

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Perspectivas estratégicas para 2024

## Opinión Corporativa

*Visión Estratégica 2024*

2024

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

## RESUMEN EJECUTIVO

### Macroeconomía: Bajo riesgo de recesión en 2024

- Global: Las previsiones de organizaciones oficiales y privadas no esperan una recesión económica global en 2024. La estimación de crecimiento para el PIB mundial es del 2,5%.
- Economías desarrolladas: La expansión económica en Occidente será limitada. Para Europa esperamos un crecimiento del 0,6%, mientras que en los EUA esperamos un ritmo algo superior, del 1,1%. Japón se expandiría al 1%.
- Economías emergentes: Se espera que el impulso más significativo provenga de la India, con un crecimiento proyectado del 6,5% al 7%. Vietnam se espera que crezca un 6,4%. China se expandirá aproximadamente un 4,5%. Se estima que Brasil crecerá un 1,5% y México un 1,7%. Rusia experimentará un crecimiento del 1%, mientras que Turquía crecerá un 3%.

### Mercados de Equity: Hay índices baratos, y otros con valoración exigente

- Global: 2024 será un año en el que se pueden generar beneficios en los mercados de Equity globales. Reconocemos algunos desafíos relativos a la valoración y la prima de riesgo en el mercado de valores de EE. UU., lo que podría influir en otros índices globales. Sin embargo, varios índices muestran niveles muy atractivos de primas de riesgo. En consecuencia, los mandatos de gestión discrecional podrían beneficiarse al centrarse en índices con un nivel de prima por encima de su promedio histórico, y para los mercados con niveles actuales de prima de riesgo mediocres, se recomienda la exposición, pero de manera distinta al índice. Por lo tanto, es un año propicio para la gestión activa.
- EE. UU.: El S&P actualmente ofrece una prima de riesgo de solo el 1% (muy por debajo del histórico 2%), lo que lo convierte en un índice poco atractivo. Sin embargo, esto no implica necesariamente que el índice deba declinar para ofrecer nuevamente una prima de riesgo aceptable. Como se observó en 199-99, el precio del índice puede permanecer alto (baja prima) durante un período prolongado. Fijamos un múltiplo objetivo de PE de 19x para este índice en 2024, con un EPS estimado de \$243, lo que resulta en una *fair value* de 4595 puntos.
- Europa: La prima de riesgo ofrecida por el Stoxx Europe 600 y el Euro Stoxx es del 5,6% y 5,8% respectivamente, niveles muy atractivos considerando que el promedio a 20 años es solo del 5%. Recomendamos sobreponderar estos mercados a lo largo de 2024. Lo mismo aplica para el mercado español, con una prima de riesgo actual del 6,31% (muy por encima de su promedio a largo plazo del 5,7%). Exploraremos la posibilidad de incorporar cierta exposición.
- Emergente: Nuestra perspectiva es favorable para el MSCI EM Asia, donde anticipamos una apreciación del 14%. Aunque mantenemos cautelosa en cuanto a la exposición a China, buscaremos exposición a una posible recuperación económica en este gigante a través de mercados asiáticos satélite, destacando Vietnam, dadas nuestras valoraciones favorables y una apreciación estimada de alrededor del 20% para este mercado en 2024. India sigue siendo una de nuestras apuestas a largo plazo a pesar de las valoraciones ligeramente exigentes. El Sensex indio debería negociarse por encima de los 71,000 puntos. Latinoamérica: Preferimos México sobre Brasil, con un nivel objetivo para el índice IPC en 60,152 (+12% en 2024) y para el Ibovespa en 136,000 (+6%).

### Mercado de bonos: Un año para explotar el tramo corto de la curva.

- Global: El apetito por los bonos es mantiene elevado pero la liquidez podría ser un problema en 2024. La Fed y el ECB acelerarán su proceso de reducción cuantitativa, retirando liquidez del sistema. Powell ha anunciado su intención de reducir el balance en \$2.8 billones en bonos del Tesoro USA y \$1.1 billones en ABS en los próximos dos años. Para el BCE (con cierto retraso en su proceso de ajuste cuantitativo), anticipamos una reducción del balance mediante la venta de €2.4 billones en bonos en los próximos dos años. En total, estamos hablando de una retirada de casi \$6.5 billones de los mercados financieros en dos años.
- Gobiernos Desarrollados: El riesgo de liquidez dicta que debemos ser aún cautelosos en el mercado de bonos. Podríamos lograr mejores niveles de entrada antes de exponernos de agresivamente a vencimientos largos. Agresivos en la compra de duración en niveles del 5% para UST 10Y, por encima del 2.75% para el Bund, 4.75% para el UK Gilts y del 1% para los JGB japoneses. En la periferia europea, esperaríamos ser agresivos en bonos a largo plazo hasta que veamos tasas del 3.75% para el 10Y español, y del 4.65% el italiano.
- Crédito: Esperamos cierta ampliación de los diferenciales en el crédito europeo y estadounidense. Creemos que los bonos denominados en euros con grado de inversión deberían operar en niveles de diferenciales de 75 puntos básicos y 450 para el crédito de alto rendimiento. Para el crédito estadounidense, también anticipamos cierta ampliación de los diferenciales, con 90 puntos básicos para el grado de inversión y 550 para el crédito de alto rendimiento.

### Apetito global por el riesgo en 2024: Una función del precio de la energía.

- El principal factor que determina el apetito global por el riesgo es el precio internacional de la energía. Mientras el petróleo se mantenga estable o bajo, el apetito por el riesgo seguirá creciendo. A pesar de los graves conflictos en Ucrania y Oriente Medio, hay una serie de acontecimientos que contribuyen a mantener la calma en el mercado energético mundial, preservando así el apetito por el riesgo. Algunos participantes del mercado que están introduciendo nuevas cantidades de petróleo en el mercado, y eso está ayudando a evitar que el precio del crudo se descontrola.

## RENTA VARIABLE

Página 2

| Index                     | INDEX CURRENT PRICE | Andbank's Target Price | E[Perf] to target Price | Recommended Strategy | Exit Point (Strong Sell) |
|---------------------------|---------------------|------------------------|-------------------------|----------------------|--------------------------|
| USA S&P 500               | 4.570               | 4.595                  | 0,6%                    | MW-UW                | 5.055                    |
| Europe - Stoxx Europe 600 | 466                 | 478                    | 2,5%                    | OW                   | 526                      |
| Euro Zone - Euro Stoxx    | 464                 | 489                    | 5,5%                    | OW                   | 538                      |
| Spain IBEX 35             | 10.208              | 10.816                 | 6,0%                    | OW                   | 11.898                   |
| Mexico IPC GRAL           | 54.054              | 60.167                 | 11,3%                   | OW                   | 66.184                   |
| Brazil BOVESPA            | 126.803             | 136.799                | 7,9%                    | MW                   | 150.479                  |
| Japan NIKKEI 225          | 32.776              | 34.641                 | 5,7%                    | OW                   | 38.105                   |
| China SSE Comp.           | 2.972               | 3.038                  | 2,2%                    | UW                   | 3.341                    |
| China Shenzhen Comp       | 1.845               | 1.864                  | 1,0%                    | UW                   | 2.051                    |
| India SENSEX              | 69.296              | 72.269                 | 4,3%                    | OW                   | 79.496                   |
| Vietnam VN Index          | 1.116               | 1.334                  | 19,5%                   | OW                   | 1.467                    |
| MSCI EM ASIA              | 522                 | 578                    | 10,7%                   | OW                   | 635                      |

ANDBANK ESTIMATES

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

| Asset Class             | Indices                                | Performance YTD | Current Price | Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure) | Expected Performance (to Potential Price) |
|-------------------------|--|-----------------|---------------|--|---|
| Fixed Income            | US Treasury 10 year Govie              | 0,7%            | 4,24          | 5,00                                       | -1,9%                                     |
| Core countries          | UK 10 year Gilt                        | -0,5%           | 4,14          | 4,75                                       | -0,7%                                     |
|                         | German 10 year BUND                    | 4,4%            | 2,31          | 2,75                                       | -1,2%                                     |
|                         | Japanese 10 year Govie                 | -1,7%           | 0,66          | 1,00                                       | -2,0%                                     |
| Fixed Income Peripheral | Spain - 10yr Gov bond                  | 6,0%            | 3,31          | 3,75                                       | -0,2%                                     |
|                         | Italy - 10yr Gov bond                  | 9,5%            | 4,04          | 4,65                                       | -0,8%                                     |
|                         | Portugal - 10yr Gov bond               | 8,1%            | 2,94          | 3,35                                       | -0,4%                                     |
|                         | Ireland - 10yr Gov bond                | 6,1%            | 2,65          | 3,15                                       | -1,4%                                     |
|                         | Greece - 10yr Gov bond                 | 13,5%           | 3,42          | 4,50                                       | -5,2%                                     |
| Fixed Income Credit     | Credit EUR IG- Itraxx Europe           | 3,6%            | 66,31         | 75   | 4,4%                                      |
|                         | Credit EUR HY- Itraxx Xover Euribor 3m | 9,2%            | 366,51        | 450  | 5,1%                                      |
|                         | Credit USD IG - CDX IG                 | 5,8%            | 62,17         | 90   | -0,2%                                     |
|                         | Credit USD HY - CDX HY                 | 8,9%            | 487,44        | 550  | 3,0%                                      |

## RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

| Asset Class                        | Indices                             | Performance YTD           | Current Price | Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure) | Expected Performance (to Potential Price) |
|------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------|---------------|--|---|
| Fixed Income                       | Turkey - 10yr Gov bond (local)      | -103,6%                   | 23,15         | 20,00                                      | 48,4%                                     |
| EM Europe (Loc)                    | Russia - 10yr Gov bond (local)      | -6,3%                     | 12,36         | 25,00                                      | -88,8%                                    |
| Fixed Income Asia (Local currency) | Indonesia - 10yr Gov bond (local)   | 9,2%                      | 6,56          | 5,75                                       | 13,0%                                     |
|                                    | India - 10yr Gov bond (local)       | 7,3%                      | 7,26          | 6,75                                       | 11,3%                                     |
|                                    | Philippines - 10yr Gov bond (local) | 11,2%                     | 6,21          | 6,25                                       | 5,8%                                      |
|                                    | China - 10yr Gov bond (local)       | 3,9%                      | 2,68          | 2,25                                       | 6,1%                                      |
|                                    | Malaysia - 10yr Gov bond (local)    | 5,7%                      | 3,76          | 3,50                                       | 5,8%                                      |
|                                    | Thailand - 10yr Gov bond (local)    | -1,7%                     | 2,93          | 2,25                                       | 8,4%                                      |
|                                    | Singapore - 10yr Gov bond (local)   | 4,2%                      | 2,90          | 4,00                                       | -5,9%                                     |
|                                    | Rep. Korea - 10yr G. bond (local)   | 4,6%                      | 3,48          | 4,60                                       | -5,5%                                     |
|                                    | Taiwan - 10yr Gov bond (local)      | 1,7%                      | 1,22          | 2,25                                       | -7,0%                                     |
|                                    | Fixed Income Latam                  | Mexico - 10yr Govie (Loc) | 5,8%          | 9,35                                       | 10,50                                     |
|                                    | Mexico - 10yr Govie (USD)           | 5,4%                      | 5,97          | 6,75                                       | -0,3%                                     |
|                                    | Brazil - 10yr Govie (Loc)           | 26,2%                     | 10,92         | 12,00                                      | 2,3%                                      |
|                                    | Brazil - 10yr Govie (USD)           | 7,2%                      | 6,33          | 8,00                                       | -7,0%                                     |

## MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

| Asset Class | Indices                  | Performance YTD | Current Price | Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure) | Expected Performance (to Potential Price) |
|-------------|--------------------------|-----------------|---------------|--|---|
| Commodities | Oil (WTI)                | -8,5%           | 73,4          | 75,00                                      | 2,1%                                      |
|             | GOLD                     | 11,1%           | 2.026,9       | 2.000                                      | -1,3%                                     |
| Fx          | EURUSD (price of 1 EUR)  | 1,2%            | 1,083         | 1,05                                       | -3,1%                                     |
|             | GBPUSD (price of 1 GBP)  | 4,5%            | 1,26          | 1,25                                       | -1,1%                                     |
|             | EURGBP (price of 1 EUR)  | -3,1%           | 0,86          | 0,84                                       | -2,0%                                     |
|             | USDCHF (price of 1 USD)  | -5,6%           | 0,87          | 0,95                                       | 8,9%                                      |
|             | EURCHF (price of 1 EUR)  | -4,4%           | 0,95          | 1,00                                       | 5,5%                                      |
|             | USDJPY (price of 1 USD)  | 12,1%           | 146,95        | 140,00                                     | -4,7%                                     |
|             | EURJPY (price of 1 EUR)  | 13,5%           | 159,24        | 147,00                                     | -7,7%                                     |
|             | USDMXN (price of 1 USD)  | -10,4%          | 17,45         | 18,50                                      | 6,0%                                      |
|             | EURMXN (price of 1 EUR)  | -9,3%           | 18,89         | 19,43                                      | 2,8%                                      |
|             | USDBRL (price of 1 USD)  | -6,5%           | 4,94          | 5,00                                       | 1,1%                                      |
|             | EURBRL (price of 1 EUR)  | -5,3%           | 5,36          | 5,25                                       | -2,0%                                     |
|             | USDSARS (price of 1 USD) | 105,1%          | 362,45        | 370,00                                     | 2,1%                                      |
|             | USDINR (price of 1 USD)  | 0,8%            | 83,34         | 84,00                                      | 0,8%                                      |
|             | CNY (price of 1 USD)     | 3,5%            | 7,14          | 7,50                                       | 5,0%                                      |



# EE.UU.

## El mercado empieza a cotizar la victoria sobre la inflación, pero sugerimos prudencia por el momento

### La Reserva Federal

El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) decidió mantener sin cambios el tipo de interés de referencia en la horquilla del 5,25%-5,50%, pero el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, en las declaraciones tras el comunicado, manifestó que la decisión no debía interpretarse como señal de que la Fed hubiera finalizado su ciclo de endurecimiento, y añadió que la Fed seguía abierta a otra subida de tipos si los datos indicasen un estancamiento en el descenso de la inflación.

El acta de la reunión, publicada a las dos semanas, refleja que persiste la preocupación de los miembros del FOMC por que la inflación pudiera mantenerse en esos niveles, o incluso subir, por lo que se abogaba por una política todavía «restrictiva» hasta que los datos mostrasen un retorno convincente de la inflación al objetivo del banco central del 2%. El acta revela asimismo que la Fed pensaba que debía actuarse con prudencia y, al tomar cualquier decisión, atender tanto al conjunto de los datos que fueran conociéndose como al balance de «riesgos».

Al sesgo levemente restrictivo de la declaración de la Fed hemos de añadir un deterioro de los datos de empleo y datos de inflación más bajos de lo esperado, que provocaron un descenso significativo de los tipos en el extremo más largo de la curva de rendimientos. El mercado tiene ahora certeza casi plena en que la Fed no tocará los tipos en la última reunión del año (13 de diciembre) y confianza abrumadora en que las alzas del tipo oficial han terminado. Para 2024 se prevén entre dos y cuatro bajadas del tipo de referencia, con recortes a partir de mayo.

### Inflación y actividad económica

Los datos de inflación de octubre impulsaron los mercados, al ser todos ellos mejores que los anticipados. En términos interanuales, el índice general de precios al consumo (IPC) disminuyó del 3,7% al 3,2%, frente al 3,3% esperado, al tiempo que el IPC subyacente lo hizo del 4,1% al 4%. En términos mensuales, el IPC se mantuvo estable y la inflación subyacente sólo creció 0,2 pp en el mes, frente al incremento de 0,3 pp esperado. Entre los principales factores que explican el descenso del IPC está la caída en el componente de energía (-2,5%), debido sobre todo a la mejor evolución de los carburantes (5%).

El componente de alojamiento y vivienda, que representa aproximadamente el 40% del IPC, creció 0,3 pp en octubre, la mitad que en septiembre, con la consiguiente disminución del dato interanual del 7,1% al 6,7%. La tendencia de la inflación parece favorable; de mantenerse así, no deberían plantearse nuevas alzas de tipos.

Por lo que respecta al empleo, quizá el factor más importante en la reducción de la inflación, el mercado laboral mantiene la fortaleza, si bien moderándose. La cifra de empleo no agrícola aumentó, con 150.000 empleos creados en octubre, menos de lo esperado, pero con todo es buena para esta fase del ciclo económico; la tasa de desempleo, que subió al 3,9% (3,8% en septiembre), es la más alta desde enero de 2022. Además, el crecimiento de los salarios fue de sólo 0,2 pp en el mes, por tercer mes consecutivo. La tasa de actividad apenas varió de septiembre (62,8%) a octubre (62,7%), por lo que el mercado laboral continúa tensionado. Con todo, finalmente da señales de reaccionar a las medidas de la Reserva Federal.

### Mercados financieros

Bonos del Tesoro y deuda corporativa. El rendimiento del bono estadounidense a 10 años, tras alcanzar el 5% a finales de octubre, registró una importante compresión y ahora paga un tipo del 4,4%. La compresión de tipos de interés también fue considerable en el extremo más largo de la curva de tipos-plazos, con el rendimiento a 30 años reduciéndose del 5,1% al 4,55%. El diferencial de rendimiento entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años, tras ser de -20 pb a finales de octubre, llegó hasta -50 pb, acentuándose la inversión de la curva.

Por lo que respecta a la deuda corporativa, el diferencial medio en grado de inversión (IG), que superó los 80 pb a principios de noviembre, ha vuelto a 65 pb, rondando los mínimos de 2023. El diferencial en la categoría de alto rendimiento (HY), que a finales de octubre se amplió hasta niveles cercanos a 530 pb, aproximándose al nivel objetivo, también fue luego estrechándose y ahora ronda igualmente los mínimos del año (410 pb). La tasa de impago ha aumentado al 2,60%, inferior con todo a la media histórica del 3,5%.

Renta variable. Actualmente, el S&P ofrece una prima de riesgo de solo el 1% (muy por debajo del histórico 2%), lo que lo convierte en un índice poco atractivo. Sin embargo, esto no implica necesariamente que el índice deba declinar para ofrecer nuevamente una prima de riesgo aceptable. Como se observó en 1998-99, el precio del índice puede permanecer alto (baja prima) durante un período prolongado. Mantenemos un múltiplo objetivo de PE de 19x para este índice en 2024, con un EPS estimado de \$243 (+9,9% interanual), lo que resulta en un valor justo de 4595 puntos para el S&P. Las empresas están proporcionando un guidance más moderado y seguimos recomendando el equilibrio de estilos en respuesta a una posible rotación del sector. Para el próximo año, esperamos un crecimiento de las ganancias de alrededor del 10% y un nivel similar de múltiplos, lo que se alinea con nuestra visión del escenario más probable en 2024: inflación más baja, crecimiento modesto (sin recesión) y tasas más bajas.

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

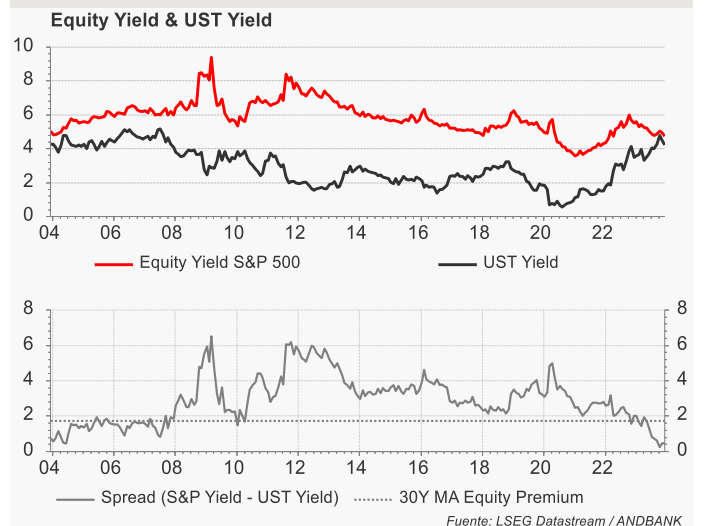
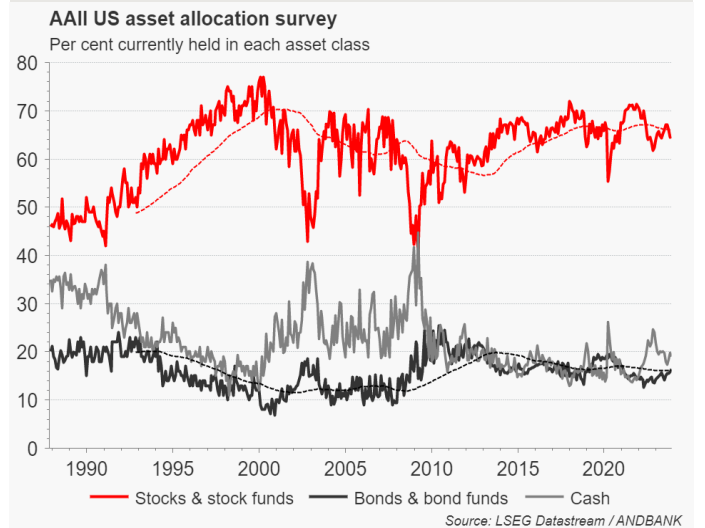
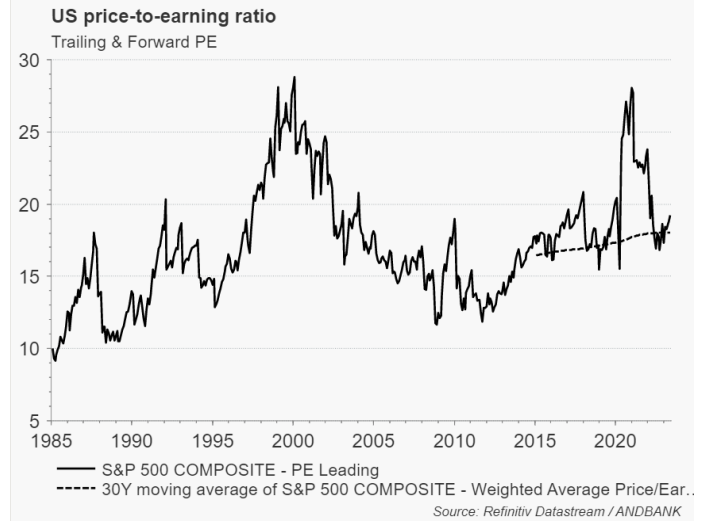
Renta variable (S&P): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Deuda soberana (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 5,00%)

Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 90 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 550 pb)

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR





## EUROPA

### Menores presiones inflacionistas, pero la gran incógnita para la UE sigue siendo cómo reactivar el crecimiento

#### Crecimiento contenido en 2024, con pequeños avances en la inflación

Tras una ligera contracción en el tramo final de 2023, el crecimiento del PIB en 2024 también debería ser modesto. Como nota positiva podría seguir destacando el comportamiento del gasto de consumo, sostenido por mayores salarios reales, tasas de ahorro decentes y un sólido mercado de trabajo, si bien cabe esperar un leve repunte de la tasa de desempleo (6,7%). La inversión, un factor imponderable, podría debilitarse, con la confianza empresarial en niveles deprimidos y las carteras de pedidos que generó la escasez de oferta agotándose ahora, pese a los estímulos procedentes de los fondos complementarios (NextGen EU) y su desembolso tardío y la posibilidad de que las empresas se hayan ajustado, al menos en parte, al mayor coste de endeudamiento. Del componente exterior no esperaríamos una contribución significativa, ya que las perspectivas del comercio internacional dejan que desear y dependen de la recuperación china. La política fiscal podría ser neutral o bien ligeramente contractiva a lo largo de 2024, con el impulso fiscal de los desembolsos del fondo de recuperación (por importe equivalente al 0,5% del PIB estimado para 2024) y la renovación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), cuya reforma se está debatiendo y que tendría aplicación como pronto en los presupuestos de 2025. El calendario para acordar una reforma es ajustado, al estar previstas elecciones al Parlamento Europeo para el 24 de junio próximo. Teniendo todo en cuenta, el crecimiento del PIB podría rondar el 0,5% interanual en 2024. La desinflación previsiblemente proseguirá, pero las grandes caídas en el nivel general de precios ya se han producido y el último descenso parece más difícil de alcanzar. La contribución negativa del componente energético podría desaparecer en diciembre de 2023, pero los precios alimentarios seguirán moderándose y la pérdida de impulso del sector servicios aliviará las cifras de inflación subyacente. La inflación general podría cerrar 2024 en torno al 2,8% interanual, con la subyacente cayendo a niveles del 3%. Los escenarios alternativos van desde un mayor impacto retardado de condiciones financieras restrictivas hasta un resultado más favorable si el crecimiento exterior fuera mejor de lo esperado.

#### El BCE empezaría a recortar tipos en 2024

Las perspectivas de riesgos equilibrados para la inflación y desaceleración del crecimiento avalan la tesis de que los tipos habrían tocado techo. La cuestión sería cuándo empezarían los recortes. El segundo semestre de 2024, con el objetivo del 2% a la vista para el IPC, podría ser el momento. Pero, a menos que se desarrollase un escenario de crecimiento más pesimista, esperaríamos un ritmo menor que el que descuentan los mercados (-100 pb), para terminar 2024 con niveles del tipo de depósito en torno al 3,5% (frente al 4% actual). En cuanto a la política de balance, el debate sobre nuevas medidas de relajación cuantitativa (QT) comenzaría en el primer trimestre de 2024 con la revisión del marco operativo, adelantándose el final de las reinversiones del programa de compras de emergencia pandémica (PEPP) desde finales de año a una senda similar a la seguida con las compras en el marco del programa de compras de activos (APP).

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

**Deuda pública.** De cara a 2024, con un tipo terminal en torno al 3,5% y con los bonos alemanes replicando los probables recortes de tipos de la Fed, podríamos esperar una rentabilidad del Bund a 10 años del 2,5%-2,75%. Los riesgos presentes que afectan a los rendimientos a largo plazo son claros: una situación fiscal que demanda consolidación, un apoyo cada vez menor del BCE, dudas sobre la exactitud de las expectativas de inflación o la prima por plazo adecuada requerida. Italia ha logrado evitar una revisión a la baja de calificación y otros países «periféricos», como Portugal y Grecia, se han beneficiado de una mejora de las perspectivas y de calificación.

**Deuda corporativa.** Pensamos que la mejor relación rentabilidad-riesgo en el tramo corto/medio de la curva de tipos de interés se da hasta los 2-3 años (como duración media). La combinación de altos rendimientos (p. ej., un bono a 2 años con calificación AAA ofrece un 3,3% y, con calificación BBB, aproximadamente un 4%), mayor estabilidad (comparado con tramos más largos) y también sensibilidad a un descenso de los tipos de interés, hace muy atractiva la inversión en este tramo en el segmento IG. Sin cambios a nivel sectorial: seguimos sobreponderando empresas financieras y defensivas e infraponderando cíclicas. Modificamos los niveles objetivo de diferenciales tanto para IG (75 pb) como para HY (450 pb), revisando ambos al alza para el próximo año.

**Renta variable.** La prima de riesgo ofrecida por el Stoxx Europe 600 y el Euro Stoxx es del 5,52% y el 5,8% respectivamente, niveles muy atractivos considerando que el promedio a 20 años es solo del 5%. Recomendamos una sobreponderación de estos mercados a lo largo de 2024. El mercado europeo está barato, tanto en términos de prima, como en relación a sus múltiplos pasados, y esperamos un crecimiento del EPS de alrededor del 6%, fijando el múltiplo PE en 13x, lo que nos lleva a pensar en que hay cierto margen para una revalorización potencial. El principal riesgo para nuestra previsión es la erosión de los márgenes en un escenario desinflacionario, pero mantenemos una postura constructiva. Seguimos prefiriendo una sobreponderación de la periferia sobre el núcleo de Europa, pero somos conscientes de que un desempeño económico en China mejor de lo esperado podría favorecer más a los países centrales europeos. En cuanto al mercado español, con una prima de riesgo actual del 6,31% (muy por encima de su promedio a largo plazo del 5,7%), exploraremos la posibilidad de incorporar cierta exposición directa a este mercado a lo largo del año. En España, hemos observado una evolución más que positiva en el EPS de las empresas en los últimos años, con un margen neto (actualmente en 10,7%) en el nivel más alto de la última década, con beneficios aumentando más que los precios. Los múltiplos PE se han contraído a un atractivo nivel de 10x.

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

Renta variable (Stoxx Europe): SOBREPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): SOBREPONDERAR

Renta variable (IBEX español): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,75%)

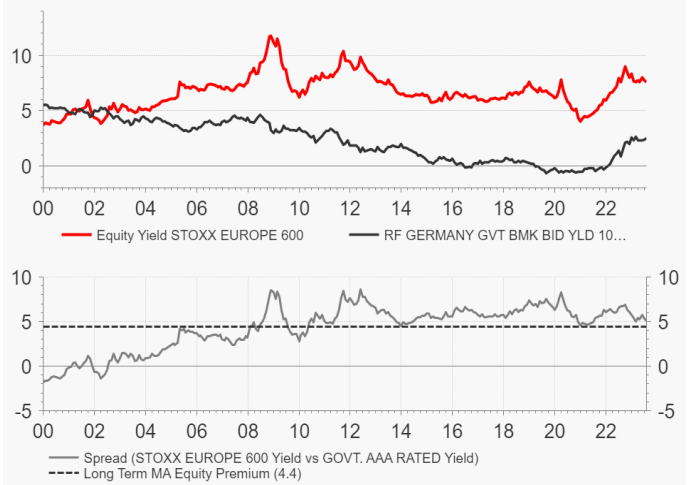
- P. periféricos: INFRAPONDERAR (IT 4,65%; ES 3,75%; PT 3,35%; IR 3,15%; GR 4,5%)

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

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

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

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

#### ECB staff growth forecasts

%oya, % for the unemployment rate

|                        | June projections |      |      |
|------------------------|------------------|------|------|
|                        | 2023             | 2024 | 2025 |
| Real GDP               | 0.9              | 1.5  | 1.6  |
| Employment             | 1.3              | 0.5  | 0.4  |
| Unemployment rate      | 6.5              | 6.4  | 6.3  |
| HICP                   |                  |      |      |
| Headline               | 5.4              | 3.0  | 2.2  |
| Core                   | 5.1              | 3.0  | 2.3  |
| Unit labour costs      | 5.6              | 3.4  | 2.6  |
| Compensation per empl. | 5.3              | 4.5  | 3.9  |
| Labour productivity    | -0.3             | 1.0  | 1.3  |

Source: ECB, J.P. Morgan

Euro STOXX banks Index



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# CHINA

## China ha dejado de impulsar el ciclo comercial mundial y la debilidad de la divisa indica tensión en la confianza

### La divergencia entre el tipo al contado y el fixing indica tensión en la confianza

El diferencial entre el tipo de cambio al contado del renminbi con el dólar y el que diariamente fija el Banco Popular de China (PBoC) se ha disparado hasta los 125 pipos, una amplitud rara vez vista desde el «verano de la devaluación del renminbi» de 2015. Esto indicaría que, sin intervenciones del PBoC, la debilidad del renminbi sería aún mayor. Para intentar predecir su evolución frente al USD primero hay que entender las razones de su debilidad, y si durarán o no. Entre estas razones destacamos dos. La primera son las salidas de capital extranjero y de ahorradores chinos que dan la espalda a una economía interna que pierde fuelle. Otra explicación tiene que ver con el simple hecho de que en los dos últimos años se han producido algunos cambios cruciales en el valor temporal del dinero en Estados Unidos. Por primera vez desde que China empezó a abrir su mercado de bonos a los extranjeros, los tipos chinos están muy por debajo de los estadounidenses en todos los puntos de la curva de tipos-plazos.

### Aspectos positivos para China

Una de las razones de la debilidad del CNY podría ser temporal y revertirse en el futuro en forma de apreciación del yuan (aunque no estamos seguros de cuán influyente sería este factor). Una de las estrategias más populares de los *hedge funds* globales en la última década —motivada por la irresponsable política fiscal estadounidense, comparada con una algo más ortodoxa de Pekín— ha consistido en ponerse cortos en deuda estadounidense y largos en deuda china. Un *hedge fund* podría ponerse corto en un bono estadounidense cupón cero a 10 años con un nominal de 1 millón y que cotiza por el 90%. Recibe 900.000 dólares esperando una pérdida de 100.000 dólares en los próximos 10 años. El mismo gestor de fondos tiende a cubrir su posición comprando un bono chino cupón cero a 10 años por el mismo importe. El bono chino cotizaba a 73,3 respecto a la par. Esto implica una ganancia de 240.000 USD en los 10 años siguientes ( $900.000 \text{ USD} \times 0,267$ ). El gestor del fondo suponía que el tipo de cambio se mantendría inalterado (respaldado por la estabilidad del CNY) y, por tanto, se trataba de una operación que presentaba atractivo. Esto podría explicar por qué el coste del capital en China es más bajo. Lo interesante es que, en vez de dirigirse gradualmente hacia los 100 centavos por dólar, el bono estadounidense se ha hundido hasta los 63 a mitad del período, generando una ganancia de 270.000 USD en el lado corto de la operación, mientras que el precio del bono chino se mantuvo más estable, subiendo apenas un poco y provocando una pequeña pérdida de 50.000 USD en el bono chino, que responde básicamente al deterioro del tipo de cambio. Aun así, nuestro gestor cerraría hoy su posición, materializando una ganancia de 220.000 dólares. Pero tal liquidación implica tres pasos: 1) cubrir la posición corta en el bono cupón cero a 10 años de EE.UU.; 2) vender el bono chino a largo plazo; y 3) vender la moneda china (que ya no se necesita), induciendo con ello presiones a la baja sobre el renminbi. Lo cierto es que, una vez finalizado el proceso para deshacer estas estrategias, ya no habría más ventas «forzadas» de yuanes, por lo que dejaría de caer. Se trata de un escenario que podríamos compartir. Un CNY estable en los niveles actuales, descartada una apreciación del yuan motivada por la reanudación de dicha estrategia (dado el escenario geopolítico y la menor visibilidad para el CNY), desaconseja reanudar dichas estrategias, y por tanto, las descartamos como un factor que pudiera impulsar al yuan.

El hecho de que los tipos chinos estén muy por debajo de los estadounidenses en todos los puntos de la curva de rendimientos sería indicativo de que los cambios en el coste del capital en China son independientes de los cambios en los tipos a largo plazo estadounidenses, de modo que ya no estuviesen determinados por ellos. Siendo así, cabría decir que si el principal objetivo del PBoC era romper la influencia de los tipos a largo plazo estadounidenses sobre los tipos a largo plazo chinos, el objetivo se ha conseguido, y podría considerarse un avance muy importante. Cabe preguntarse si esto sería suficiente para esperar un plus de rentabilidad en el mercado de renta variable chino. La respuesta es decididamente negativa. Haría falta algo más que un menor coste del capital para obtener una mayor rentabilidad relativa; a saber, crecimiento económico sostenido, la liberalización del mercado de capitales o un régimen de tipos de cambio flexible para la moneda. Aspectos todos ellos sobre los que aún albergamos muchas dudas.

### Perspectivas macroeconómicas

El FMI estima que el crecimiento del PIB chino en 2024 será del 4,6%. Aunque baja, esta cifra representa una revisión al alza de 0,4 pp respecto a la estimación del informe *Perspectivas de la economía mundial* de octubre. El primer subdirector gerente del FMI afirmó que la revisión estuvo motivada por las recientes iniciativas políticas de Pekín, incluida la emisión de bonos soberanos por un billón de CNY recientemente aprobada y el permiso a los gobiernos locales para contabilizar por adelantado las participaciones en los bonos del próximo año. El ministro de Finanzas chino, Lan Fo'an, anunció que el Gobierno mantendrá una política fiscal proactiva, acelerando la emisión de deuda pública. También mencionó que algunas de las nuevas participaciones en la deuda de los gobiernos locales para 2024 se habían adelantado para satisfacer las necesidades de financiación de estos. El FMI añadió que era «necesario hacer más para garantizar una recuperación más rápida del mercado inmobiliario chino». Mientras tanto, la inversión extranjera directa (IED) se tornó negativa en China: por primera vez desde que empezó a registrarse en 1998, las salidas de IED en China en el tercer trimestre de 2023 superaron a las entradas, algo que se atribuye a las tensiones geopolíticas con EE.UU. y a la ampliación de la ley antiespionaje de Pekín. En concreto, el saldo por IED fue de desinversiones por valor de 11.800 millones de dólares, reflejadas en los datos de la balanza de pagos de julio-septiembre, con un mayor ritmo de retiradas y reducciones de volumen que de nuevas inversiones para construcción de fábricas y otros fines.

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

Renta variable: Shanghai: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,25%)

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

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

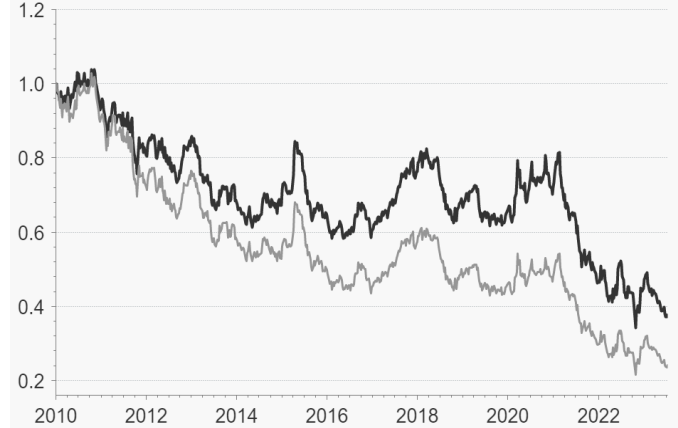
PE forward



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

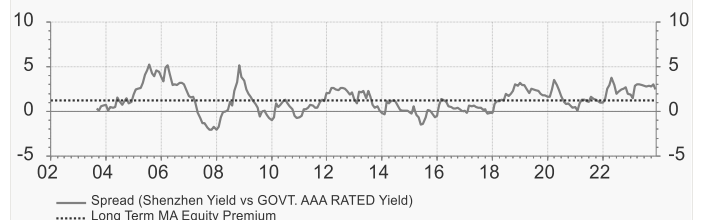
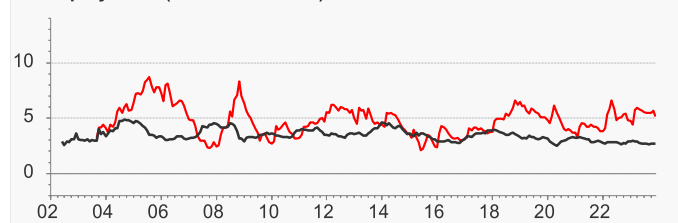
Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



## JAPÓN

### Con mejores perspectivas de beneficios, los inversores internacionales elevan la exposición a activos japoneses

#### PIMCO compra yenes en previsión de una política monetaria más restrictiva

Bloomberg se hizo eco de una reciente entrevista a Emmanuel Sheref, gestor de fondos de PIMCO, quien indicó que el fondo comenzó a posicionarse en largo en el yen tras superar hace unos meses los 140 yenes por dólar su depreciación, atribuible a la relativamente alta inflación que registra Japón frente a su moderación en EE.UU. Si bien lógicamente no podía predecir las medidas que tomaría el Banco de Japón (BoJ), Sheref sugirió que podrían concretarse en una senda más gradual de relajación o en la terminación de las medidas de control aplicadas a la curva de rendimientos (YCC), que acabarían conduciendo al repunte de los tipos a corto plazo.

#### El Banco de Japón, los tipos de interés y la inflación

Las estimaciones son de aceleración del IPC en octubre. Según una encuesta del consenso de Reuters, el IPC subyacente pasaría del 2,8% de septiembre al 3,0% interanual en octubre. Tras tocar techo en enero al marcar 4,2%, el IPC subyacente se ralentizó en septiembre por debajo del umbral del 3% por primera vez en más de un año al caer el gasto en servicios públicos como efecto retardado de pasadas caídas del precio del petróleo.

En una comparecencia informativa ante la Cámara baja, Ueda, gobernador del BoJ, afirmó que el nivel de confianza era insuficiente para determinar la consecución de su objetivo de inflación. Añadió que el banco central y el gobierno comparten opinión en materia de inflación. Por lo que respecta a los rendimientos del JGB, señaló que los del bono a 10 años no deberían superar significativamente el 1%. Dado que el mandato de inflación estaba más cerca de alcanzar su objetivo, señaló que el banco examinaría las estrategias de salida para el programa de ETFs y que las comunicaría adecuadamente.

#### La inversión internacional en valores japoneses y el turismo respaldan al yen

**Inversores internacionales.** En la última semana los no residentes fueron compradores netos de acciones japonesas por importe de 388.400 millones de yenes (dato revisado de la semana anterior: compras netas por valor de 312.900 millones de yenes) y vendedores netos de deuda japonesa a largo plazo por importe de 296.200 millones de yenes (dato revisado de la semana anterior: compras netas por valor de 514.000 millones de yenes).

**Tenencias de JGB por inversores extranjeros.** Los datos del Ministerio de Finanzas revelan que los inversores extranjeros poseen el 14,5% de los JGB y otra deuda pública en circulación, un volumen superior al 13,1% que está en manos de bancos, fondos de inversión y sociedades de valores domiciliados en Japón. Esto se explica sobre todo por la evolución de las tenencias en manos de instituciones japonesas, cuya participación se ha reducido considerablemente desde hace 15 años, cuando poseían la mitad del total; desde entonces, el porcentaje en manos de no residentes prácticamente se ha duplicado. Un cambio atribuible en gran medida a las compras de bonos del Estado por el Banco de Japón y al hecho de que los bancos japoneses hayan sido los principales vendedores.

**Turismo.** Las visitas de extranjeros en octubre superaron por primera vez los niveles previos a la pandemia. Basándose en datos oficiales, Kyodo informó de que los visitantes extranjeros ascendieron a 2,5 millones, un 0,8% más que en el mismo mes de 2019, siendo la primera vez que la cifra mensual supera los niveles prepandémicos. El mayor número de turistas procedió de Corea del Sur (631.100), más que triplicando la cifra de octubre de 2019; le siguió Taiwán (424.800), con un 2,7% más; el tercer lugar lo ocuparon los visitantes procedentes de China continental (256.300, un 64,9% menos), que antes de la pandemia solían ser el mayor grupo.

#### China y Japón reafirman su «relación estratégica» en conversaciones inusuales

En su primera conversación diplomática cara a cara en un año, durante la reunión celebrada en San Francisco a mediados de noviembre, el Presidente chino Xi Jinping y el Primer Ministro japonés Kishida declararon su voluntad de mantener unas relaciones mutuamente beneficiosas e hicieron hincapié, en plenas disputas diplomáticas, en los intereses económicos compartidos. En las conversaciones entabladas se abordaron temas espinosos, como la prohibición china de importar productos del mar japoneses y el caso del empresario japonés detenido en China bajo sospecha de espionaje.

#### Beneficios empresariales

Las previsiones de crecimiento de los beneficios empresariales para el ejercicio fiscal 2023 mejoran gracias a la debilidad del yen y el aumento de los precios. El análisis de Nikkei de 1.020 empresas del mercado principal de la Bolsa de valores de Tokio refleja un aumento previsto del beneficio neto (apoyado en una serie de revisiones al alza) del 13% interanual, superior al 6% previsto en septiembre. El volumen absoluto de beneficios marca su tercer año récord consecutivo y los márgenes de beneficio neto del 6% son los segundos más amplios desde la crisis financiera mundial de 2008. La amplitud también es considerable, ya que el 56% de las empresas registrarían crecimiento en ambas métricas (ingresos y beneficios).

Los principales bancos japoneses contabilizaron beneficios récord en el primer semestre del ejercicio fiscal. En concreto, los beneficios de los cinco mayores crecieron un 56% interanual entre abril y septiembre, rondando los 2 billones de yenes (13.300 millones de USD), un récord histórico. Los beneficios del ejercicio también van camino de batir récords, ascendiendo a unos 3 billones. El beneficio neto de explotación aumenta un 16%, hasta los 1.780 millones de yenes, gracias a la mejora de los márgenes de intermediación. Los activos de MUFG, SMFG y Mizuho superan los 900 billones de yenes, un 60% más que en el ejercicio de 2012, antes de que el BoJ se embarcara en su ingente programa de relajación monetaria.

#### Reformas sectoriales

El Primer Ministro de Japón, Fumio Kishida, y el Presidente de Corea del Sur, Yoon Suk Yeol, anunciaron en un acto celebrado en la Universidad de Stanford un marco de colaboración para la investigación y el desarrollo de tecnologías cuánticas con la premisa de que «los ordenadores cuánticos de próxima generación resolverían con rapidez problemas complejos con los que difícilmente pueden los superordenadores actuales». Si China avanza a pasos agigantados en este campo, Japón espera colaborar con Estados Unidos y con Corea del Sur para reforzar la competitividad apoyando asociaciones entre centros de investigación. Conviene señalar que, dentro de los tipos existentes, los ordenadores cuánticos superconductores son el formato principal en Japón, mientras que la investigación más común en Corea del Sur se hace sobre ordenadores cuánticos de iones atrapados y de otros tipos.

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,00%)

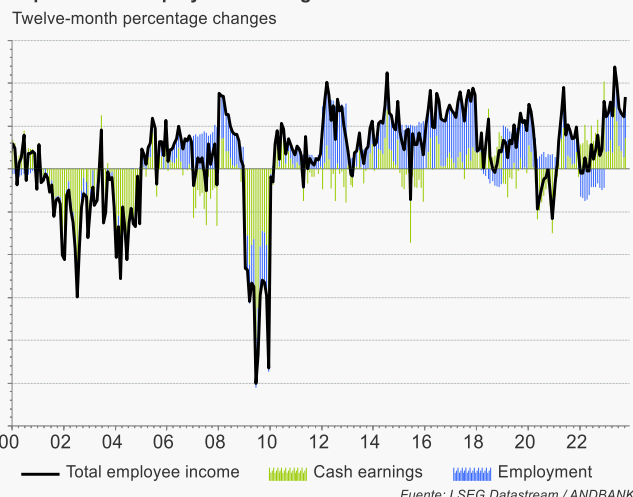
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 140)

Japan Nikkei 225 price / earnings



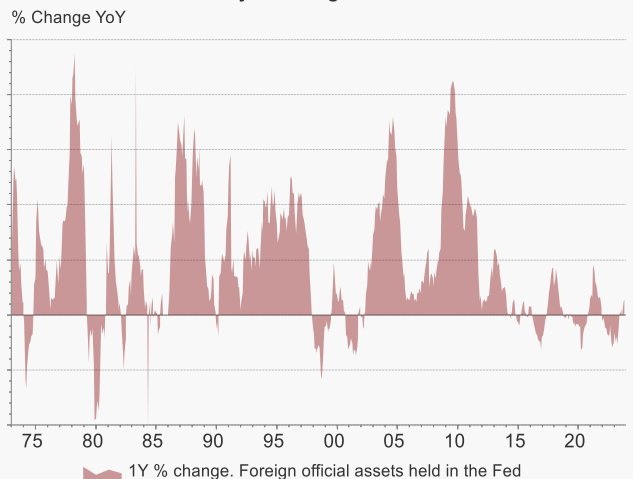
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan - Total employee income growth



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Securities held in custody for foreign official accounts



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# INDIA

## La revolución logística puede traer de nuevo tasas de crecimiento estructural del 8-10%

### La inversión en infraestructuras de transporte ya está impulsando la economía

Quien haya visitado India en los últimos años habrá notado la transformación de los horizontes urbanos y los paisajes rurales. Tras destinar 120.000 millones de USD (el 3,3% del PIB) a proyectos de inversión en capital fijo en este año fiscal, el gobierno de Modi no para de construir infraestructuras, habiendo destinado 60.000 millones de USD a carreteras y ferrocarriles. La atención del Gobierno a la mejora de las infraestructuras de transporte empieza a dar frutos y a impulsar eficazmente la economía: la longitud de la red de carreteras ha aumentado más de un 40% en la última década y, con 6,3 millones de km, es la tercera más larga del mundo. El gran éxito ha sido la expansión de la red nacional de autopistas, cuya longitud casi se ha duplicado en el periodo, hasta los 140.000 km (y en 2025 debería llegar a 200.000 km). Las autopistas de acceso controlado (similares a las *Autobahn* alemanas) han cuadruplicado su longitud en la última década y superan los 4.000 kilómetros, estando previsto construir otros 9.000 kilómetros en los próximos tres años. En la misma línea, han disminuido las muertes relacionadas con trenes, con dos años consecutivos sin que haya fallecido ningún pasajero por accidente.

### La revolución logística en el país mejora las perspectivas macroeconómicas

Una de las mayores dificultades de India para elevar la participación del sector manufacturero en el PIB por encima del 15%-17% eran las deficientes infraestructuras, con años de escasa inversión en vías férreas que han forzado a los trenes de mercancías a circular a unos míseros 25 km/h, de modo que el 70% de las mercancías se transportan por carretera (lo que es mucho más caro que el ferrocarril). El gobierno de Modi se ha propuesto reducir los costes logísticos de la India del 16% del PIB a alrededor del 8%. Para ello ha puesto en marcha varios planes. 1) Proyecto India Garland: 130.000 mill. de USD para construir 80.000 km de autopistas de cuatro carriles. 2) Corredores exclusivos para el transporte de mercancías: 8.000 km de nuevas líneas ferroviarias reservadas a trenes de mercancías. 3) Proyecto Sagarmala: 110.000 millones de USD para puertos e infraestructuras marítimas a lo largo de los 7.500 km de costa y vías navegables de la India. 4) Plan de conectividad regional UDAN: aumento del número de aeropuertos operativos, que se ha duplicado en la última década, hasta los 140. Partiendo de la bien contrastada hipótesis de que la inversión en infraestructuras impulsa el crecimiento de la economía al elevar la productividad y reducir los costes de producción, si el gobierno indio sigue con su programa de infraestructuras centrado en el transporte de mercancías, el crecimiento económico recibirá un fuerte impulso, beneficiando tanto a las empresas indias como a los mercados de capitales del país.

### Algunas pruebas tangibles del gran esfuerzo que se está acometiendo

Un ejemplo de estos proyectos públicos es la autopista de ocho raíles Delhi-Mumbai, cuya finalización está prevista para el año que viene, y cuyo objetivo es reducir a la mitad (de 24 a 12 horas) la duración del viaje entre las dos mayores ciudades de la India. Otro ejemplo es integrar en el proyecto el tendido de un cable de fibra óptica a lo largo de la ruta. Del mismo modo, un proyecto de autopista que conectará el norte con el oeste irá acompañado de la construcción de un oleoducto a su lado. En la misma línea, los corredores ferroviarios de mercancías están reajustándose para transcurrir por terrenos públicos, desviándose de las rutas originales para evitar atravesar parques nacionales, algo que requeriría numerosas autorizaciones. Con miras a evitar retrasos en estos grandes proyectos de infraestructuras, el gobierno indio ha puesto en marcha el plan director nacional de «velocidad y potencia», que se desarrolla en paralelo con un grupo de trabajo del gobierno central sobre el Gasoducto de la Infraestructura Nacional. La idea de dirigir el plan director desde el gobierno central es obligar a los distintos departamentos del gobierno a colaborar. Este esfuerzo por acelerar la construcción de infraestructuras está dando frutos. En el último índice de rendimiento logístico del Banco Mundial, publicado en abril, India ocupó en la clasificación general el puesto 38 (desde el 54 en 2014) y el 47 en el subíndice de infraestructuras (desde el 58 en 2014), situándose por delante de Vietnam, Indonesia y México. India previsiblemente se situará entre los 25 primeros en 2030.

### India quiere recorrer la ruta de países vecinos como Japón, Corea del Sur y China

India está empeñada en industrializar su economía, para lo que constituye un imperativo político desarrollar infraestructuras que confieran ventajas competitivas a su subdesarrollado sector manufacturero. Los mecanismos para financiar todo este gasto parecen correctos y no hacen peligrar las métricas fiscales y de deuda del país. El gobierno indio está ampliando el recurso al balance del sector público para cubrir riesgos inherentes a los proyectos de infraestructuras de larga gestación. Ejemplos de mecanismos innovadores de financiación y reducción de riesgos son el «proyecto nacional de monetización», que se propone desbloquear 6 billones de rupias en financiación en los cuatro años anteriores a 2025 vendiendo a inversores institucionales los derechos de peaje asociados a infraestructuras (en lugar de la titularidad sobre estas) y el «modelo híbrido de anualidades», cuyo objetivo es aumentar la financiación de infraestructuras por el sector público reduciendo riesgos regulatorios para el sector privado, con la mira puesta en estimular la realización de más proyectos. El sector de la construcción es ahora la segunda fuente de empleo de India, por detrás de la agricultura, y da trabajo a cerca del 20% de la población activa. Ahora bien, alrededor del 90% de quienes trabajan en la construcción siguen empleados de manera informal, con escasas protecciones legales y salariales. La idea es que el mayor gasto en infraestructuras acabe impulsando el empleo formal en la construcción. En último término, la esperanza es que este derroche en infraestructuras impulse el retorno a tasas de crecimiento estructural del 8-10% como las que se registraron en el periodo 2004-2007.

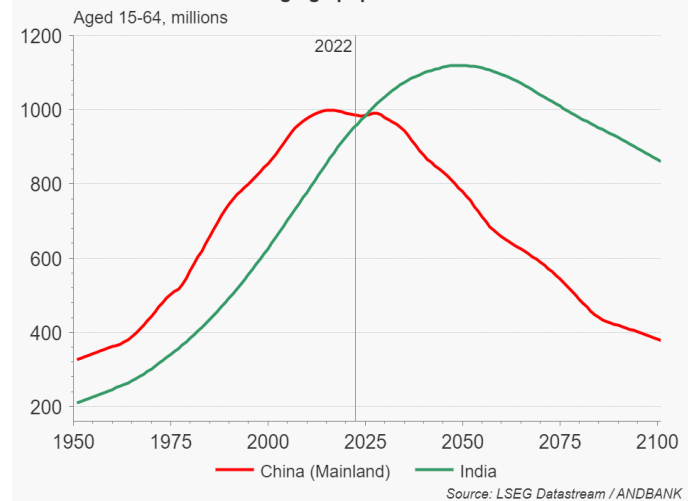
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR  
 Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,5%)  
 Deuda corporativa: SOBREPONDERAR  
 Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 84)

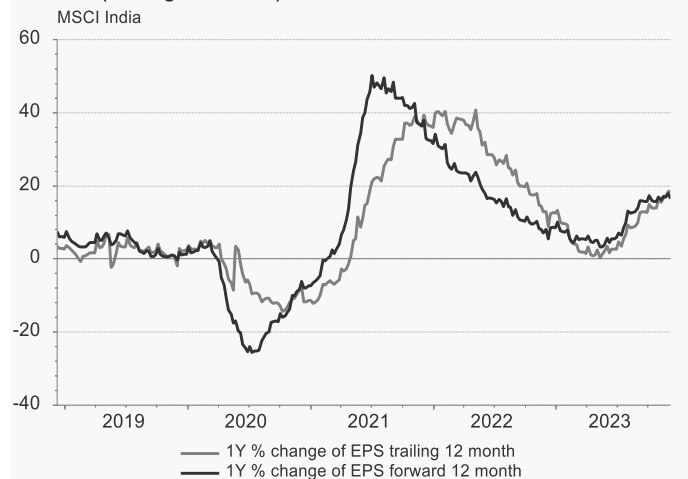
India Datastream index Price Earnings Ratio



China vs India: Working-age population



EPS (Trailing & Forward)





## VIETNAM

### La IED se disparó hasta doblar la media de cinco años y el mercado bursátil ofrece un buen punto de entrada

#### El comercio es un factor clave y sugiere una elevada competitividad industrial

La actividad comercial fue un factor positivo en los últimos meses, especialmente en octubre, a medida que la economía vietnamita seguía recuperándose. Las exportaciones sumaron 32.300 millones de USD (+5,3% interanual) y, las importaciones, 29.300 millones (+2,9% interanual). Gracias al excelente resultado de las exportaciones de componentes electrónicos y productos agrícolas el superávit comercial de Vietnam asciende a 24.600 millones de USD en lo que va de año (con 3.000 millones en octubre), lo que equivale a un superávit del 8,74% del PIB en estos 10 meses (en términos anualizados, al 10,5% del PIB). Estos resultados comerciales se asientan firmemente en la producción industrial, que creció un 5,5% en el mes y un 4,1% interanual. El sector servicios floreció, con un crecimiento de las ventas minoristas del 1,5% mensual y del 7,0% interanual; en cuanto a las entradas de turistas, rondaron los 10 millones en los diez primeros meses de 2023, 4,2 veces más que en el mismo periodo del 2022.

#### La IED dobló la media de 5 años. El banco central no seguirá a otros de la región en las subidas de tipos. Entorno monetario favorable para la renta variable.

La inflación subió la mínima en el mes (+0,1 pp) y un 3,6% interanual, lo que no es motivo de alarma, por cuanto el repunte en los precios de arroz y carburantes quedó compensado por el abaratamiento de los alimentos (porcino). Las entradas de capital en Vietnam han aguantado bien tanto en comercio como en remesas e inversión, sobre todo tras la visita de Estado del Presidente Biden. La IED comprometida en octubre ascendió a 5.500 millones de USD, el doble de la media de los últimos 5 años. Nuestra opinión es que el VND, por factores fundamentales, es una moneda sólida y que el banco central (SBV) mantendrá su compromiso de priorizar el crecimiento mientras asegura la estabilidad de los principales indicadores económicos.

#### Moneda nacional estable y exposición limitada a divisas

El fortalecimiento del dólar provocó salidas generalizadas de capitales desde Asia, lo que indujo cierta volatilidad en el mercado de divisas. El VND perdió un 1,1% en octubre pero, con una depreciación del 3% en lo que va de año, se mantiene relativamente estable. Tras la reciente pausa de la Reserva Federal, el tipo de los fondos federales sigue en 5,25%-5,50%, lo que contrasta con la reducción de los tipos de interés de los préstamos en VND del 2,0%-2,2% en lo que va de año. Resulta tranquilizador que la exposición de Vietnam al riesgo cambiario sea relativamente baja (sólo el 35% del PIB). Sin embargo, las empresas vietnamitas necesitarán una gestión prudente de flujos de caja y refinanciar deuda, encontrando idealmente el equilibrio entre el apalancamiento interno y el externo.

#### La Asamblea Nacional de Hanói fijó objetivos socioeconómicos y definió varias normativas en materias clave con un marcado sesgo favorable al crecimiento

La sesión de la Asamblea Nacional, en la que se fijan los objetivos socioeconómicos para 2024, incluye un objetivo de crecimiento del PIB del 6,0%-6,5%. Esto equivaldría a un PIB per cápita de 4.700 a 4.730 dólares, manteniendo el déficit presupuestario del Estado por debajo del 4% del PIB. La inflación media se mantendrá por debajo del 4,0%-4,5%, con un crecimiento del crédito superior al 15%. También se prevén importantes mejoras normativas: la Ley del Suelo, la de la Vivienda y la del Sector inmobiliario se modificarán sustancialmente e impulsarán de manera decisiva el país hacia sus objetivos de crecimiento económico para 2024.

#### Panorama del mercado: el VNI está barato y ofrece buena oportunidad de compra

El índice VNI dio en octubre continuidad a la caída de septiembre, acumulando en esos dos meses un descenso del 10%, la mayor caída bimestral desde septiembre de 2022. Vietnam no fue el único país cuyo mercado registró pérdidas, ya que la mayoría de homólogos regionales e índices occidentales registraron caídas superiores al 10%. Las inquietudes que empañaron la confianza inversora en septiembre y octubre, como las operaciones de gestión monetaria en forma de continua emisión de letras por el SBV y el alza de tipos interbancarios (malinterpretada como endurecimiento de la política), siguieron minando el ánimo de los inversores a lo largo de octubre. Sin embargo, en la segunda quincena de octubre vencieron 4.500 millones de USD en letras, con nuevas emisiones por 2.000 millones, lo que representa una inyección neta de 2.500 millones de USD. El temor a que suba el índice del dólar (DXY) y la preocupación por los tipos de la Fed siguieron ensombreciendo los resultados.

En un análisis más estructural, la relación entre los valores bursátil y contable del conjunto del VNI ronda 1,5x, un nivel no visto desde la pandemia. A la vista de la relajación de la política monetaria, el VNI estaría ahora infravalorado, como demostraría el cambio desde ventas netas extranjeras a compras netas por valor de 15,9 millones de USD entre el 30 de octubre y el 7 de noviembre, al considerarlo un buen punto de reentrada. El índice VNI halló soporte en el nivel de los 1.085-1.100 puntos, logrando con todo superar a la mayoría de mercados emergentes; sin embargo, el 26 de octubre el mercado registró un fuerte volumen de órdenes de venta de VHM (Vinhome), el mayor promotor inmobiliario vietnamita, cuando la empresa matriz Vingroup emitió bonos canjeables a 5 años con una opción de conversión en acciones de Vinhome. Esto desencadenó otro episodio vendedor en octubre, motivado por el pánico, en el índice VNI.

Las 80 empresas del universo de análisis han presentado ya sus resultados del tercer trimestre, con crecimiento agregado del beneficio neto después de impuestos estable. Resulta alentador que aumenten tanto ingresos como EBIT, con un incremento de los ingresos que ronda el 5% interanual y del EBIT de casi el 9% interanual. Hay dos razones principales por las que el resultado neto después de impuestos aún no despega, aunque podría hacerlo en un futuro próximo. La primera es el hecho de que, tras la depreciación de la divisa a partir de junio, las cuentas de resultados acusaron las mayores provisiones de empresas de elevada capitalización con deuda denominada en USD. La segunda es que en el sector financiero, en particular el bancario, los resultados son inferiores a las previsiones trimestrales, en parte por el impacto del sacrificio de la banca comercial participada por el Estado para apoyar a la economía con tipos preferentes (bajos). Por último, los valores de los sectores de TI, energía, metales e industriales registran buenos resultados, y peores los de consumo, conglomerados, química y servicios públicos. El sector inmobiliario está en línea con las expectativas.

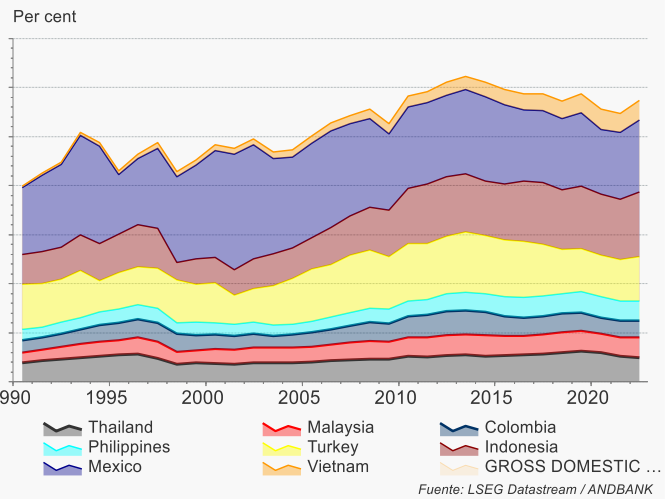
#### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

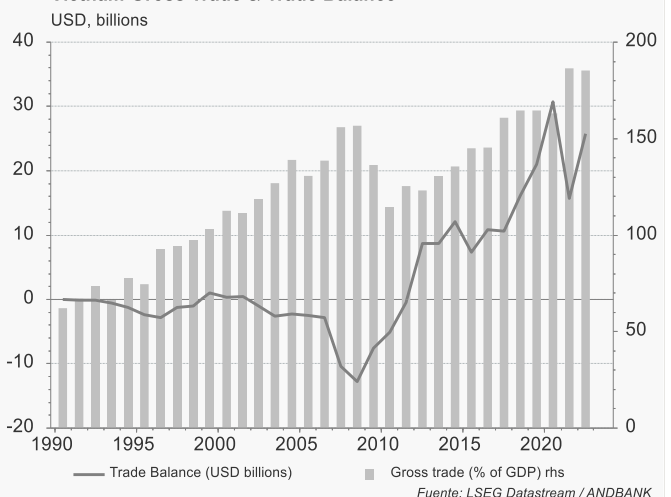
VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



Other EMs share of world GDP



Vietnam Gross Trade & Trade Balance







# ISRAEL

## Una política fiscal poco clara hace temer por el estado de la economía una vez que llegue «el día después»

### Situación política y políticas fiscal y monetaria

Huelga decir que la guerra que libra Israel con la organización terrorista Hamás sigue siendo el factor que más afecta a casi todas las cuestiones económicas y políticas en estos momentos. Puesto que no se vislumbra un final para la guerra en el futuro inmediato, cualquier previsión económica necesariamente implicará conjeturas. Empiezan a intuirse, con todo, varios aspectos de los acontecimientos que acompañarán a la evolución de la situación económica, tanto ahora como después de la guerra. Para financiar la guerra el gobierno tendrá que aplicar recortes presupuestarios. En concreto, el Ministerio de Finanzas presentó una propuesta para modificar el presupuesto de forma que estipulará un mayor déficit fiscal. Hay que tener en cuenta que Israel entró en la guerra con un ratio deuda/PIB del 61%, significativamente inferior al de la mayoría de los países desarrollados. Siendo así, el Gobierno parece tener margen para aplicar una política fiscal más expansiva. Según Avi Simhon, presidente del Consejo Económico Nacional de Israel, en el peor de los casos la relación deuda/PIB del país ascendería al 70%.

Dicho esto, la propuesta que presentó Bezalel Smotrich, Ministro de Finanzas, deja la impresión de que el camino elegido dista mucho de ser el óptimo. En primer lugar, las partidas de gasto asignadas inicialmente a algunos ministerios para granjearse apoyos políticos se mantuvieron inalteradas. Tampoco se modificó el presupuesto de los nuevos ministerios creados por el ejecutivo actual. Resulta que el grueso de los recortes del gasto recae en partidas de sectores vitales para la sociedad, por lo que se harán a expensas de otras necesidades importantes. En un comunicado reciente el Banco de Israel afirmaba que era necesario cambiar las prioridades del presupuesto.

Pensamos que lo que determinará la capacidad de Israel de salir económicamente fuerte de esta crisis no será el porcentaje de déficit ni el tamaño del presupuesto, sino la forma en que se aborden estas cuestiones. El Banco de Israel está a la espera de ver cómo actúa el Ministerio de Hacienda. Aunque las expectativas de inflación se han desplomado desde el comienzo de la guerra y la economía se está ralentizando, el instituto monetario aguarda a la adopción de las decisiones fiscales. Al respecto conviene señalar que se ha alcanzado un acuerdo entre el Gobierno y el gobernador del Banco de Israel, Amir Yaron, quien desempeñará un segundo mandato de cinco años (2024-2028). Lo consideramos una decisión muy relevante, ya que el banco central está siendo muy elogiado por su actuación durante la guerra. La reputación del Banco de Israel es ahora la de una institución responsable, por lo que el nombramiento de Yaron ayuda a disipar la incertidumbre reinante en los últimos meses.

Para hacernos una idea de cómo está afectando la guerra a la economía, en los últimos datos del mercado de trabajo se observa que el número de empleados temporalmente ausentes de su puesto de trabajo se disparó a 430.000 en octubre, frente a los 160.000 de septiembre. Esto incluye a los reservistas del ejército y a quienes están de baja sin sueldo.

### Renta fija

La curva de rendimientos ha cambiado mucho desde el inicio de la guerra: si antes de octubre estaba invertida, ahora la curva de tipos-plazos tiene pendiente positiva y su forma vuelve a ser «normal». Tras este cambio vemos atractivo en ampliar la *duración*: tras habernos mantenidos largo tiempo cortos en *duración*, estamos ahora reforzando la parte larga de la curva.

### Renta variable

El mercado bursátil, tras sufrir fuertes caídas al principio de la guerra, registró el mes pasado una fuerte recuperación, anotándose el índice Tel Aviv 125 una ganancia del 5%. Algo que se explicaría por dos factores principales: el primero, que el mercado, con la caída causada por la guerra, cotizaba a un nivel de valoración atractivo, lo que atrajo a los inversores; el segundo, que los precios del mercado estarían ya reflejando lo que puede ocurrir al finalizar la guerra. La historia de los últimos veinte años demuestra que Israel se recupera bastante rápidamente de las crisis de seguridad, que es lo que parece que el mercado está anticipando ahora.

Seguimos pensando que el mercado bursátil israelí efectivamente cotiza a niveles de valoración atractivos, pero que para que se mantuviera la tendencia alcista el conflicto actual tendría que terminar cuanto antes. Confiamos en que el año que viene se volverá a la normalidad.

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

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL

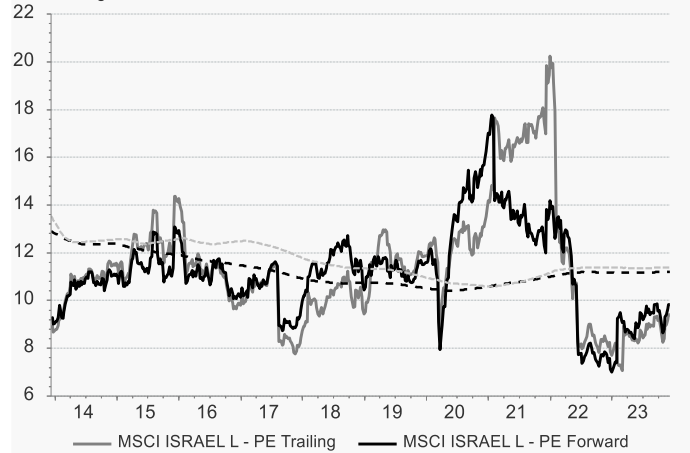
Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa: NEUTRAL

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

Israel price-to-earning ratio

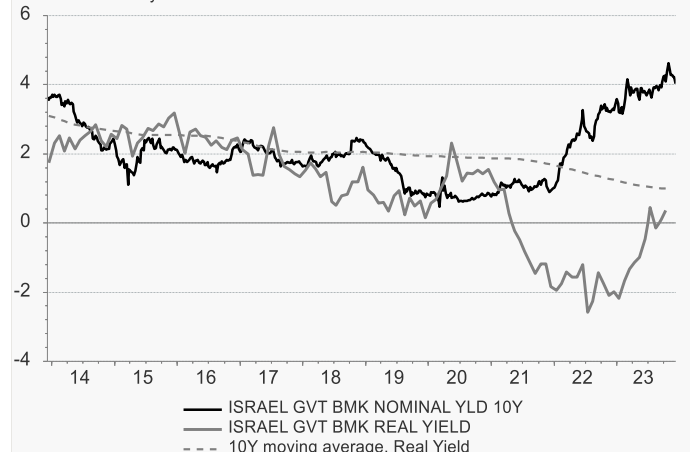
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# BRASIL

## La consecución de los objetivos fiscales y el proceso de bajada de tipos centrarán la atención de los inversores

### Continuidad del ciclo de relajación monetaria

En su reunión de noviembre el Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central de Brasil (BCB) redujo los tipos otros 50 pb, una medida ampliamente anunciada por el Presidente del BCB, Roberto Campos Neto, y que los agentes del mercado aguardaban con impaciencia. Campos Neto ha manifestado con claridad que la reciente inestabilidad internacional no altera significativamente las perspectivas de inflación de Brasil para los próximos meses, por lo que no influirá en el actual ciclo de relajación. La inflación, medida por la evolución de los precios al consumo, se ralentizó en octubre al registrarse un alza de precios del 4,82% interanual (frente al 5,19% interanual de septiembre), inferior a lo esperado por el mercado (4,87% interanual).

El mercado espera de hecho otro recorte igual en la reunión del COPOM del 13 de diciembre, además de preverse nuevos recortes para 2024. La encuesta Focus, que recopila previsiones económicas de más de un centenar de analistas del mercado brasileño, prevé un tipo terminal del 9,00%-9,25% para el presente ciclo de reducción de tipos. Dado que hay ocho reuniones programadas para 2024, a un recorte de tipos de 50 pb por reunión el BCB habría terminado de bajar los tipos en julio. Sin embargo, Campos Neto también ha sido muy claro sobre el impacto que un deterioro de las previsiones fiscales podría tener en las futuras expectativas de inflación y, por tanto, en el nivel del tipo terminal y en el calendario de recortes de tipos.

En noviembre se produjo un debate importante sobre los objetivos de déficit del nuevo marco fiscal. Dado que para 2023 se ha previsto un déficit del 2,1%, el tema principal fue cómo conseguiría el gobierno de Lula el déficit cero en 2024. Lula afirmó en una reunión del gabinete, y así quedó registrado, que «el dinero en el banco es bueno para los economistas, pero el dinero en los puestos de trabajo es bueno para la gente» (traducción libre). Esta declaración desencadenó múltiples reuniones con Fernando Haddad, Ministro de Hacienda, para intentar revertir la percepción del mercado de que el Presidente estaba pensando en cambiar el sistema de metas antes incluso de que hubiese entrado en vigor. Tras numerosas reuniones con diputados, otros ministros y el propio Lula, se decidió que por ahora no habría cambios.

El Congreso está considerando varios proyectos para elevar los ingresos y compensar en parte el aumento del gasto que se ha previsto para los años electorales (las elecciones municipales y gubernamentales se celebran con dos años de desfase con las presidenciales). Dado que aún no se han aprobado todos estos proyectos, se ha considerado oportuno esperar a ver en qué situación se encuentra el Gobierno en marzo y, si fuera necesario, realizar en ese momento los ajustes. Los agentes del mercado ya parecen sentirse cómodos con un déficit del 0,5% para 2024. Si el Gobierno lograra cumplir tal expectativa «adaptada» no debería haber motivo de inquietud. Con todo, el riesgo para el próximo año sigue ahí. Si persistiera la preocupación sobre la situación fiscal del país y la Fed sostuviera una postura restrictiva, el ciclo de reducción de tipos en Brasil podría durar menos de lo anticipado.

### La reacción de la economía

Parece que las expectativas sobre el ciclo de relajación ya se han incorporado a las previsiones. El índice de actividad económica IBC-Br retrocedió 0,06 puntos en septiembre de 2023, cuando el mercado esperaba (tras una revisión a la baja en agosto) que subiera 0,2 puntos. El sector servicios, que aporta la mitad del empleo formal de Brasil y cerca del 70% del PIB del país, se contrajo un 0,3% en septiembre. La producción industrial se mantuvo más o menos estable (0,1%) y las ventas minoristas repuntaron ligeramente desde agosto (0,6%). En el tercer trimestre la actividad económica se contrajo un 0,64% respecto al anterior. La encuesta Focus prevé un crecimiento PIB para 2023 del 2,85% y, para 2024, del 1,50%.

### Mercados financieros

Tras el mercado alcista de finales del primer semestre, los mercados brasileños reaccionaron en línea con los internacionales y con la perspectiva de una Fed que mantendría su postura restrictiva durante más tiempo, lo que hizo de agosto, septiembre y octubre los peores meses del año, en los que tanto los mercados de renta fija como los de renta variable perdieron el grueso de la excelente rentabilidad generada en el primer semestre del año.

Noviembre fue, sin embargo, en líneas generales, un mes excepcional. A la fecha de este informe el índice bursátil Ibovespa está en su máximo de los últimos 2 años, rondando los 126.000 puntos, y acercándose a su máximo histórico (los 130.776 puntos de junio de 2021). De modo que parece que, pese a las preocupaciones sobre la política fiscal nacional, la política monetaria exterior e incluso los recientes acontecimientos geopolíticos, los mercados están posicionándose para un fuerte final de año.

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

Renta variable (Ibovespa): NEUTRAL- SOPREPONDERAR

Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 700 pb; rend. obj.: 12%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 300 pb; rendimiento obj.: 8%)

Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,00)

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

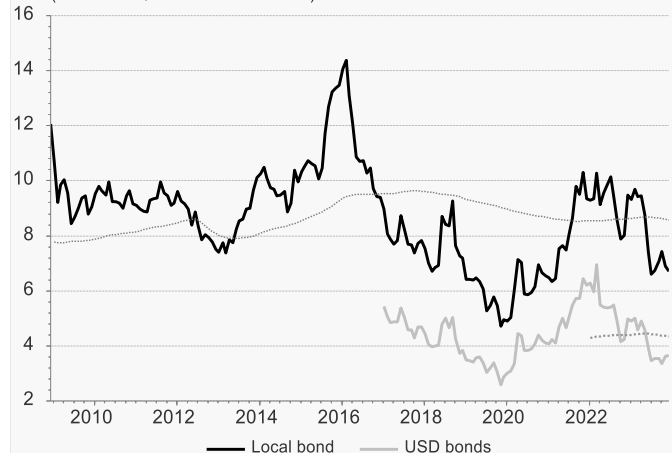
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# MÉXICO

## El país entrará en 2024 con sólidos datos fundamentales, pero la situación política puede elevar la volatilidad

### Banco central

Banxico mantuvo su pausa monetaria con el tipo de referencia en 11,25% y, al igual que en comunicados recientes, su Junta de Gobierno fue unánime en descartar su recorte en un futuro próximo. Sin embargo, el tono de la orientación de política se modificó al considerar que el tipo se mantendría en ese nivel durante «algún tiempo» en vez de durante «un período prolongado», lo que el mercado interpretó como una relajación de la postura de política. Interpretación esta respaldada por comentarios de los miembros de la Junta de Gobierno, quienes señalaron que, dado el elevado nivel del tipo real *ex ante*, un recorte del tipo mantendría una política monetaria restrictiva. Además, se revisaron a la baja las estimaciones de inflación general para trimestres siguientes, si bien las previsiones de inflación subyacente se mantuvieron sin cambios.

### Inflación y actividad

La economía de México se mantiene a finales del tercer trimestre de 2023 en una buena senda de crecimiento. La revisión preliminar y la segunda revisión del PIB del trimestre reafirmaron un crecimiento del 1,1% trimestral y 3,3% interanual, lo que marca ocho trimestres consecutivos de crecimiento, apoyado en el consumo interno y la actividad industrial. La producción industrial creció un 3,7% interanual en los nueve primeros meses de 2023, impulsada en particular por la construcción (+13,7% interanual). El Gobierno anunció que México atrajo una cifra récord, casi 33.000 millones de dólares, en inversión extranjera directa en los tres primeros trimestres del año, algo que los analistas atribuyen a la tendencia a relocalizar la actividad manufacturera en países geográficamente cercanos (*nearshoring*).

Por su parte, la inflación mantuvo en octubre la tendencia a la baja por noveno mes consecutivo. La inflación general aumentó un 4,26% interanual, frente al +4,45% interanual de septiembre. El índice subyacente se situó, en cambio, en el 5,5% anual (+0,39% mensual), al ser la inflación del sector servicios superior a lo esperado por el mercado. Los precios subyacentes deberían bajar más para que el banco central empezase a relajar su política. El objetivo de inflación del Banco Central es del 3%±1 pp.

### Economía política

El proyecto de presupuesto económico para 2024 se tramitó y aprobó sin mayores cambios en la Cámara de Diputados del Congreso de la Unión, que entre finales de octubre y principios de noviembre votó la Ley de Ingresos de la Federación y de los Egresos. Uno de los principales cambios a la propuesta original fue reducir aún más (del 40% al 30%) la participación en los beneficios de Pemex que recibe el gobierno (el "Derecho de Utilidad Compartida"), que será por tanto inferior al 35% que proponía el Ejecutivo. También de relevancia para los inversores es el acuerdo para recortar a 0,50%, desde el 1,48% que se había propuesto, el tipo de retención sobre los intereses reales devengados.

También se conocen ya candidatos oficiales para las elecciones presidenciales de 2024. Por el partido del presidente de la República, *Morena*, la candidata será la ex jefa de gobierno de Ciudad de México, Claudia Sheinbaum, y a la fecha es quien tiene mayores probabilidades de obtener la presidencia. La principal fuerza de la oposición (una alianza de varios partidos, entre ellos el PRI y el PAN) llevará a candidata a la senadora Xóchitl Gálvez, mientras que el partido *Movimiento Ciudadano*, actualmente tercero en las encuestas, estará representado por el actual gobernador del estado de Nuevo León, Samuel García.

### Mercados financieros

**Renta variable.** La tendencia actual del mercado bursátil mexicano bien podría haberse apoyado en expectativas de disminución de los tipos de interés a corto plazo estadounidenses y en un escenario benigno para el crecimiento económico. Nuestra opinión es que el crecimiento puede ser inferior al esperado, por lo que prevemos una corrección a corto plazo en la renta variable. No obstante, favorecemos a la bolsa mexicana para el año próximo debido a que este año se ha rezagado, así como por el fuerte peso en ella de empresas cíclicas que podrían beneficiarse de unas políticas monetaria y fiscal expansivas el próximo año. La cotización objetivo para el índice IPC en 2024 estaría en 59.000 puntos.

**Renta fija y tipos de cambio.** Seguimos pensando que se producirá un descenso de la inflación entre los últimos meses de 2023 y principios de 2024, que sería gradual, sobre todo en el caso de la inflación subyacente. Para el próximo año el entorno podría ser volátil debido al aumento del déficit presupuestario, la probabilidad de recesión económica en 2024 y el inicio del proceso electoral para las presidenciales del próximo año. Mantenemos los objetivos para las deudas denominadas en moneda local y en USD.

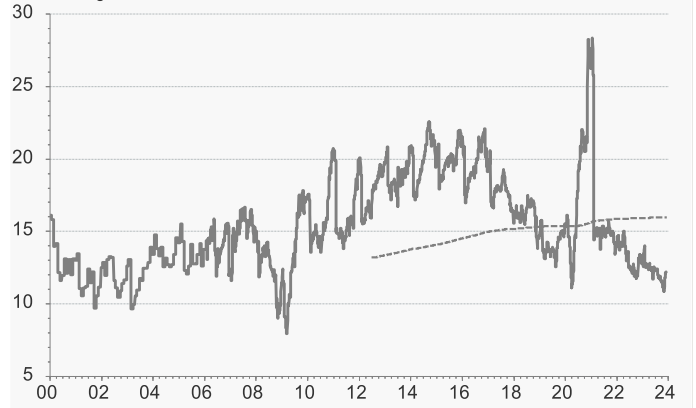
El cambio medio del peso en octubre fue de 18,1 unidades por dólar, pero en noviembre la moneda volvió a apreciarse hasta el nivel de 17,1 pesos por dólar. La solidez macroeconómica, la disciplina fiscal y las perspectivas de relocalización de la inversión desde países vecinos contribuyeron a la apreciación del peso este año.

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

Renta variable (IPC México): SOPREPONDERAR  
 Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 550 pb; rend. obj.: 10,5%)  
 Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 150 pb; rendimiento obj.: 6,75%)  
 Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 18,50)

Mexico MSCI Index price-to-earning

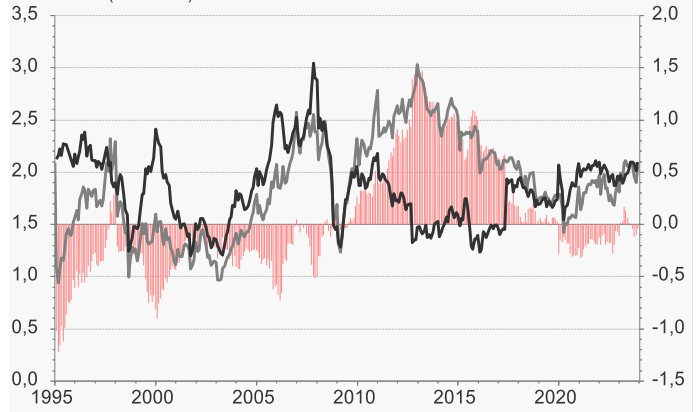
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

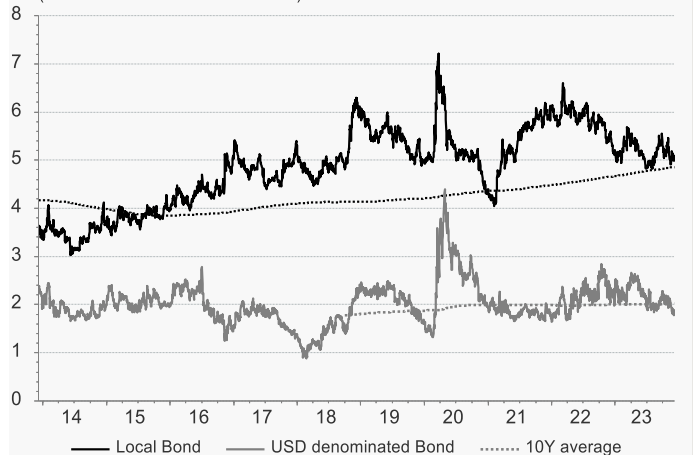
Ratios (both axes)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## Con Javier Milei como presidente, el país emprende un camino que no estará exento de complicaciones

### Recapitulación de las elecciones

El líder del partido *La Libertad Avanza* (LLA), Javier Milei, es el nuevo Presidente electo de la República Argentina tras obtener el 55,7% de los votos, frente al 44,3% del candidato oficialista Sergio Massa. Milei, que sólo había logrado el 30% de los votos en las elecciones generales, consiguió hacerse con una mayoría significativa de los votos de *Juntos por el Cambio* (23,8% en las generales) y de Juan Schiaretti (6,7% en las generales). El apoyo de Mauricio Macri y Patricia Bullrich a la candidatura de Javier Milei fue en gran parte responsable del considerable trasvase de votos desde JxC. Los votos en blanco y nulos tan sólo representaron el 3% del total, pese al importante número de indecisos y de que varios líderes de la oposición no apoyaron a ninguno de los dos candidatos. El índice de participación fue del 76,3%, ligeramente inferior al 77% de las elecciones generales.

El triunfo de Milei se reflejó a nivel territorial en victorias en 21 de las 24 provincias. En las cuatro provincias principales de Argentina el dominio de Milei fue amplio, salvo en Provincia de Buenos Aires (PBA), el principal feudo del partido gobernante: i) PBA: Milei 49,3% vs 50,7% Massa; ii) Ciudad de Buenos Aires: Milei 57,3% vs 42,7% Massa; iii) Córdoba: 74% Milei vs 26% Massa; iv) Santa Fe: Milei 62,8% vs Massa 37,2%.

### El gabinete de Javier Milei

Una de las novedades del gobierno de Javier Milei es la reducción del número de Ministerios, de los dieciocho actuales a sólo ocho. Los de Salud, Desarrollo Social, Trabajo y Educación se fusionarán en un único Ministerio de Capital Humano, a cargo de Sandra Pettovello, quien tendrá la delicada tarea de gestionar planes sociales y otras ayudas estatales. También se creará el Ministerio de Infraestructuras, que tendrá a su cargo Energía, Transporte, Obras Públicas y Vivienda, Telecomunicaciones y Minería, hasta ahora independientes. Este nuevo Ministerio lo dirigirá Guillermo Ferraro, quien hasta hace poco era Director de KPMG Argentina. Guillermo Francos y Nicolás Posse, dos ex compañeros de trabajo de Milei en Corporación América, serán piezas clave en el nuevo gabinete, el primero como Ministro del Interior y el segundo como Jefe de Gabinete. Mariano Cúneo Libarona, abogado con amplia experiencia en el sector privado, también fue confirmado como Ministro de Justicia. La economista Diana Mondino será la futura Ministra de Exteriores, responsable de relaciones internacionales. Otro nombramiento destacado es el de Horacio Marín al frente de YPF, consolidando el cargo de Presidente y Consejero Delegado. Marín era Director de exploración y producción en Tecpetrol, la empresa de petróleo y gas del Grupo Techint.

Milei mencionó que era improbable que se conociera al Ministro de Economía en un futuro cercano, dada la irresponsabilidad de Massa en esta transición. Es casi una certeza que parte del gabinete estará conformado por funcionarios que formaron parte del gobierno de Mauricio Macri. Por el momento todas las designaciones son de personas del entorno de Javier Milei.

### Qué cabe esperar a continuación

Una de las principales incógnitas en materia económica es si Milei dolarizará la economía. En su primera entrevista como presidente electo dijo que la principal prioridad económica era resolver el problema de los pasivos monetarios del Banco Central, para lo que está trabajando en la ingeniería financiera necesaria para presentar una oferta atractiva a los tenedores de bonos. Se estima que se necesitan 30.000 millones de dólares para rescatar todos esos instrumentos. Para Milei, resolver este problema es condición previa para poder levantar las restricciones cambiarias y luego eliminar el Banco Central.

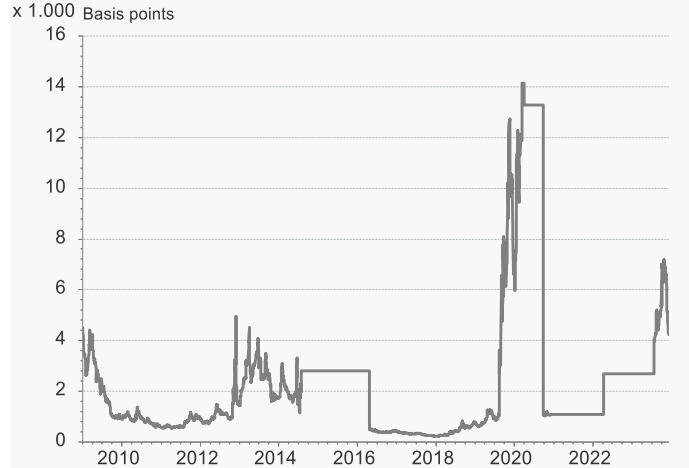
LLA únicamente cuenta en el Congreso con ocho senadores (quórum de 36) y 37 diputados (quórum de 129), por lo que necesitará los votos de una parte importante de la oposición. Se da por descontado el apoyo de los diputados de JxC, que responden a Mauricio Macri y Patricia Bullrich (la mayoría del PRO), y de una parte de la Unión Cívica Radical. Es una incógnita lo que pueda suceder con *Hacemos por Nuestro País*, integrado por Juan Schiaretti y otros partidos provinciales, pero nos inclinamos a pensar que posiblemente apoyarán algunos proyectos de ley. *Unión por la Patria*, por su parte, cuenta con 118 diputados y 31 senadores, lo que la convierte en la principal minoría del Congreso con diferencia. La cuestión es si se mantendrá como un bloque sólido o si habrá diputados que apoyen algunos proyectos del gobierno. Una fragmentación del peronismo como resultado de la lucha por el liderazgo podría ayudar a Milei a lograr que se aprobasen ciertas reformas o al menos permitir que los decretos presidenciales no sean derogados por el Congreso.

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

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

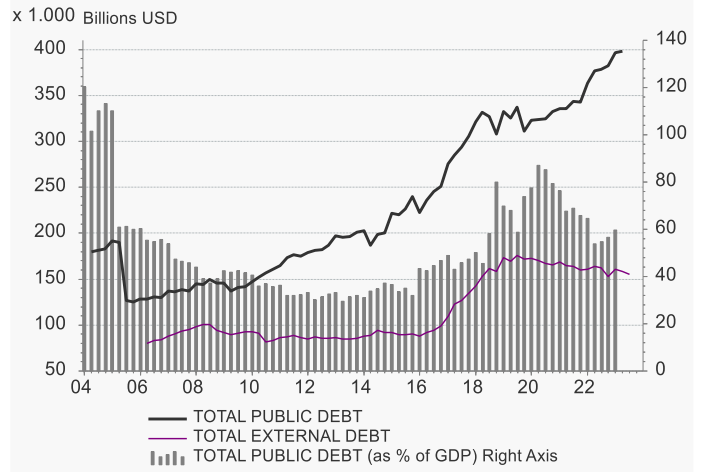
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2024: 800)

Argentina 5Y CDS



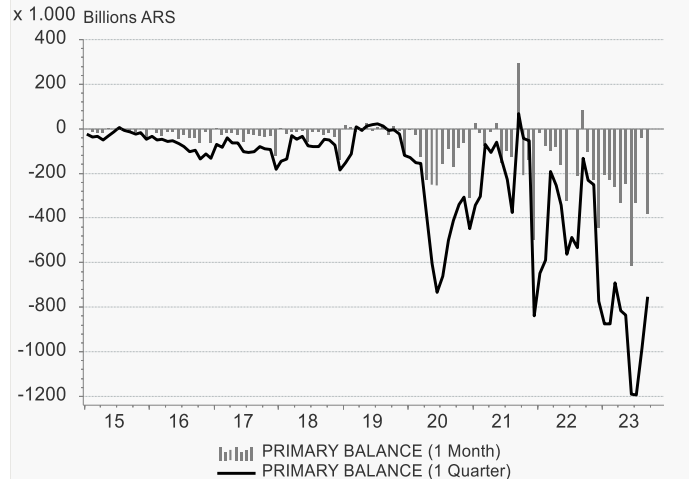
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Fuente: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINE PRIMARY BALANCE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



RENDA VARIABLE

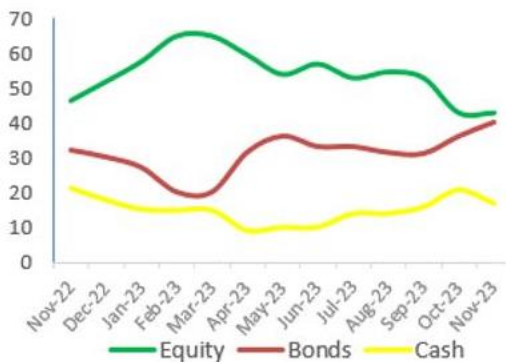
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Análisis fundamental**

| Index                     | Projected EPS 2024 | Projected EPS Growth 2024 | PE (fw) | Current Equity Yied | Current Risk Premium | Hist Risk Premium | Reasonable PE fw so that Risk Prem = hist | Reasonable Equity Yied | INDEX CURRENT PRICE | Andbank's Target Price | E[Perf] to target Price | Recommend ed Strategy | Exit Point (Strong Sell) |
|---------------------------|--------------------|---------------------------|---------|---------------------|----------------------|-------------------|---|------------------------|---------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|
| USA S&P 500               | 243,4              | 9,92%                     | 18,89   | 5,29%               | 1,06%                | 2,00%             | 19,00                                     | 5,26%                  | 4.570               | 4.595                  | 0,6%                    | MW-UW                 | 5.055                    |
| Europe - Stoxx Europe 600 | 36,9               | 6,03%                     | 12,69   | 7,88%               | 5,58%                | 5,00%             | 13,00                                     | 7,69%                  | 466                 | 478                    | 2,5%                    | OW                    | 526                      |
| Euro Zone - Euro Stoxx    | 37,8               | 6,18%                     | 12,32   | 8,12%               | 5,81%                | 5,00%             | 13,00                                     | 7,69%                  | 464                 | 489                    | 5,5%                    | OW                    | 538                      |
| Spain IBEX 35             | 986,0              | 4,01%                     | 10,38   | 9,63%               | 6,33%                | 5,70%             | 11,00                                     | 9,09%                  | 10.206              | 10.816                 | 6,0%                    | OW                    | 11.898                   |
| Mexico IPC GRAL           | 4.486              | 10,18%                    | 12,13   | 8,25%               | -1,10%               |                   | 13,50                                     | 7,41%                  | 54.054              | 60.167                 | 11,3%                   | OW                    | 66.184                   |
| Brazil BOVESPA            | 15.489             | 12,03%                    | 8,25    | 12,12%              | 1,20%                |                   | 8,90                                      | 11,24%                 | 126.803             | 136.799                | 7,9%                    | MW                    | 150.479                  |
| Japan NIKKEI 225          | 1.758              | 25,56%                    | 18,92   | 5,28%               | 4,62%                | 4,00%             | 20,00                                     | 5,00%                  | 32.776              | 34.641                 | 5,7%                    | OW                    | 38.105                   |
| China SSE Comp.           | 306,5              | 14,56%                    | 9,79    | 10,22%              | 7,54%                | 4,80%             | 10,00                                     | 10,00%                 | 2.972               | 3.038                  | 2,2%                    | UW                    | 3.341                    |
| China Shenzhen Comp       | 126,4              | 30,16%                    | 14,85   | 6,74%               | 4,06%                | 1,25%             | 15,00                                     | 6,67%                  | 1.845               | 1.864                  | 1,0%                    | UW                    | 2.051                    |
| India SENSEX              | 3.477              | 16,89%                    | 20,14   | 4,97%               | -2,29%               | -2,00%            | 21,00                                     | 4,76%                  | 69.296              | 72.269                 | 4,3%                    | OW                    | 79.496                   |
| Vietnam VN Index          | 123,3              | 30,47%                    | 9,21    | 10,86%              |                      |                   | 11,00                                     | 9,09%                  | 1.116               | 1.334                  | 19,5%                   | OW                    | 1.467                    |
| MSCI EM ASIA              | 43,4               | 22,32%                    | 12,19   | 8,20%               |                      |                   | 13,50                                     | 7,41%                  | 522                 | 578                    | 10,7%                   | OW                    | 635                      |

ANDBANK ESTIMATES

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

Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)

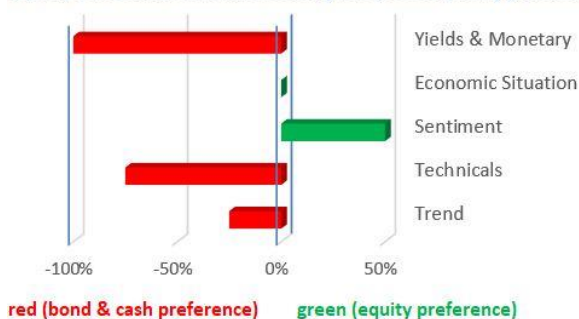


Asignación táctica de activos

| GLOBAL EQUITY ALLOCATION | Recommended Allocation | Benchmark |
|--------------------------|------------------------|-----------|
| U.S.                     | 67%                    | 61,5%     |
| Europe ex. U.K.          | 13%                    | 12,6%     |
| Emerging Markets         | 10%                    | 10,8%     |
| Japan                    | 5%                     | 5,5%      |
| U.K.                     | 2%                     | 3,8%      |
| Canada                   | 2%                     | 3%        |
| Pacific ex. Japan        | 1%                     | 2,9%      |

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)

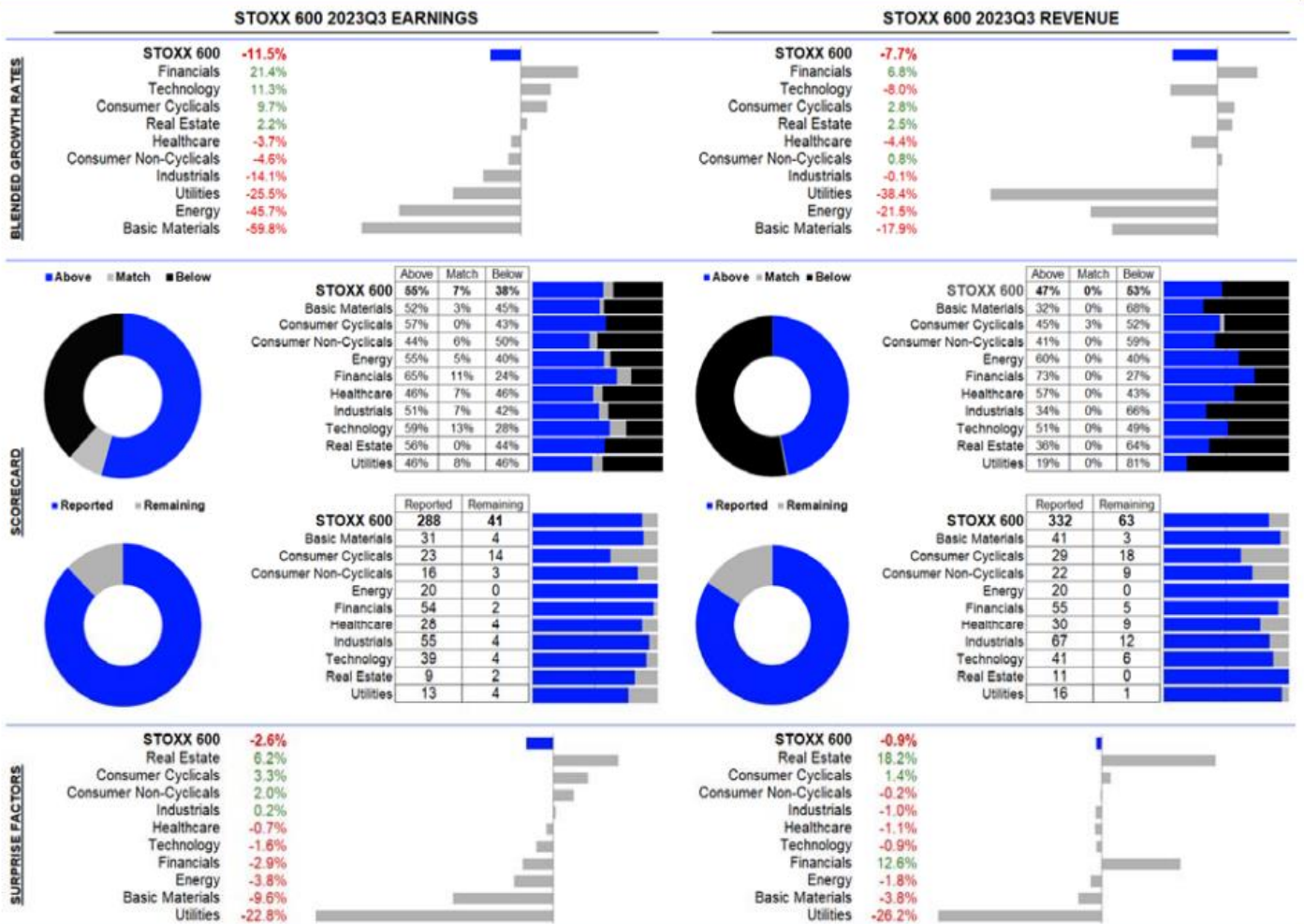
Equity vs. Bonds Relative Strenght by Betalphing 5 Indicators





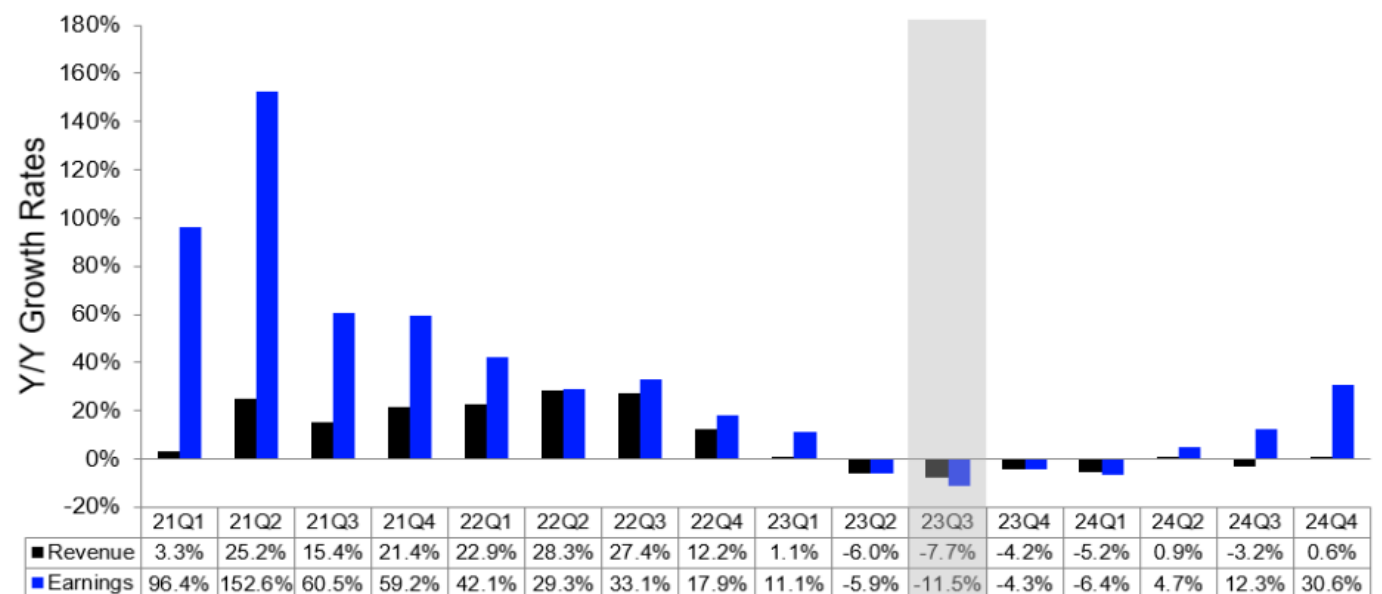
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

Exhibit 1A. STOXX 600: Q3 2023 Earnings Dashboard



Source: LSEG I/B/E/S

Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



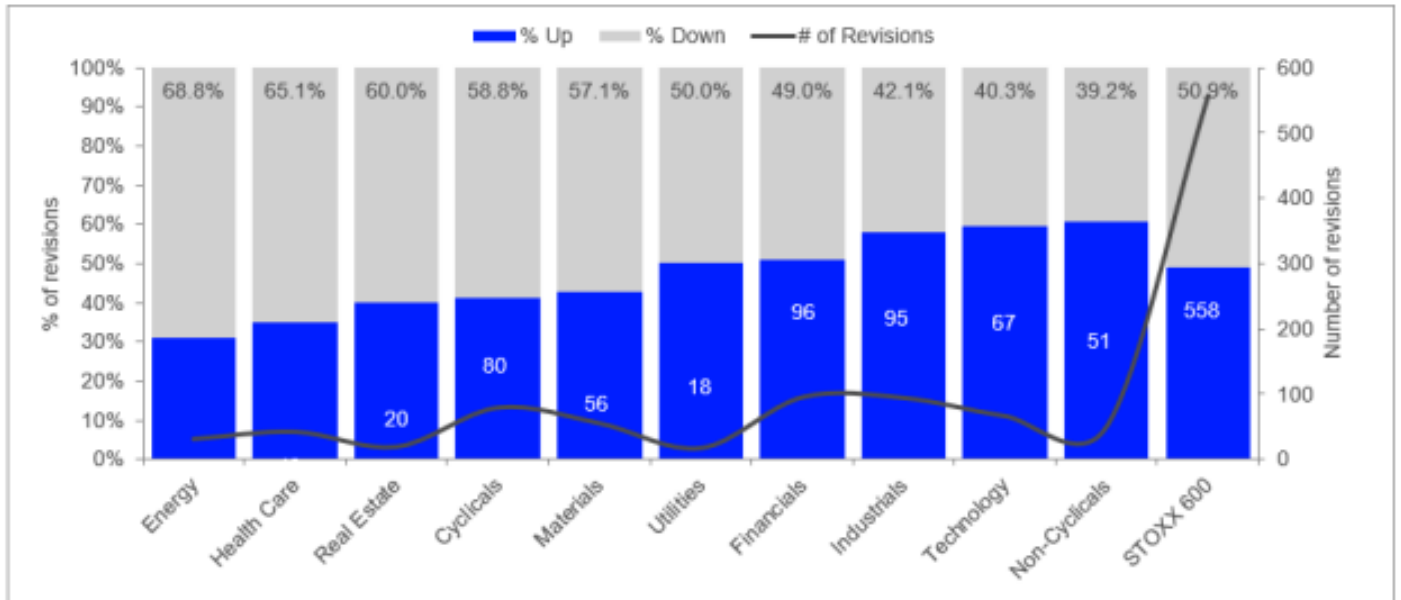
Source: LSEG I/B/E/S



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

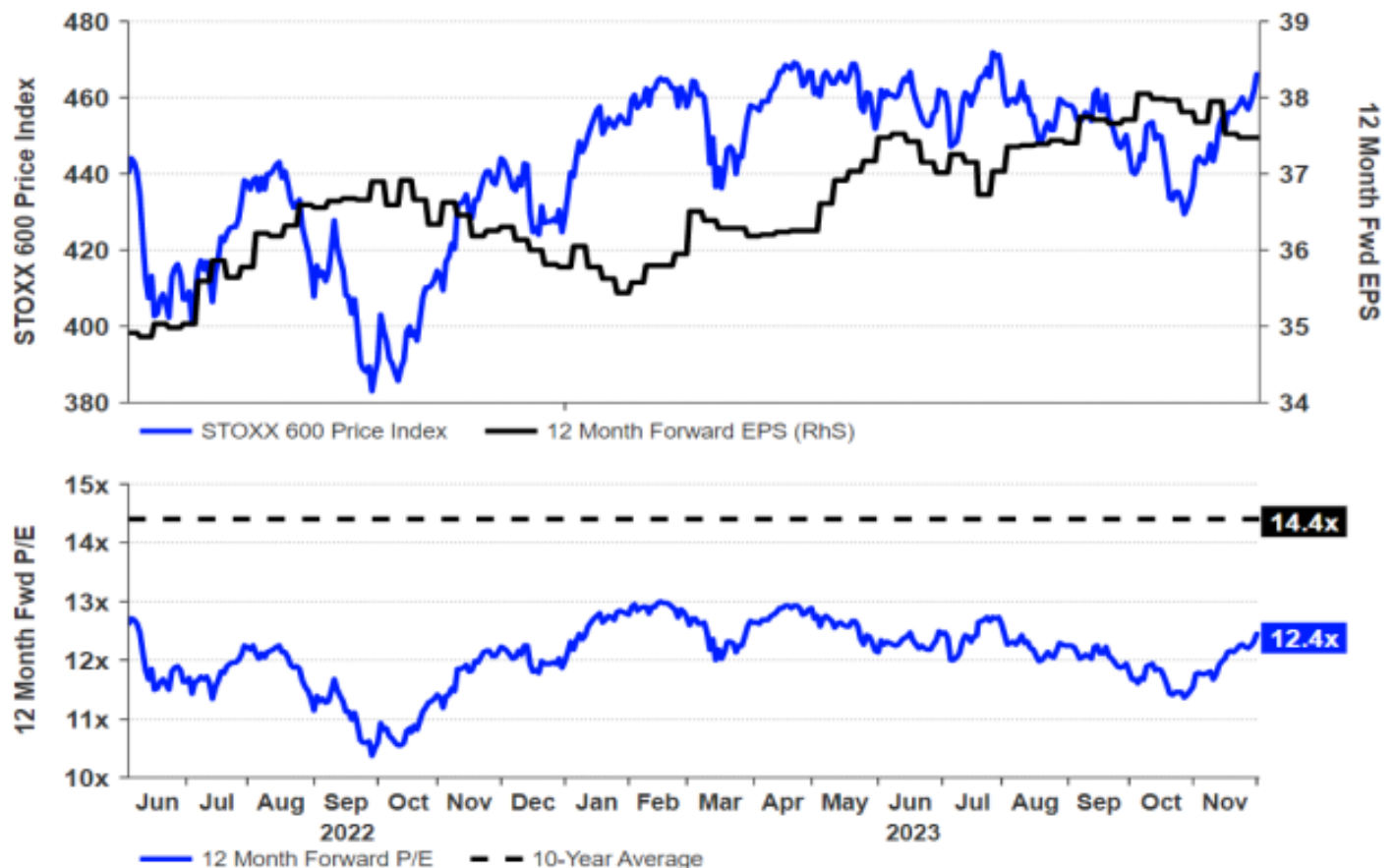
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2023Q3 S&P 500 Earnings Dashboard

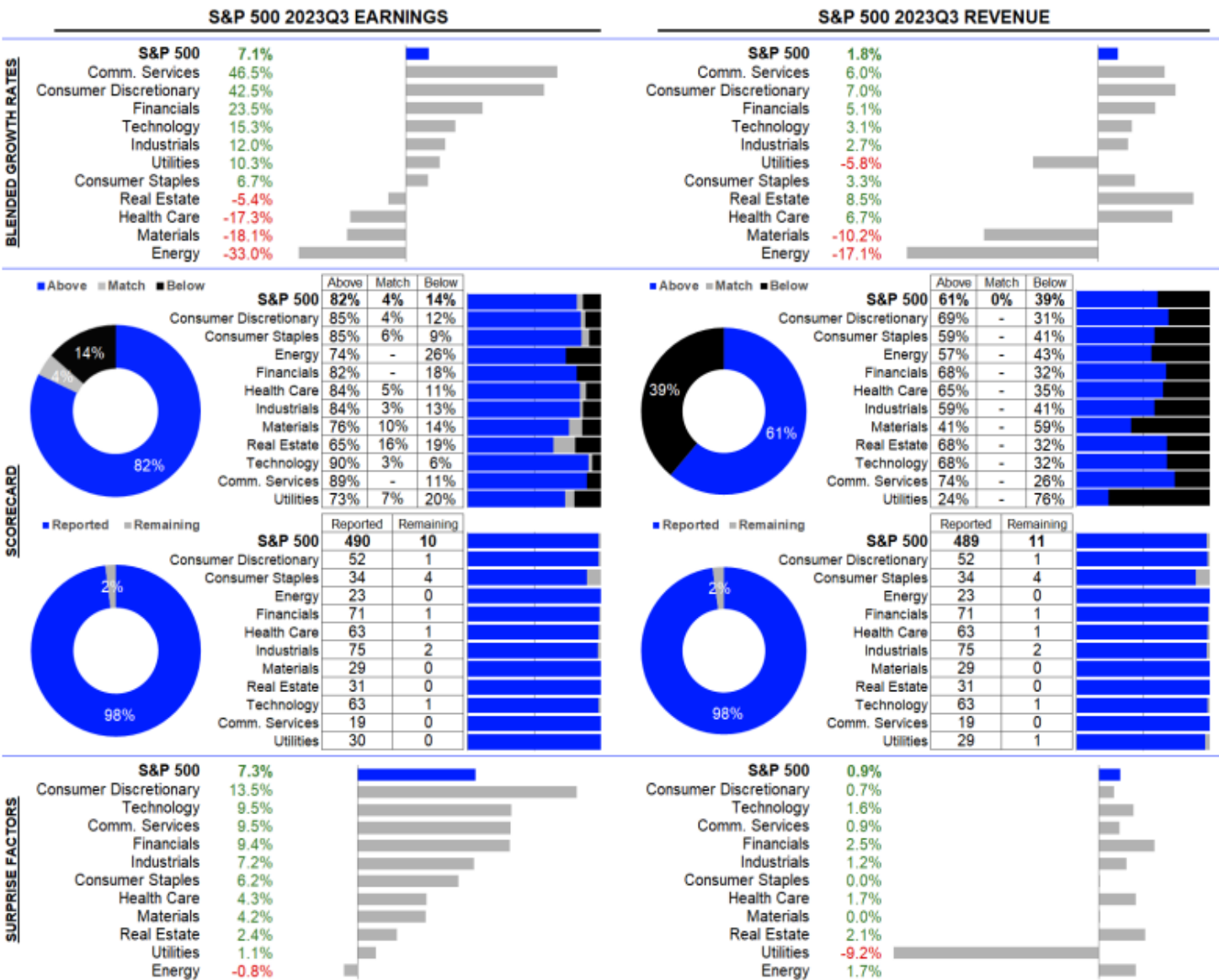
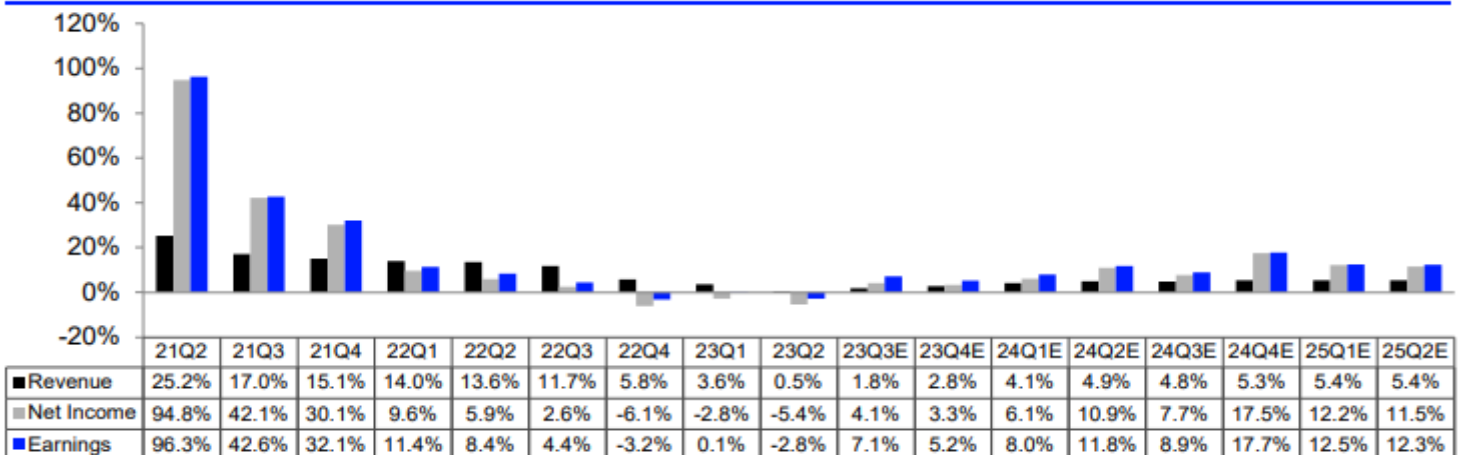


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S





## MATERIAS PRIMAS

Página 17

### ENERGÍA – PETRÓLEO

## Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 75-100 USD/barril (Comprar por debajo de 75 USD; vender por encima de 100 USD.)

### Factores a corto plazo

**(Factor bajista para el precio) – Oleoducto Irak-Turquía.** Irak y Turquía han alcanzado un acuerdo para reanudar las exportaciones a través del oleoducto que los une. Turquía interrumpió el 25 de marzo la exportación de 450.000 barriles diarios (bpd) hacia el norte a través de ese oleoducto tras un laudo arbitral de la Cámara de Comercio Internacional (CCI).

**(Factor bajista para el precio) – China-Irán: las importaciones chinas de petróleo de Irán han alcanzado máximos históricos a medida que Irán, pese a la amenaza estadounidense de nuevas sanciones, aumenta la producción.** Las sanciones actuales se impusieron a raíz del programa nuclear iraní, pero el Congreso estadounidense pretende aumentar la presión tras los ataques perpetrados el 7 de octubre contra Israel por Hamás, respaldada desde hace tiempo por Irán. Los legisladores estadounidenses estudian una ley que sancionará a puertos y refinerías extranjeras que procesen petróleo exportado desde Irán. Esto choca con el hecho de que China, el mayor importador mundial de crudo, se ha convertido en el principal cliente de Irán, al que en los 10 primeros meses de 2023 compró, según datos de seguimiento de buques, una media de 1,05 Mbpd, cifra un 60% superior a los máximos anteriores a las sanciones registrados por las aduanas chinas en 2017. Pero las compras chinas de crudo iraní siguen acelerándose: en octubre rondaron 1,45 Mbpd, el mayor registro mensual. Las importaciones chinas permitieron a Teherán aumentar la producción (que en octubre subió a 3,17 Mbpd, la más alta desde 2018), ofreciendo a Pekín fuertes descuentos. ¿Cómo entra el petróleo iraní en China? Las aduanas chinas no registran ninguna importación directa de Irán desde diciembre de 2020; de hecho, casi todo el petróleo iraní que entra en China está marcado como procedente de Malasia o bien de otros países de Oriente Medio. El petróleo lo transporta de incógnito una flota de viejos petroleros que, para evitar la detección, apagan el transpondedor cuando cargan en puertos iraníes. Otras tácticas consisten en falsear su ubicación y realizar operaciones de transbordo de buque a buque en lugares situados fuera de las zonas de transferencia autorizadas y, a veces, con mal tiempo para ocultar sus actividades, lo que hace temer eventuales vertidos contaminantes. En ocasiones, estos buques pueden rastreador por satélite antes de que descarguen su cargamento, principalmente en puertos de la provincia china de Shandong. ¿Qué refinerías chinas compran crudo iraní? Las gigantescas refinerías estatales Sinopec y PetroChina fueron en su día clientes clave del petróleo iraní, con inversiones directas en yacimientos petrolíferos en Irán. Pero dejaron de cargar petróleo iraní a finales de 2019, después de que el entonces presidente de EE.UU., Donald Trump, reimpusiera sanciones a las exportaciones de petróleo de Teherán. Los volúmenes fueron a más a medida que más refinerías independientes se sumaron a las compras. La mayoría de las más de 40 refinerías chinas independientes (conocidas como *teteras*) procesan petróleo iraní, según los intermediarios chinos. Las *teteras* están poco expuestas al sistema financiero mundial basado en el dólar y no necesitan cooperar con empresas occidentales en materia tecnológica. La mayoría de las transacciones se pagan en moneda china. Las refinerías independientes compran petróleo iraní sobre todo porque es barato y de buena calidad. El petróleo ligero iraní, la principal calidad de exportación, se negocia con un descuento de unos 13 dólares por barril respecto al Brent comercializado en el IntercontinentalExchange (ICE). La prima del crudo de Omán, de calidad similar, ronda los 5 dólares por barril. ¿Cuál es la postura de Pekín? El último cargamento de petróleo iraní registrado oficialmente en las aduanas chinas iba dirigido a las reservas estatales. Pekín se opone a las sanciones unilaterales y ha declarado que su comercio normal merece respeto y protección. China también compra crudo a Rusia y Venezuela, sometidas asimismo a sanciones estadounidenses. Cabe preguntarse si el régimen de sanciones de EE.UU. contra Irán es eficaz. Desde 2021 Washington ha impuesto sanciones a más de 180 entidades y personas relacionadas con los sectores petrolero y petroquímico de Irán o relacionadas con el movimiento y blanqueo de ingresos procedentes de ese «comercio ilícito». Más de 40 buques han sido identificados como «propiedad bloqueada» de las entidades sancionadas. El gobierno estadounidense también se relaciona regularmente con otros países para disuadirlos energícamente de tomar medidas que contravengan las sanciones impuestas a Irán.

**(Factor bajista para el precio) – La diversificación de la India al comprar crudo (ahora a Venezuela) puede ser resultado de la estrategia de EE.UU. para debilitar las ventas de crudo ruso, pero a fin de cuentas implicará un mayor volumen de crudo en el mercado.** Según Platts, India está tratando de diversificar sus importaciones de petróleo, incluida la posibilidad de comprarlo a Venezuela, un suministrador clave en el pasado. «Siempre es bueno contar con más suministro», declaró el ministro de Petróleo, Hardeep Singh Puri. «Compraremos donde el petróleo esté más barato... Estamos abiertos a abastecernos de crudo de cualquier país, incluida Venezuela, a un precio razonable». No escapa a nuestra atención la coincidencia entre la nueva postura de India en relación con Venezuela y el hecho de que en octubre el Departamento del Tesoro de EE.UU. suavizase las sanciones petroleras, comerciales y financieras a este país. El gobierno indio ha dejado claro que cualquier importación futura de crudo venezolano se incardinaria en la política nacional de seguridad energética. En estos momentos la perspectiva de flujos abundantes de crudo venezolano dirigidos hacia la India parece remota, pero esto podría cambiar a medio y largo plazo. India sigue abasteciéndose, y abundantemente, de crudo ruso; el volumen importado de Rusia ascendió, entre los meses de enero y septiembre, a 1,8 Mbpd (+11,2% interanual), y representó el 38% de las importaciones totales de petróleo de la India (4,7 Mbpd). La previsión es que el consumo de petróleo de la India pase de los 4,9 Mbpd en 2022 a 5,2 Mbpd en 2023 (+6,1%) y a 5,3 Mbpd en 2024.

**(Factor alcista para el precio) – A mediados de noviembre el total de plataformas petrolíferas estadounidenses en operación disminuyó por segunda semana consecutiva, hasta su nivel más bajo desde enero de 2022.** Según la empresa de servicios energéticos Baker Hughes, el recuento combinado de plataformas de petróleo y gas natural, que tradicionalmente ha sido un indicador temprano de la producción futura, disminuyó en dos unidades, quedando en 616, en la semana del 10 de noviembre, su cifra más baja desde febrero de 2022. El número total de plataformas disminuyó en 163 (-21% interanual).

**(Factor alcista para el precio) – Los riesgos geopolíticos son los mayores en 50 años, advierte el CEO de Baker Hughes.** La principal empresa de servicios petroleros considera que los riesgos geopolíticos no eran tan altos desde hace medio siglo, lo que hace temer por el suministro de energía y refuerza el auge del gas natural licuado (GNL). «He oído decir que, para una situación parecida, habría que remontarse al embargo de petróleo de 1973», y añadió: «Es el entorno geopolítico más adverso desde que presido la empresa». El contexto de este comentario remite al conflicto entre Israel y Hamás en Oriente Próximo, que se ha sumado a la invasión de Ucrania por Rusia, a punto de cumplir su segundo año. Baker Hughes es, con SLB y Halliburton, uno de los tres principales proveedores mundiales de servicios petrolíferos, dedicados a perforar pozos y tender tuberías en todo el mundo, desde Texas hasta África Occidental. También es uno de los principales proveedores de equipos de GNL en un momento en el que la demanda de gas por transporte marítimo aumenta a medida que Europa se desliga del gas ruso y crece la demanda mundial de energía. El barril de petróleo superó los 130 dólares el año pasado, tras la entrada de tropas rusas en Ucrania, y el mes pasado su precio volvió a dispararse hasta casi los 100 dólares tras el ataque a Israel por milicias de Hamás. Desde entonces ha bajado a unos 80 dólares en noviembre, una vez que cedió la preocupación por que esto pudiera desencadenar un conflicto más amplio en Oriente Medio. Además, el deterioro de los datos económicos ha frenado la demanda.

### Factores a largo plazo

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

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

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



## METALES PRECIOSOS – ORO

### Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.900-2.100 USD/onza (Comprar por debajo de 1.900 USD; vender por encima de 2.100 USD.)

#### Factores positivos para el oro

**El oro está barato respecto al paladio.** La ratio oro/paladio subió a 1,79, aún muy por debajo de su media de 20 años de 1,83x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio.

**El oro podría ser el mejor activo antifrágil en 2023.** El oro se considera, al igual que el bono «libre de riesgo» del Tesoro de EE.UU. (UST), un activo antifrágil. Los inversores siempre han de decidir qué activo antifrágil tendrán en cartera para protegerse de la inestabilidad de los mercados financieros. La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (el oro y el UST) ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en tal escenario disruptivo. Lo que dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una menor oferta relativa será el que experimentará mejor desempeño y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. En este sentido, en el corto plazo, y mientras perduren las medidas de ajuste cuantitativo (QT) por las que la Fed coloca en el mercado un elevado volumen de UST, el bono estadounidense seguirá teniendo un desempeño inferior al del oro. Con una perspectiva de más largo plazo, y una vez que las medidas de QT hayan terminado, ya no consideraríamos la oferta de UST como elevada, sino más bien bastante limitada. Esto debería ser una buena noticia para el UST, pero en el largo plazo.

#### Factores negativos para el oro

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,23075 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, utilizado como variable aproximativa para el deflactor mundial) está a 1.646 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.242 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.528 USD/onza.

**El oro está caro respecto a la plata.** La ratio Oro/Plata se redujo a 82,56x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,8 veces, lo que indicaría que el oro aún está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.664 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio, que subió a 27,88x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 19,19 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a medio plazo para el petróleo WTI de 87,5 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.679 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**Dentro de nuestro marco de los cuatro cuadrantes,** proponemos un cuadrante para 2024 donde el crecimiento sería bajo (pero positivo) combinado con una inflación en camino de moderación. Este escenario históricamente ha sugerido un rendimiento mediocre para el precio del oro, desplazando el temido escenario de recesión con inflación (más favorable para el oro). Por supuesto, el precio del oro también estará determinado por la decisión de los bancos centrales occidentales, en su gestión de la masa monetaria, y los bancos centrales asiáticos, en su decisión de desplazar al dólar estadounidense en sus reservas estratégicas.

**Los fuertes rendimientos negativos de los bonos han desaparecido.** La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija –que el oro no paga cupón– quedó neutralizada cuando numerosos títulos de deuda global «ofrecían» tipos nominales negativos. Pero tal circunstancia ya no existe y la mayoría de los bonos del universo del USD ofrecen rentabilidades positivas, lo que los hace atractivos frente al oro, que nuevamente sufre la desventaja de no pagar cupón o rendimientos.

**Los cuatro riesgos para el recorrido alcista del oro que se han identificado ya no parecen tan distantes. ¿De qué riesgos se trata?** El rally del oro entre 1976 y 1980 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación, coincidiendo con una apreciación del USD. El rally del oro del periodo 1985-88 terminó cuando Alemania se retiró del acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir (y, con ellos, también el USD). En el periodo 2001-11 (en el que la cotización del oro se disparó de 300 a 1.800 USD/oz), las políticas conocidas como de «Guns & Butter» de George W. Bush estimularon alzas en mercados emergentes, que se convirtieron en nuevos compradores de oro... y duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011. Por lo tanto, las únicas cuatro amenazas para el mercado alcista del oro parecen ser: 1) tipos nominales en USA más altos; 2) apreciación del USD; 3) aumento de los tipos reales; 4) pérdida de impulso en el oro. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su «peligrosidad» o capacidad efectiva de atajar en seco el repunte del oro.

A la luz de lo anterior, y sabiendo que cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, y que el alza solo termina al enfrentarse a tipos nominales más altos, una apreciación del USD o mayores tipos reales, parece razonable emitir cierta señal de alarma en el sentido de que **podríamos estar cerca de un giro (a la baja) en la tendencia del oro**, ya que el metal áureo ha perdido impulso desde agosto de 2020, y además porque aquel riesgo de una subida de tipos de interés es, desde hace ya un tiempo, una realidad.

- **Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo ALTO).** Aunque hace dos años parecía impensable pensar en subidas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, ahora es un hecho y los tipos reales positivos parece que podrían quedarse por un tiempo.

- **Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO).** A lo largo de 2023, el saldo de cuenta corriente de los Estados Unidos ha seguido mejorando gradualmente, continuando con la mejora observada en 2022, pasando del -4.53% del PIB en el 1T22 al -3.1% en el 2T23. Esto ha llevado a una relativa escasez de dólares y, por ende, a un aumento en su precio. Si esta tendencia en el saldo de cuenta corriente de EE. UU. continúa, podría mantener limitado soportado el precio del USD, y por consiguiente, limitado el precio del oro (que tiende a caer con un dólar fuerte). Nuestra perspectiva es que el saldo de cuenta corriente de EE. UU. continúe mejorando hacia un nivel histórico promedio de alrededor del -3% del PIB. Esto debería mantener al dólar bien respaldado y estable, pero lejos de un fuerte repunte en su precio, que pudiera llevar al oro a un precipicio. Ahora bien, si las relaciones comerciales entre EE. UU. y China siguen deteriorándose, el saldo de cuenta corriente de EE. UU. incluso podría llegar al -2% del PIB. En dicho escenario, el flujo de dólares desde EE. UU. hacia el mundo sería la mitad que en otros periodos, lo que podría mantener el precio del dólar más que respaldado, y poner en problemas al oro. También, una estrategia de ajuste en el balance de la Fed más decidida podría causar escasez de dólares, lo que tendría un efecto muy negativo en el precio del oro.

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

- **Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía durante bastante tiempo. El precio del oro lleva un tiempo sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en el periodo 2001-2011. En aquel entonces, fue la nueva riqueza creada en los mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese periodo. Si esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos perspectivas claras sobre Asia en su conjunto.



DIVISAS

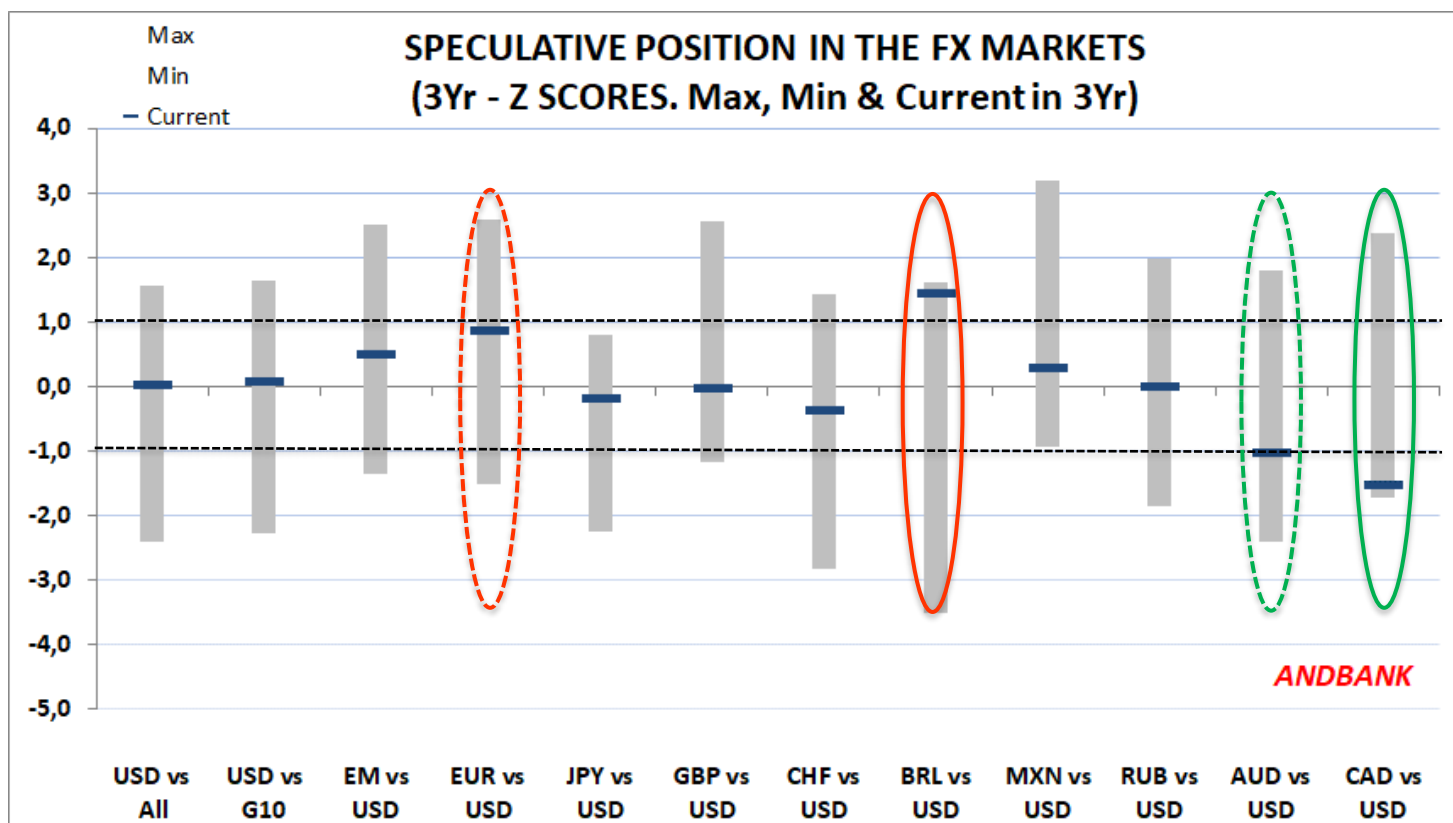
TIPOS DE CAMBIO

**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 | 1,12   | -7,52                        | 32,1             | -28,2            | 0,6              | 0,03                 |
| USD vs G10 | 3,70   | -6,24                        | 32,7             | -25,4            | 2,1              | 0,09                 |
| EM         | 2,59   | 1,29                         | 3,9              | -0,8             | 1,9              | 0,51                 |
| EUR        | 19,67  | 8,77                         | 25,1             | -8,6             | 10,9             | 0,88                 |
| JPY        | -9,26  | -0,69                        | 0,6              | -15,0            | -8,5             | -0,18                |
| GBP        | -0,63  | 0,23                         | 5,2              | -6,5             | -0,6             | -0,01                |
| CHF        | -2,89  | -0,52                        | 0,2              | -6,0             | -2,3             | -0,35                |
| BRL        | 0,68   | 0,61                         | 0,7              | -0,8             | 0,0              | 1,46                 |
| MXN        | 1,91   | 0,68                         | 3,3              | -0,5             | 1,6              | 0,29                 |
| RUB        | 0,00   | 0,00                         | 1,2              | -0,3             | 0,3              | 0,00                 |
| AUD        | -4,74  | 0,40                         | 6,1              | -6,3             | -1,2             | -1,01                |
| CAD        | -4,66  | -1,10                        | 6,1              | -5,1             | -0,2             | -1,52                |

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 20

| Asset Class                                  | Indices                             | Performance YTD | Current Price | Andbank's Target Price | Expected Performance (to Target Price) |
|--|-------------------------------------|-----------------|---------------|------------------------|--|
| <b>Equity</b>                                | USA - S&P 500                       | 19,0%           | 4.570         | 4.595                  | 0,6%                                   |
|  | Europe - Stoxx Europe 600           | 9,8%            | 466           | 478                    | 2,4%                                   |
|  | Euro Zone - Euro Stoxx              | 13,2%           | 464           | 489                    | 5,5%                                   |
|  | SPAIN - IBEX 35                     | 24,0%           | 10.207        | 10.816                 | 6,0%                                   |
|  | MEXICO - MXSE IPC                   | 11,5%           | 54.054        | 60.167                 | 11,3%                                  |
|  | BRAZIL - BOVESPA                    | 15,6%           | 126.803       | 136.799                | 7,9%                                   |
|  | JAPAN - NIKKEI 225                  | 25,6%           | 32.776        | 34.641                 | 5,7%                                   |
|  | CHINA - SHANGHAI COMPOSITE          | -3,8%           | 2.972         | 3.038                  | 2,2%                                   |
|  | CHINA - SHENZHEN COMPOSITE          | -6,6%           | 1.845         | 1.864                  | 1,0%                                   |
|  | INDIA - SENSEX                      | 13,9%           | 69.296        | 72.269                 | 4,3%                                   |
|  | VIETNAM - VN Index                  | 10,8%           | 1.116         | 1.334                  | 19,5%                                  |
| MSCI EM ASIA (in USD)                        | 1,5%                                | 522             | 578           | 10,7%                  |  |
| <b>Fixed Income Core countries</b>           | US Treasury 10 year Govie           | 0,7%            | 4,24          | 5,00                   | -1,9%                                  |
|  | UK 10 year Gilt                     | -0,5%           | 4,14          | 4,75                   | -0,7%                                  |
|  | German 10 year BUND                 | 4,4%            | 2,31          | 2,75                   | -1,2%                                  |
|  | Japanese 10 year Govie              | -1,7%           | 0,66          | 1,00                   | -2,0%                                  |
| <b>Fixed Income Peripheral</b>               | Spain - 10yr Gov bond               | 6,0%            | 3,31          | 3,75                   | -0,2%                                  |
|  | Italy - 10yr Gov bond               | 9,5%            | 4,04          | 4,65                   | -0,8%                                  |
|  | Portugal - 10yr Gov bond            | 8,1%            | 2,94          | 3,35                   | -0,4%                                  |
|  | Ireland - 10yr Gov bond             | 6,1%            | 2,65          | 3,15                   | -1,4%                                  |
|  | Greece - 10yr Gov bond              | 13,5%           | 3,42          | 4,50                   | -5,2%                                  |
| <b>Fixed Income Credit</b>                   | Credit EUR IG-Itraxx Europe         | 3,6%            | 66,31         | 75                     | 4,4%                                   |
|  | Credit EUR HY-Itraxx Xover          | 9,2%            | 366,51        | 450                    | 5,1%                                   |
|  | Euribor 3m                          |                 |               |                        |  |
|  | Credit USD IG - CDX IG              | 5,8%            | 62,17         | 90                     | -0,2%                                  |
| Credit USD HY - CDX HY                       | 8,9%                                | 487,44          | 550           | 3,0%                   |  |
| <b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>          | Turkey - 10yr Gov bond (local)      | -103,6%         | 23,15         | 20,00                  | 48,4%                                  |
|  | Russia - 10yr Gov bond (local)      | -6,3%           | 12,36         | 25,00                  | -88,8%                                 |
| <b>Fixed Income Asia</b><br>(Local currency) | Indonesia - 10yr Gov bond (local)   | 9,2%            | 6,56          | 5,75                   | 13,0%                                  |
|  | India - 10yr Gov bond (local)       | 7,3%            | 7,26          | 6,75                   | 11,3%                                  |
|  | Philippines - 10yr Gov bond (local) | 11,2%           | 6,21          | 6,25                   | 5,8%                                   |
|  | China - 10yr Gov bond (local)       | 3,9%            | 2,68          | 2,25                   | 6,1%                                   |
|  | Malaysia - 10yr Gov bond (local)    | 5,7%            | 3,76          | 3,50                   | 5,8%                                   |
|  | Thailand - 10yr Gov bond (local)    | -1,7%           | 2,93          | 2,25                   | 8,4%                                   |
|  | Singapore - 10yr Gov bond (local)   | 4,2%            | 2,90          | 4,00                   | -5,9%                                  |
|  | Rep. Korea - 10yr G. bond (local)   | 4,6%            | 3,48          | 4,60                   | -5,5%                                  |
| Taiwan - 10yr Gov bond (local)               | 1,7%                                | 1,22            | 2,25          | -7,0%                  |  |
| <b>Fixed Income Latam</b>                    | Mexico - 10yr Govie (Loc)           | 5,8%            | 9,35          | 10,50                  | 0,2%                                   |
|  | Mexico - 10yr Govie (USD)           | 5,4%            | 5,97          | 6,75                   | -0,3%                                  |
|  | Brazil - 10yr Govie (Loc)           | 26,2%           | 10,92         | 12,00                  | 2,3%                                   |
|  | Brazil - 10yr Govie (USD)           | 7,2%            | 6,33          | 8,00                   | -7,0%                                  |
| <b>Commodities</b>                           | Oil (WTI)                           | -8,5%           | 73,4          | 75,00                  | 2,1%                                   |
|  | GOLD                                | 11,1%           | 2.026,9       | 2.000                  | -1,3%                                  |
| <b>Fx</b>                                    | EURUSD (price of 1 EUR)             | 1,2%            | 1,083         | 1,05                   | -3,1%                                  |
|  | GBPUSD (price of 1 GBP)             | 4,5%            | 1,26          | 1,25                   | -1,1%                                  |
|  | EURGBP (price of 1 EUR)             | -3,1%           | 0,86          | 0,84                   | -2,0%                                  |
|  | USDCHF (price of 1 USD)             | -5,6%           | 0,87          | 0,95                   | 8,9%                                   |
|  | EURCHF (price of 1 EUR)             | -4,4%           | 0,95          | 1,00                   | 5,5%                                   |
|  | USDJPY (price of 1 USD)             | 12,1%           | 146,95        | 140,00                 | -4,7%                                  |
|  | EURJPY (price of 1 EUR)             | 13,5%           | 159,24        | 147,00                 | -7,7%                                  |
|  | USDMXN (price of 1 USD)             | -10,4%          | 17,45         | 18,50                  | 6,0%                                   |
|  | EURMXN (price of 1 EUR)             | -9,3%           | 18,89         | 19,43                  | 2,8%                                   |
|  | USDBRL (price of 1 USD)             | -6,5%           | 4,94          | 5,00                   | 1,1%                                   |
|  | EURBRL (price of 1 EUR)             | -5,3%           | 5,36          | 5,25                   | -2,0%                                  |
|  | USDARS (price of 1 USD)             | 105,1%          | 362,45        | 370,00                 | 2,1%                                   |
|  | USDINR (price of 1 USD)             | 0,8%            | 83,34         | 84,00                  | 0,8%                                   |
|  | CNY (price of 1 USD)                | 3,5%            | 7,14          | 7,50                   | 5,0%                                   |

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

## AVISO LEGAL

Página 22

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.