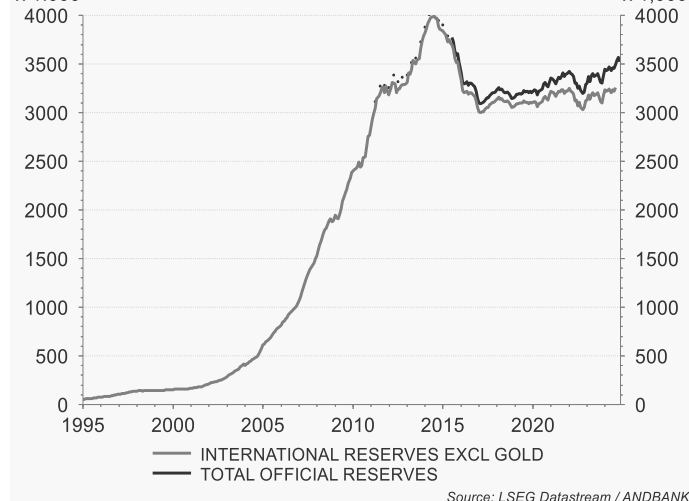
CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Chinese Equities Underperforms World & US indices



CHINA - OFFICIAL FX RESERVES





JAPÓN

El put del yen resultó efímero. Nuevo enfoque de política: negativo para el yen, pero positivo para la renta variable.

Perspectivas negativas sobre el yen, positivas para la renta variable

Las nuevas autoridades no tardaron nada en abandonar el incipiente proceso de normalización monetaria y de tipos de interés incoado en julio, que produjo una rápida apreciación del yen. Han retornado a mensajes ambiguos (gradualismo en política monetaria, dilación en la retirada de estímulos, dependencia de los datos...) que recuerdan a la postura que en su día condujo al hundimiento del yen. El put del yen, que ponía suelo a su cotización, ha resultado efímero, y nos tememos que el Gobierno y el Banco de Japón (BoJ), actuando en tándem, permitirán que vuelva a depreciarse. Ejemplos de esto pueden observarse en comentarios del nuevo ministro de Finanzas, Kato, quien recientemente sostuvo que «un yen débil tiene tanto ventajas como inconvenientes». El hecho de sugerir que un yen débil tiene ventajas nos da pistas de que las autoridades aprobarían una depreciación adicional. Del mismo modo, Asahi Noguchi, miembro del Consejo del BoJ, insistió en que «evaluaremos cada subida de tipos y daremos el siguiente paso cuando sea seguro hacerlo». Esto subraya la idea de que el BoJ adoptará un enfoque pausado en la normalización de tipos de interés, lejos de las expectativas del mercado en julio de que habría nuevas subidas de tipos. El nuevo enfoque de política perjudica al yen, pero, al mismo tiempo, favorece al mercado de renta variable japonés.

Factores alcistas para la renta variable

Las reformas de gobernanza no han hecho más que empezar, según el rector de la Bolsa de Tokio (TSE). Hay grandes esperanzas puestas en la revalorización del mercado bursátil japonés a medida que los directivos de las empresas reconozcan la creciente importancia, para las empresas cotizadas, del diálogo con los accionistas. Se han producido avances entre las principales integrantes del TSE en estrategias para mejorar el precio de sus acciones, pero no deja de insistirse en que las empresas deben entablar diálogo regular con sus accionistas. Valga recordar que este mercado está inmerso en un proceso de reforma en virtud del cual la TSE intensifica la presión sobre los directivos empresariales para que cumplan la petición de mejorar las métricas de eficiencia del capital y los precios de las acciones. De hecho, cada vez son más las *blue chips* japonesas que van comprometándose a mejorar su cotización. Según Jefferies, alrededor del 47% de las empresas del Topix, el principal índice japonés, seguían cotizando por debajo de su valor contable en el primer trimestre de 2024, frente al 18,4% en Europa y el 4,8% en EE.UU. Tal diferencia sugiere que las empresas japonesas tienden a mantener ociosos el exceso de efectivo y otros activos, como acciones en otras empresas, en lugar de potenciar con ellos los beneficios o la cotización bursátil. La TSE está promoviendo una reforma obligatoria para que las empresas tomen conciencia del problema que representan los bajos ratios precio/valor en libros: insta a publicar las causas de esos bajos ratios (relacionadas en su mayoría con estructuras patrimoniales excesivamente complejas e ineficaces) y a adoptar medidas que impulsen su cotización. Con ello busca que las empresas demuestren con hechos a los inversores que son conscientes de la situación. Se trata de la medida más reciente en el marco de una serie de reformas encaminadas a potenciar el atractivo del mercado de valores de cara a los inversores. Las empresas han empezado a responder a las medidas de reforma y, por ejemplo, las recompras de acciones alcanzaron un máximo histórico el pasado mayo.

Las recompras de acciones van a ritmo vertiginoso, otra señal de que el regulador sigue con la reforma para optimizar el capital y con la estrategia para recompensar a los accionistas. Según el análisis de Nikkei, las recompras anunciadas en el primer semestre del año fiscal ascendieron a 10,65 billones de yenes (71.700 millones), casi el doble del récord de 5,5 billones de yenes (37.000 millones) del año anterior. El repunte se reflejó en los datos de movimientos de capital, siendo el sector empresarial comprador neto por importe de 4,96 billones de yenes desde abril hasta la primera semana de octubre, lo que equivale a más del 90% del récord anual del ejercicio fiscal 2022. Los coeficientes de suficiencia de capital han mejorado en los últimos cinco años, pero las cifras de rentabilidad sobre recursos propios (ROE) dan muestras de estancamiento, con una proyección interna de una ROE media del 8,6% en el ejercicio fiscal 2024, la primera vez desde hace cuatro años en que cae por debajo del 9%. También está muy por debajo de las medias del 20% en EE.UU. y 14% en Europa.

El Nasdaq apunta a la futura salida a Bolsa (OPS) de empresas japonesas. Bob McCooley, vicepresidente de Nasdaq y responsable de la admisión a cotización de empresas internacionales, manifestó que esperaba poder admitir a importantes *start ups* japonesas en el Nasdaq en 2025. No mencionó nombres, pero señaló como candidatas a empresas del sector tecnológico, *firntech*, energías renovables y ciencias de la vida. Añadió que habían ampliado su alcance más allá de China, que hasta entonces lideraba las candidaturas a admisión asiáticas, y que la atención se había desplazado hacia el Sudeste Asiático y, más recientemente, a Japón.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

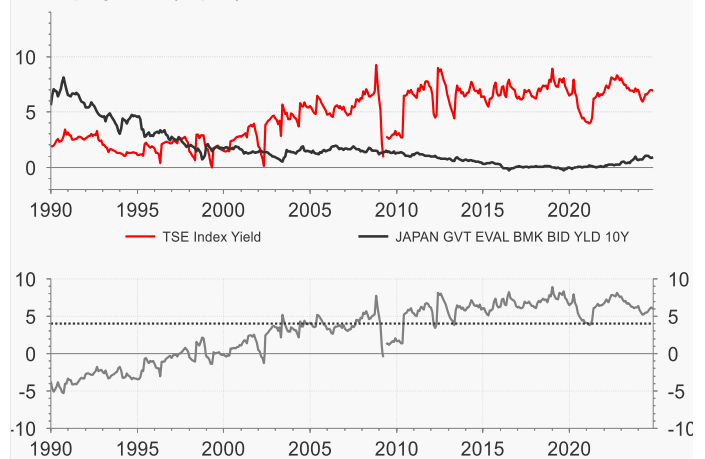
Renta variable (Topix): SOBREPONDERAR (cotización objetivo: 2.962 puntos)
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,25%)
Tipo de cambio (USD/JPY): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 160)

Japan Nikkei 225 price / earnings



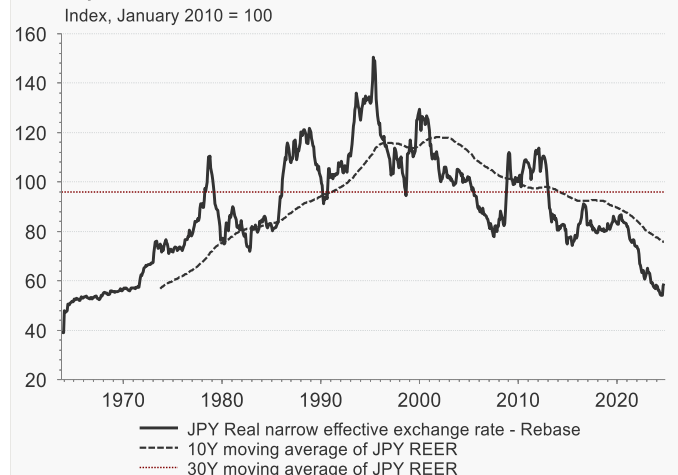
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



INDIA

El impulso se sostendrá en el primer trimestre de 2025, con un satisfactorio crecimiento del 7,5% en ese año fiscal

Factores alcistas para la renta variable

El mercado indio mantiene el impulso. La renta variable india mantuvo su trayectoria alcista a lo largo de 2024 y los mercados casi han triplicado su valor desde mediados de 2020. En particular, la revalorización se aceleró en los meses previos a octubre, coincidiendo con la formación del nuevo gobierno. El crecimiento del PIB del primer trimestre del año fiscal 2025 fue del 6,7% interanual. Pese a la moderación del gasto público, se sostuvo principalmente en la solidez de la inversión privada y el consumo, cuyo repunte en los dos últimos trimestres refleja el fortalecimiento de los fundamentos económicos subyacentes del país.

Las prioridades del Gobierno de Modi no han cambiado. La ambición de transformar India en una nación desarrollada para 2047 sigue siendo el eje de la visión del Primer Ministro Modi, un tema que reitera en todos sus discursos públicos. Aunque el gabinete se amplió recientemente para incluir a aliados de la coalición, las principales carteras ministeriales no han cambiado de mano, lo que avala la continuidad en el gobierno. La presidencia de la Cámara Baja del Parlamento, un cargo decisivo, la sigue ostentando el partido gobernante, el BJP. En el frente fiscal apenas hay desviaciones respecto de las políticas establecidas. Las infraestructuras siguen como una prioridad absoluta, aunque el Gobierno sigue comprometido a la consolidación fiscal.

No está en juego la supervivencia política del Primer Ministro Modi. En la Cámara Baja del Parlamento indio se necesitan 272 escaños para formar gobierno y el BJP cuenta actualmente con 240, el mayor número obtenido por un solo partido que lidere un gobierno de coalición. Sin embargo, la formulación de políticas depende cada vez más del consenso político entre el BJP, sus aliados y, en ocasiones, sus opositores. Un ejemplo reciente fue el proyecto de ley de servicios de radiodifusión que debía regular los contenidos digitales, que acabó retirándose tras la fuerte oposición pública suscitada por la falta de consulta en su redacción. Esto representa un cambio notable respecto a la década pasada, cuando las leyes solían aprobarse sin apenas debate. Con todo, las reformas económicas siguen en el orden del día. Desde la perspectiva de un inversor extranjero la nota positiva reside en que, con miras a obtener apoyo político para la agenda de reformas económicas, el BJP que lidera Modi tendrá posiblemente que reducir algunas de sus reformas sociales y políticas más controvertidas.

Exiguo margen de deterioro en los próximos resultados electorales respecto a lo que espera el consenso. El consenso general es que el BJP parte con desventaja en estas cuatro elecciones estatales. Así y todo, pese a lo que indican los sondeos, las perspectivas del BJP podrían no ser tan sombrías como parecen y quizás escaparía mejor de lo anticipado.

La inversión pública podría aumentar con fuerza hasta el final del año fiscal 2025. En los años electorales tiende a posponerse el gasto de inversión en formación bruta de capital fijo (*capex*), como sucedió en el FY2020 (año de elecciones generales), siendo probable que en el FY2025 se repita un patrón similar. Hasta ahora el gasto de inversión del gobierno central ha disminuido, con una media mensual de 600.000 millones de INR en el primer trimestre del ejercicio. Cumplir la previsión presupuestaria de 11 billones de rupias para el FY2025 exigiría realizar una inversión mensual en torno a 930.000 millones de INR. Además, la estación de los monzones en el segundo trimestre y las próximas elecciones han afectado a las inversiones, y el menor crecimiento del sector minero también cabe atribuirlo a las fuertes lluvias de agosto de 2024. Para el resto del FY2025 se espera con toda una fuerte recuperación del gasto de inversión en capital fijo, lo que podría reavivar el interés por los valores impulsados por el *capex*. La tasa de crecimiento del PIB prevista para el FY2025 se sitúa en un más que razonable 7,5%, en línea con el crecimiento potencial estimado del país. Por último, la relajación monetaria prevista debería ayudar a contrarrestar un eventual empeoramiento y apuntalar el crecimiento.

Fuertes entradas de inversores nacionales y extranjeros pese a las quejas por los elevados niveles de valoración. Las notables entradas de capital en mercados indios no dan por ahora indicios de ralentizarse y se apoyan en unos factores macroeconómicos nacionales favorables. El actual repunte de los precios de los activos indios podría aún prolongarse un tiempo, ya que pocos motivos se aprecian para pensar que pueda cesar abruptamente, aunque nunca cabe descartar una corrección del mercado. Un posible desencadenante podría ser, en ese caso, que los inversores extranjeros decidieran recoger beneficios y reasignar sus recursos, en concreto de India a China. Los niveles de valoración de los activos chinos son bastante más atractivos y Pekín han concertado esfuerzos para recuperar la confianza de los inversores con diversas medidas de apoyo.

Ahora bien, las medidas de China para recuperar la confianza inversora parecen más financieras que políticas, por lo que su impacto puede ser limitado y a corto plazo, más que estructural. Además, los inversores nacionales indios, constreñidos en el pasado por controles de capital, han intervenido ahora sistemáticamente para compensar cualquier salida de capital extranjero. Este apoyo interno crea un buen amortiguador contra cualquier choque externo. En consecuencia, no se prevé ninguna corrección severa o prolongada en el mercado bursátil indio, siendo probable que los inversores nacionales sigan mitigando eventuales episodios vendedores impulsados por inversores extranjeros.

India Datastream index Price Earnings Ratio



Factores bajistas para la renta variable

El nuevo Gobierno difiere de los que ha presidido Narendra Modi desde 2017. En las dos primeras legislaturas del Gobierno de Modi la mayoría absoluta del BJP en el Parlamento le permitió a menudo aprobar leyes rápidamente, con un debate mínimo. Sin embargo, en los últimos meses varias de sus propuestas legislativas más controvertidas han sufrido retrasos en la tramitación o incluso se han retirado debido a la oposición (a veces, de los propios aliados del BJP). En particular, el RSS, matriz ideológica del BJP, ha empezado a defender posturas políticas a las que el BJP se ha opuesto tradicionalmente, como el censo de castas, que también es una demanda importante de los partidos de la oposición.

Los partidos de la oposición, sobre todo los que representan a las castas más bajas, como BSP y RJD, apoyan el censo de castas porque creen que permitiría una distribución más equitativa de los recursos públicos y las prestaciones sociales. En la actualidad, las políticas de discriminación positiva o el sistema de «reservas» garantizan a las castas marginadas un cierto número de puestos de trabajo, escaños parlamentarios y oportunidades educativas. Los líderes de la oposición sostienen que un censo de castas proporcionaría datos actualizados que permitirían recalibrar estas reservas, ampliando en principio los beneficios a más comunidades o ajustando las cuotas existentes en función de las cifras de población actualizadas.

Desde un punto de vista ideológico, el BJP promueve históricamente una visión del nacionalismo hindú unificado. Al partido le preocupa que un censo de castas pudiera ahondar las divisiones sociales en el seno de la comunidad hindú y socavar el mensaje de unidad. Según el BJP, hacer hincapié en las identidades de casta podría avivar tensiones y conflictos, lo que iría en contra de su objetivo de integración nacional.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (nueva cotización objetivo: 94.000 p.)
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (nuevo rendimiento objetivo: 6%)
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 84)



VIETNAM

Los objetivos de crecimiento económico propuestos son ambiciosos pero factibles

Mercado de renta variable: perspectivas positivas

Vietnam se ha propuesto que su PIB crezca al menos al 6,5% en 2025, pero aspirando a que alcance el 7,5%. El Gobierno aspira a un crecimiento superior al 7% en 2024, y el tercer trimestre muestra un fuerte impulso con una expansión del 5,66%. Los buenos indicadores económicos y la recuperación de la demanda de exportaciones respaldan estos objetivos, aunque persisten los retos en el gasto de los hogares y el rendimiento de las PYMEs.

Factores alcistas para la renta variable

La inversión extranjera directa (IED) aumenta pese al letargo mundial. La IED rondó los 25.000 millones de USD en los tres primeros trimestres del año, un 11,6% más que la referencia del año pasado. El importe anualizado de la IED asciende a 33.000 millones de USD, lo que para un país con un PIB nominal de 429.000 millones de USD representa alrededor del 8% del PIB, un porcentaje que se ve en muy pocos países del mundo. Este crecimiento, que ignora la debilidad de la coyuntura económica mundial, se atribuye al atractivo de Vietnam para los inversores internacionales por su ubicación, la mejora de las infraestructuras y el desarrollo de una mano de obra cualificada. **Los flujos de entrada se aceleran.** Sólo en septiembre el capital extranjero rozó los 4.260 millones de USD, la mayor cifra mensual del año, equivalente al 17,2% del total de los nueve meses.

El perfil industrial de Vietnam mejora. En concreto, entre enero y septiembre hubo inversiones cruciales en grandes proyectos de semiconductores, energía, componentes electrónicos y productos de alto valor añadido. Lideró las entradas de capital la industria manufacturera y de transformación, con un 63,1% del total del capital registrado; le siguió el sector inmobiliario con más del 17,7% del total registrado, casi el doble que en el mismo periodo del año pasado. A finales de septiembre habían invertido en Vietnam un total de 98 países y territorios. **La industria de semiconductores se prepara para la expansión.** Vietnam prevé contar para 2050 con más de 20 plantas de semiconductores en el marco de una estrategia para expandir la industria. El calendario de ejecución en tres fases prevé desarrollar capacidades fundamentales en toda la cadena de valor de los semiconductores. Los objetivos incluyen crear 100 empresas de diseño, una planta de fabricación y 10 instalaciones de empaquetado y ensayo para 2030. **La producción industrial creció a un ritmo constante** del 8,6% interanual en los nueve primeros meses de 2024, lo que supone una recuperación continuada del sector. La tendencia general sigue siendo positiva.

El desarrollo de infraestructuras se acelera. El Gobierno está presionando para que los principales proyectos de transporte finalicen entre 3 y 6 meses antes de lo previsto, con planes para ampliar la red de autopistas a 3.000 km en 2025 y 5.000 km en 2030. El aeropuerto internacional de Thanh, cerca de Ho Chi Minh, es un proyecto fundamental por importe de 15.000 millones de USD. Además, en los sectores ferroviario y aeronáutico hubo grandes avances, como fusiones de operadores y nuevas rutas internacionales.

Inflación. El IPC aumentó un 3,88% interanual en los nueve primeros meses de 2024.

Geopolítica: la relación entre Vietnam y EE.UU. da un salto. Visitas diplomáticas de alto nivel en el primer aniversario de la Asociación Estratégica Integral entre ambos países. Durante la reciente visita del presidente vietnamita Lam a Estados Unidos ambas naciones reafirmaron los compromisos de cooperación económica, comercial y de defensa. Las reuniones se centraron en objetivos de seguridad regional, semiconductores y desarrollo.

Geopolítica: el primer ministro chino, Li Qiang, visita Vietnam en octubre. Se trata de la primera visita oficial de un primer ministro chino a Vietnam desde octubre de 2013. Ambas partes emitieron una declaración conjunta para profundizar su asociación estratégica integral de cooperación y avanzar en la construcción de la comunidad Vietnam-China, con el objetivo común de mejorar los lazos económicos. China es el segundo mayor mercado de exportación de Vietnam, sólo por detrás de Estados Unidos. Las exportaciones vietnamitas a EE.UU. y China ascendieron a 117.000 millones de USD y 58.700 millones de USD, respectivamente.

Vietnam es la estrella económica en ascenso de la ASEAN. El país continúa consolidándose como líder económico en el Sudeste Asiático gracias a la fuerte IED y a ser puerta de entrada a la ASEAN. A medida que se descentralizan las cadenas de suministro mundiales, su papel en el comercio regional y unas tendencias demográficas favorables a largo plazo sientan las bases para materializar nuevos avances económicos, convirtiéndolo en un destino cada vez más atractivo para las empresas multinacionales.

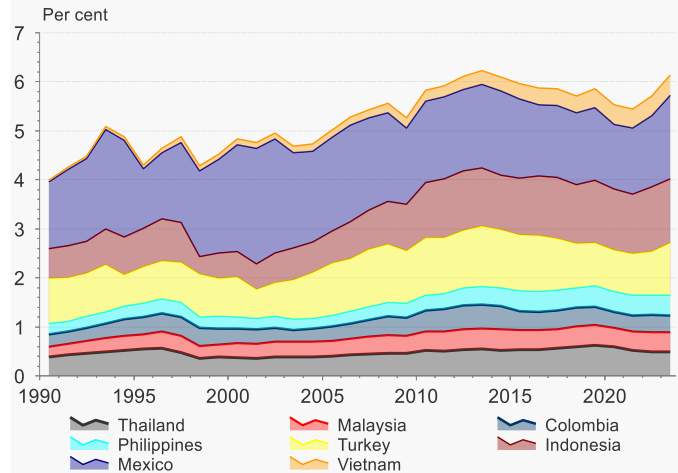
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR (nueva cotización objetivo: 1.532 puntos)

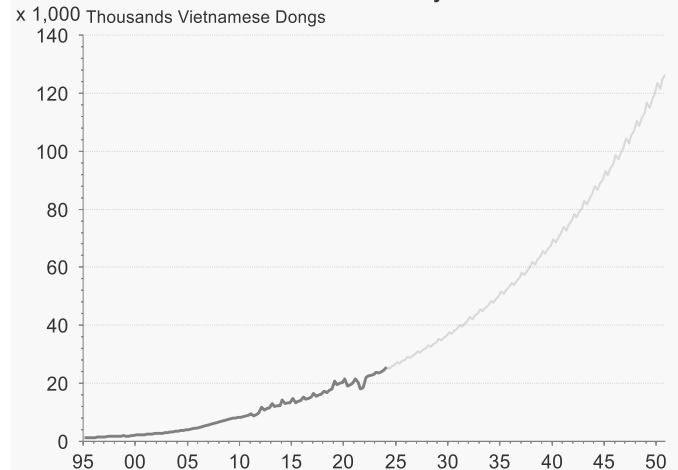
VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



Other EMs share of world GDP



EARNING PER EMPLOYEE - Quarterly Total





ISRAEL

El mercado reconsidera los riesgos fiscales y militares

Conflicto militar

Fuentes nos indican que podría darse la firma de un acuerdo respecto al conflicto en el Líbano una vez se han alcanzado la mayoría de los objetivos. Sin embargo, el principal problema sigue encontrándose en el frente sur. Aunque en ese frente las autoridades israelíes proclaman que ya se han alcanzado la mayoría de los objetivos, cuestiones políticas impiden que la campaña militar termine. Hay una corriente de opinión que sostiene que mientras Netanyahu permanezca en el cargo, será muy difícil poner fin al conflicto en el sur. Uno de los principales partidos de la coalición de Netanyahu aboga por el reasentamiento en la Franja de Gaza, un aspecto que nos preocupa. Si Netanyahu decide finalizar la guerra y retirarse de Gaza, lo más probable es que ello termine con su mandato. La nueva administración en Estados Unidos podría ejercer presión sobre Netanyahu para poner fin al conflicto. Mientras el conflicto persista, anticipamos una mayor desaceleración de la economía, con una inflación que se mantendrá relativamente alta, al igual que las tasas de interés.

Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

Los datos presupuestarios de septiembre revelaron un nuevo aumento del déficit, que pasó del 8,3% del PIB en agosto al 8,5%, alejándose del objetivo del 6,6% fijado por el Gobierno en el presupuesto revisado de 2024. Esta tendencia coincide con la de meses anteriores, caracterizados por una continua mejora de los ingresos presupuestarios junto con unos elevados niveles de gasto, especialmente en el sector de defensa. Los gastos de defensa aumentarán debido a la guerra en curso, lo que contrasta con la moderación de la tasa de crecimiento de los gastos de ministerios no relacionados con la defensa, que cayó al 7,4% en septiembre. Dado que el impacto de la guerra empezó a reflejarse tanto en el gasto como en un importante descenso de los ingresos fiscales en el último trimestre de 2023, cabe esperar una ligera disminución del déficit a finales de año, que se situará en torno al 7,25%-7,50% del PIB. Sin embargo, la expansión del conflicto en el norte presenta el riesgo de que el déficit acabe siendo superior a lo esperado, impulsado por el mayor gasto en defensa y posibles daños a la actividad económica y a los ingresos fiscales. La agencia S&P ha rebajado por segunda vez en pocos meses la calificación crediticia soberana de Israel (de A+ a A-) y ha reafirmado una perspectiva negativa, lo que indica que se prevé otra rebaja en los próximos 18 meses. S&P prevé un retraso en la recuperación económica de Israel y que el déficit alcance el 9% a finales de 2024. Anteriormente Moody's rebajó la calificación de Israel en dos niveles, de A2 a Baa1, un nivel por debajo de la calificación asignada al país por S&P.

Renta fija

En el mercado de renta fija ha pesado notablemente el cambio de expectativas sobre la trayectoria de los tipos de interés en el país. Anteriormente, la atención del mercado se centraba en el calendario de posibles reducciones de los tipos de interés; sin embargo, los últimos acontecimientos han modificado las perspectivas y ahora se descuenta una probabilidad considerable (del 40% al 50%) de una subida de los tipos en los próximos dos trimestres. El Banco de Israel prevé que el tipo de interés se mantendrá sin cambios en el 4,5% hasta el tercer trimestre de 2025. Varios hitos clave guiarán la dirección de los tipos de interés en el periodo previo a la próxima decisión a finales de noviembre. Entre ellos figuran los datos de inflación de septiembre y octubre, y la aprobación del presupuesto oficial a finales de octubre, que el Banco de Israel considera crucial. En cuanto a la inflación, la institución monetaria parece indicar que un aumento hasta una tasa anual del 4% a finales de año y del 4,5% en enero —sobre todo con la subida prevista del IVA— no tendría que desencadenar necesariamente una subida de los tipos de interés. Sin embargo, el margen de seguridad del banco central ha disminuido; los efectos persistentes de la guerra introducen presiones inflacionistas al alza, elevando en consecuencia el riesgo de tipos de interés.

Renta variable

El mercado bursátil israelí registró un alza inesperada el mes pasado, con una subida de los principales índices de casi el 3,5%. Esta ganancia puede atribuirse a la notable capacidad del sistema económico para adaptarse a la difícil situación de seguridad actual, manteniendo una continuidad operativa de alto nivel.

Los valores financieros, incluidos bancos y compañías de seguros, también registraron ganancias notables, subiendo aproximadamente un 4% en el último mes. En particular, el sector financiero sigue presentando una valoración atractiva, con el ratio capitalización bursátil/valor contable en 0,85.

Sin embargo, basándonos en recientes evaluaciones, pensamos que el mercado bursátil israelí puede tener difícil batir a los mercados mundiales mientras el entorno de seguridad continúe siendo precario.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL

Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL

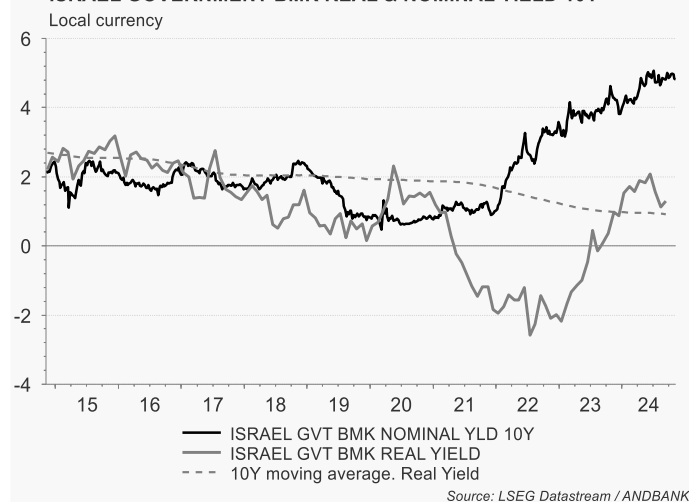
Deuda corporativa: NEUTRAL

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

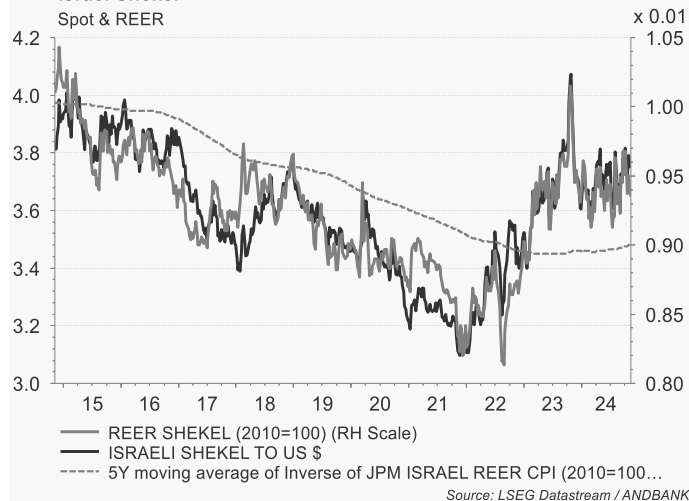
Israel price-to-earning ratio



ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y



Israel Shekel





BRASIL

La mejora en la calificación crediticia está bien, pero aún queda mucho por hacer

Sobre la oportunidad de la mejora de calificación de Brasil

La reciente decisión de Moody's de mejorar la calificación crediticia de Brasil indica un cambio positivo en las perspectivas económicas del país. Brasil ha avanzado en materia de disciplina presupuestaria y el Gobierno ha puesto en marcha medidas para controlar el gasto público y aumentar los ingresos. Estos esfuerzos han contribuido a estabilizar los niveles de deuda y reducir los déficits fiscales, lo que resulta crucial para mantener la confianza de los inversores y garantizar la estabilidad económica a largo plazo. Además, el crecimiento económico del país ha exhibido resiliencia, respaldado por una economía diversificada y sólidos resultados de exportación, especialmente en los sectores agrícola y minero. Otro factor significativo que contribuye a la mejora de la calificación es el avance de las reformas estructurales. El Gobierno brasileño ha emprendido reformas cruciales destinadas a mejorar el entorno empresarial, flexibilizar el mercado laboral y aumentar la productividad. Estas iniciativas deberían impulsar el potencial de crecimiento económico y atraer inversión extranjera, reforzando aún más los fundamentales económicos de Brasil. Moody's también destacó los esfuerzos del país por abordar las desigualdades sociales e invertir en infraestructuras, esenciales para el desarrollo sostenible y un crecimiento integrador. Sin embargo, muchos participantes del mercado creen que Moody's puede haberse precipitado al elevar la calificación crediticia de Brasil y mantener una perspectiva positiva. Aunque Brasil ha mostrado cierta resiliencia, con un crecimiento medio del PIB en torno al 2% desde 2020, sigue preocupando la estabilidad de los niveles de deuda del país. No son pocos quienes cuestionan la capacidad del Gobierno para materializar los superávits presupuestarios previstos en los próximos años. En consecuencia, la reacción del mercado a la mejora fue bastante moderada.

Aumentan las preocupaciones presupuestarias

La preocupación por las finanzas públicas de Brasil va en aumento, principalmente debido a la incapacidad del Gobierno para adherirse a los marcos fiscales establecidos y a la respuesta del banco central a los ciclos cambiantes de los tipos de interés. De hecho, los tipos de interés a largo plazo han subido considerablemente y rondan ya el 7%, por encima de la inflación. La ineficiente gestión de las finanzas públicas por el Gobierno ha fomentado la percepción de una inflación inminente, lo que ha llevado a la institución monetaria a subir aún más los tipos. Esta situación se complica además por el rápido crecimiento del gasto obligatorio sin el correspondiente aumento de los ingresos, lo que hace temer tipos de interés más altos a largo plazo e inflación persistente. Las medidas de ingresos temporales del Gobierno (tales como utilizar fondos bancarios olvidados y dividendos del BNDES) se consideran soluciones insostenibles. De hecho, las reformas estructurales resultan esenciales para estabilizar la deuda pública; sin embargo, el gobierno actual se muestra reacio a acometer los cambios necesarios. El presidente Lula parece pasar por alto el hecho de que, sin reformas significativas, las políticas fiscales del Gobierno seguirán presionando los tipos de interés a largo plazo y las finanzas públicas.

Elecciones municipales

El Partido de los Trabajadores (PT) del presidente Lula dio muestras de recuperación en las elecciones municipales de 2024, al ganar 248 ciudades, frente a las 182 del ciclo anterior. Sin embargo, muchas victorias se produjeron en municipios más pequeños y menos influyentes, y el partido no consiguió imponerse en regiones críticas. Los retos actuales del partido se complican aún más por su excesiva dependencia de Lula. El PT está luchando por mantener su influencia sin el respaldo directo de Lula y su éxito futuro dependerá de la capacidad para diversificar el liderazgo. El PT sigue estando lejos de sus mejores momentos en popularidad e influencia.

Nuevo presidente del Banco Central de Brasil

El Senado aprobó el nombramiento de Gabriel Galípolo como presidente del Banco Central de Brasil. Director de política monetaria y exviceministro de Economía, Galípolo asumirá el cargo el 1 de enero de 2025. A sus 42 años, se le considera un economista heterodoxo abierto a la innovación, en particular al cofirmar una propuesta para establecer una moneda digital común en Sudamérica. La situación inflacionista en Brasil se ha deteriorado recientemente, provocando un aumento del tipo de interés hasta el 10,75%. Pese a sus opiniones izquierdistas, Galípolo ha manifestado su compromiso con preservar la credibilidad de la institución monetaria.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

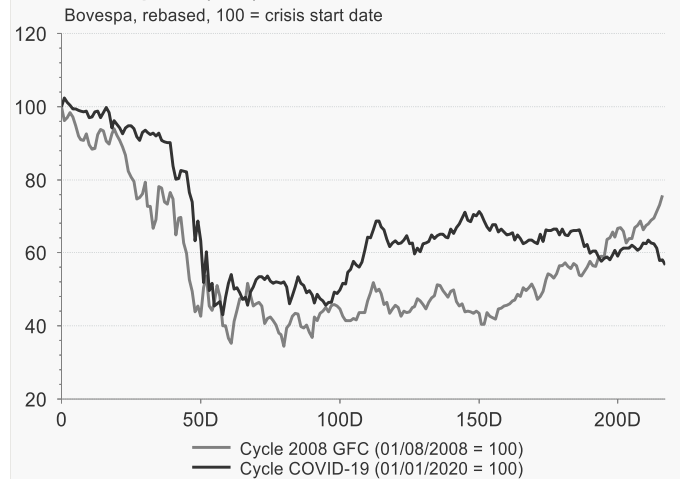
Renta variable (iBovespa): NEUTRAL (cotización objetivo: 157.000 puntos)
 Deuda soberana en divisa local: SOBREPOND. (dif. obj.: 700 pb; rend. obj.: 12,75%)
 Deuda soberana en USD: INFRAPOND. (diferencial obj.: 300 pb; rend. obj.: 7,25%)
 Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,40)

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



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST
 (Local & US\$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

MÉXICO

La evolución de la inflación da a Banxico más flexibilidad en un entorno de incertidumbre en políticas económicas

Banco central

El Banco de México (Banxico) volvió a recortar su tipo de referencia en 25 puntos básicos en una votación dividida. Las expectativas del mercado habían descontado cierta probabilidad de un recorte de 50 puntos básicos para mantener el diferencial de tipos con los tipos a corto plazo en USD. El voto disidente fue mantener el tipo sin cambios. Tras el recorte, el tipo se sitúa ahora en el 10,50%. Los mercados a plazo reflejan expectativas de un nuevo recorte de un cuartillo en 2024, aunque creemos que podrían producirse dos recortes de esta magnitud en las reuniones de noviembre y diciembre. Para el próximo año se prevén bajadas de tipos por un total de 175 pb.

Inflación y actividad

La inflación interanual prosiguió en septiembre su tendencia a la baja (+4,58% desde el +4,99% de agosto), gracias al descenso de los componentes más volátiles, en particular productos agrícolas como frutas y hortalizas (-3,43%), que se habían visto presionados por factores climáticos en el primer semestre. Sin embargo, el aumento en los precios de los servicios persiste, como refleja el componente de la inflación subyacente, que se situó en el +3,91% interanual. En agosto y septiembre los factores estacionales propiciaron una recuperación de la inversión, el consumo y las entradas de remesas. Aun así, se mantiene la expectativa de que el crecimiento anual no alcanzará las previsiones formuladas a principios de año y al cierre del primer semestre. Para el próximo año estimamos una inflación del +3,80% interanual y un crecimiento del PIB del 1,3%.

Política

Los cambios en la normativa secundaria de la reforma judicial siguen avanzando en el Congreso y podrían promulgarse en breve. Hasta ahora esta evolución no ha generado una percepción de riesgo idiosincrásico significativa, aunque las autoridades comerciales estadounidenses han expresado su preocupación por la posible incertidumbre respecto al principio de legalidad en las relaciones bilaterales. Las agencias de calificación crediticia han expresado cierta preocupación por la reforma, pero han respondido favorablemente a las perspectivas presupuestarias, sobre todo por el compromiso de mantener las medidas de austeridad y controlar la ratio deuda/PIB. También se anunció recientemente que el salario mínimo seguiría subiendo, al menos en consonancia con la inflación.

Mercados financieros

Renta variable. Priorizamos los sectores que suelen comportarse bien en torno a las fechas de bajadas de tipos y en las fases tardías del ciclo económico (como servicios básicos, bienes de consumo básicos y sanidad). Buscamos empresas con crecimiento razonable de los beneficios, centrándonos en las que generan un atractivo rendimiento del capital invertido (ROIC) y sólidos flujos de caja, siempre que tengan niveles de valoración razonables. Atendiendo a la composición del índice del mercado mexicano, apreciamos oportunidades de compra. Ahora bien, dado el mal comportamiento reciente del índice, alcanzar el objetivo de final de año será bastante más difícil, especialmente porque la incertidumbre política, agravada por las elecciones presidenciales en EE.UU., lastrará el mercado en el último trimestre de 2024. Hemos revisado la estimación a 12 meses para MEXBOL de 58.800 a 55.000 puntos.

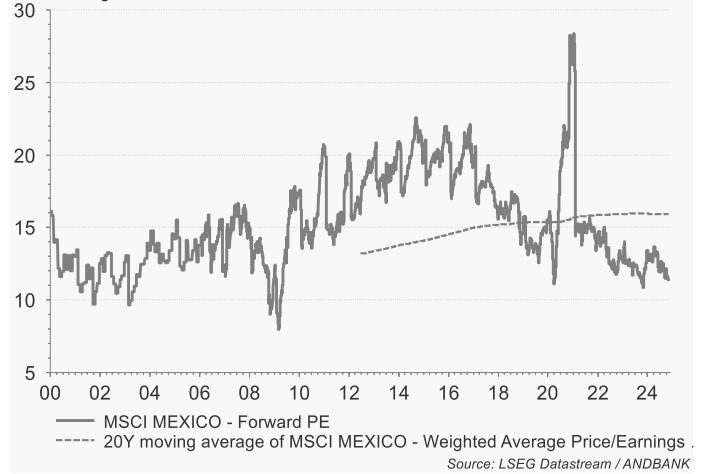
Renta fija y tipo de cambio. El diferencial de rendimiento entre el bono mexicano a 10 años en pesos y el bono del Tesoro de EE.UU. se mantuvo en torno a los 570 pb, tras dos repuntes (en junio por las elecciones y en agosto por la volatilidad mundial) en los que superó los 600 pb. Nuestro objetivo para este diferencial se ha elevado a 575 pb, previéndose volatilidad en los próximos meses. Noviembre traerá consigo la presentación del Presupuesto para 2025, reformas en curso y las elecciones estadounidenses (en las que México podría desempeñar un papel importante en varias propuestas). Reiteramos prudencia con la *duración* media de la cartera de deuda en pesos. En el caso del bono mexicano en dólares el diferencial se mantuvo en 190 pb, por lo que revisamos al alza el objetivo para este diferencial a 200 pb.

El peso experimentó una gran volatilidad entre agosto y septiembre, alcanzando máximos de 20,15 unidades por dólar antes de retornar a niveles de 19,20. Pensamos que los ajustes en las expectativas de *carry trade* tras las decisiones del Banco de Japón, las expectativas de normalización de la Fed y el descuento preventivo de volatilidad debido al ruido político en el país continuarán siendo los factores clave que influirán en la divisa. Revisamos a 19,50 pesos por dólar el cruce previsto para final de año, sin descartar nuevos episodios de volatilidad en este último trimestre del año.

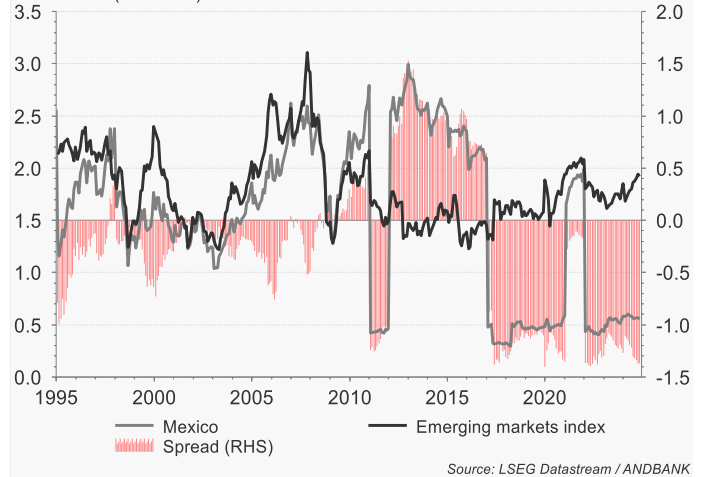
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): NEUTRAL (cotización objetivo: 55.000 puntos)
 Deuda soberana en local: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 575 pb; rend. obj.: 9,45%)
 Deuda soberana USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 200 pb; rend. obj.: 5,70%)
 Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 19,50)

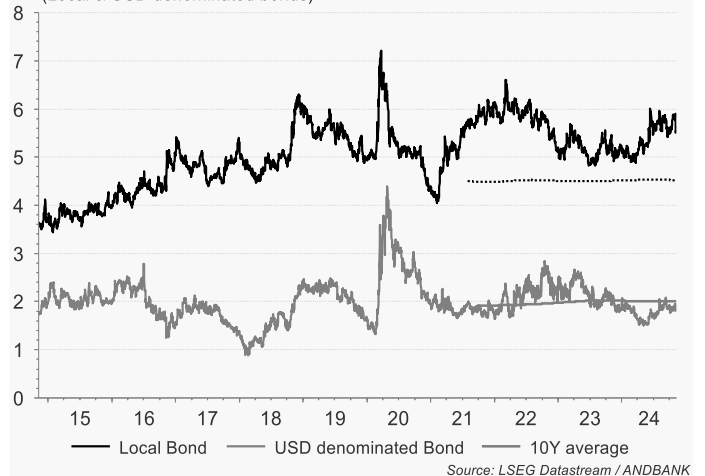
Mexico MSCI Index price-to-earning
 Trailing & Forward PE



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



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



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



ARGENTINA

Exitoso en el terreno político, Milei necesita ahora una recuperación económica para mantener su popularidad

Política: el Gobierno supera un segundo escollo

El gobierno del Presidente Milei, tras haber logrado mantener el veto a una ley de ajuste de las pensiones propuesta por la oposición (que habría aumentado notablemente el gasto público en comparación con el plan inicial del gobierno), consiguió sostener un segundo veto, esta vez frente a una propuesta de ley que proponía ampliar la financiación de las universidades públicas. De esta defensa con éxito de su postura inicial frente a dos iniciativas legislativas que habrían debilitado las finanzas públicas cabe concluir que el gobierno de Milei sigue fiel al compromiso adquirido de ejercer la responsabilidad fiscal. El resultado fue que el riesgo-país descendió significativamente en las últimas semanas, hasta situarse en 900 pb. Para reforzar su posición en el Congreso y el Senado, el Gobierno se ha aliado con el partido PRO (liderado por el ex presidente Mauricio Macri), suscitando especulaciones sobre un posible esfuerzo conjunto en las elecciones legislativas del próximo año, en las que se disputarán casi la mitad de los escaños de la Cámara Baja y un tercio de los del Senado. El principal objetivo del Gobierno parece ser reactivar la actividad económica y estabilizar los precios, con la esperanza de obtener un buen resultado en las elecciones a mediados de mandato. Un mejor resultado le permitiría sacar adelante las reformas pendientes en materia laboral, de seguridad social y de funcionamiento del gobierno. En la actualidad la oposición parece desorganizada, lo que puede favorecer al gobierno. La ex presidente Cristina Kirchner anunció su candidatura para liderar el Partido Justicialista, pero están haciéndose patentes tensiones entre ella y Axel Kicillof, el gobernador de Buenos Aires.

Deuda y controles de capital: sobre el próximo movimiento del Gobierno

Aunque el Presidente Milei ha expresado su deseo de eliminar rápidamente los controles de capital, parece poco probable que lo haga antes de las elecciones de mitad de mandato. La idea del gobierno es levantar los controles sin provocar una brusca alteración del tipo de cambio que pudiera desatar la inflación. El problema es que eliminar esos controles puede ser condición para que los inversores internacionales acudan a futuras emisiones de deuda. El ministro de Economía, Luis Caputo, ha indicado que el Gobierno aún no ha decidido si solicitará un nuevo programa del FMI. Independientemente del momento, Argentina tendrá que llegar a un nuevo acuerdo con el FMI para poder hacer frente a las crecientes obligaciones derivadas del acuerdo del gobierno anterior. Como nota positiva, el FMI ha anunciado una reducción tanto de su tipo básico (de 100 a 60 pb) como de la tasa de recargo (de 100 a 75 pb), lo que se traducirá en un ahorro de 3.200 millones de dólares para Argentina en los próximos años, 1.100 millones de ellos en los próximos tres años. Aunque los bonos argentinos han repuntado no poco este año, aún están lejos de reflejar un escenario en el que el Gobierno evite reestructurar su deuda o renegocie en condiciones favorables para los acreedores.

Sector empresarial: emisiones de deuda y nuevas inversiones

Tras las recientes emisiones de bonos de Pampa Energía, YPF y Pan American Energy, otras dos empresas lograron refinanciar sus pasivos. Banco Galicia (ahora el mayor banco privado de Argentina, tras hacerse con las operaciones de HSBC en el país) emitió con éxito bonos por importe de 325 millones de USD (con una demanda de 1.400 millones de USD) con vencimiento en 2028 y un rendimiento del 7,875%. YPF Luz, filial de YPF centrada en la generación de energía, pudo colocar luego 420 millones de USD en bonos con vencimiento en 2032 y un rendimiento del 8,2%.

Precios: otra pequeña victoria del Gobierno

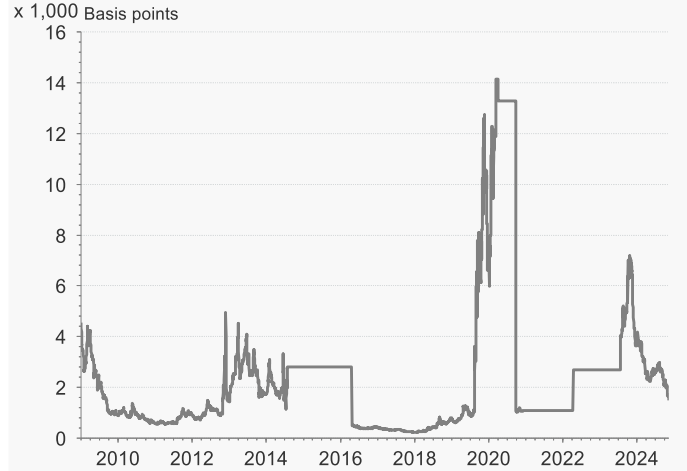
El dato de inflación se situó en septiembre en 3,5% (+209% interanual), en línea con las expectativas del mercado. Es la primera vez que la inflación mensual se sitúa por debajo del 4,0% desde febrero de 2022. En una señal especialmente alentadora para el proceso desinflationista en curso, la inflación subyacente se ralentizó en el mes hasta situarse en el 3,3%, frente al 4,1% de agosto, marcando con ello su primera desaceleración desde mayo. El aumento en los precios regulados, sin embargo, fue más pronunciado (+4,5%), lo que hace de ella la categoría más inflacionista en septiembre. Esto se debió sobre todo al aumento del 7,3% en las tarifas de los servicios públicos y del 4,3% en los costes de educación. Las encuestas de alta frecuencia apuntan a una nueva desaceleración en las primeras semanas de octubre, avalando la opinión de que la inflación probablemente continuará su tendencia a la baja en los próximos meses. No obstante, los próximos ajustes de los precios regulados podrían ralentizar el ritmo de desinflation.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

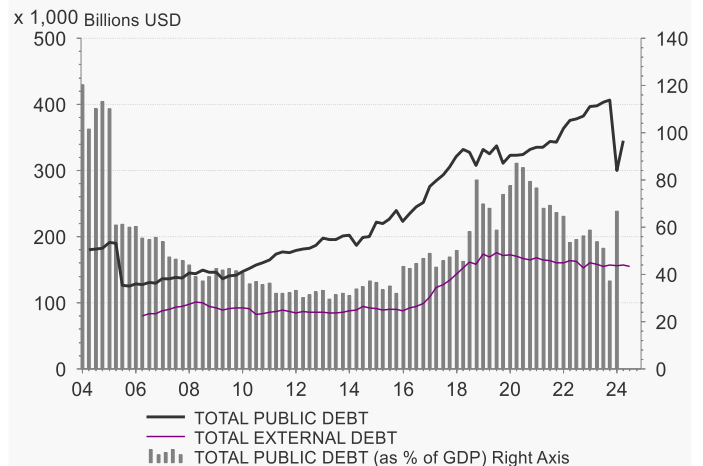
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2024: 1.450)

Argentina 5Y CDS



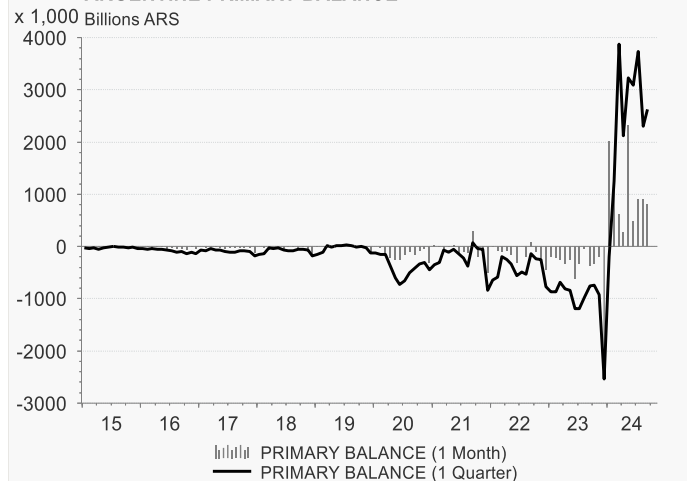
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINE PRIMARY BALANCE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



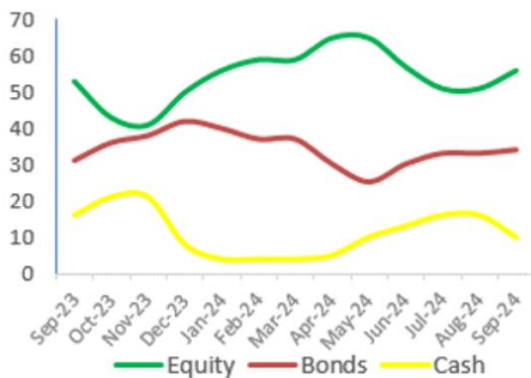
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2025	Projected EPS Growth 2025	PE Trailing (2024)	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Reasonable PE Trailing (year end 2025)	Evolución PE Trailing desde Comité Estretágic	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	264,0	11,9%	25,40	22,71	4,40%	0,10%	2,00%	24,76	0,64	5.996	6.537	9,0%	MW-OW
Europe - Stoxx Europe 600	37,5	5,0%	14,36	13,68	7,31%	4,96%	5,00%	14,59	-0,23	513	547	6,7%	MW
Spain IBEX 35	1.045,0	0,7%	11,15	11,07	9,03%	5,95%	5,70%	11,52	-0,37	11.570	12.036	4,0%	UW
Mexico IPC GRAL	4.841	12,9%	12,09	10,71	9,34%	-0,62%	-0,90%	12,14	-0,06	51.845	58.784	13,4%	UW-MW
Brazil BOVESPA	17.504	20,4%	8,79	7,30	13,69%	0,97%	-1,10%	9,00	-0,21	127.830	157.550	23,2%	MW
Japan TOPIX	186,0	8,8%	16,02	14,73	6,79%	5,80%	4,00%	15,93	0,09	2.740	2.962	8,1%	MW
China SSE Comp. A share	247,0	-5,7%	13,88	14,73	6,79%	0,08%	4,80%	12,81	1,08	3.637	3.163	-13,0%	UW
China Shenzhen Comp	94,7	-5,8%	21,21	22,53	4,44%	-2,27%	1,25%	18,40	2,81	2.134	1.742	-18,3%	UW
India SENSEX	4.052	15,3%	22,62	19,62	5,10%	-1,69%	-2,00%	23,28	-0,66	79.496	94.320	18,6%	OW
Vietnam VN Index	126,4	19,6%	11,83	9,89	10,11%			12,12	-0,29	1.250	1.532	22,6%	OW
MSCI EM ASIA	49,4	15,0%	14,64	12,73	7,86%			14,98	-0,34	629	740	17,7%	OW

ANDBANK ESTIMATES

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

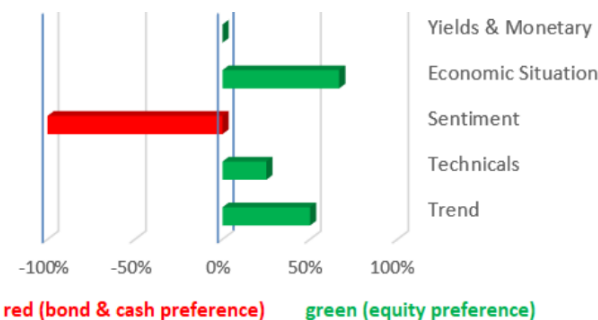
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



Asignación táctica de activos

GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	67%	63,6%
Europe ex. U.K.	13%	11,9%
Emerging Markets	10%	10,3%
Pacific ex. Japan	4%	2,6%
U.K.	2%	3,5%
Japan	2%	5,4%
Canada	2%	2,8%

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)



U.S. SECTOR	Recommended Allocation	Benchmark
Health Care	16%	12,4%
Utilities	4%	2,2%
Communication Services	5%	9,1%
Materials	1%	2,3%

red (bond & cash preference) green (equity preference)



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

SECTION A: EARNINGS OUTLOOK

Exhibit 1A. STOXX 600: Q3 2024 Earnings Dashboard

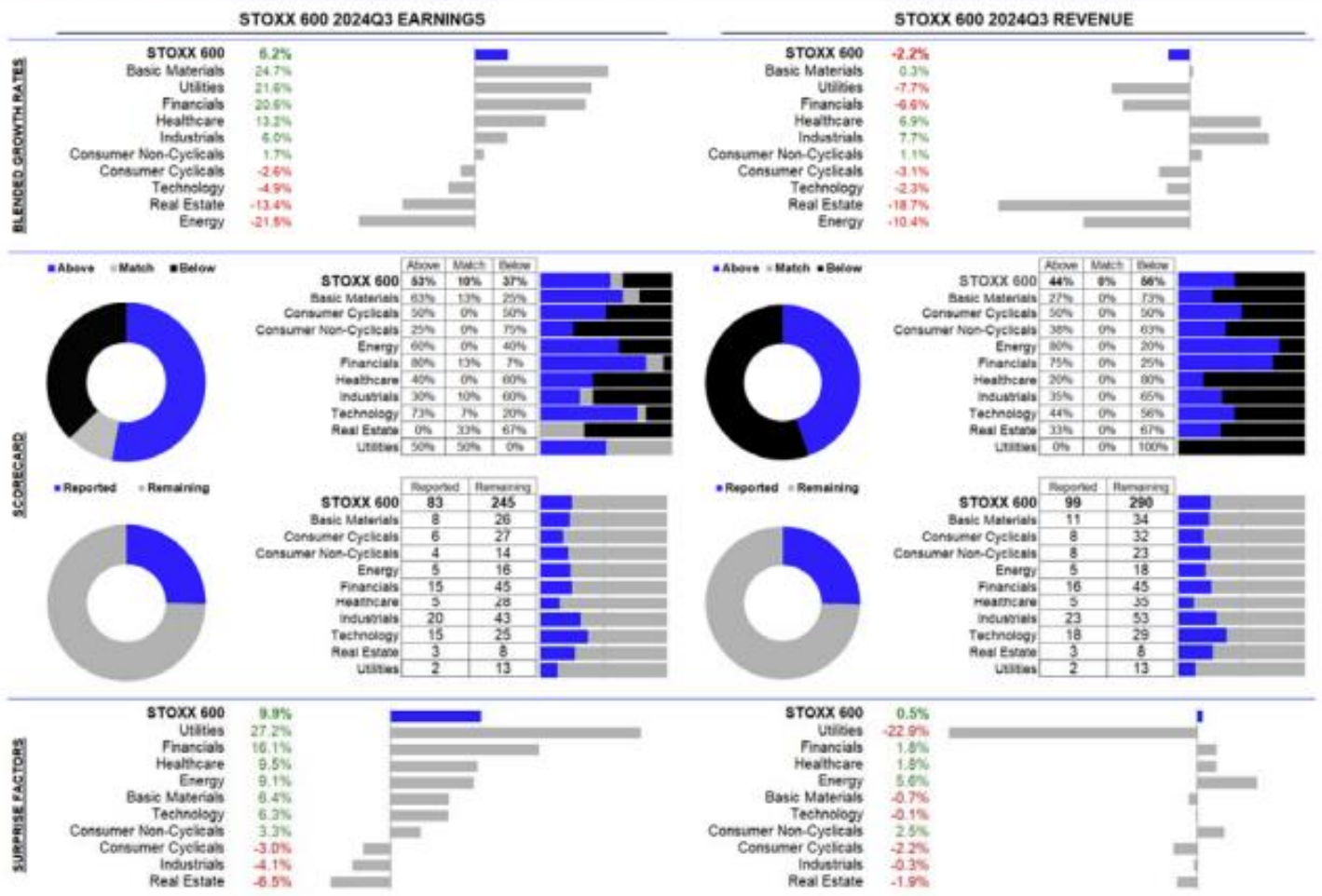
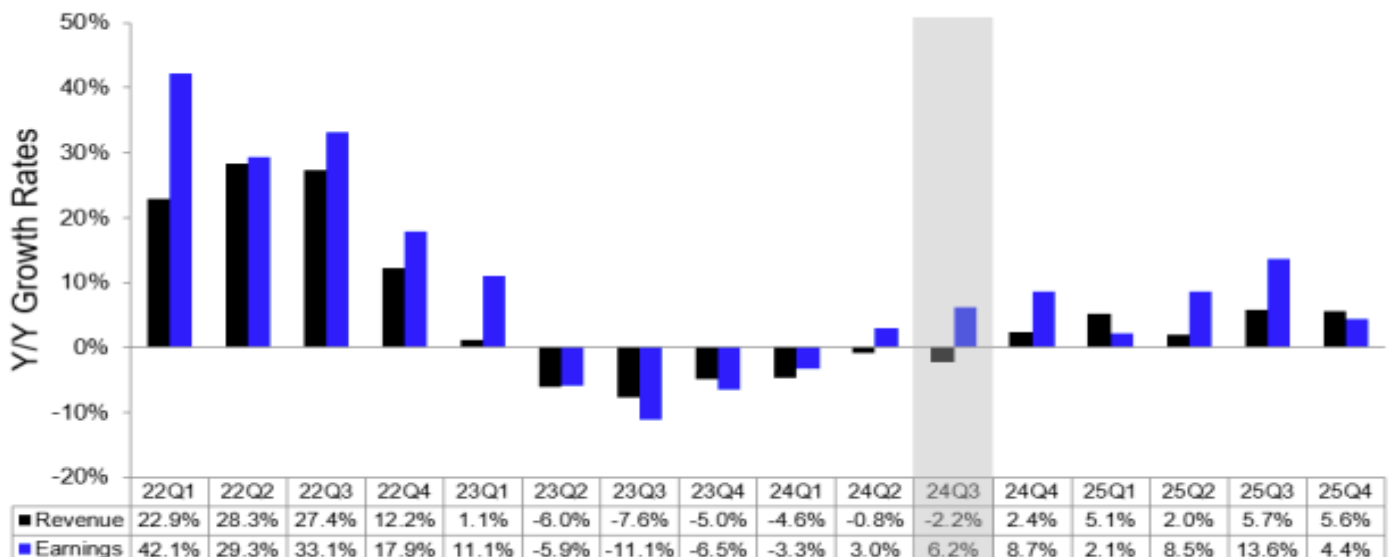


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



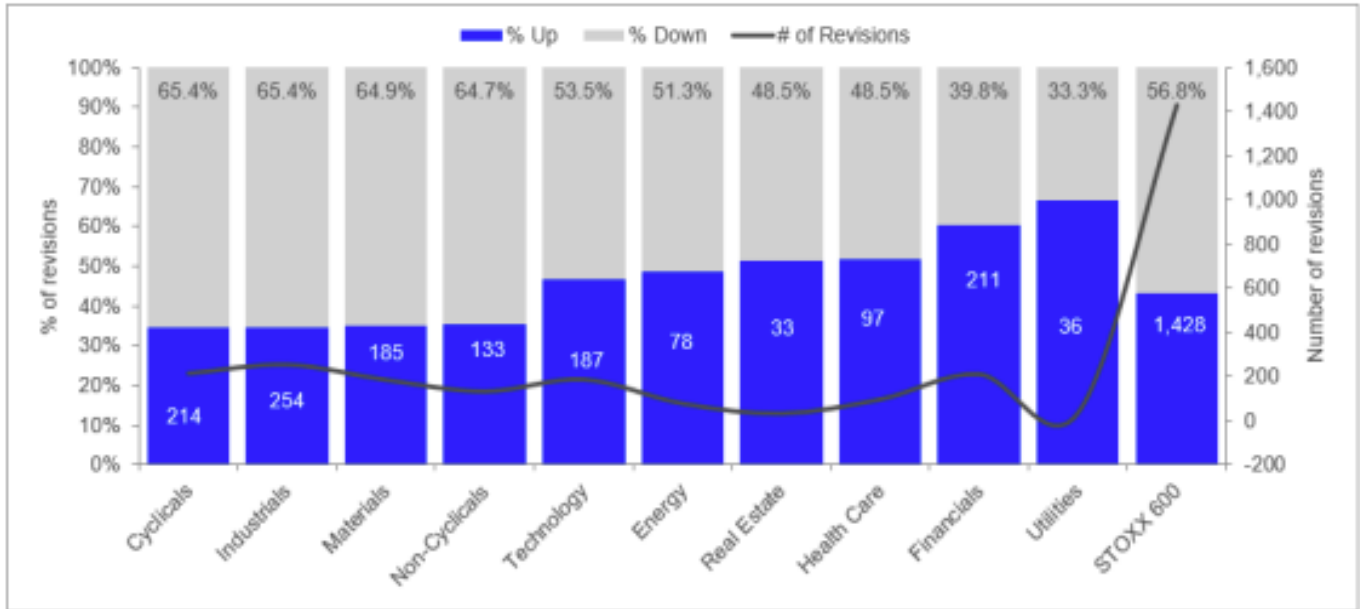
Source: LSEG I/B/E/S



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

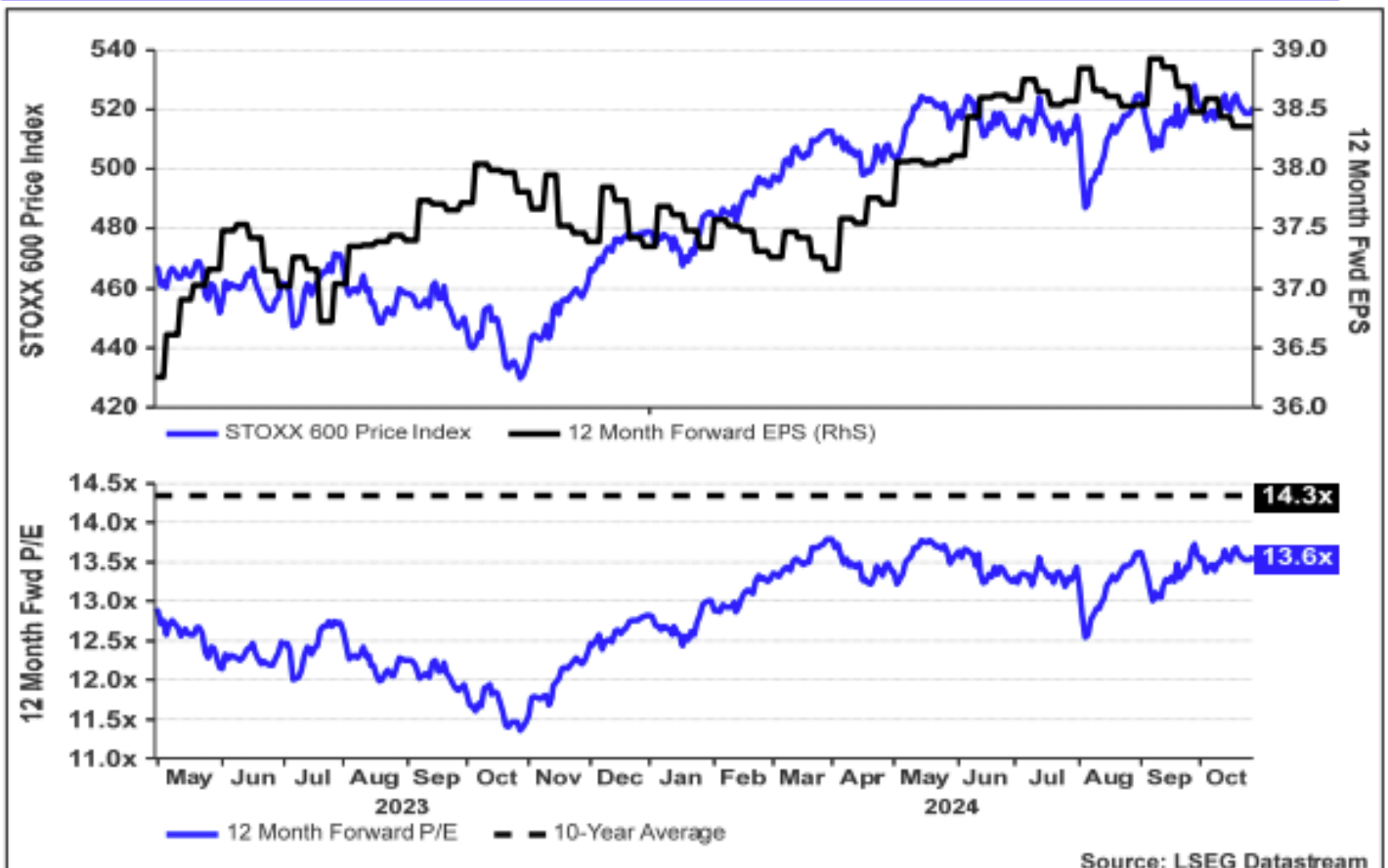
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream

Source: LSEG Datastream



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

EARNINGS DASHBOARD

Exhibit 1. 2024Q3 S&P 500 Earnings Dashboard

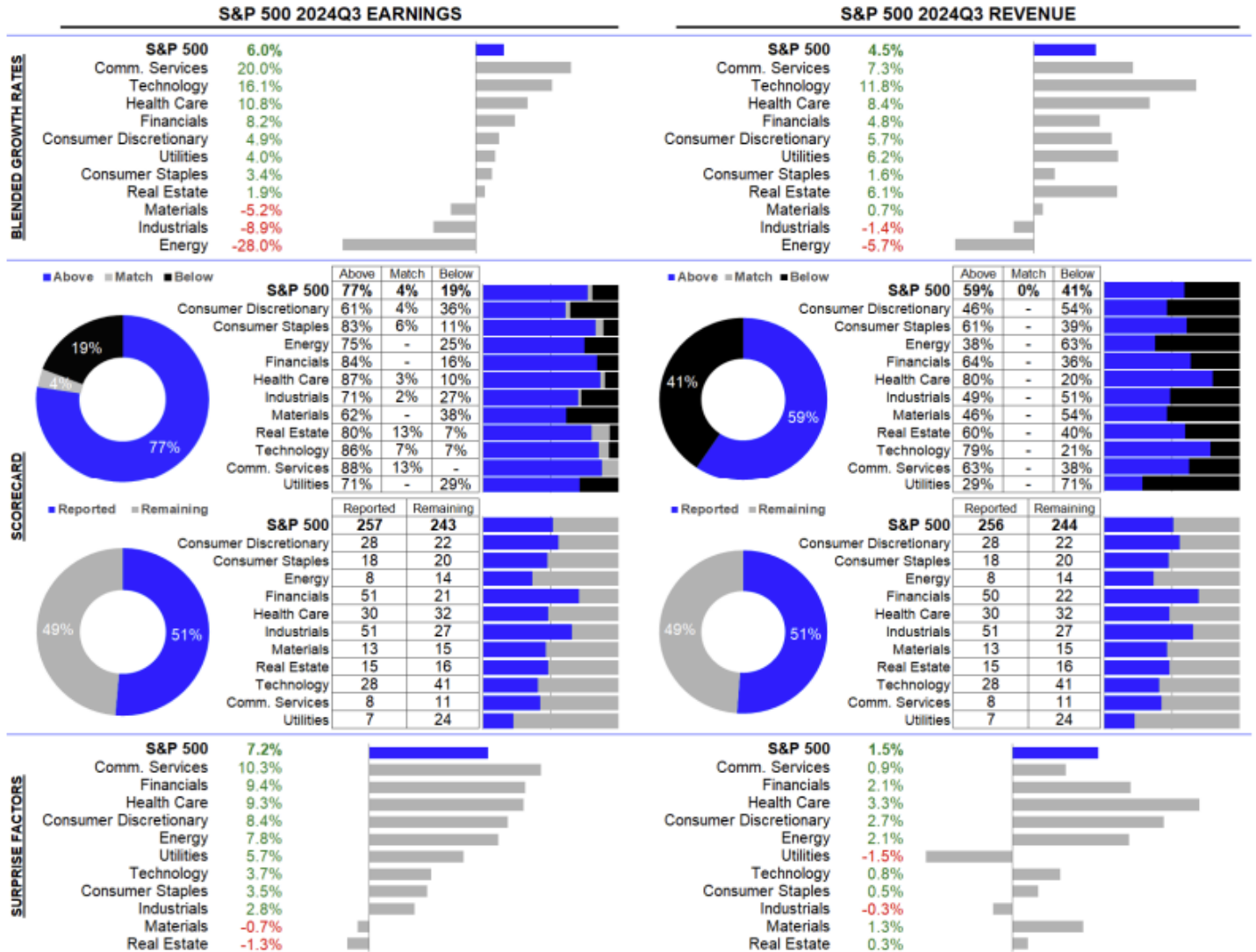
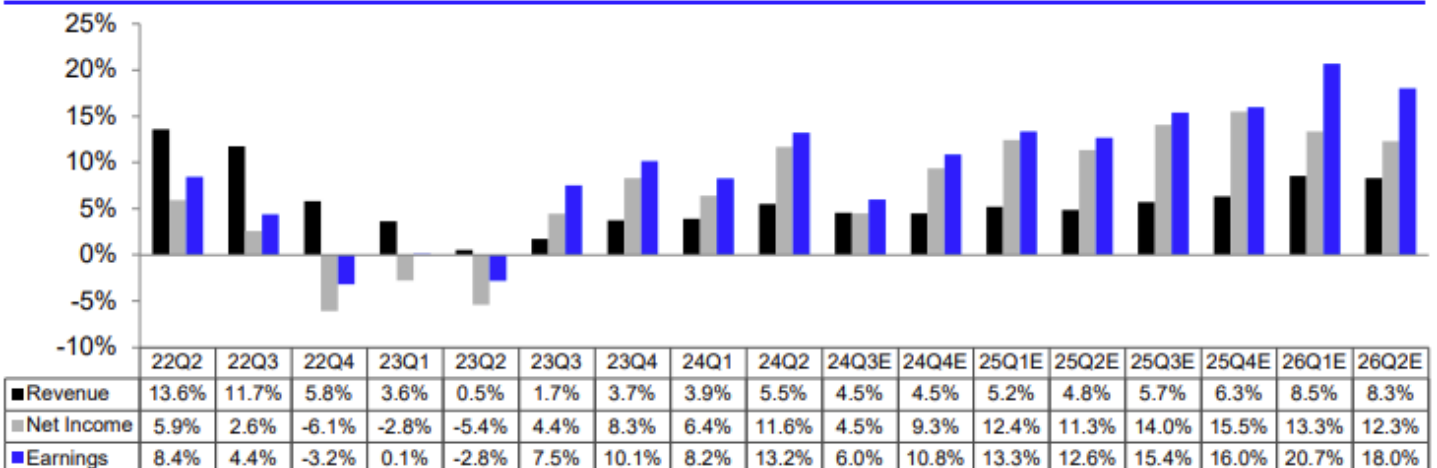


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 70-90 USD/barril

Comprar por debajo de 70 USD; vender por encima de 90 USD.

(Factor bajista) – Guerra en Oriente Medio: no hay objetivos petroleros iraníes. Israel afirma que atenderá a lo que EE.UU. tenga que decir al respecto de la posibilidad de atacar objetivos petrolíferos y nucleares de Irán.

(Factor bajista) – La Agencia Internacional de la Energía (IEA/AIE) revisa a la baja la demanda mundial. La AIE volvió a reducir su previsión de crecimiento de la demanda mundial de petróleo para este año, lo que justificó aludiendo a la debilidad de China, un día después de que también la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) redujera sus propias previsiones. Según la AIE, la demanda mundial de crudo tiene visos de aumentar apenas en 860.000 barriles de petróleo diarios (bpd) en 2024 (40.000 bpd por debajo de la previsión anterior) y en cerca de un millón de bpd (Mbpd) en 2025 (50.000 bpd por encima de la previsión del mes anterior). «Por ahora el suministro continúa fluyendo por lo que, salvo que se produjera una interrupción importante por el lado de la oferta, el mercado mundial del petróleo acabará registrando un superávit considerable de crudo el próximo año». La AIE, que gestiona las reservas de petróleo de emergencia de los países industrializados, señaló que «las reservas oficiales almacenadas superan los 1.200 millones de barriles» y que «la capacidad de producción ociosa de la OPEP+ (alianza que reúne a la OPEP y a sus aliados, como Rusia) se sitúa en máximos históricos».

(Factor bajista) – Mientras la OPEP+ recorta la producción, los países que no pertenecen a la Organización siguen aumentando la oferta. La AIE prevé que la producción de países no pertenecientes a la OPEP aumentará en 1,5 Mbpd este año y el próximo, con una tasa de incremento de la producción de Estados Unidos, Guyana, Canadá y Brasil superior al del crecimiento de la demanda. «La mayor preocupación por la seguridad del suministro de petróleo se expresa en un momento en que el mercado mundial parece hallarse suficientemente abastecido», manifestó la AIE.

(Factor bajista) – BP advierte de estrechos márgenes de la actividad de refino como consecuencia de la baja demanda mundial de combustibles. Los refinadores mundiales de petróleo afrontan una caída de rentabilidad hasta cifras tan bajas que no se veían desde hace años, todo un revés para una industria que había disfrutado de rentabilidades al alza tras los confinamientos pandémicos y que pone de relieve el alcance de la desaceleración actual de la demanda. Según la petrolera británica, la debilidad de los márgenes de refino por la ralentización de la demanda mundial de combustibles mermará sus beneficios en hasta 600 millones de dólares en el tercer trimestre. Su rival Shell también advirtió recientemente del estrechamiento de esos mismos márgenes en el tercer trimestre.

(Factor bajista) – Aumentan las exportaciones rusas de petróleo. Las remesas de crudo ruso marcaron en estas cuatro últimas semanas su mayor volumen de los últimos tres meses. Las exportaciones van a más en previsión de paradas técnicas en las refinerías. Son factores como este los que explican que la oferta mundial de crudo siga fluyendo abundante y que el mercado esté bien abastecido; de hecho, el nivel de sobreoferta justifica las reducciones que se registran e impide que la cotización del crudo levante cabeza.

(Factor alcista) – Las reservas de crudo almacenadas en EE.UU. probablemente siguieron aumentando en octubre, bien que a un ritmo insuficiente para subsanar la vulnerabilidad estructural del país y que quepa tranquilizarse sobre la cotización del crudo. Las reservas comerciales de crudo podrían haberse incrementado en 1,7 millones de barriles en la semana hasta el 11 de octubre, hasta rondar los 424,4 millones de barriles. Esto, que supondría la mayor acumulación de reservas desde mediados de agosto de este año, sigue con todo muy por debajo de los 6,3 millones de barriles que los datos de la Agencia de Información Energética de EE.UU. muestran como media de los últimos cinco años. Las reservas siguen bajas (apenas 4,7 millones de barriles por encima de los niveles de hace un año, y aún un 4% por debajo de la media quinquenal). El total acumulado en el mundo es de 800 millones de barriles, muy por debajo de la media decenal de 1.050 millones de barriles. Esto indica que el esfuerzo por reconstituir las reservas estratégicas no ha sido suficiente para acercarse siquiera a sus valores históricos. La vulnerabilidad existe en el caso de que persista la probabilidad de una perturbación en el precio del crudo.

(Factor alcista) – EE.UU. amplía las sanciones a la «flota fantasma» de petroleros iraníes. Esta medida en respuesta a un ataque con misiles de Irán contra Israel suma petróleo y productos petroquímicos a un decreto presidencial contra sectores clave de la economía iraní. Las últimas inclusiones incluyen medidas contra la «flota fantasma» que transporta el petróleo iraní a los compradores internacionales. Con ello el Departamento del Tesoro de EE.UU. podrá imponer sanciones a cualquier persona que opere en los sectores petrolero y petroquímico de Irán. EE.UU. designó 16 entidades e identificó 17 buques como bienes bloqueados y ya ha impuesto sanciones a seis entidades involucradas en el comercio de petróleo. Las exportaciones de petróleo iraní han aumentado de hecho bajo la presidencia de Biden, ya que Irán logra eludir las sanciones y China se ha convertido en su principal comprador. EE.UU. se propondría ahora reducir esas exportaciones endureciendo la aplicación de sanciones previas, utilizando imágenes por satélite para rastrear los buques cisterna que apagan el transpondedor y presionando a países como Malasia, Singapur y Emiratos Árabes Unidos para que respalden la aplicación de las medidas. El endurecimiento de las sanciones probablemente requeriría centrarse en las empresas chinas que transportan crudo iraní, ya que China compra casi el 90% de esas exportaciones.

(Factor alcista) – La OPEP+ sigue limitando la producción de crudo para intentar mantener el precio por encima de los 80 dólares/barril. Según una encuesta de Platts, la producción de crudo de la OPEP+ se redujo en medio millón de barriles diarios en septiembre debido a un importante cierre en Libia y a los recortes de las exportaciones iraquíes.

Factores a largo plazo

(Factor bajista) – Las energías alternativas toman el testigo. Los productores convencionales deben tener en cuenta que el valor de sus reservas lo dicta el tiempo que pueden seguir bombeando antes de que las energías alternativas tornen obsoleto el petróleo. A fin de aplazar ese momento cuanto puedan, interesa a los productores mantener el precio del petróleo bajo el mayor tiempo posible (de modo que el coste de oportunidad de las fuentes alternativas de energía continúe lo más alto posible).

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

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



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

Compras de oro por parte del Banco Popular de China (PBOC) como estrategia para reducir la proporción de USD en sus reservas internacionales. Las reservas internacionales excluyendo el oro han disminuido en los últimos años en aproximadamente -744 mil millones de USD (de 4,000 a 3,256 mil millones de USD), pero las reservas de oro aumentaron en el mismo período de 34,000 oz a 73,000 oz (+40 millones de oz a \$1,800/oz = 72 mil millones de USD). Aún es incierto en qué medida este impulso proporcionado por el PBOC hacia el oro puede continuar.

En el marco de los cuatro cuadrantes el mejor escenario para el oro sería aquel en el que se combinaran recesión e inflación (estancflación). Ahora bien, el escenario proyectado corresponde al cuadrante en el que coinciden expansión económica e inflación (auge inflacionista). Aun no siendo el mejor, este escenario favorece con todo al oro, pero sin que la revalorización del metal áureo supere la de la renta variable. La evolución del precio del oro también depende de otros factores; como la decisión del Banco Popular de China de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas, lo que actualmente favorece al oro.

Los mercados alcistas del oro suelen sostener el impulso durante bastante tiempo.

Factores negativos para el oro

El oro acaba de perder uno de los factores que lo convertían en el mejor activo antifrágil: una menor oferta relativa. El oro se considera, al igual que el bono «libre de riesgo» del Tesoro de EE.UU. (UST), un activo antifrágil. Los inversores deben siempre decidir qué activo antifrágil mantendrán en cartera para protegerse de la inestabilidad de los mercados financieros, y esto dependerá en gran medida de la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (oro y UST) ofrecerá mejor rentabilidad relativa en tal escenario disruptivo. Esto dependerá, a su vez, de la oferta relativa de cada uno de estos activos: aquel con menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. Hasta ahora, mientras perduraron las medidas de ajuste cuantitativo (QT) por las que la Fed colocaba en el mercado un elevado volumen de UST, la revalorización del oro superó el rendimiento del bono estadounidense. Pero ahora, y **en el corto plazo**, parece que la Fed no tiene prisa por drenar el exceso de liquidez (y, por tanto, ha reducido el ritmo de venta de bonos de su balance). Mientras se mantenga el menor ritmo de oferta de UST, **el bono del Tesoro podría recuperar su papel de mejor activo antifrágil y arrebatarlo al oro.** Parece claro que **en el medio plazo** (digamos, 2026-2027) la Fed tendrá que «descargar» su activo, suministrando una abundante oferta de bonos al mercado. Cuando esto ocurra, el oro podrá retomar el papel de activo antifrágil. **Con una perspectiva de más largo plazo**, una vez terminen las medidas de QT (quizás en 2028) ya no consideraríamos ilimitada la oferta de UST, sino más bien limitada, lo que debería facilitar que los bonos del Tesoro recuperasen su función de activo refugio. Cuando esto ocurra el oro, al resentirse su rentabilidad relativa, previsiblemente pasaría a un segundo plano.

El oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,2525 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) es de 2.055 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.287 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su media histórica su precio nominal debería rondar los 1.611 USD/onza.

El oro frente a la plata. La ratio Oro/Plata se situó en 83,30x, todavía por encima de su media de 20 años de 68,64 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que la relación alcance su media de largo plazo el precio del oro debería situarse en 2.121 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio, situada en 2,65x, superó su media de los últimos 20 años de 1,64x, 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 1.550 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente en 36,98x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 19,90x. 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 1.691 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.

Pasemos a los cuatro riesgos identificados para el recorrido alcista del oro. 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 amenazas para el mercado alcista del oro parecen ser: 1) Tasas nominales más altas; 2) Un aumento en las tasas reales; 3) Un USD más fuerte; y 4) Una pérdida de impulso por parte de los compradores de mercados emergentes. ¿Qué tan reales son estos riesgos para provocar un fin abrupto en el repunte del oro, considerando que un mercado alcista del oro suele alimentarse de su propio impulso durante un tiempo y solo termina al enfrentar algunos de los riesgos mencionados?

- Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo MEDIO). Los tipos de interés nominales altos, ahora un hecho, se mantendrán en positivo durante un tiempo.

- Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo MEDIO). El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha seguido mejorando gradualmente. Esto conduce a una escasez relativa de dólares y, en consecuencia, a un repunte del índice del dólar. Pensamos que la balanza por cuenta corriente estadounidense seguirá mejorando hacia su nivel histórico del -3% del PIB, un nivel que debería mantener el USD apuntalado y estable, lejos de un fuerte repunte que hundiría el precio del oro. Pero 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.

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

- Riesgo n.º 4: Impulso o Momentum (riesgo BAJO). Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía perdurable y el precio del oro ha exhibido cierta 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, ya que 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, como está sucediendo ahora, esos mercados volvieran 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

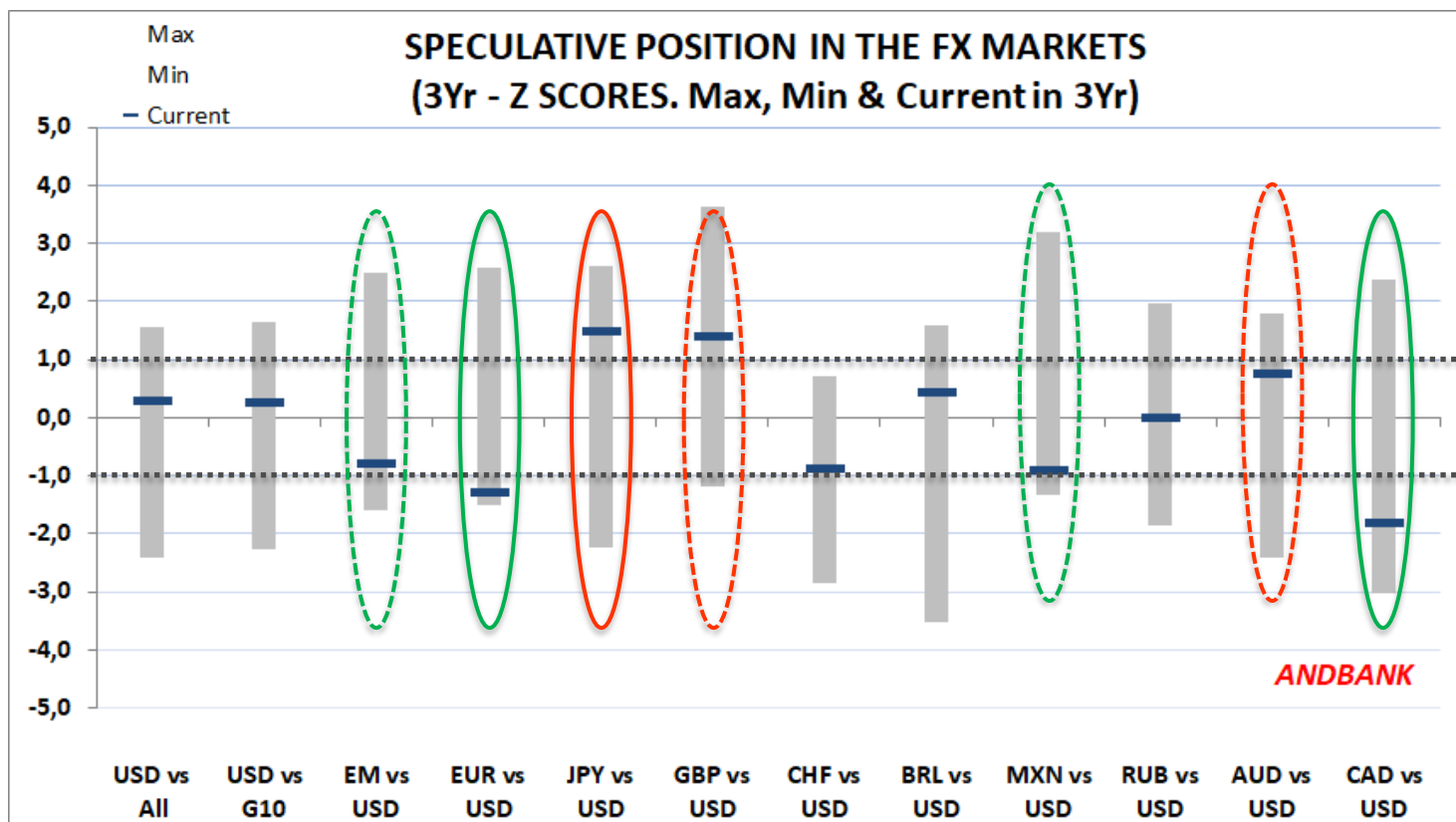
TIPOS DE CAMBIO

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	9,26	23,36	32,1	-28,2	3,8	0,29
USD vs G10	9,81	24,27	32,7	-25,4	4,9	0,27
EM	0,55	0,91	3,9	-0,8	1,6	-0,79
EUR	-3,85	-13,87	23,4	-8,6	7,9	-1,27
JPY	1,06	-4,71	5,8	-15,0	-7,5	1,51
GBP	6,05	-1,24	11,5	-6,5	0,1	1,41
CHF	-4,72	-1,86	0,2	-7,0	-3,1	-0,87
BRL	-0,05	0,63	0,7	-1,0	-0,3	0,46
MXN	0,60	0,28	3,6	-0,5	1,6	-0,89
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	1,85	2,62	6,1	-5,4	-0,6	0,78
CAD	-10,18	-5,30	6,1	-14,2	-1,7	-1,81

ANDBANK

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



- 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 Year End	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	3,1%	25,7%	5.996	6.537	9,0%
	Europe - Stoxx Europe 600	-1,8%	7,1%	513	547	6,7%
	SPAIN - IBEX 35	-1,3%	14,5%	11.570	12.036	4,0%
	MEXICO - MXSE IPC	-1,1%	-9,7%	51.845	58.784	13,4%
	BRAZIL - BOVESPA	-1,7%	-4,7%	127.830	157.550	23,2%
	JAPAN TOPIX	1,2%	15,8%	2.740	2.962	8,1%
	China SSE Comp. A share	7,9%	16,6%	3.637	3.163	-13,0%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	16,3%	16,1%	2.134	1.742	-18,3%
	INDIA - SENSEX	-2,3%	10,0%	79.496	94.320	18,6%
	VIETNAM - VN Index	-3,0%	10,7%	1.250	1.532	22,6%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-2,3%	16,0%	629	740	17,7%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,3%	-0,2%	4,30	4,25	4,7%
	UK 10 year Gilt	-1,6%	-4,3%	4,45	4,50	4,0%
	German 10 year BUND	-0,4%	3,9%	2,35	2,40	1,9%
	Japanese 10 year Govie	-0,3%	-4,3%	0,99	1,25	-1,1%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,3%	1,7%	3,08	3,15	2,5%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,2%	3,7%	3,62	3,65	3,4%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,3%	1,6%	2,84	2,90	2,3%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,1%	-0,5%	2,64	2,80	1,4%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,2%	1,1%	3,20	3,40	1,6%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,4%	4,0%	54,71	75	3,0%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,0%	6,8%	291,92	400	2,7%
	Credit USD IG - CDX IG	0,5%	5,3%	49,60	75	4,2%
	Credit USD HY - CDX HY	0,9%	8,6%	323,23	450	3,9%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	-14,3%	27,96	28,96	20,0%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	-12,1%	15,11	25,00	-64,0%
Fixed Income Asia (Local currency)	China - 10yr Gov bond (local)	0,0%	6,0%	2,10	1,63	5,9%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,5%	9,3%	6,79	6,08	12,4%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,1%	1,3%	2,81	2,80	2,9%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,4%	6,71	5,74	14,5%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,8%	4,0%	2,93	2,54	6,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,2%	-1,3%	1,47	2,45	-6,4%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-1,1%	6,3%	5,84	4,80	14,1%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	2,0%	3,88	3,22	9,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,0%	4,4%	2,39	1,90	6,3%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,9%	-2,1%	2,75	3,65	-4,4%	
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-1,7%	-1,0%	9,96	10,00	9,6%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,9%	-0,2%	6,16	6,25	5,4%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	0,7%	-10,9%	12,72	12,75	12,5%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-1,5%	1,8%	6,31	7,25	-1,2%
Commodities	Oil (WTI)	-8,8%	-3,6%	68,8	80,00	16,3%
	GOLD	0,1%	30,8%	2.654,5	2.400	-9,6%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-2,6%	-3,5%	1,07	1,05	-1,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,4%	1,2%	1,29	1,29	0,1%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-1,2%	-4,6%	0,83	0,81	-1,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	2,6%	4,5%	0,88	0,87	-1,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	0,9%	0,94	0,91	-2,5%
	USDJPY (price of 1 USD)	3,1%	9,0%	153,76	160,00	4,1%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,4%	5,2%	163,79	168,00	2,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	6,4%	20,8%	20,48	19,50	-4,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	3,8%	16,8%	21,82	20,48	-6,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	3,4%	19,6%	5,80	5,40	-7,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,7%	15,5%	6,18	5,67	-8,3%
	USDARS (price of 1 USD)	1,9%	22,9%	993,50	1.000	0,7%
	USDINR (price of 1 USD)	0,3%	1,4%	84,36	84	-0,4%
	CNY (price of 1 USD)	1,9%	1,5%	7,20	7,25	0,7%

* 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



Gonzalo Lardies
Spain: Equity & Rates
+34 91 205 42 42



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



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.